
DESINVESTIMENTO INTERNACIONAL:
CASO DE ESTUDO *MARTIFER SA*

Maria Inês Martins Almeida

Dissertação
Mestrado em Gestão de Serviços

Orientado por
Jorge Bento Ribeiro Barbosa Farinha

2019

Agradecimentos

Para a elaboração e concretização da presente dissertação foi imprescindível a contribuição e o apoio de várias pessoas, a quem gostaria especialmente de agradecer.

Em primeiro lugar quero agradecer à Professora Doutora Teresa Fernandes, directora do mestrado de Gestão de Serviços, pelo apoio e preocupação demonstrada ao longo da dissertação e ao Professor Doutor Jorge Farinha, pela disponibilidade em orientar e pelas contribuições valiosas.

Em segundo lugar, quero também agradecer aos meus pais e aos meus irmãos, pela compreensão demonstrada ao longo deste percurso e por sempre acreditarem em mim.

Não posso deixar de agradecer à Marta Fonseca e ao Tiago, que me acompanharam ao longo do percurso académico e pela força transmitida e palavras de incentivo.

Por último, deixo um especial agradecimento à Martifer e a toda a equipa com quem tive a oportunidade de aprender muito, mas particularmente ao Dr. Hélder Laranjeira, Júlio Tendeiro, Marlene Pereira, Inês Pereira, Hugo Frias, Dina Silva, Ana Casimiro, Ana Santos, Eduardo Lopes, João Eduardo Diniz e Delfina Vaz.

Obrigada!

“Um dia, quando olhares para trás, verás que os dias mais belos foram aqueles em que lutaste.” - Sigmund Freud

Resumo

Embora a saída dos mercados e os processos de desinvestimento tenham sido identificados como importantes decisões estratégicas com implicações na estrutura e competitividade nas empresas, há poucas investigações que tentam explicar as motivações que levam à sua ocorrência e os impactos decorrentes do processo. Para além disso, muitas apresentam resultados contraditórios.

É neste contexto que surge a presente investigação, que tem como objetivo a análise de um conjunto de antecedentes e impactos numa empresa do setor da construção metálica multinacional, de forma a validar as teorias reportadas pela literatura. Para o estudo foi escolhida a empresa Martifer, que apresenta uma considerável quantidade de desinvestimento.

Os resultados obtidos revelaram que os desinvestimentos são motivados principalmente pelo fraco desempenho anterior do Grupo, experiência passadas, desajuste estratégico e maior distância transnacional. No que respeita aos impactos decorrentes do processo foi verificada a redução diversificação, da dívida, da inovação e do número de trabalhadores.

Palavras-chave: Desinvestimento; Antecedentes de desinvestimento; Impactos desinvestimento; Saídas de mercados externos.

Abstract

Although market exits and divestment processes have been identified as important strategic decisions with important implications for firm's competitiveness and profitability, there are few investigations that attempt to explain the motivations that lead to their occurrence and the impacts of the process. Moreover, many have conflicting results.

It's in this context that arises the present investigation, which aims to analyze a set of antecedents and effects in a multinational company from the metallic construction sector, in order to validate as theories reported in the literature. For the study was chosen the company Martifer, which has a significant amount of divestitures.

The results obtained revealed that the divestments are mainly driven by the Group's poor past performance, past experience, strategic misfit and greater transnational distance. Regarding the impacts of the process, diversification, debt reduction, innovation and the number of employees were reduced.

Key-words: Divestment; Antecedents of corporate divestitures; Outcomes of corporate divestitures; Exits from foreign markets

Índice

Índice Abreviaturas	v
Índice Ilustrações	vi
Índice Tabelas	vii
Introdução	1
Capítulo 1 - Desinvestimento em Contexto Internacional	4
1.1. Considerações Iniciais	4
1.2. Desinvestimento Internacional	4
1.3. Perspetivas e Teorias explicativas do Desinvestimento Internacional	6
1.4. Implicações do Desinvestimento	9
Capítulo 2 - Estudo Empírico e Metodologia Prevista	13
2.1. Considerações Iniciais	13
2.2. Questões de Investigação	13
2.3. Determinantes do desinvestimento	14
2.4. Implicações decorrentes do desinvestimento	17
2.5. Metodologia Prevista	17
Capítulo 3 - Caso Martifer	21
3.1. Considerações Iniciais	21
3.2. O Grupo Martifer	21
3.3. Expansão do Grupo	24
3.4. Atividades de Desinvestimento	30
3.5. Estrutura, Estratégia Competitiva e Desempenho	33
Capítulo 4 - Apresentação e Discussão dos Resultados	54
4.1. Motivações ao Desinvestimento	54
4.2. Impactos do Desinvestimento	61
Checklist - Hipóteses	67
Conclusões, Limitações e Sugestões de Pesquisas Futuras	68
Referências Bibliográficas	71
Anexos	77

Índice de Abreviaturas

CAE – Classificação Portuguesa das Atividades Económicas

CEO – Chief Executive Officer

CFO - Chief Financial Officer

EBITDA – *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* (lucro antes de juros, imposto, depreciação e amortização)

I&D – Investigação e Desenvolvimento

M.&A. – *Mergers and Aquisitions* (fusões e aquisições)

OPS – Oferta Pública de Subscrição (em inglês conhecido como *IPO- initial public offer*)

PIB – Produto Interno Bruto

ROA – Return on assets (Rentabilidade do ativo)

ROE – Return on equity (Rentabilidade do Capital Próprio)

ROS – Return on sales (Rentabilidade das Vendas)

R&C – Relatórios e Contas

SGPS – Sociedade Gestora de Participações Sociais

Índice de Ilustrações

Ilustração 1 - Antecedentes e Efeitos Reestruturação Corporativa	10
Ilustração 2- Grupo Martifer SGPS	22
Ilustração 3 - Presença Internacional	24
Ilustração 4 - História do Grupo	29
Ilustração 5 - Evolução da Dívida Líquida na Martifer	39
Ilustração 6 - Evolução Indicadores Rentabilidade 2007-2017	41
Ilustração 7 - Peso Proveitos Operacionais (%)	42
Ilustração 8 - Peso Geografias para VN Construções	42
Ilustração 9 - Rentabilidade das vendas 2012-2017	47
Ilustração 10 - Performance ação Martifer	49
Ilustração 11 - Performance ação Martifer	49
Ilustração 12 - Performance ação Martifer	50
Ilustração 13 - Performance ação Martifer	50
Ilustração 14 - Volatilidade cotações (<i>Fonte: Euronext</i>)	53
Ilustração 15 - Volatilidade Cotações	53
Ilustração 16 - Indicadores de Rentabilidade Grupo Martifer	54
Ilustração 17 - Evolução da Rentabilidade das Vendas por subsidiária	56
Ilustração 18 - Risco Político	60
Ilustração 19 - Evolução do Rácio Net Debt/EBITDA	63
Ilustração 20 - Evolução dos Indicadores de Rentabilidade do Grupo	66

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Tipos de Desinvestimento	5
Tabela 2 - Variáveis da Investigação	20
Tabela 3 - Principais Desinvestimentos ocorridos	31
Tabela 4 - Classificação da dimensão das empresas	33
Tabela 5 - N° médio trabalhadores por ano	34
Tabela 6 - Alguns indicadores financeiros	35
Tabela 7 - Principais Objetivos Estratégicos	37
Tabela 8 - Contas Consolidadas do Grupo 2007-2017	40
Tabela 9 - Indicadores Rentabilidade 2007-2017 (<i>Fonte: Autoria Própria</i>)	40
Tabela 10 - Comportamento ações e performance após anúncio desinvestimento	48
Tabela 11 - Componentes PSI INDUSTRIALS	52
Tabela 12 - Evolução da Rentabilidade das Vendas por subsidiária	55
Tabela 13 - Balanço entre Constituições e Alienações	57
Tabela 14 - Evolução do Emprego no Setor Construção por país	60
Tabela 15 - Referências redução de diversificação na Martifer	61
Tabela 16 - Índice de entropia	62
Tabela 17 - Despesas em I&D	64
Tabela 18 - Variação (%) do n° médio de colaboradores	65
Tabela 19 - Resultados da Investigação	67

Introdução

Desde a década de 60 que o fenómeno da internacionalização tem recebido bastante atenção por parte da comunidade científica, que desde então tem realizado um número impressionante de estudos sobre o tema, focando-se principalmente nas multinacionais (Benito, 2005).

Sendo considerado um tema chave na pesquisa de negócios internacionais (Griffith, Cavusgil, & Xu, 2008), o estudo desse fenómeno é compreensível, uma vez que as empresas que iniciaram o seu processo de expansão internacional apresentam uma considerável influência económica (Benito, 2005) e que um crescente número de empresas tem iniciado esse processo, em busca de oportunidades de crescimento, mudando assim o seu foco de uma orientação doméstica para uma orientação internacional (Sousa & Tan, 2015).

No entanto, o consequente aumento da concorrência nos mercados internacionais tem trazido desafios às empresas no exterior, que enfrentam dificuldades nas suas operações no exterior e se sentem muitas vezes forçadas a sair de determinado mercado (Engel, Procher, & Schmidt, 2013), sendo a literatura sobre o tema ainda limitada (Benito, 2005; Freeman, Deligonul, & Cavusgil, 2013; Pattnaik & Lee, 2014; Sousa & Tan, 2015), e pouco se sabendo ainda sobre os factores que levam as empresas a sair dos seus mercados externos (Berry, 2013).

Apesar da parca literatura sobre o fenómeno, a maioria dos estudos avaliam os antecedentes isoladamente e com pouco foco no desenvolvimento de uma estrutura integrativa de determinantes de desinvestimento, havendo ainda desacordo empírico sobre a força e o sinal da relação entre certos antecedentes e desinvestimentos (Kolev, 2016). Para além disso, os estudos foram também maioritariamente realizados em países como a Coreia, China, Japão, Estados Unidos e Reino Unido, que apresentam algumas especificidades como as características de propriedade e estruturas governativas (Sousa & Tan, 2015).

Adicionalmente, apesar da pesquisa empírica reconhecer a existência de efeitos importantes derivados destes processos, esta admite que poucos investigadores direccionaram a sua intenção empírica para esses resultados (Brauer, 2006). Dos estudos existentes, a maioria tem-se concentrado nas implicações financeiras para as empresas que

operam internacionalmente, negligenciando as restantes implicações, nomeadamente as relativas à competitividade de longo prazo (Trapczynski, 2016).

Portanto é de extrema importância estudar este tema, que carece de um estudo global, sendo esta lacuna significativa uma vez que os desinvestimentos são fenómenos que informam os gestores dos fatores que inibem o sucesso (Sousa & Tan, 2015) e que apresentam repercussões para uma ampla gama de atores (Benito, 2005). Para além disso, estes fenómenos afetam parâmetros críticos ao nível macro e indústria, firma e a nível individual (Brauer, 2006).

É neste enquadramento que se pretende, neste trabalho, formular um estudo do fenómeno do desinvestimento internacional na empresa Martifer SGPS, empresa que atua e lidera o sector das construções metálicas na Europa, tentando compreender se as evidências e teorias reportadas pela literatura sobre os desinvestimentos se verificam no caso da multinacional, onde os desinvestimentos foram e são significativos e com isto perceber quais as principais motivações que levam à decisão de desinvestir e de sair de determinados mercados estrangeiros.

O estudo visa, portanto, validar as relações entre determinados antecedentes e o fenómeno de desinvestimento e analisar as implicações de longo prazo para a empresa decorrente desses processos “de alto impacto” (Brauer, 2006), não só a nível financeiro mas também em termos de competitividade e estrutura.

Neste sentido, pretende-se responder às seguintes questões:

- 1) Quais os factores que motivaram o desinvestimento na Martifer?
- 2) Quais as implicações de longo prazo do desinvestimento para a empresa?

Com base na literatura apresentada por Trapczynski (2016), os factores serão divididos em duas categorias: factores internos e factores externos. Os factores internos dizem respeito a características da empresa-mãe e subsidiárias e respectivas performances e os externos ao ambiente ou à indústria.

A dissertação na qual se insere o estudo encontra-se organizada em quatro capítulos principais. O primeiro capítulo será destinado à revisão de literatura, onde se efectuará um enquadramento teórico do desinvestimento internacional e onde se expõem as perspetivas e teorias explicativas do fenómeno. Uma vez apresentados os conceitos basilares, segue-se

o segundo capítulo, onde será desenvolvido o estudo empírico de acordo com a metodologia de investigação escolhida. No caso deste estudo, uma vez que se trata de um estudo de caso, será utilizado um método qualitativo, nomeadamente através de uma entrevista não estruturada a elementos do conselho de administração da Martifer, e uma eventual análise documental, que posteriormente será utilizada para concluir sobre as proposições formuladas com base nas teorias apresentadas. O capítulo seguinte destina-se à descrição detalhada do estudo de caso, onde é apresentada a história do Grupo Martifer, explorada toda a sua atividade de expansão e enunciada toda a atividade de desinvestimentos. O último capítulo da investigação destina-se à apresentação e discussão dos resultados obtidos pelo estudo do caso, verificando se as evidências reportadas são as verificadas pela literatura. Para finalizar a dissertação é apresentada uma conclusão que engloba todo o estudo efetuado, principais resultados, limitações da investigação e ainda sugestões para pesquisas futuras.

1. Desinvestimento em Contexto Internacional

1.1. Considerações Iniciais

Para melhor compreensão do fenómeno do desinvestimento internacional e de todas as implicações e fatores motivadores, é importante apresentar os conceitos basilares que o sustentam, assim como algumas teorias que surgiram para explicar a sua ocorrência.

1.2. Desinvestimento Internacional

Benito and Welch (1997) definem a desinternacionalização como “qualquer ação voluntária ou forçada para reduzir o envolvimento excessivo de uma empresa às atuais atividades transfronteiriças”, argumentando que esta pode ocorrer de diversas formas, seja por via de saídas de mercados ou redução de operações, mudança no modo de operação (exportações, Investimento Direto Estrangeiro ou modos cooperativos) ou diminuição do nível de comprometimento, diminuição de prestação de serviços, vendas ou produção em subsidiárias, diminuição da participação num empreendimento estrangeiro ou apreensão de ativos pelas autoridades locais (Yayla, Yeniyurt, Uslay, & Cavusgil, 2018).

Focando-se no fenómeno de saída de mercados internacionais, Benito (2005) subdividiu o processo de desinvestimento em quatro tipos de desinvestimento possíveis (Tabela 1 - Tipos de Desinvestimento), de acordo com o modo como são realizados e com o resultado final a nível estrutural e organizacional. Estes podem variar de acordo com a magnitude da redução do envolvimento, podendo ir de reduções pequenas e graduais a ruturas completas de actividade impostas externamente.

Ajustes

Pequenos e graduais

Ex: venda uma determinada entidade dentro de uma subsidiária maior, terciarização de alguma atividade ou encerramento de uma unidade em particular

Falhas

Encerramento de uma determinada unidade, mas normalmente sem repercussões (para a corporação)

Reestruturações	Implicam manobras estratégicas orquestradas com consequências aparentemente dramáticas para a rede corporativa. Podem envolver muitas unidades corporativas realizando atividades diferentes em vários locais, e é difícil para qualquer unidade isolar-se de tais processos no nível corporativo. No entanto, devido à grande magnitude e profundidade dos processos de reestruturação, eles são normalmente bem ponderados e ocorrem, por regram, em situações excepcionais.
Forçados	Nacionalizações e expropriações

Tabela 1 - Tipos de Desinvestimento

Fonte: Adaptado de Benito (2005)

Inicialmente associado ao fracasso, este fenómeno tem ganho cada vez mais relevância na literatura, sendo agora reconhecido o seu papel estratégico importante para a sobrevivência da empresa (Berry, 2013; Kolev, 2016), e apresentando implicações críticas para a estrutura, estratégia competitiva e desempenho da empresa (Brauer, 2006). No seu Estudo Global de Desinvestimento Corporativo de 2018, a Ernst & Young (2018) afirma que o número de empresas entrevistadas em 2018 que conta realizar um desinvestimento nos próximos dois anos mais que duplicou relativamente ao ano passado (43% para 87%), ilustrando que esses são feitos como estratégia de crescimento. Também Hamilton and Chow (1993) na sua pesquisa onde pediram a CEO's de várias empresas que classificassem os principais motivos para o desinvestimento, concluíram que os desinvestimentos eram mais frequentemente motivados pelos desejo de expandir o negócio principal e para explorar novas oportunidades de crescimento do que como meios de reversão de erros anteriores.

Embora a pesquisa académica sobre o comportamento de saída das empresas possa ser rastreadas até aos anos 1970 e início dos anos 80 (Sousa & Tan, 2015), essa área de pesquisa foi largamente ignorada e recebeu atenção limitada em comparação com estudos relacionados com o investimento em mercados estrangeiros (Boddewyn, 1983). Segundo Pattnaik and Lee (2014), este só começou a receber mais atenção quando se verificou um aumento de desinvestimento voluntário relativamente ao desinvestimento forçado imposto

pelos governos dos países anfitriões por meio de expropriação e nacionalização. Por outro lado, as forças responsáveis pela saída voluntária do mercado variam amplamente, podendo dizer respeito a factores externos ou ambientais, como a procura local, a concorrência, os custos dos recursos ou flutuações da taxa de câmbio, ou factores internos, como mudança das prioridades estratégicas, as falhas nos produtos ou a aposentadoria do pessoal-chave (Yayla et al., 2018).

No entanto, apesar da crescente literatura sobre o desinvestimento (Flickinger & Zschoche, 2018), algumas relações entre os antecedentes e os desinvestimentos apresentam ainda, segundo Kolev (2016), alguns desacordos empíricos. Por exemplo, enquanto alguns estudos relatam uma relação negativa entre o desempenho da firma e o desinvestimento (Hoskisson et al., 1994; Shimizu & Hitt, 2005), outros acham positivo (Berry, 2010; Quigley & Hambrick, 2012). Da mesma forma, alguns estudos identificam uma associação positiva entre capital gerencial e desinvestimentos mas outros fornecem evidências de um relacionamento negativo.

1.3. Perspetivas e Teorias explicativas do Desinvestimento Internacional

Algumas teorizações anteriores (Brauer, 2006; Kolev, 2016) que examinaram os determinantes do desinvestimento reconhecem a existência de quatro categorias de determinantes que influenciam a decisão de desinvestimento estrangeiro: determinantes relacionados com o desempenho, determinantes estratégicos; determinantes de governança corporativa; e determinantes ambientais da indústria; apoiando-se em diversas teorias para explicarem a relação entre cada determinante e o processo de desinvestimento.

De acordo com a pesquisa de Moschieri and Mair (2008), a literatura existente da área de finanças foca essencialmente três questões no que diz respeito aos desinvestimentos, nomeadamente os antecedentes financeiros do desinvestimento, o impacto do desinvestimento no desempenho da empresa-mãe e o *status* organizacional da empresa pós-desinvestimento. No entanto a maioria da atenção tem sido dedicada ao impacto do desinvestimento no desempenho, medido através dos efeitos dos anúncios das operações de desinvestimento sobre os preços (Benito, 2005). Esses estudos sugerem que os fenómenos de desinvestimento impactuam positivamente o valor do preço das acções (Moschieri & Mair, 2008), aumentando o valor de mercado da empresa (Markides, 1995).

Apesar da consistência desses resultados, a evidência empírica financeira não forneceu uma explicação inequívoca para explicar o motivo que leva à realização de

desinvestimentos, sendo apontado o fraco desempenho da subsidiária (Benito, 2005), políticas de aquisição equivocadas e estratégias de diversificação corporativa (Weston, 1989).

Os estudiosos da estratégia baseiam-se predominantemente na Teoria do Portefólio e na Teoria do Ciclo de Vida para explicar os fenómenos de desinvestimento de uma empresa. De acordo com a Teoria do Portefólio, a empresa pode ser considerada um conjunto de ativos, produtos e actividades que devem estar em continuamente sob revisão do ponto de vista estratégico e financeiros (Hamilton & Chow, 1993), sendo o processo de desinvestimento um meio de atender aos requisitos de liquidez corporativa e retomar o desempenho (Kolev, 2016) e resolver ineficiências internas (Kolev, 2016). Já a Teoria do Ciclo de Vida considera que o desinvestimento é utilizado como uma opção estratégica quando a indústria se encontra em fase de declínio (Benito, 2005).

A Teoria da Agência é a teoria mais usada para explicar os desinvestimentos (Kolev, 2016; Moschieri & Mair, 2008) e foca-se na relação entre gestores e accionistas. No coração da teoria está o conflito de interesses entre os administradores e accionistas e os meios através dos quais esses interesses poderiam convergir. Portanto, enquanto o accionista está interessado em obtenção de maiores retornos e na maximização da riqueza, a gerência pode agir de forma auto interessada, canalizando as suas acções de forma a aumentar o património pessoal (Kolev, 2016).

A Teoria da Economia da Organização Industrial examina as condições da indústria que afetam a conduta e a estratégia da empresa (Kolev, 2016) e que originam incentivos para sair ou para impedir a saída de determinado mercado (Siegfried & Evans, 1994). Desta forma, a decisão estratégica de desinvestir é impulsionada pela estrutura da indústria na qual a empresa opera (Kolev, 2016) e por altos custos, reduções permanentes na procura ou entrada na indústria de novos concorrentes mais agressivos e eficientes (Siegfried & Evans, 1994).

A Teoria dos Custos de Transação resulta da comparação da decisão de desinvestir com outras escolhas estratégicas, como por exemplo realizar uma aliança estratégica (Moschieri & Mair, 2008). A escolha baseia-se nos custos de governança que cada escolha proporcionará, sendo a escolha mais eficiente aquela que minimiza os custos de governança, e que possibilita gerar um bom desempenho (Tomassen & Benito, 2009). No

seu estudo empírico, Moschieri and Mair (2008) referem que a decisão de desinvestimento pode efectivamente reduzir e equilibrar esses custos e gerar crescimento.

A Visão Baseada em Recursos (RBV) foca-se no estudo dos recursos de uma empresa e no potencial para sinergias oferecidas por diferentes combinações de recursos (Moschieri & Mair, 2008). O estudo através desta teoria é importante pois os recursos podem conferir uma vantagem competitiva para uma empresa se apresentarem determinadas características, nomeadamente valor, raridade, imitabilidade e incapacidade de substituição. Desta forma, a teoria consegue explicar o motivo que leva algumas organizações a não saírem de determinados mercados mesmo quando não apresentam altas rendibilidades (Kolev, 2016). De forma análoga, explica também a razão que leva as empresas a desinvestir, sendo fundamentalmente quando a sua estrutura se torna redundante, permitindo retomar a eficiência (Moschieri & Mair, 2008).

Segundo Moschieri and Mair (2008), alguns autores também se referem à Teoria Evolutiva para explicar os desinvestimentos. Esta advoga que as empresas evoluem e adaptam-se ao ambiente externo e que as suas escolhas estratégicas podem ser interpretadas como estratégias de sobrevivência *darwinianas* (Capron, Mitchell, & Swaminathan, 2001). Portanto, os desinvestimentos são elementos de um processo dinâmico de adaptação a um ambiente de mudança (Meyer, Brooks, & Goes, 1990).

Outro referencial teórico que explica o desinvestimento é a Teoria Comportamental da Firma (BTOF), que afirma que o comportamento gerencial é influenciado pelo *feedback* do desempenho obtido, através da comparação entre o desempenho aspirado com o efectivo (Greve, 2003). Assim, quando o desempenho está fraco e abaixo das aspirações, vindo geralmente acompanhado com balanços fracos, incapacidade de investir em novos projectos e inovar, as empresas decidem desinvestir nos ativos não lucrativos, a fim de gerar fundos necessários para pagar as dívidas e investir em novos projectos (Kolev, 2016).

Apesar da diversidade de teorias que foram surgindo para explicar o fenómeno, a maioria dos estudos não atribui o fenómeno dos desinvestimentos a apenas uma dessas teorias, usando vários argumentos derivados de várias teorias diferentes (Moschieri & Mair, 2008).

1.4. Implicações do Desinvestimento

Apesar dos diversos tipos de desinvestimentos reconhecidos por Benito, a maioria da atenção dos estudiosos recai sobre a análise do fenómeno de desinvestimento enquanto meio de reestruturação corporativa, por ser não só o tipo mais complexo, mas também o que apresenta mais consequências para a organização (Benito, 2005).

Segundo Kolev (2016), as reestruturações corporativas podem ser vistas como ajustes na estrutura de propriedade e portefólio de negócios de uma empresa, podendo ocorrer de diversas formas, nomeadamente através de *sell-offs*, *spin-offs* ou *equity carve outs*.

As operações de *sell-off* são as operações de desinvestimento mais comuns, em que a empresa vende um negócio, uma subsidiária ou um conjunto de ativos corporativos renunciando a propriedade total. Segundo Bergh (2017), esses ativos que são vendidos de uma empresa para outra constituem normalmente negócios periféricos, não relacionados ou não essenciais, permitindo à empresa a refocalização nos seus negócios principais, o investimento de resultados, a redução da assimetrias de informação e a capitalização dos benefícios em aprendizagem (Bergh, Johnson, & Dewitt, 2008). Estas operações diferenciam-se das restantes na medida em que a empresa-mãe retém a propriedade parcial (Prezas & Simonyan, 2015).

Embora menos frequentes que os *sell-offs*, as operações de *spin-off* atraem mais atenção por parte dos *mídia*, pelas maiores implicações que acarretam. Estas consistem na doação das acções de uma subsidiária aos acionistas da empresa-mãe (Bergh, 2017), passando a empresa a ser cotada separadamente. Por outras palavras, permitem a autonomização de atividades na esfera de uma empresa que é criada e destacada da empresa-mãe. Porém, na literatura o termo é também usado para se referir a vendas simples de subsidiárias.

Também conhecidas como *spin-offs* parciais, as operações de *equity carve out* ocorrem quando a empresa-mãe vende a terceiros uma parte do capital de uma subsidiária (Bergh, 2017), continuando no entanto a manter o controlo. Esta é a forma de desinvestimento menos estudada na literatura, por ser também a menos comum. Tal como as operações de *spin-off*, também estas podem referir-se à venda integral de uma subsidiária.

Estes tipos de desinvestimentos são identificados como importantes decisões estratégicas (Flickinger & Zschoche, 2018) que implicam, como já verificado no capítulo

anterior, reduções de envolvimento de grande magnitude e que permitem melhorar a competitividade, a eficiência e a alocação de recursos (Johnson, 1996).

No entanto, e apesar da sua elevada importância, poucos investigadores de estratégia direccionaram a sua intenção empírica para este tipo de desinvestimentos, sobretudo no que diz respeito aos seus efeitos (Brauer, 2006), sendo alvo de maior atenção o estudo dos seus antecedentes.

Das poucas pesquisas encontradas, os estudiosos classificam os efeitos evidenciados em três categorias principais: efeitos estratégicos; efeitos nos trabalhadores e efeitos na performance (Ilustração 1 - Antecedentes e Efeitos Reestruturação Corporativa), que serão detalhados seguidamente.

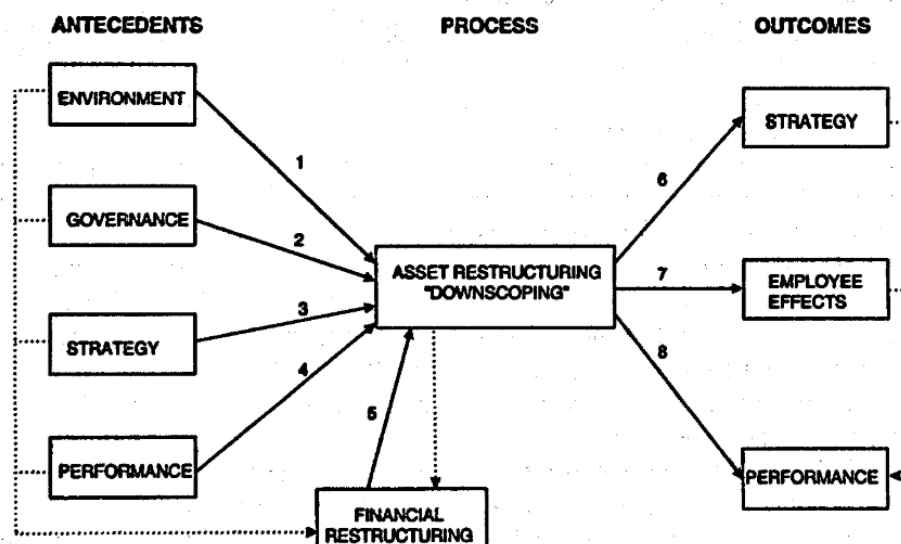


Ilustração 1 - Antecedentes e Efeitos Reestruturação Corporativa

Fonte: Johnson (1996)

a) Efeitos na Estratégia

Os efeitos do fenómeno do desinvestimento na estratégia tendem a analisar o que mudou na estratégia. Por norma, a mudança na estratégia é feita no sentido de melhorar o ajuste entre a estratégia da empresa e o seu ambiente, de forma a restaurar a competitividade, eficiência e melhorar a alocação dos recursos (Johnson, 1996).

Os efeitos verificados nos estudos prendem-se a mudanças nas empresas relacionadas com a diversificação, inovação e estrutura financeira (% dívida) e os resultados são:

- Desinvestimentos levam, obviamente, a uma redução de diversificação;
- As empresas que passavam por processos de reestruturação conseguiam reduzir a dívida, mas cortavam na investigação/pesquisa e desenvolvimento de novos produtos;
- Uma vez reestruturadas, as empresas distanciavam-se de estratégias não relacionadas- a maioria das empresas focou-se em negócios relacionados;
- Outros estudaram os efeitos da reestruturação corporativa na especialização e concentração da indústria, tendo verificado uma associação negativa entre *sell-offs* e mudanças na concentração da indústria e uma associação positiva entre a reestruturação e a especialização.

b) Efeitos nos trabalhadores

Na investigação efetuada por Johnson (1996), o autor concluiu que os efeitos do desinvestimento nos funcionários da empresa são dos efeitos menos analisados. No entanto, em muitos casos foram relatados despedimentos em massa feitos em conjunto com a alienação dos ativos. Outros estudos relatam a existência de “choques psicológicos” devido ao medo, baixa moral e alta rotatividade resultante de um período de pós alienação, chegando mesmo a experimentar sentimentos de tristeza, culpa e insegurança, podendo mesmo levar à disfuncionalidade e à falta de motivação no trabalho.

c) Efeitos no Desempenho

A maioria dos estudos que analisam as implicações de um processo de desinvestimento foca-se principalmente nos efeitos relativos à performance da empresa-mãe (Johnson, 1996). De forma sucinta, o estudo deste tipo de efeitos pode ser feito de duas formas: estudos de eventos e estudos de desempenho de mercado recorrendo a indicadores de contabilidade.

Sendo os desinvestimentos frutos de processos de reestruturação e, portanto, processos devidamente planeados, o sucesso deste tipo de estratégia é geralmente avaliado através de indicadores contabilísticos, nomeadamente ROA- *Return On Assets*, ROS- *Return on Sales* e EBITDA- *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (Brauer, 2006). No entanto, à semelhança de muitos estudos relacionados com esta temática, houve evidências tanto de relações positivas como negativas do efeito de um desinvestimento nestes

indicadores. Apesar disso, as teorias que suportam uma relação positiva sobrepõem-se, sendo essa a relação maioritariamente apoiada pelas evidências científicas.

Para além dos estudos mencionados anteriormente, houve também alguns que comprovaram a existência de uma relação entre as melhorias no desempenho e na liquidez com o estágio ciclo de vida da empresa desinvestida (Johnson, 1996).

Outro método muito utilizado para medir o sucesso de um desinvestimento prende-se com a análise dos preços das acções e retornos provenientes dos anúncios de desinvestimento, sugerindo que os desinvestimentos aumentavam o valor das acções, melhorando desta forma o valor da empresa (Moschieri & Mair, 2008).

2. Estudo Empírico e Metodologia Prevista

2.1. Considerações Iniciais

Na sequência da revisão de literatura existente sobre o fenómeno de desinvestimento, este capítulo dá início à investigação empírica, fazendo referência aos objectivos da investigação, bem como ao caso de estudo que será objecto de análise. Adicionalmente, será também esclarecida a abordagem metodológica utilizada, o método de recolha dos dados e as técnicas de análise de dados.

2.2. Questões de investigação

O desinvestimento é um tema pouco abordado na literatura, quando comparado com processos de internacionalização (Boddewyn, 1983) ou questões de reestruturação como M&A¹ (Sousa & Tan, 2015). Ainda assim, revela-se como um fenómeno com bastante significância (Benito, 2005), uma vez que são bastantes as empresas que recorrem a esse processo (Sousa & Tan, 2015) e que a tendência será num aumento do uso dessa estratégia (Ernest & Young, 2018).

A pouca literatura existente aborda estudos que também procuram responder a questões relacionadas com os seus antecedentes e efeitos, no entanto as contradições evidenciadas (Kolev, 2016) e a particularidade dos casos impede que se extrapolem conclusões para a generalidade.

Desta forma, com este estudo pretende-se fortalecer e confirmar/ refutar as teorias anteriormente investigadas e contribuir para uma consolidação do conhecimento existente sobre os desinvestimentos organizacionais, verificando que teorias se confirmam numa empresa portuguesa do sector da construção metálica.

A escolha da Martifer enquanto caso de estudo prende-se com notoriedade e influência que a empresa apresenta, adicionada à considerável atividade de desinvestimento que possui e à grande capacidade de sobrevivência e de superação de desafios que sempre demonstrou. A empresa constitui um caso de sucesso, tendo assistido ao desaparecimento de muitas empresas do mesmo setor e tendo conseguido recuperar a rentabilidade e perspectivas futuras.

¹ Mergers and Acquisitions (em português Fusões e Aquisições)

Sucintamente e em forma de conclusão, a investigação de natureza confirmatória procura compreender quais as motivações que levam à decisão de desinvestimento na Martifer e validar as teorias as suportam, assim como que implicações são verificadas e se essas são também apoiadas pela literatura.

Concretamente, procura a resposta às seguintes questões:

- 1) Quais os factores que motivaram o desinvestimento na Martifer?
- 2) Quais as implicações do desinvestimento para a empresa?

Para responder às questões, serão formuladas na próxima secção um conjunto de hipóteses com base na literatura anterior, e cujo propósito da investigação será no sentido de as confirmar, contribuindo assim para um maior suporte à literatura existente.

2.3. Determinantes do Desinvestimento

Com base na literatura apresentada por Trapczynski (2016), os factores serão divididos em duas categorias: factores internos e factores externos. Os factores internos dizem respeito a características da empresa-mãe e subsidiárias e os externos às características do ambiente e da indústria.

2.3.1. Fatores Internos

Para representar os factores internos, designados para representar as características da empresa-mãe e da subsidiária, escolhemos o estudo do desempenho internacional, da experiência anterior, do ajuste estratégico e do modo de entrada.

Desempenho Unidade e Desempenho Corporativo

Um dos antecedentes mais usualmente analisados nos estudos do desinvestimento foi o desempenho anterior, quer a nível corporativo quer ao nível da unidade localizada no mercado estrangeiro. Apesar do aparente desacordo empírico na literatura existente até à data (Kolev, 2016), há fortes evidências de que o baixo desempenho pode indicar problemas de eficiência organizacional, sendo muitas vezes usado o processo de desinvestimento para alcançar a eficiência (Johnson, 1996). Desta forma, será defendida que as empresas serão mais propensas a desinvestir quando o desempenho da empresa e da unidade são baixos.

H1: Quanto pior o desempenho anterior da empresa, maior a probabilidade de desinvestimento internacional.

H2: Quanto pior o desempenho anterior da subsidiária, maior a probabilidade de desinvestimento internacional.

Experiência Anterior

A experiência anterior é um determinante importante no comportamento futuro das empresas (Kolev, 2016), permitindo que desenvolvam conhecimentos e capacidades que as ajudem a adquirir legitimidade no mercado externo, reduzindo assim a incerteza e o risco percebido sobre os mercados e operações estrangeiros (Sousa & Tan, 2015). Uma vez incorporadas na rotina de uma empresa, esses conhecimentos são incorporados nas rotinas existentes, facilitando a tomadas de decisões de gestão (Haleblian, Kim, & Rajagopalan, 2006) e aumentando a eficácia das decisões estratégicas (Tan & Sousa, 2013).

A literatura já reconheceu a importância deste fator no suporte das actividades nacionais e internacionais de uma empresa, afirmando que os gestores mais experientes e que obtiveram sucesso com uma acção estratégica em particular ganham mais confiança e são mais propensos em repetir essa acção (Haleblian et al., 2006). Desta forma, quando os gestores se envolvem em actividades de desinvestimentos, familiarizam-se com o processo e aliam-se à acumulação de riqueza gerada por esses processos. Tal sugere que os desinvestimentos anteriores encorajam os gestores a realizar novos desinvestimentos no futuro (Kolev, 2016), pelo que é proposto a sua contribuição positiva para o processo.

H3: Quanto maior a experiência anterior da empresa, maior a probabilidade de futuro recurso ao desinvestimento.

Ajuste Estratégico

Embora bastantes estudos tenham sugerido que a má performance desempenhe um papel importante na explicação da decisão de saída de uma empresa (Berry, 2013), outras pesquisas indicam que a estratégia é um determinante igualmente importante (Boddewyn, 1979).

Desta forma, e uma vez que as empresas existem num mercado externo existem para atender aos objectivos gerais da empresa-mãe (Chung, 2003), uma adequação estratégica

pode auxiliar a empresa-mãe a compreender melhor as suas prioridades estratégicas, sendo menor a probabilidade de ser retirada do mercado.

H4: Quanto menor o ajuste estratégico entre a subsidiária estrangeira e a empresa-mãe, maior a probabilidade de desinvestimento internacional.

2.3.2. Factores Externos

Para representar os factores externos, designados para representar as características da indústria e do macroambiente, escolhemos o estudo da distância transnacional, das características políticas e do crescimento da indústria.

Distância Transnacional

Quando se fala de factores externos, uma grande parte das pesquisas dedica-se ao estudo das desvantagens que as multinacionais enfrentam devido à falta de familiaridade com o ambiente de negócios do país em questão, levando a um consequente aumento custos de fazer negócios nesse país (Pattnaik & Lee, 2014). O que mais impressionou os estudiosos foi a identificação da origem dessa desvantagem nas diferenças socioculturais, políticas e económicas e não nas forças de mercado. Assim, e consistente com a teorização são propostas as seguintes proposições:

H5: Quanto maior a distância transnacional, maior a probabilidade de desinvestimento internacional.

H6: Quanto maior o risco político, maior a probabilidade de desinvestimento internacional.

Crescimento da indústria

No seu estudo sobre desinvestimentos, Benito and Welch (1997) concluíram que o crescimento económico do sector tinha um impacto significativo na atractividade de Investimento Direto Estrangeiro (IDE). Tal leva a crer que uma evolução contrária à do crescimento possa gerar um afastamento de IDE, levando assim ao desinvestimento. Desta forma, a hipótese proposta é:

H7: Quanto menor o crescimento da indústria, menor a probabilidade de desinvestimento internacional.

2.4. Implicações decorrentes do desinvestimento

Tendo em conta o quadro teórico relativo às implicações decorrentes do processo de desinvestimento, que tiveram como base os estudos efetuados por Johnson (1996), formulam-se as seguintes hipóteses relacionadas com a estratégia, trabalhadores e performance:

H8: Os desinvestimentos levaram a uma redução da diversificação.

H9: Os desinvestimentos levaram a uma redução da dívida.

H10: Os desinvestimentos levaram a uma redução da inovação.

H11: Os desinvestimentos levaram a uma redução do número de trabalhadores.

H12: Os desinvestimentos levaram a um aumento do ROA.

H13: Os desinvestimentos levaram a um aumento do valor das ações.

2.5. Metodologia Prevista

Tipo de Investigação

Tendo em conta a natureza confirmatória da presente investigação, é utilizada uma abordagem de carácter qualitativo, que tem como propósito contribuir para o conhecimento base do fenómeno de desinvestimento, que apresenta algumas contradições, e determinar, através do estudo do caso da Martifer SGPS, quais as teorias que se verificam e que são suportadas pela literatura.

A escolha desta metodologia nesta pesquisa, prende-se com o facto de se pretender compreender quais os fatores que motivam o desinvestimento e quais os efeitos decorrentes do fenómeno, tornando-se relevante, para tal, conhecer o contexto envolvente do caso a ser analisado. Tal realidade não se encontra expressa num estudo quantitativo, que apenas tenta medir o impacto.

O estudo de caso assume, portanto, uma importância inquestionável na presente investigação, pois possibilita a aplicação do contexto teórico a uma situação real e humana (Dooley, 2002), contribuindo para a veracidade das conclusões.

Neste estudo será investigado o caso da empresa Martifer SGPS, que será apresentada de seguida, onde serão tidas em consideração as duas tipologias distintas de desinvestimento: desinvestimento nacional e desinvestimento internacional, sendo

explorado o intervalo de tempo de 2007 até 2017, período em que se verificaram a maioria dos fenómenos de expansão e desinvestimento e em que ocorreram as maiores alterações a nível organizacional.

Como já referido, a investigação terá um foco unicamente confirmatório, sendo a análise feita ao nível da entidade desinvestida.

Método de Pesquisa, Recolha e Análise de Dados

Dadas as hipóteses enunciadas, a pesquisa e a recolha de dados para a investigação foi realizada de duas formas distintas. Numa primeira fase foi baseada na análise de documentos e conteúdo, mais especificamente nos Relatórios e Contas Consolidados da empresa, que são disponibilizados no *site* e acessíveis a todos os interessados. Adicionalmente, foi também realizada uma entrevista à Administração do grupo, no sentido de enriquecimento da análise documental e a fim de perceber um pouco o contexto que motivou o desinvestimento, através de uma experiência contada na primeira pessoa.

A análise utilizada derivou da natureza confirmatória da investigação, baseando-se essencialmente na análise de conteúdo e de discurso, de forma a conseguir uma maior transparência e informação mais detalhada.

Nos termos da investigação a realizar, e atendendo às hipóteses apresentadas, apresenta-se em seguida as variáveis que irão ser consideradas na análise e a sua proposta de medição:

Hipótese	Variável	Bases de conclusão	Autor
H1	Desempenho anterior da empresa-mãe	Cálculo de vários indicadores usados em pesquisas anteriores, como a Rentabilidade das vendas (ROS), Rentabilidade do Ativo (ROA) e Rentabilidade do Capital Próprio (ROE)	Kolev (2016)
H2	Desempenho anterior da subsidiária	Cálculo da rentabilidade das vendas da subsidiária (ROS)	Kolev (2016)
H3	Experiência anterior	Nº desinvestimentos realizado até à data Cálculo do balanço entre aquisições e alienações ao longo do período	Kolev (2016); (Pattnaik & Lee, 2014)
H4	Ajuste estratégico	Alinhamento entre estratégia subsidiária e holding	Kolev (2016); (Sousa & Tan, 2015)
H5	Distância transnacional	Grau em que os valores de um país são diferentes dos mesmos valores num outro país - Índice de Distância cultural entre o país emissor e receptor baseado em 9 dimensões	(Pattnaik & Lee, 2014)
H6	Risco político	Marsh political risk map	
H7	Crescimento da indústria	Calculado pela variação do emprego no setor	(Benito & Welch, 1997)
H8	Diversificação	Número de sectores em que a empresa opera Índice de entropia (Palepu, 1985), dado pelo somatório de $P_i \ln(1/P_i)$ para todos os segmentos, onde P_i são as vendas do segmento i e $\ln(1/P_i)$ é o logaritmo do inverso das vendas	(Johnson, 1996); Sousa and Tan (2015)
H9	Dívida	Rácio Net-Debt/ EBITDA	(Johnson, 1996)

H10	Inovação	Investimento em I&D	(Johnson, 1996)
H11	Nº trabalhadores	Número de trabalhadores que trabalhava no Grupo	(Johnson, 1996)
H12	Desempenho	Rentabilidade das vendas do Grupo (ROS)	(Johnson, 1996)
H13	Valor das ações	Evolução das cotações das ações após anúncios de desinvestimento	(Johnson, 1996)

Tabela 2 - Variáveis da Investigação

Fonte: Autoria Própria

3. Caso Martifer

3.1. Considerações Iniciais

Atendendo às hipóteses enunciadas, este capítulo visa dar uma breve contextualização da instituição que será objecto de estudo na presente investigação.

O capítulo inicia com a apresentação da Martifer, focando-se, subsequentemente, na sua atividade de desinvestimento e atribuindo principal importância aos fatores que poderão anteceder este fenómeno e às implicações decorrentes do mesmo, no sentido de posteriormente possibilitar a análise e devidas conclusões.

3.2. O Grupo Martifer

Fundada em 1990 pelos irmãos Carlos e Jorge Martins, em conjunto com António Bastos Pereira, a Martifer surgiu como uma sociedade por quotas focada no setor da construção metálica, que no primeiro ano de atividade e com apenas 18 trabalhadores conseguiu atingir um volume de negócios de 240 mil euros. Segundo uma entrevista a Carlos Martins à Gazeta da Beira em Fevereiro de 2019, a empresa surgiu sem um projecto delineado, quando tiveram contacto com mundo do trabalho, tendo adquirido um gosto na área e visualizado uma oportunidade neste mercado.

Em 1998, somando cerca de 100 trabalhadores, a empresa altera a sua estrutura de capital, convertendo-se numa sociedade anónima e passando o capital a ser detido pela MTO SGPS (atualmente IM SGPS) e a ENGIL SGPS (actual MOTA-ENGIL).

Num clima de expansão e crescimento, a Martifer rapidamente se afirmou no panorama português, tendo em 1999 decidido começar a dar resposta a projectos fora do país, expandindo as suas atividades para Espanha e visando tornar-se também uma referência de construção metálica no país vizinho. Esta primeira conquista marcou o início do processo de internacionalização e crescimento da Martifer, tendo daí em diante focado a sua estratégia no sentido da consolidação e expansão, procurando não só assegurar a sua liderança na Europa e conquistar novos mercados, como também investir em novas áreas de negócio que permitissem aproveitar as sinergias e *know how* acumulado numa lógica de complementaridade de negócio (Martifer, 2018).

Durante vários anos foi essa a estratégia que vigorou. No ano de 2008 e até 2011, a Martifer chegou a marcar presença em mais de 20 países nos 5 continentes e a ter cinco áreas de negócio distintas.

Hoje, e com cerca de 29 anos de existência, a Martifer é apresenta uma estrutura bastante distinta, fruto de todas as oportunidades e ameaças que o mercado global foi oferecendo, e que iam exigindo a adaptação e mudanças do grupo. Assim, apresenta-se como um grupo industrial, que atua nas áreas da Construção Metálica, da Indústria Naval e das Energias Renováveis (Ilustração 2- Grupo Martifer SGPS) e que marca presença em 2 pólos geográficos, nomeadamente Europa, Médio Oriente e África (Ilustração 3 - Presença Internacional).

Diferencia-se por apresentar grande capacidade de inovação, qualidade de engenharia e vocação para projectos de elevada dimensão e complexidade (Martifer,2018), com reiterada capacidade de superação de desafios exigentes, quer a nível técnico quer geográfico.





CONSTRUÇÃO METALOMECÂNICA

ALUMÍNIO E VIDRO

EQUIPAMENTOS PARA OIL & GAS

CONSTRUÇÃO & REPARAÇÃO NAVAL

DESENV. DE ATIVOS DE ENERGIA EÓLICA

GESTÃO DA CONSTRUÇÃO

GESTÃO TÉCNICA E OPERAÇÃO

Ilustração 2- Grupo Martifer SGPS

Fonte: Autoria Própria

Pedro Moreira, CFO do Grupo, apresenta de forma simples e sucinta o Grupo onde que hoje assume um cargo de grande responsabilidade, estando transcritas a seguir algumas palavras suas:

“A Martifer Metallic Constructions, empresa que deu origem ao grupo, é um *player* reconhecido globalmente no setor dos serviços de construção. Fornece soluções globais e inovadoras de engenharia, nomeadamente em projetos de elevada dimensão e complexidade, nos segmentos da construção metalomecânica, fachadas em alumínio e em vidro e *oil & gas*. Conta no seu portefólio com produtos como coberturas de estádios e terminais de aeroportos, soluções personalizadas de fachadas em alumínio e vidro de edifícios emblemáticos, torres eólicas para os principais tecnólogos mundiais e infraestruturas para *oil & gas*, que incluem valências como a manutenção industrial de refinarias. Algumas referências emblemáticas são a construção de infraestruturas para a Expo 98, para o Euro 2004 e ainda a construção de aeroportos como o Aeroporto Francisco Sá Carneiro ou o Aeroporto de Dublin.”

A empresa está focada em dois grandes polos geográficos: Europa e Médio Oriente e África, e conta com unidades industriais que lhe permitem, a partir destes polos, construir os projetos mais complexos em locais tão diversificados como, por exemplo, Luanda, em Angola, Genebra, na Suíça, Jeddah, na Arábia Saudita, Djelfa, na Argélia ou Londres, no Reino Unido. As suas unidades industriais estão localizadas em Portugal, na Roménia, em Angola, em Moçambique (em parceria) e na Argélia (em parceria).

“A Indústria Naval é desde 2008 uma realidade no Grupo. Com dois estaleiros em Portugal (Viana do Castelo e Aveiro) tem capacidade para reparação, reconversão e construção de navios de média e grande dimensão. A área naval conta já com um portefólio de referência, com vários navios-hotel, com navios militares e com o primeiro navio polar construído em Portugal, o *World Explorer*.” Deste segmento fazem parte as empresas West Sea Estaleiros Navais, Lda. e a Navalria S.A..

A Martifer Renewables atua como um *developer* de energias renováveis, principalmente no desenvolvimento de parques eólicos e de parques solares fotovoltaicos, assim como serviços de operação e manutenção, estando atualmente presente na Península Ibérica e Europa Central.

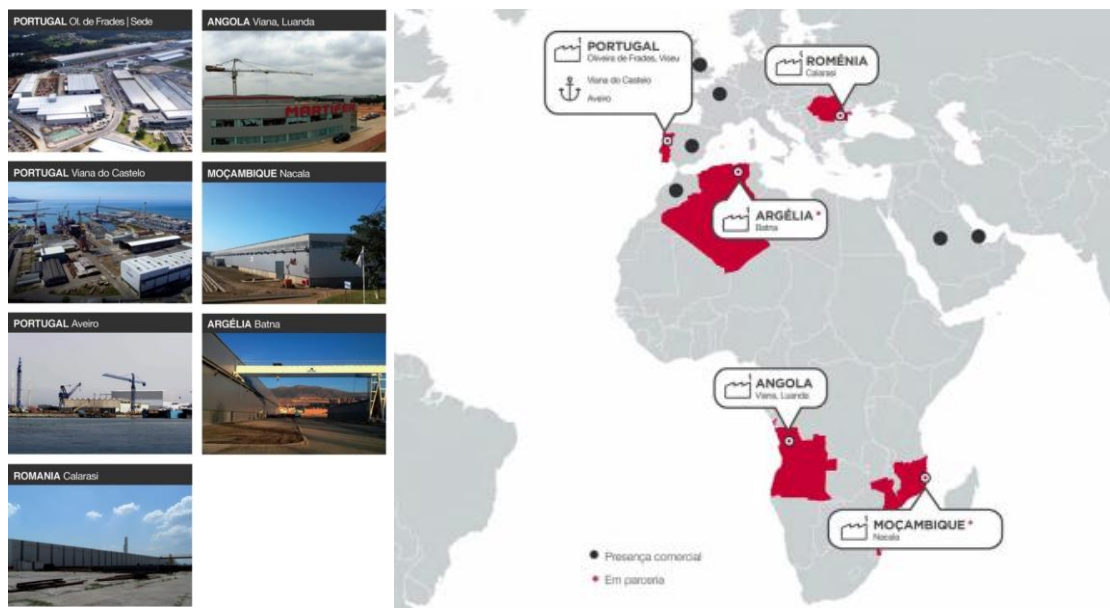


Ilustração 3 - Presença Internacional

Fonte: R&C Martifer 2018

Tendo em conta a sua vasta experiência em países estrangeiros, a sua dependência do exterior e o considerável número de casos de desinvestimento, a Martifer constitui um excelente objeto de análise no que diz respeito à sua capacidade de sobrevivência e superação de desafios, na medida em que apresenta uma história rica de investimentos e desinvestimentos domésticos e internacionais, que combinam dificuldades relacionadas com fatores externos e internos e que foram ultrapassados graças à sua dispersão de atividades estratégica.

3.3. Expansão do Grupo

Tal como referido anteriormente, a Martifer aproveitou a sua experiência e conhecimento na área da construção para explorar outras áreas de mercado, usufruindo das sinergias e *know how* acumulado. À medida que investia em novos negócios que a pudessem complementar, procurava simultaneamente reforçar a sua posição de liderança e consolidar a sua presença nos mercados em que estava presente, em todas as áreas de negócio.

Paralelamente a esses fatores, foi também importante o estabelecimento de parcerias estratégicas no momento de investimento em novas áreas de negócio, possibilitando a combinação do *know how* da Martifer com o conhecimento do setor por parte dos *partners*, assim como a aposta na inovação e desenvolvimento, que concorreram enquanto fatores decisivos na conquista do mercado.

Esta estratégia combinada que acompanhou o processo de expansão do grupo resultou de um rápido crescimento do Grupo, que a dimensão do mercado nacional já não conseguia satisfazer e acompanhar, dada a dimensão dos projectos que o Grupo já tinha capacidade para concretizar; e também do aparecimento de muitas oportunidades de investimento, embora com risco associado.

O ano de 1990, ano em que a Martifer foi fundada, foi um ano surpreendentemente positivo, tendo terminado o exercício com 240 mil euros de proveitos operacionais. A empresa foi continuando a sua atividade e a dimensão das suas obras foi aumentando, afirmando-se em pouco tempo como uma referência no território nacional. O pico crescimento deu-se, sobretudo, entre 1994-95, quando se começou a falar na construção da Expo 98 e se deu o *boom* dos centros comerciais em Portugal.

Depois das experiências que o Grupo Martifer teve com a construção de grandes infraestruturas, era explícito que o mercado nacional não seria suficiente para os projectos que a empresa queria concretizar. Por isso, para permitir ao grupo a continuação do crescimento, o caminho passou por abordar outros mercados. Naturalmente, olhou-se para Espanha, que pela sua proximidade geográfica e por apresentar um ritmo de crescimento elevado no setor da construção parecia uma boa aposta por parte da empresa.

Assim se iniciou o processo de expansão da Martifer, que fica marcado pelo rumo ao crescimento com vista à conquista de novos mercados para o setor em que atuava.

Em 2003, a Martifer dá continuidade ao seu processo de internacionalização e expansão, iniciando a construção da primeira unidade industrial no exterior, em Gliwice, Polónia. Esta foi dotada de uma capacidade de produção de 15.000 toneladas anuais de estrutura metálica e de uma localização estratégica para dar cobertura a todo o mercado de Centro e Leste da Europa, facilitando os acessos a novos mercados.

Paralelamente à expansão do setor da construção, este percurso conheceu, no período que se seguiu a 2004, uma fase crescente de preocupação por parte do Governo com questões relacionadas com a sustentabilidade ambiental e redução da dependência da economia portuguesa face ao petróleo. Neste contexto, começaram a surgir incentivos ao consumo de energias renováveis e co-geração, e também ao aumento de eficiência dos processos produtivos (ver Resolução do Conselho de Ministros n.º 171/2004).

Aproveitando os incentivos ao investimento neste setor e vendo como uma oportunidade de aumentar o seu reconhecimento, decide abraçar o desafio de criação de um negócio ligado às energias renováveis, criando a Martifer Energy Systems, também designada como Martifer Energia. Esta nova área de negócio permitia aproveitar a elevada competência industrial e *know how* de gestão de projetos para a produção e fabrico de componentes ligados às energias renováveis, como aerogeradores, torres eólicas e módulos fotovoltaicos; abrangendo também atividades de construção de parques eólicos e solares e ainda o desenvolvimento de tecnologia e protótipos que permitissem o aproveitamento das energias das ondas do mar.

Estas medidas levaram a um direccionamento da estratégia para um forte investimento neste setor, tendo ganho diversos concursos de produção de energia eléctrica e tendo constituído poderosas parcerias e aquisições de participações em empresas com notoriedade no setor. Um exemplo foi a compra de 25,4% da participação da REpower, empresa alemã de referência na produção de equipamentos de energia eólica, a criação da REpower Portugal em conjunto com a REpower e a formação do consórcio Ventiveste em parceria com a Galp Energia, Enersis, a Efacec e REpower Systems AG.

Neste contexto, surgem também a Martifer Solar e a Martifer Renewables, que se dedicam essencialmente ao desenvolvimento de projetos fotovoltaicos (caso da Solar) e de energia eólica (Renewables) e instalação de parques chave-na-mão. Também nessas, a Martifer não se limitou ao desenvolvimento de projetos em território nacional, tendo reforçado o seu portefólio de projetos a nível internacional, estendendo a sua presença para vários locais da Europa, Estados Unidos, Austrália e Brasil, e efetuado poderosas parcerias.

A criação desta nova área de negócio gerou também a necessidade de uma expansão da área industrial de Oliveira de Frades, tendo sido construídas novas fábricas para a produção de torres eólicas e outros componentes para esta área de negócio. Mais tarde, investiram também na Navalria, um estaleiro naval em Aveiro, com o objetivo de ser o centro nevrálgico do novo grupo de investigação do aproveitamento das energias das ondas.

Cumulativamente a estas duas áreas de negócio, a Martifer inicia, em 2005, investimentos na área de Agricultura e Biocombustíveis. Com a compra de vários terrenos agrícolas na Roménia, Brasil e Moçambique, inicia a sua produção de sementes oleaginosas e cereais e dá também início à exploração e construção de uma unidade de produção de

biodiesel com capacidade de 10 mil toneladas por ano. Para gerir estas novas áreas de negócio surgem duas novas empresas, a Prio e a Nutre. A Prio surge para dar seguimento ao negócio dos biocombustíveis, através das atividades de extracção, tendo formalizando um acordo com o Grupo Jerónimo Martins para o desenvolvimento de uma rede de postos de combustíveis juntos aos supermercados do grupo e encontrando-se também a reforçar a rede de distribuição junto a outros grossistas e através do desenvolvimento de postos da marca própria. A Nutre surge para dar seguimento ao negócio de produção e comercialização de sementes, cereais e óleos alimentares.

Até ao final de 2007, a Martifer já não era apenas a empresa de Construções Metálicas sediada em Oliveira de Frades, mas sim uma multinacional de referência com cinco áreas operacionais distintas. O *know how* e experiências adquiridas permitiram à Martifer a entrada no setor de *Retail & Warehousing* que, além de criar projectos na área de estruturas metálicas, permitiu ao Grupo capturar valor acrescentado em projectos de concepção, construção e comercialização de estruturas comerciais (centros comerciais), *retail parks* e parques industriais. Esse ano foi também um marco histórico para a empresa, tendo sido o ano em que a Martifer entrou em bolsa, efectuando um pedido de registo de OPS (oferta pública de subscrição) de 6.250.000 ações. Terminada a operação e apurados os resultados, a Martifer atraiu mais de 65 mil novos acionistas e registou participações de alguns colaboradores, tendo conseguido um encaixe bruto de 199 milhões de euros (Martifer, 2008).

No ano de 2008, a Martifer tinha já presença em cerca 20 países. Com unidades industriais na Polónia e na Roménia, planeavam já a sua presença na Angola e Austrália, onde havia abundância de recursos e grandes oportunidades de crescimento no setor da construção. Apesar de esse ano ter sido marcado pelo início da grande crise financeira mundial, foi um ano muito positivo em termos de proveitos operacionais, fruto da estratégia de diversificação geográfica nesta área de negócio que possibilitou minimizar a desaceleração sentida nos mercados mais maduros (Martifer, 2008).

Mais tarde, a Martifer volta a aumentar a sua exposição fora da Europa, entrando em mercados que consideraram promissores. Tendo ficado responsável pela construção dos estádios para o Mundial de Futebol de 2014 que iria ocorrer no Brasil, a empresa instalou uma unidade industrial com 12 mil toneladas de capacidade. Para além do Brasil, apostou também na construção de uma fábrica em Moçambique, país onde o setor da construção estava a aumentar significativamente.

O investimento mais recente deu-se em 2014, ano em que a empresa assina o contrato de subconcessão dos terrenos e estruturas dos antigos estaleiros navais de Viana do Castelo e cria a West Sea para assumir a subconcessão e iniciar a construção naval.

Esta foi a base de expansão da Martifer, que se serviu de uma estratégia de diversificação das atividades com vista ao aproveitamento de sinergias e simultaneamente de uma estratégia de internacionalização para reforçar a sua presença no mercado, permitindo a sua distinção e reconhecimento como empresa de referência. Ambas tiveram um papel muito importante e permitiram a sobrevivência face a períodos desafiantes.

MARTIFER GROUP | HISTÓRIA DE CRESCIMENTO AO LONGO DE 29 ANOS

MARTIFER
GROUP

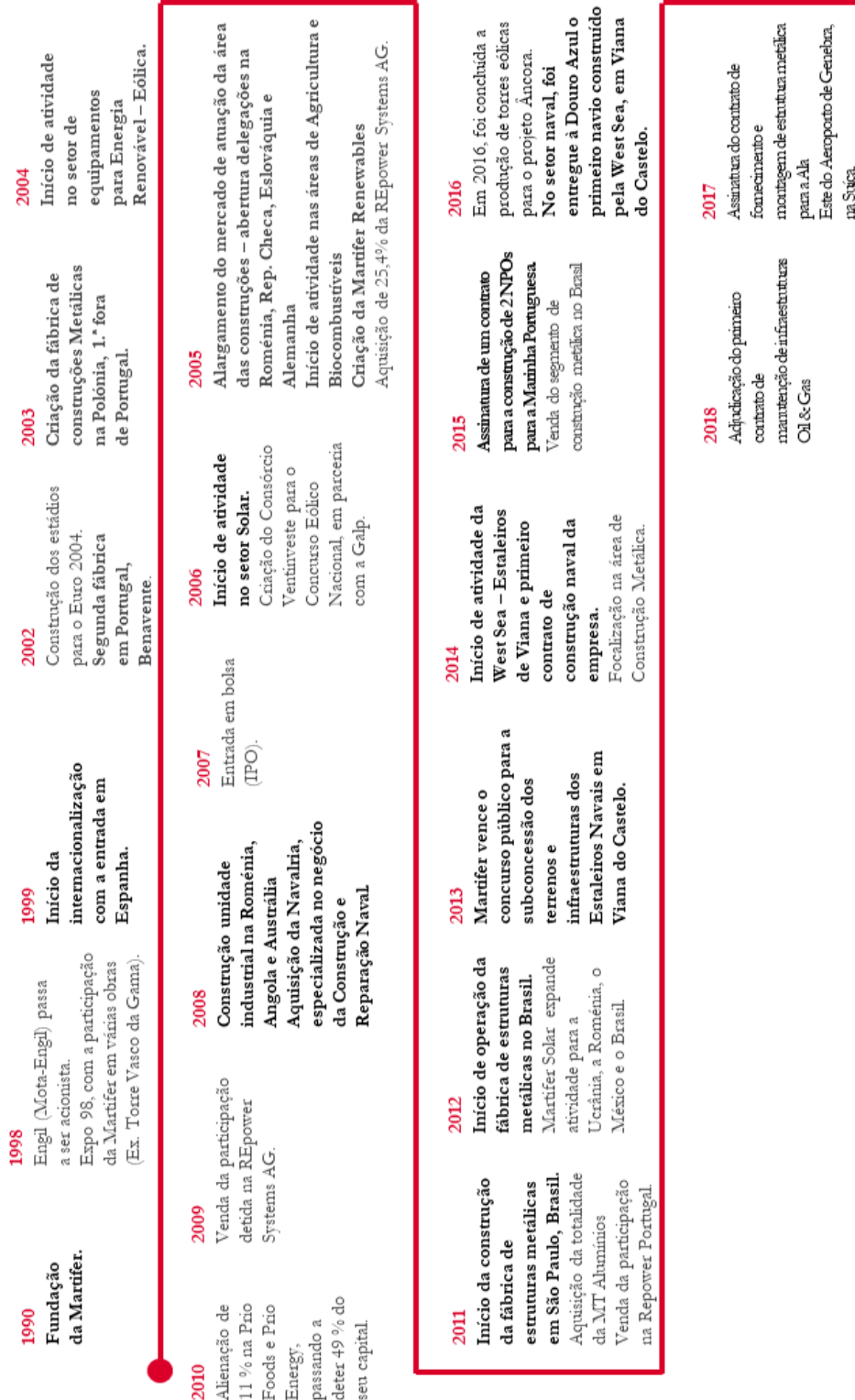


Ilustração 4 - História do Grupo

Fonte: Adaptado da Apresentação de Boas Vindas da Martifer (2017)

3.4. Atividade de Desinvestimento

Paralelamente a todo o processo de crescimento da Martifer, que possibilitou um enquadramento financeiro e económico devidamente sustentado para a internacionalização e diversificação das suas atividades, verifica-se a existência de diversos acontecimentos em sentido contrário aos de expansão (Tabela 3 - Principais Desinvestimentos ocorridos). Esses são os movimentos que serão objecto de estudo do presente relatório, e que serão analisados com mais detalhe à luz dos quadros teóricos apresentados no capítulo 1.

Entidade	Tipo desinvestimento	Ano	Valor venda	Mais-valia	Entidade adquirente
REpower	Venda da totalidade da participação (25,4%)	2009	270M	160M	SUZLON
PRIO Foods and Energy	Redução da participação em 11%, passando a deter 49%	2010	13,75M	13,1M	ND
REpower Portugal	Redução da totalidade da sua participação (50%)	2011		4,9M	REpower
Home Energy	Venda totalidade do negócio				EDP
Fábrica Benavente	Encerramento	2012			
Fábrica torres EUA	Alienação	2012	2,3M	-6,1M	Hirschfeld Group
SOLAR	Alienação de 20% da participação, restabelecendo participação de 55%	2012	15,6M	-1,2M	HSF

PRIO	Redução da participação de 49% para 10%	2013	31,2 M	17,4M	OxyCapital - Sociedade de Capital de Risco, S.A
POLÓNIA	Alienação fábrica de construções da Polónia	2013			ND
NUTRE	Venda participação financeira (49%)	2014	19,6M	1,5M	CERES AGRICULTURE HOLDINGS COÖPERATIEF U.A
MARTIFER CONSTRUÇÕES BRASIL	Alienação fábrica	2015			ND
SOLAR	Alienação participação (55%)	2016		9M	VOLTALIA
MT CONSTRUÇÕES E ENERGY SYSTEMS	Fusão	2016			
MARTIFER AUSTRÁLIA	Alienação	2016			
MT CONSTRUÇÕES E OUTRAS EMPRESAS DO MESMO SEGMENTO	Fusão	2016			Martifer Gestão e Inovação;

Tabela 3 - Principais Desinvestimentos ocorridos

Fonte: Autoria Própria

Apesar da inversão da tendência económica que iniciou em 2008 e que trouxe uma grande instabilidade e turbulência aos mercados financeiros, a Martifer vivia um período de expansão, diversificação e internacionalização, planeando entrada na Roménia, Angola e Austrália.

A presença em geografias como a Angola e a Polónia, que foram pouco afectadas pela crise permitiu manter uma evolução positiva da empresa no ano e minimizar os impactos que se começavam a sentir. No entanto muitas geografias foram afectadas e começaram a entrar em recessão e os riscos assumidos de investimento começaram a acentuar as dificuldades que o grupo começou a sentir.

Tendo em conta que possuíam um elevado valor de dívida líquida, começaram a ser feitos esforços no sentido de reduzi-la, passando a solução inicialmente pela alienação de participações financeiras.

Em 2014, o grupo iniciou um período de grande reajuste organizativo da sua atividade, quer a nível nacional como internacional, tendo redefinindo a sua estratégia no sentido de reduzir a dívida acumulada e recuperar. Esta renegociação previa a alienação de uma quantidade considerável de ativos, que se iniciou com a venda de participações que o grupo detinha sobre negócios que não constituíam a atividade core (Nutre, Martifer Solar e outras participações e ativos imobiliários). Para além disso, foram também planeadas algumas saídas de mercados que já não eram estratégicos, como Polónia (2013), Austrália e Brasil (2015).

A análise deste processo passará por tentar analisar um conjunto de atividades desinvestidas na Martifer, tanto a nível nacional como internacional, e tendo em consideração investigações anteriores, verificar se os fatores que determinam os desinvestimentos nesses estudos se aplicam ao caso das atividades da Martifer.

Assim, e tendo em conta a importância da componente estratégica neste processo de desinvestimento, inicia-se o estudo dos desinvestimentos com a análise da evolução estratégica do grupo, assim como da estrutura e do desempenho.

Posteriormente, tendo em conta a informação recolhida e analisada, concluir-se-á sobre a validação ou não das teorias baseadas na literatura.

3.5. Estrutura, Estratégia Competitiva e Desempenho

Uma vez já introduzido todo o processo de expansão e toda a listagem dos desinvestimentos mais relevantes ocorridos na Martifer, esta secção destina-se à exposição e análise de alguns dados disponíveis nos relatórios e contas da empresa, tendo em consideração a informação recolhida através da entrevista ao Dr. Pedro Moreira, actual CFO do grupo.

Após este capítulo, deverá ser possível ter uma visão mais detalhada sobre a estrutura, estratégia competitiva e desempenho do Grupo, permitindo consequentemente a confirmação das hipóteses de investigação.

a) Estrutura

Segundo a recomendação mais recente da Comissão Europeia de Maio de 2003, a dimensão de uma empresa é determinada com base em três critérios, nomeadamente o número de trabalhadores efetivos, a facturação anual e o balanço anual (Tabela 4 - Classificação da dimensão das empresas).

Tipo Empresa	Critérios
Microempresa	• < 10 trabalhadores • Volume de Negócios ou Balanço total anual < 2 milhões
Pequena empresa	• < 50 trabalhadores • Volume de Negócios ou Balanço total anual < 10 milhões • Não classificada como micro empresa
Média empresa	• < 250 trabalhadores • Volume de Negócios < 50 milhões ou Balanço total anual < 43 milhões • Não classificada como micro ou pequena empresa
Grande empresa	• >250 trabalhadores • Volume de Negócios > 50 milhões ou Balanço total anual > 43 milhões

Tabela 4 - Classificação da dimensão das empresas

Fonte: Recomendação da Comissão Europeia de 20.05.2003

Atendendo a esses requisitos, a Martifer classifica-se como uma empresa de grande dimensão, uma vez que preenche todos os requisitos dessa categoria, contando no ano de 2017 com cerca de 1.448 trabalhadores, um volume de negócios de 218 milhões e um valor total de ativo no balanço que totalizava os 418 milhões de euros.

Ano	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Nº médio colab.	1.800	2.853	3.795	3.293	3.124	3.051	3.025	2.667	1.717	1.528	1.448
Var. (%)		37%	33%	(13%)	(5%)	(2%)	(0,8%)	(11%)	(36%)	(11%)	(5%)

Tabela 5 - Nº médio trabalhadores por ano

Fonte: R&C 2007-2017

O Grupo, cuja *Holding* é a Martifer SGPS, desenvolve a sua atividade económica em torno de três áreas de negócio distintas, já descritas anteriormente, posicionando-se como sociedade gestora de participações financeiras. Esta entidade, para além de estabelecer e definir das regras e políticas do grupo, tem também a função de monitorizar as atividades das áreas de negócio, às quais foi atribuído um maior grau de independência e poder de decisão (Martifer, 2018).

Portanto, as áreas de negócio, apesar de atuarem de forma autónoma, seguem as orientações estratégicas aprovadas a nível da *Holding*, com base em orçamentos e planos de negócio anuais aprovados pelos administradores executivos da Martifer, SGPS.

b) Estratégia e Estrutura Financeira

Passando agora à análise de algumas rúbricas relevantes da posição da empresa (Tabela 6 - Alguns indicadores financeiros) é possível verificar que houve uma exponenciação dos ativos numa primeira fase, seguida da sua redução gradual significativa, o que vai ao encontro com a fase de expansão do grupo (1990-2009) e a fase de desinvestimentos que se seguiu (2009-2017). É importante realçar que houve anos em que o valor do ativo reduziu cerca de 20% (2010, 2013 e 2014), atingindo o maior decréscimo no ano de 2016, totalizando os 31% de redução.

M€	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Total Activos	799,1	1348,5	1423,1	1126,0	1018,0	976,4	787,9	632,7	606,6	417,5	418,5
Activos Fixos Tangíveis	264,9	503,4	398,2	367,5	285,1	273,4	209,5	166,4	149,1	129,0	130,0
Clientes	147,2	180,2	203,0	218,9	191,1	150,4	121,6	87,6	75,0	71,1	72,1
Outros Devedores	87,0	181,3	158,2	220,6	193,2	209,0	174,7	85,8	95,7	73,4	74,4
Ativos detidos para venda	0,0	0,0	361,2	0,0	0,0	35,1	30,8	148,3	147,7	0,0	1,0

Total Passivo	513,6	1014,8	984,7	785,8	750,3	749,1	648,1	617,4	595,0	455,4	456,4
Fornec.	111,4	135,2	162,2	197,5	202,3	165,0	130,0	63,6	61,2	59,9	60,9
Endividam (CP)	84,8	451,9	270,0	221,2	174,4	237,6	138,1	76,1	14,8	15,5	16,5
Endividam (LP)	159,6	237,6	198,4	198,8	233,3	177,1	236,8	229,4	286,1	273,4	274,4

Tabela 6 - Alguns indicadores financeiros

Fonte: R&C 2007-2017

Tendo em conta a redução significativa dos ativos e a evolução negativa dos mesmos, a análise da presente investigação foca-se nas atividades de desinvestimento, que se encontram presentes continuamente no ciclo de vida desta empresa, mostrando uma clara estratégia de sentido contrário em expansão, sobretudo a partir do ano de 2009, sendo esta conduzida por uma evolução de conceitos e perspetivas sobre a forma de atuação não só relativamente aos mercados externos, mas também nas diferentes áreas de negócio.

É notório, através da análise dos Relatórios e Contas Consolidados da empresa desde 2007 e até 2018, a existência de diferentes fases, traduzidas por uma variação de conceitos utilizados e na forma de abordagem do mercado.

Na tabela seguidamente transcrita (Tabela 7 - Principais Objetivos Estratégicos), são incluídas as expressões relacionadas com a atividade da Martifer, que melhor transmitem a os objectivos estratégicos levados a cabo no período em consideração.

Relatório Contas	Principais Objetivos Estratégicos	Ideias- chave
2007	- Reforço da presença internacional no setor da Construção Metálica e consolidação da sua presença nos mercados, Ibérico e da Europa Central; - Reforçar a presença nacional na área dos equipamentos de energia, de forma a aproveitar sinergias para diminuir a dependência de fornecedores externos;	Estratégia diversificação geográfica/ Internacionalização
2008	- Aumento capacidade produção e exportação de equipamentos para energia nas fábricas nacionais; - Estudo de novos mercados para a área dos equipamentos de energia (energia eólica) - equaciona entrada para EUA; - Diversificação e expansão da atividade para outros países na área da solar – Itália, Grécia, Bélgica, e EUA;	Estratégia diversificação geográfica/ Internacionalização

2009	- Redução do interesse económico na área da Agricultura & Biocombustíveis - Reforço da posição de liderança no setor da Construção Metálica- estudo de potenciais novos mercados (Reino Unido e Brasil) - Aposta setor das Energias Renováveis	Início da atividade de desinvestimento, abordando pela primeira vez a alienação de ativos non core; Estratégia expansão e internacionalização setor Construção e Renováveis
2011-2013	- Foco em apenas 2 negócios: Construção Metálica e Solar; - Reforço da presença internacional em mercados com forte potencial de crescimento: Brasil, Angola, Reino Unido e França - Alienação de ativos non-core (ativos imobiliários e eólicos) - Redução do valor da dívida (rácio <i>net debt</i>)	Estratégia de foco nas atividades mais relevantes; Desinvestimento ativos non-core
2013-2014	- Descida de endividamento através da venda de ativos non-core (ativos renováveis) - Aumento carteira de encomendas através do estabelecimento de parcerias estratégicas	Parcerias Estratégicas Desinvestimento ativos non-core
2015-2017	- Reforço da presença internacional- enfoque geografias core (Europa e Médio Oriente, África e América Latina) e oportunidades atractivas em mercados com rentabilidades acima da média - Focalização no negócio core de construção metálica, indústria naval e na Renewables - Simplificação da estrutura societária através de fusão de várias sociedades que exercem atividades semelhantes ou complementares entre si - Liquidação de sociedades inactivas - Desinvestimento nos negócios non core e alienação de ativos imobiliários e participação financeira Solar	Estratégia de expansão e Internacionalização em mercados com rentabilidades acima da média; Desinvestimento através da liquidação e fusão; Desinvestimento ativos non-core
2018-2019	- Afastamento dos acionistas de funções executivas - Reforço do perfil exportador do grupo, quer para mercados onde já se encontra presente quer para novos mercados	Alteração do Governance; Desinvestimento e reforço do perfil

	- Apostar em projectos que valorizem a qualidade de execução em detrimento de preços baixos - Consolidação do setor da Indústria Naval - Aposta no segmento da Renewables, quer através da rotação de ativos quer do aproveitamento de oportunidades em projetos eólicos e solares	exportador
--	--	------------

Tabela 7 - Principais Objetivos Estratégicos

Fonte: R&C 2007-2018

Tal como o quadro sugere, e ainda de acordo com a evolução do montante dos ativos, os anos de 2007 e 2008 foram anos de clara estratégia de crescimento do grupo, pautada pela internacionalização e diversificação, e onde o conceito de desinvestimento era ainda inexistente na estratégia. Para o investimento em novos negócios, há ainda evidências de que o grupo tentava estabelecer parcerias com entidades de referência das áreas para colmatar o desconhecido, sobretudo nos negócios relacionados com as Energias Renováveis. Nos relatórios e contas eram usados abundantemente conceitos como **“reforço da presença internacional”, “novos mercados” e “expansão”**.

De facto, essa realidade é confirmada pelo Dr. Pedro Moreira, que afirma que em 2008, apesar da forte inversão da tendência de crescimento verificada e da turbulência existente nos mercados financeiros, o grupo vivia uma fase de grande investimento internacional e a nível de negócios, estando presente em 20 países, com diferentes áreas de negócio. Os riscos assumidos nesse período coincidiram com o início da grande crise financeira internacional, que o grupo não sentiu logo por ter a sua atividade dispersa por países que não foram logo afectados (como a Polónia) ou que não eram desenvolvidos (como Angola).

Apesar de tarde, a crise não tardou a atingir o Grupo. Através da análise do quadro, é perceptível de que o ano de 2009 dá início a uma **fase embrionária** do processo de desinvestimento, e que se estende até 2014. Embora ainda haja evidências de expansão no grupo, como a aposta em alguns mercados e investimento no setor das energias renováveis e reparação naval, no relatório e contas respeitante a 2009 é abordado pela primeira vez conceitos como **“redução do interesse económico” e “alienação de ativos non-core”**.

As palavras do Dr. Pedro Moreira confirmam uma vez mais o impacto que a crise financeira de 2008 começou a ter na Martifer, sublinhando a contribuição que teve para o acentuar das dificuldades que o Grupo viveu a partir dessa data até meados de 2014.

Uma vez que se vivia um ambiente de grande crise e incerteza, em 2009 a Martifer decide redefinir a sua estratégia no sentido de redução dos custos e melhoria da margem de negócio, reduzindo assim o interesse económico na área da Agricultura e Biocombustíveis e apostando fortemente na área das Energias Alternativas. Esta nova estratégia que se manteve nos anos que se seguiram, direccionavam o grupo no sentido de foco nas atividades core e redução da dívida do grupo, prevendo alienações em negócios onde não havia disponibilidade para investir (Agricultura e Biocombustíveis).

Nos anos que se seguem a 2014, existe uma posterior evolução da estratégia baseada sobretudo em fatores externos, nomeadamente o panorama internacional de turbulência, que direcciona a estratégia no sentido de foco nas atividades que realmente interessam - Construção Metálica, Reparação Naval e Energias Renováveis – e simplificação da estrutura societária através da fusão de várias sociedades que exercem atividades semelhantes ou complementares entre si, liquidando todas as restantes que não se adequavam a esta nova estratégia. Esta nova fase da estratégia, designada por **fase de *turnaround***, foi a fase onde ocorreram as maiores modificações do grupo.

Foi então a partir desse ano que a Martifer concretizou a grande parte dos objectivos estratégicos previstos, através da venda de ativos non core, materializados na venda da participação na Nutre, venda de alguns imóveis em Portugal e no Brasil, processo de fusão de algumas sociedades do grupo e iniciado o processo de alienação da Martifer Solar e do segmento de construção no Brasil.

Algumas das geografias onde o grupo atuava entraram em recessão, pelo que o Grupo teve que adaptar o seu posicionamento para permanecer em geografias e áreas de atividade onde a competência e o *know how* tivessem similaridade de forma a não ter curvas de adaptação muito acentuadas, maximizando o investimento e assegurando o retorno mais rápido.

No ano de 2017, perante as linhas estratégicas delineadas nos anos anteriores, o grupo conseguiu a redução da *net debt* em 94M €, que constituía um dos seus principais objectivos estratégicos (Ilustração 5 - Evolução da Dívida Líquida na Martifer).

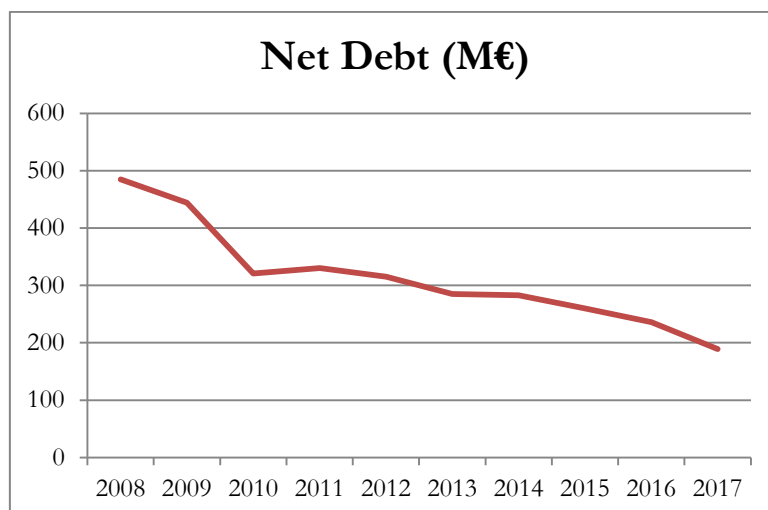


Ilustração 5 - Evolução da Dívida Líquida na Martifer

Fonte: R&C 2018

Assim, e à luz do quadro que mostra a evolução da estratégia levada a cabo pela Martifer, é perceptível a mudança de uma clara estratégia de diversificação geográfica e internacionalização para uma estratégia de desinvestimento e *refocusing* corporativo. O início da redução de interesse económico começa sobretudo no segmento de Agricultura e Biocombustíveis a partir de 2009, ano em que apesar de ainda haver investimento noutras áreas, é reconhecido que aquela área em específica não estava a acrescentar nenhum valor.

c) Desempenho

Para a análise do desempenho do Grupo, é importante começar por ver a evolução das vendas e resultado líquido ao longo do período da investigação, dados que constituem as bases de classificação por parte das entidades para os *rankings* públicos.

Como se pode ver pelo quadro seguinte (Tabela 8 - Contas Consolidadas do Grupo 2007-2017), no ano de 2008 atingiu-se o pico das vendas no Grupo, tendo a partir desse ano decrescido acentuadamente, atingindo o valor mínimo em 2016. A evolução desta rubrica vai de acordo com o período de expansão e de desinvestimento, registando crescimento na fase de expansão e queda acentuada no período de desinvestimento.

O Resultado Líquido acompanhou, de igual forma, a tendência decrescente das vendas ao longo do período em análise, tendo registado o seu maior valor em 2009 seguindo-se posteriormente um grande decréscimo a partir desse ano, alcançando os 93,5 milhões de euros negativos no final de 2014.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Vendas, Prestações de Serviços e Outros. Proveitos	518,5	901,9	606,1	602,1	550,1	491,4	319,9	225,8	252,6	217,1	218,1
Custo das Mercadorias e dos Subcontratos	-378,8	-747,0	-400,8	-383,5	-388,5	-310,0	-151,6	-89,3	-121,5	-126,0	-125,0
Margem Bruta	139,7	154,9	205,3	218,6	161,6	181,4	168,3	136,5	131,0	91,1	92,1
Fornecimentos e Serviços Externos	-70,4	-95,8	-81,0	-84,8	-78,3	-88,4	-66,0	-48,4	-53,7	-34,1	-33,1
Despesas com Pessoal	-36,2	-58,5	-71,5	-77,6	-78,2	-84,8	-63,1	-58,2	-51,0	-37,4	-36,4
Outros Custos (-) O. Proveitos	4,0	66,5	13,9	2,8	-6,3	-4,2	-23,4	-23,9	-14,9	-15,1	-14,1
EBITDA	37,0	67,1	66,8	59,0	-1,2	3,9	15,7	6,0	11,4	4,4	5,4
Amortizações, Provisões e Imparidades do Exercício	-15,3	-28,4	-75,9	-79,9	-28,4	-19,7	-42,6	-53,3	-11,9	-22,0	-21,0
Resultado Operacional (EBIT)	21,8	38,7	-9,2	-21,0	-29,6	-15,8	-26,9	-47,3	-0,5	-17,6	-16,6
Receitas Financeiras	12,7	70,6	177,6	40,3	32,2	19,0	22,4	9,1	19,3	4,7	5,7
Custos Financeiros	-24,4	-101,7	-43,4	-57,4	-55,9	-53,5	-31,7	-29,7	-16,3	-12,1	-11,1
Ganhos e Perdas em Participações	21,0	-0,1	-17,0	-3,8	-2,6	-1,8	-31,0	-64,0	-0,8	-33,6	-32,6
Resultados Antes de Impostos	31,0	7,6	108,1	-41,9	-55,9	-52,0	-67,1	-131,8	1,7	-58,6	-57,6
Imposto sobre o Rendimento	-4,8	0,1	-7,9	-10,5	-0,7	-2,3	-3,6	-4,9	-0,5	-1,2	-0,2
Resultados Antes de Minoritários	26,2	7,7	100,2	-52,4	-56,6	-54,3	-70,7	-136,7	1,2	-59,9	-58,9
Interesses Minoritários	-0,2	0,3	-7,5	2,5	2,1	0,1	-1,8	-43,2	1,7	-16,3	-15,3
Resultado Consolidado líquido	26,4	7,4	107,7	-54,9	-58,7	-54,4	-69,0	-93,5	-0,5	-43,6	-42,6

Tabela 8 - Contas Consolidadas do Grupo 2007-2017

Fonte: R&C 2017-2017

Com base nesses valores consolidados, foram calculados alguns indicadores de rentabilidade que permitem fornecer uma base de estudo e comparação e indicar qual o estado da empresa ao longo de todo o período relativamente ao seu desempenho. Os indicadores encontram-se na tabela (Tabela 9 - Indicadores Rentabilidade 2007-2017) e gráfico seguintes (Ilustração 6 - Evolução Indicadores Rentabilidade 2007-2017).

Indicadores	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ROS	5%	1%	17%	-9%	-10%	-11%	-22%	-61%	0%	-28%	-27%
ROA	7%	8%	11%	1%	0%	0%	-5%	-16%	3%	-11%	-10%
média ROS SETOR CONSTRUÇÃO	6%	6%	6%	7%	2%	2%	4%	6%	6%	6%	7%
ROE	9%	3%	28%	-18%	-26%	-31%	-69%	-232%	-1%	563%	646%

Tabela 9 - Indicadores Rentabilidade 2007-2017 (*Fonte:* Autoria Própria)

Fonte: R&C 2018

A partir da análise dos indicadores da tabela e do gráfico, e na evolução dos indicadores, é possível denotar uma ligeira piora da rentabilidade da Martifer a partir do ano de 2009, tendo essa piora sido maior em 2009, 2013 e 2015. Para além disso, a partir de 2010, os valores de rentabilidade têm-se mostrado inferiores às médias do setor de construção, não tendo conseguido ultrapassar as rentabilidades do setor a partir dessa data.

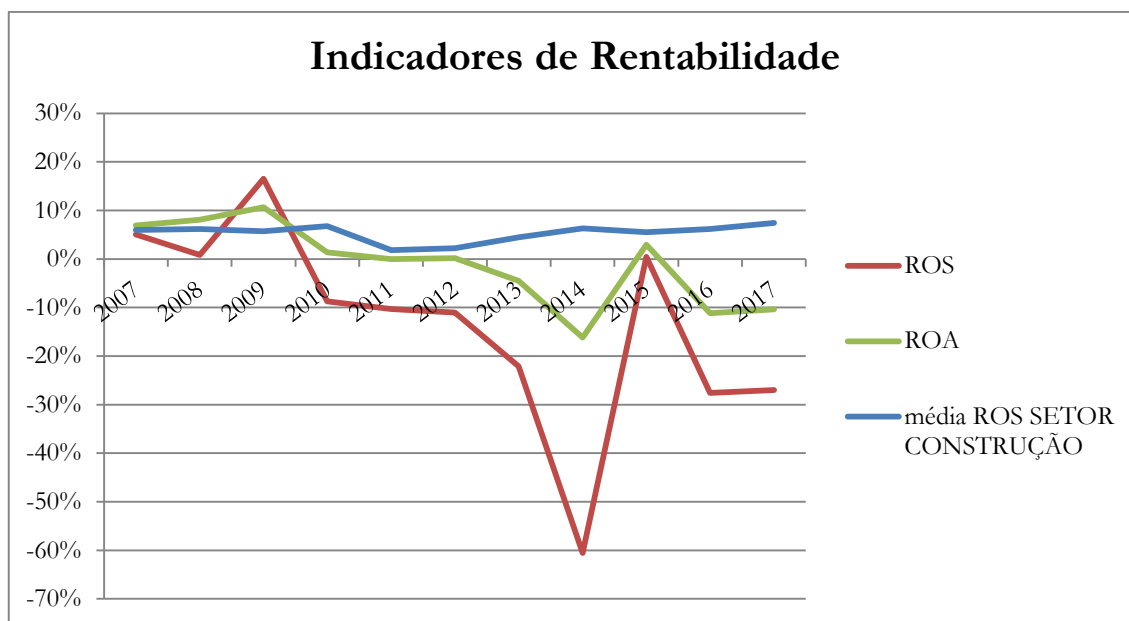


Ilustração 6 - Evolução Indicadores Rentabilidade 2007-2017

Fonte: Autoria Própria

No entanto, para a análise do desempenho, a evolução do volume de vendas, do resultado líquido do grupo ou até do rácio de rentabilidade só por si não permitem chegar a grandes conclusões, visto que o grupo apresenta áreas de negócio em sectores de atividade distintos.

Assim, considera-se importante para o presente estudo a distinção e análise mais aprofundada de cada segmento, que possibilita a tomada de diversas decisões estratégicas.

Estudo da Rentabilidade por Segmento

Construção Metálica

Apresentando-se como a atividade core do Grupo Martifer desde que a empresa foi fundada, o setor da construção metálica representa hoje 58% dos proveitos operacionais (face a 57% em 2017), tendo sempre representado a maior percentagem de volume de negócios do Grupo (Ilustração 7 - Peso Proveitos Operacionais (%)). No entanto, tal como é possível verificar pela evolução mostrada no gráfico seguinte, a tendência tem sido no sentido de diminuição desse peso, demonstrando uma contribuição cada vez menor da atividade core para o volume de negócios do Grupo.

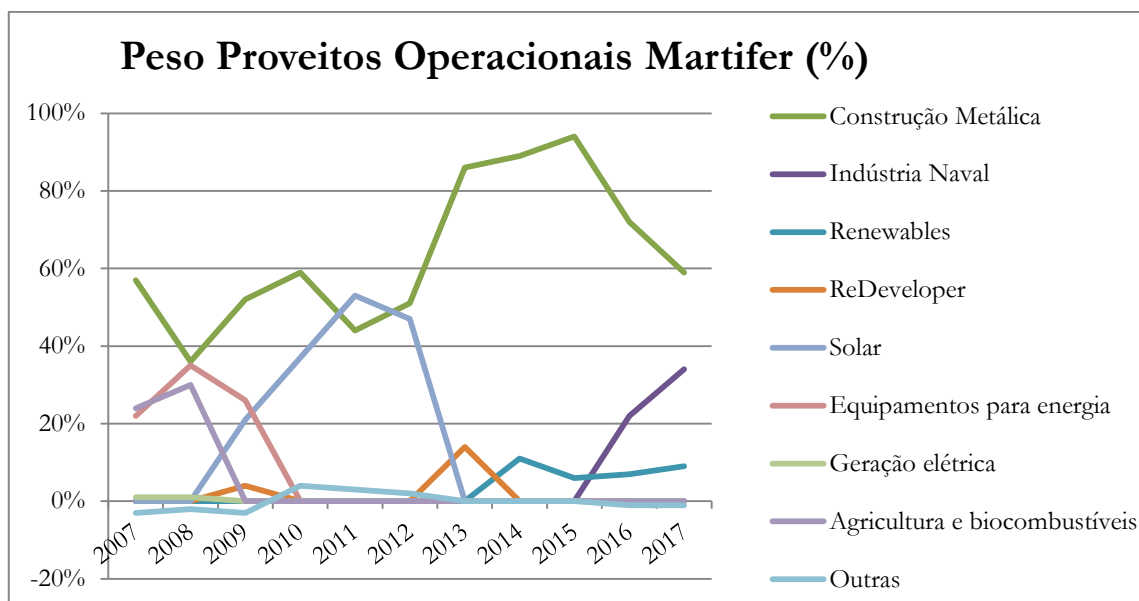


Ilustração 7 - Peso Proveitos Operacionais (%)

Fonte: Autoria Própria

No ano de 2018, os Proveitos Operacionais no segmento da Construção Metálica ascenderam a 125,7 milhões de euros (Martifer, 2018), o que corresponde a um crescimento de cerca de 16 % face a 2017 (108,6 milhões), com Portugal a representar aproximadamente 56 % e os restantes 44 % distribuídos por várias geografias, com especial destaque para Angola, França, Reino Unido e Arábia Saudita.

Porém, nem sempre se verificou esta representatividade elevada de Portugal. A tendência tem sido num decréscimo do peso das geografias em contrapartida do aumento do peso de Portugal para o volume de negócios do Grupo, facto que vai ao encontro da estratégia delineada no ano de 2018 e sublinhada pelo Dr. Pedro Moreira.

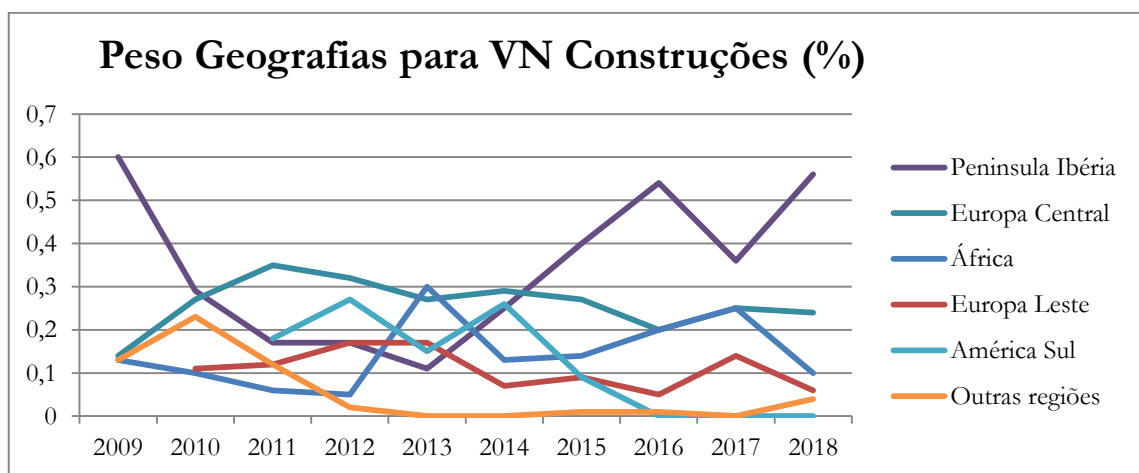


Ilustração 8 - Peso Geografias para VN Construções

Fonte: Autoria Própria

Indústria Naval

O segmento Naval foi o investimento mais recente do Grupo, que remota ao ano de 2014, e encontra-se integrado na *subholding* Martifer Metallic Constructions.

Desde o início da sua atividade que representa uma área significativa para o Grupo, representando hoje cerca de 34% do seu volume de negócios. Porém, contrariamente às restantes áreas, esta cinge a sua atividade ao território nacional, com localização estratégica no Norte, junto ao Oceano Atlântico e com proximidade de vários Portos de relevo internacional, tais como Vigo, Leixões (Porto) e Lisboa (West Sea, 2019).

Renewables

Apesar da presença da Martifer neste segmento remotar ao ano de 2005 e de ser considerado como parte da sua atividade core, a tendência do peso deste no volume de negócios do Grupo tem vindo a diminuir, representando hoje apenas 9%.

Este segmento, que detém uma vasta experiência em desenvolvimento e gestão de parques solares e eólicos, encontra-se neste momento maioritariamente focada em mercados externos, sendo os mais relevantes Roménia, América Latina, Espanha e Polónia.

Análise Concorrência

Tendo em conta o período de grande turbulência e instabilidade vivido durante o período em análise, optou-se pela realização de uma análise *benchmarking* à concorrência com vista à comparação do desempenho da Martifer com as empresas que operam nas mesmas áreas de negócio e à obtenção de melhores conclusões.

Segundo David T. Kearns, CEO da Xerox, o *benchmarking* consiste num processo de medição de produtos, serviços e práticas contra os concorrentes mais fortes ou as empresas líderes do setor. Este processo, que ficou popular nos anos 90 tem como principal finalidade a melhoria dos processos da organização (Boxwell, Rubiera, McShane, & Zaratiegui, 1995), e possibilita a qualquer empresa a identificação da empresa com as melhores práticas e incorporação nas suas operações ou então a identificação de um avanço tecnológico que esteja a dar vantagens competitivas a outras empresas do setor (Camp & Camp Robert, 1989).

O primeiro passo nesta análise comparativa é a escolha dos principais concorrentes da empresa em análise, neste caso a Martifer. Essa informação foi questionada ao Diretor

Comercial do grupo, que sugeriu várias empresas para cada área de negócio. Os principais concorrentes que serão abrangidos por esta análise serão a A. Silva Matos para o negócio das torres eólicas e a Blocotelha, Bysteel e Seveme para o negócio das estruturas metálicas e fachadas.

O passo seguinte consiste na escolha da métrica ou indicador que se pretende comparar e avaliar. Apesar dos estudos anteriores medirem o desempenho com base no ROA- *Return on Assets* e no ROE- *Return on Equity*, a presente investigação irá utilizar o indicador ROS – *Return on sales*,, fornecendo assim informação sobre o lucro ou prejuízo obtido por cada unidade vendida, e revelando dessa forma a eficiência do negócio.

Uma vez recolhidos os dados para cada concorrente e para as várias empresas do Grupo Martifer, segue-se a comparação e análise das informações e posterior enunciação das conclusões.

Principais Concorrentes

A. Silva Matos

Fundada em 1980 por Adelino da Silva Matos e Edite da Costa e Silva Matos, a A. Silva Matos Indústria Metalúrgica Lda. surgiu como uma empresa especializada em estruturas de aço inoxidável para as indústrias alimentar, química, farmacêutica, entre outras, localizando a sua atividade em Sever do Vouga.

Esta foi a empresa-mãe de um conjunto de outras que foram entretanto nascendo com o desenrolar da atividade e do tempo, estando hoje organizadas e conectadas à *Holding* A. Silva Matos, SGPS.

Atualmente o Grupo ASM é constituído por mais de 20 empresas, localizadas em vários países, totalizando cerca de 400 colaboradores. O grupo é constituído por três unidades de negócio e respetivas *subholdings*, que são independentes entre si e capazes de crescer e criar valor em cada sector de atividade onde estão inseridas. São então a *ASM Metal*, *ASM Industries* e *ASM Global Engineering*.

Com um portefólio alargado de produtos para cada uma das unidades de negócio, a A. Silva Matos concorre contra a Martifer principalmente através da A. Silva Matos Energia, empresa pertencente à *subholding Industries* que se dedica ao fabrico de

equipamentos de aço para a indústria das renováveis e marinha, tais como torres eólicas, fundações *offshore* e estruturas marinhas.

Blocotelha

Presente no mercado português desde 1976, a Blocotelha integra um grupo empresarial multinacional, o Grupo Meneses- Mekkin SGPS, composto por empresas que actuam em diversas áreas de actividade, tais como a indústria metalomecânica, a indústria química e engenharia.

Detendo 4 unidades de produção (3 em Portugal e 1 em Marrocos) e presença comercial no Reino Unido, França, Espanha e Argélia, a Blocotelha fornece atualmente soluções de estruturas metálicas, coberturas e revestimentos, perfis autoportantes e sistemas *skinzip*.

Desta forma, esta empresa apresenta-se como concorrente da Martifer no segmento de estruturas metálicas, que constitui a sua principal atividade, sendo de máxima relevância a sua inclusão nesta investigação.

Bysteel

Sediada em Braga e com presença industrial em França, Reino Unido e Angola, a Bysteel apresenta-se como uma empresa cuja missão se cinge à criação e produção de estruturas metálicas e sistemas de fachadas de acordo com os elevados padrões do mercado e a um preço competitivo. Pertence a um grande grupo industrial, conhecido como DST Group, e para além da sua presença nos países onde detém unidades de produção, efetua também exportações para todo o Mundo, representando parte significativa do seu volume de produção.

Com uma abrangência muito alargada de projectos, que vai desde aeroportos, estádios, equipamentos desportivos, pontes, viadutos, centros comerciais, escritórios, indústria, hotéis, hospitalar e outros tipos de infraestruturas, a Bysteel é uma forte concorrente da Martifer, apresentando atividades em duas grandes áreas de negócio onde a Martifer também atua: construção metálica e fachadas.

Seveme

Fundada em 1995, a Seveme iniciou o seu percurso no sector das construções metálicas e sistemas de alumínio, onde ainda hoje se mantém a exercer a sua atividade.

Com sede em Sever do Vouga e fábricas equipadas com a mais recente tecnologia de projecto e fabrico, a empresa intervém em projectos relacionados com centros comerciais, edifícios de escritórios, hospitais, escolas, estações de metro e comboios, mas também em armazéns e fábricas, tendo ganho maior destaque e reconhecimento, à semelhança da Martifer, pela sua participação na construção da Expo 98 em Lisboa e nos Estádios do Euro 2004. Desta forma, e por apresentar atividade nas duas áreas em que a Martifer apresenta o core do seu negócio, nomeadamente estruturas metálicas e fachadas, a Seveme apresenta-se como uma forte concorrente, sendo a sua presença na investigação importante para comparação da eficiência e rentabilidade.

Para além do pólo industrial presente em Portugal, possuem também presença na Argélia, Angola; Guiné Equatorial, Espanha, África do Sul, Brasil e França.

Rentabilidade das Vendas

Apresentando-se como um dos vários indicadores que permitem concluir sobre a rentabilidade de uma empresa, este rácio permite obter informação sobre o lucro ou prejuízo obtido por cada unidade vendida, revelando, dessa forma, a eficiência do negócio. Para o cálculo, foi efetuada a divisão entre o valor do resultado líquido do exercício e o valor das vendas.

Tendo em conta a existência de mais do que um negócio, as empresas foram divididas por área de negócio, sendo calculada a rentabilidade das vendas por empresa e área de negócio. Para as empresas com maior facturação, como a Martifer e a Blocotelha, os dados foram conseguidos recorrendo aos *rankings* anuais publicados pelo Diário das Beiras, na revista “1000 Maiores”, que utiliza dados fornecidos pelo *eInforma*. Para as restantes, os dados foram recolhidos directamente do *website* das empresas que tinham disponíveis alguns relatórios e contas e publicações do Diário de Aveiro do *ranking* das 1500 maiores empresas do distrito.

Após o cálculo das rentabilidades das vendas por ano e por empresa, obteve-se a evolução que conta no gráfico seguinte.

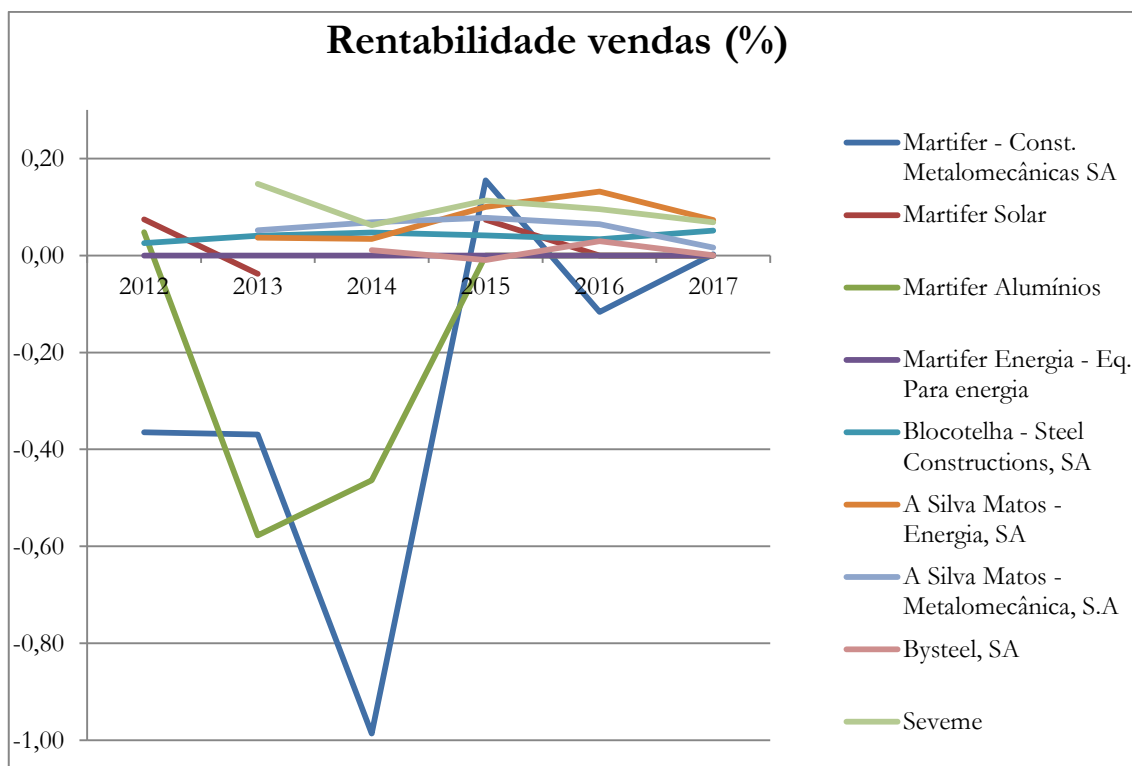


Ilustração 9 - Rentabilidade das vendas 2012-2017

Fonte: Autoria Própria

Tal como é possível verificar pelo gráfico, quando olhamos para as principais concorrentes da Martifer a nível nacional, que embora não apresentem a mesma dimensão, apresentam também atividades internacionais, a Martifer é a que, perante o mesmo ambiente macroeconómico, apresenta rentabilidade mais baixa, atingindo mesmo valores negativos próximos dos 100% em 2014.

Desempenho Bolsista

A presença do Grupo na bolsa de Lisboa (Euronext Lisbon) sugere que a avaliação do seu desempenho integre uma análise à variação do preço das ações e das rentabilidades que as mesmas trouxeram aos investidores.

Para tal, e no sentido de perceber a relação entre o fenómeno de desinvestimento e os preços das ações, será feita uma análise à rentabilidade após anúncios de desinvestimentos. Os anúncios considerados encontram-se em anexo e dizem respeito à alienação de parte da sua participação (39%) na subsidiária Prio Energy (ficando apenas com participação de 10%), à venda da posição da Martifer Solar e à alienação da unidade de construção no Brasil.

Posteriormente, para que a análise ao desempenho seja mais completa e possibilite chegar a melhores conclusões, optou-se pela realização de um *benchmarking* com os índices bolsistas mais relevantes (PSI 20 e PSI GERAL) e incluindo também as empresas industriais portuguesas mais relevantes cotadas na bolsa e que incluem o índice PSI INDUSTRIALS.

Rentabilidade da ação após anúncio de desinvestimento

Tendo em conta os anúncios de desinvestimento divulgados pela Martifer aos seus investidores (em anexo), e as cotações e rentabilidades das suas ações durante os períodos que se seguiram, foi possível auferir as seguintes conclusões:

Data do Anúncio	Publicação	Entidade a Desinvestir	Performance da ação
1 de Agosto de 2013		Alienação de 39% da PRIO ENERGY	Melhoria da performance – valorização de 39,5% até ao final do ano
23 de Outubro de 2015		Alienação do segmento de construção no brasil	Pioria da performance – desvalorização de 19,5% até ao final do ano
20 de Junho de 2016 (informação sobre negociações)		Venda da Martifer Solar à Voltalia	Melhoria da performance – valorização de 5,4% até ao final do ano

Tabela 10 - Comportamento ações e performance após anúncio desinvestimento

Fonte: Autoria Própria

Ao longo do ano de 2013, tal como é possível evidenciar pelo gráfico abaixo (Ilustração 10 - Performance ação Martifer) verificou-se uma valorização do preço da ação de 23,2%. Considerando apenas o período que se seguiu após a data do anúncio, verifica-se uma valorização de 2,0% no dia do anúncio, de 10,2% 15 dias após o anúncio e de 32,9% 3 meses após o anúncio.

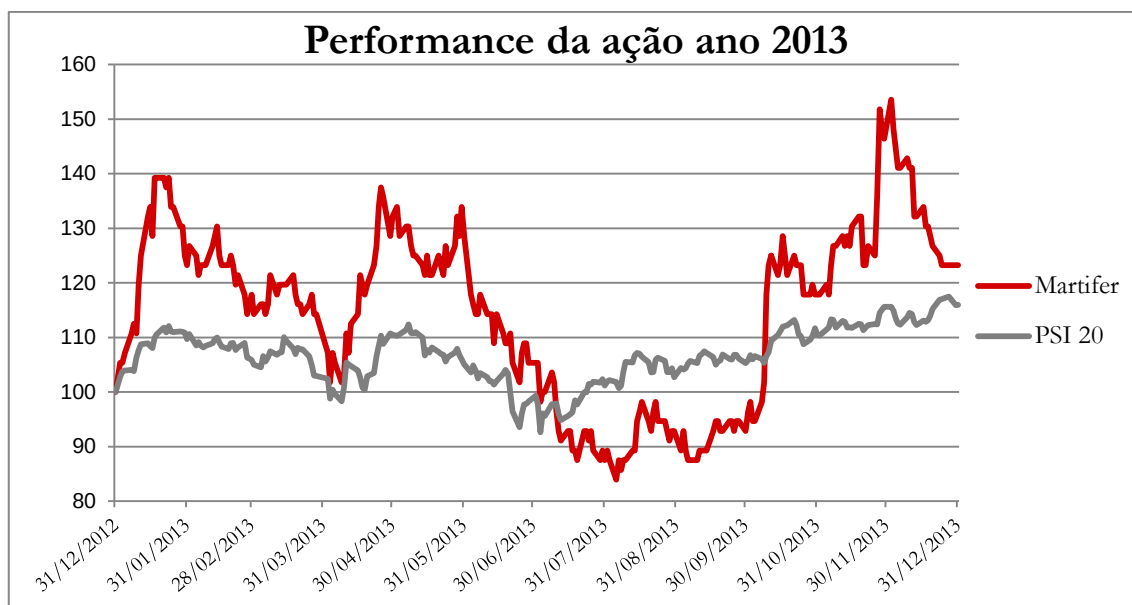


Ilustração 10 - Performance ação Martifer

Fonte: R&C 2013

No ano de 2015, de forma semelhante ao ano de 2013, verificou-se uma variação positiva de 21% da cotação da ação até ao final do ano. No entanto, considerando apenas o período que se seguiu após a data do anúncio, o cenário mostra-se divergente. Apesar de na data do anúncio (23/10/2015) se verificar uma valorização da ação em 5,3%, a evolução da cotação mostra-se negativa nas datas que se seguem, verificando-se uma variação de -0,3% 15 dias após o anúncio e de -19,5% até ao final do ano.

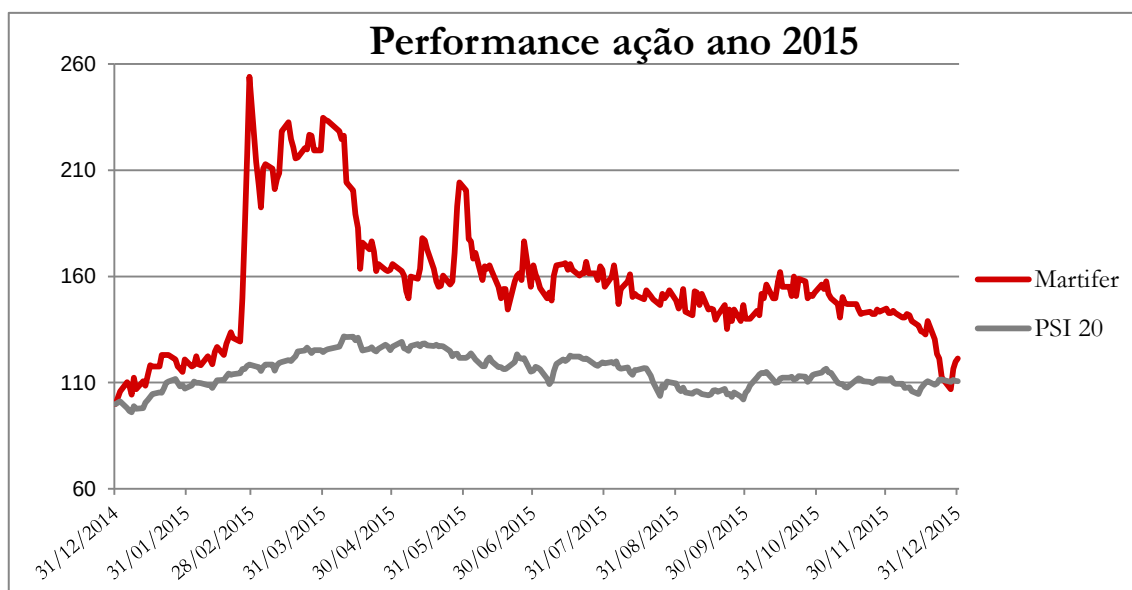


Ilustração 11 - Performance ação Martifer

Fonte: R&C 2015

Por último, no ano de 2016, a cotação da ação verificou uma variação negativa em 21%. Porém, e mais uma vez, considerando apenas o período que se seguiu após a data do anúncio, verifica-se uma valorização da cotação da ação em 1,6% no dia do anúncio, de 1,8% 15 dias após o anúncio e 5,4% até ao final do ano.

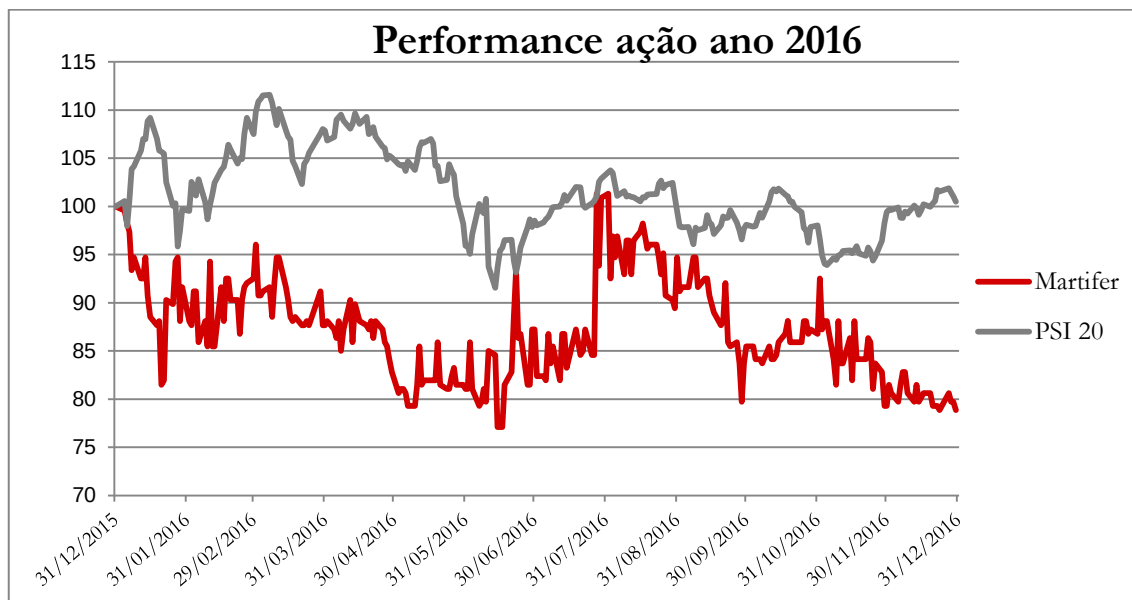


Ilustração 12 - Performance ação Martifer

Fonte: Euronext

Considerando agora todo o período global (2012-2017), a evolução da cotação da ação da Martifer mostra-se representada no gráfico seguinte.

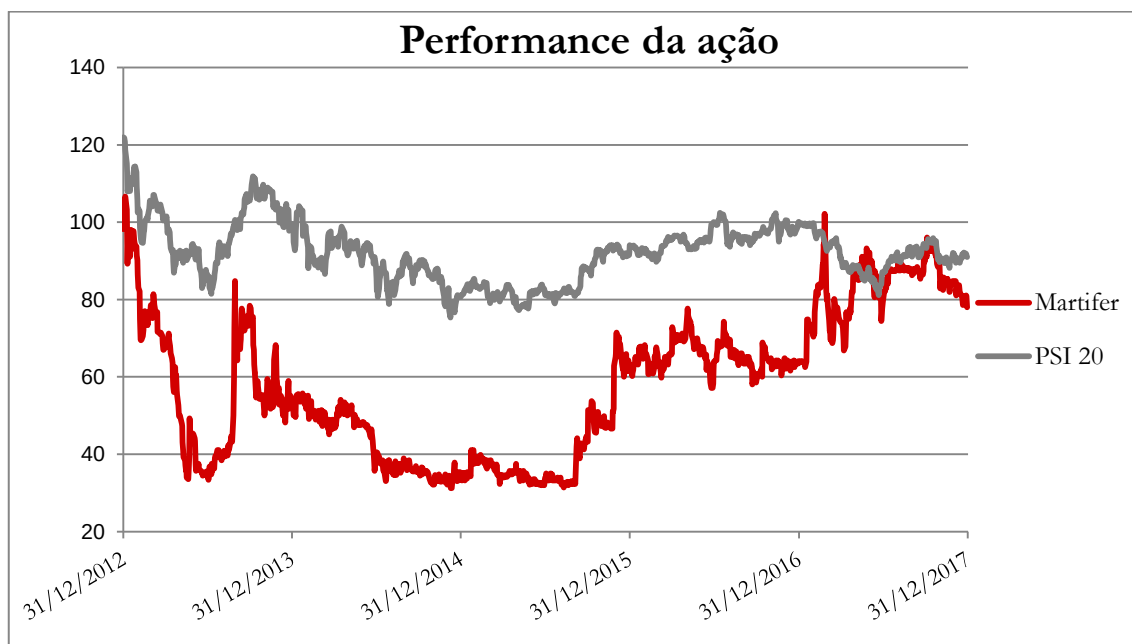


Ilustração 13 - Performance ação Martifer

Fonte: Euronext

Desempenho comparativo

Após a análise das cotações individuais da Martifer e da sua evolução com os fenómenos de desinvestimento, segue-se a comparação com os principais índices nacionais (PSI-20 e PSI Geral) e com um índice que reúne empresas relevantes a nível industrial (PSI INDUSTRIALS), que serão apresentados a seguir.

PSI-20

O PSI-20 é o índice de referência do mercado de capitais português. É composto pelas acções das vinte maiores empresas cotadas na bolsa de valores de Lisboa (Euronext Lisbon) e reflecte a evolução dos preços dessas acções, que são as de maior liquidez entre as negociadas no mercado português (Euronext, 2003).

O índice foi lançado com uma dupla finalidade: servir de indicador da evolução do mercado accionista português; e servir de suporte à negociação de contratos de futuros e opções.

A Martifer, neste momento, apresenta-se como uma forte candidata à integração no índice, encontrando-se na lista de espera.

PSI Geral

O PSI Geral é o índice geral do mercado que inclui todas as emissões de acções admitidas à negociação no Mercado de Cotações Oficiais, com excepção das emissões de acções preferenciais sem voto. Desta forma, reproduz a rentabilidade da globalidade do principal mercado nacional, mostrando-se especialmente importante para fins informativos e analíticos.

PSI INDUSTRIALS

O PSI INDUSTRIALS é o índice que agrega as todas as empresas industriais relevantes que se encontrem cotadas na bolsa de Lisboa (Euronext Lisbon). Neste momento é composto pelas seguintes empresas e respetivos pesos:

Composição do Índice		
Componente	Trading Location	%
ALTRI SGPS	Euronext Lisbon	54,69
CTT CORREIOS PORT	Euronext Lisbon	13,20
IMOB. C GRAO PARA	Euronext Lisbon	0,02
LISGRAFICA	Euronext Lisbon	0,09
MARTIFER	Euronext Lisbon	1,95
MOTA ENGIL	Euronext Lisbon	20,73
OREY ANTUNES ESC.	Euronext Lisbon	0,08
SONAE IND. SGPS	Euronext Lisbon	2,32
TEIXEIRA DUARTE	Euronext Lisbon	2,37
TOYOTA CAETANO	Euronext Lisbon	4,55

Tabela 11 - Componentes PSI INDUSTRIALS

Fonte: Euronext

Comparação

Tendo em conta a evolução dos índices descritos anteriores, é possível fazer algumas notas sobre o desempenho da Martifer.

Em primeiro lugar, ao longo da primeira fase de desinvestimento que a Martifer passou (2009-2014), a qual se designou de **fase embrionária**, é possível verificar uma variação negativa na cotação das ações, mostrando-se um cenário em que no final de 2014 havia uma desvalorização das ações da Martifer face a 2009. O mesmo cenário é descrito pela análise da evolução do PSI-20 e do PSI Geral, mostrando-se um cenário de desvalorização do índice ao longo desse período. No entanto, contrariamente ao PSI Geral, a evolução da cotação da Martifer apresenta picos nos anos de 2011 e 2013, coincidindo com o anúncio da aquisição da totalidade da Martifer Alumínios (2011) e da alienação da Prio Energy (2013). Nos restantes anos não foram anunciadas quaisquer aquisições ou alienações.

Relativamente à **fase de turnaround**, cujo período de prolonga de 2014 a 2017, tanto a Martifer como o índice PSI-20 e PSI Geral mostram evoluções positivas, tendo a Martifer sido alvo de variações de maior amplitude. Em 2015 a Martifer anunciou a adjudicação da West Sea da construção de dois navios patrulhas, a alienação do portefólio eólico e a alienação do segmento da construção no Brasil. Em 2017 é anunciada a adjudicação de um contrato de 45 milhões de euros, que poderá explicar a subida da

cotação em 2017. Em 2016 a Martifer anunciou a venda da Martifer Solar à francesa Voltália, não se verificando variações positivas nas cotações da Martifer durante esse ano.

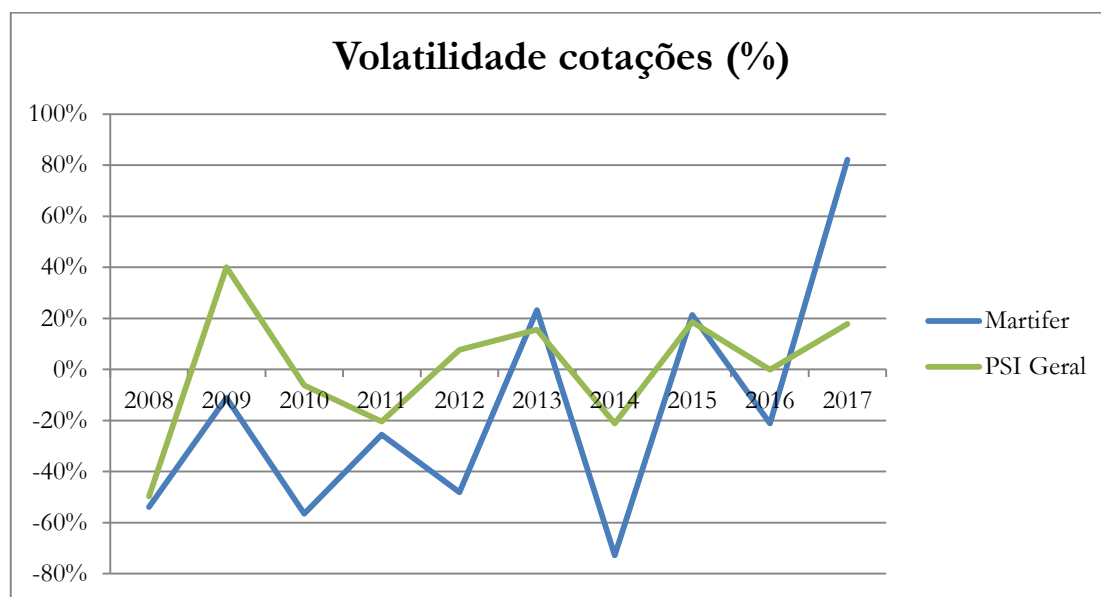


Ilustração 14 - Volatilidade cotações (*Fonte:* Euronext)

Fonte: Euronext

Analisando agora a evolução das cotações da Martifer relativamente à evolução do índice INDUSTRIALS, verifica-se que a evolução é bastante semelhante, embora as amplitudes de variação da Martifer sejam superiores.

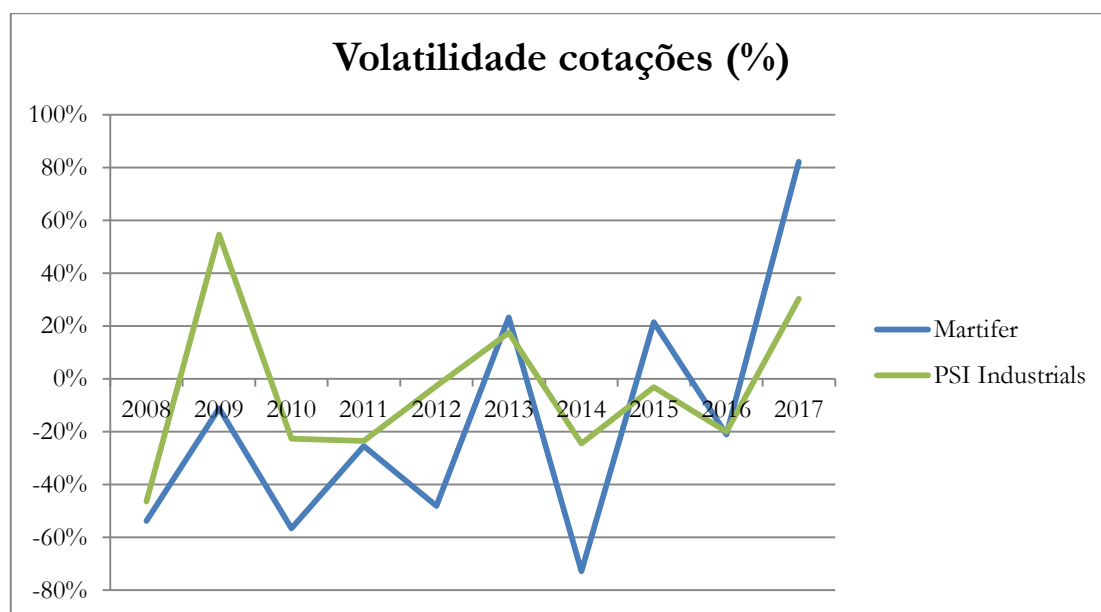


Ilustração 15 - Volatilidade Cotações

Fonte: Euronext

4. Apresentação e Discussão dos Resultados

Tendo em consideração a exposição teórica, os dados recolhidos e as análises efetuadas no capítulo anterior, apresenta-se de seguida a aceitação ou contradição das hipóteses formuladas nesta investigação para o caso da Martifer.

4.1. Motivações ao Desinvestimento

H1: Quanto pior o desempenho anterior da empresa, maior a probabilidade de desinvestimento.

Dada a complexidade inerente ao conceito de desempenho, o recurso aos rácios de rentabilidade, e em especial à Rentabilidade das vendas (ROS) como meio de medição poderá dar a entender que se trata de um estudo pouco rigoroso e simplista. No entanto, é importante sublinhar que existe concordância nas investigações que abordam o tema relativamente à assunção de que se trata de um rácio de rentabilidade extremamente importante para a atividade das empresas e indicador da sua eficiência.

Olhando para o período de 2007-2017, e focando nos períodos que precedem as duas fases de desinvestimento (2008 e 2013) verifica-se nesses anos há uma notória redução da rentabilidade das atividades do Grupo Martifer.

Assim, e tendo em conta que o Grupo efetua revisões contínuas à sua estratégia, é possível denotar que este indicador se mostra claramente como um fator importante e decisivo na decisão estratégica, e especialmente na decisão de desinvestimento, sendo claramente um indicador de eficiência.

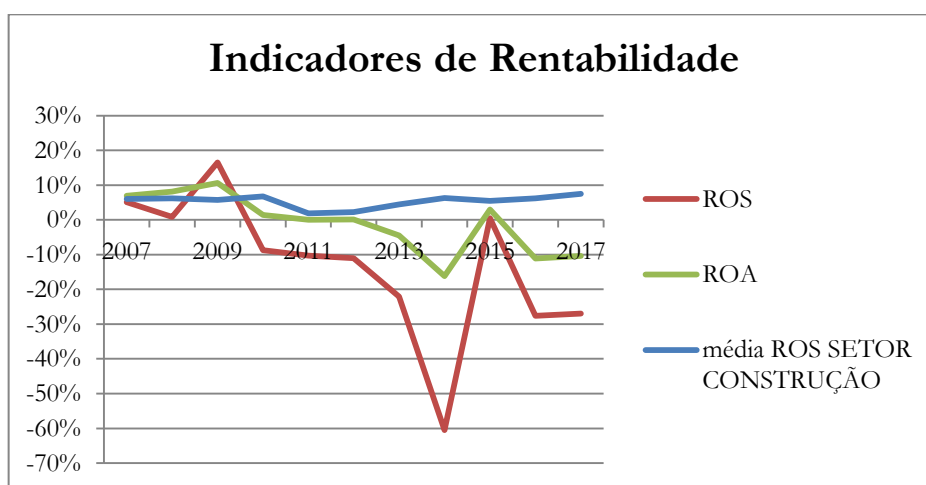


Ilustração 16 - Indicadores de Rentabilidade Grupo Martifer

Fonte: Autoria Própria

H2: Quanto pior o desempenho anterior da subsidiária, maior a probabilidade de desinvestimento.

Apesar da semelhança com a proposição anterior, esta hipótese não se apresenta como verdadeira para a totalidade das subsidiárias.

De facto, quando o foco é direccionado para a análise na rentabilidade das vendas das subsidiárias durante o período compreendido entre 2007 e 2017, verifica-se que na maioria dos casos a presença de uma rentabilidade negativa antecedeu um movimento de desinvestimento. Esse é o caso do Segmento da Agricultura e Biocombustíveis, da Martifer Energia e da Martifer Alumínios (Tabela 12 - Evolução da Rentabilidade das Vendas por subsidiária).

	Rentabilidade das Vendas (Res. Líquido/Vendas)										
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Martifer - Const. Metalomecânicas SA	0,013	0,052	0,021	0,024	-0,104	-0,365	-0,370	-0,986	0,155	-0,116	0,003
Martifer Solar	0,113	0,088	0,071	0,034	0,022	0,075	-0,038	N.D	0,073	0,000	0,000
Martifer Alumínios	0,087	0,104	0,102	0,120	0,022	0,048	-0,577	-0,464	0,000	0,000	0,000
Martifer Energia - Eq. Para energia	0,051	0,046	0,057	-0,089	N.D	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Segmento Agricultura e Biocombustíveis	-0,030	-0,047	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

VENDA
FUSÃO
FUSÃO
VENDA

Tabela 12 - Evolução da Rentabilidade das Vendas por subsidiária

Fonte: Einforma

No entanto, a presença de dois casos que não verificam essa existência impede a chegada a uma conclusão quanto à contribuição deste fator para o fenómeno.

A Martifer Construção Metalomecânicas SA, apesar de ter sido a subsidiária do Grupo que apresentou não só as piores rentabilidades como o maior período na presença de rentabilidades negativas, não sofreu desinvestimento. A razão poderá estar na importância relativa que a subsidiária representa para o Grupo, que constitui a sua razão de existência e a sua atividade core. Porém, olhando para todas as subsidiárias que integram o setor das Construções Metálicas e que se localizavam nos mercados externos, muitas sofreram alienações, nomeadamente as que se encontravam na Polónia, Austrália e Brasil.

Já a Martifer Solar, apesar de ter apresentado uma rentabilidade negativa no ano de 2013, não foi esse o fator que motivou a decisão de venda da subsidiária. Segundo a entrevista ao Dr. Pedro Moreira, este desinvestimento resultou da aplicação do novo plano estratégico definido para o Grupo para o período 2014-2018, que consistia em promover o desinvestimento e a alienação de participações não estratégicas (com base na rentabilidade

da *Holding*). Tendo em conta que o segmento solar não se incluía nas atividades core, o Grupo procedeu à sua alienação a um grupo francês denominado Voltália.

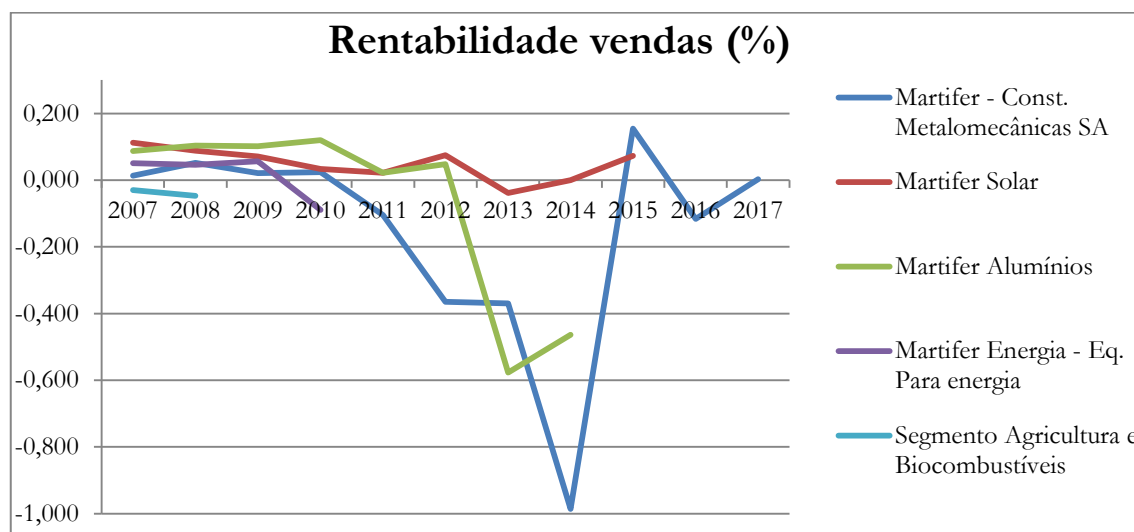


Ilustração 17 - Evolução da Rentabilidade das Vendas por subsidiária

Fonte: Einforma

H3: Quanto maior a experiência anterior da empresa, maior a probabilidade de desinvestimento.

Esta hipótese mostra-se como verdadeira.

A tendência de desinvestimento anterior, medida pelo balanço entre os investimentos realizados e os desinvestimentos realizados no período, mostrou um desenvolvimento decrescente entre a fase **embrionária** de desinvestimentos e a fase de **turnaround**, indicando a passagem de um cenário onde o volume de investimentos era superior ao volume de desinvestimentos para um cenário contrário.

Assim, e tendo em conta as experiências bem sucedidas de desinvestimentos anteriores, que resultaram na melhoria da dívida da empresa (Ilustração 5 - Evolução da Dívida Líquida na Martifer), houve uma maior predisposição causada pela experiência anterior em desinvestir.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Constituições	46	32	24	25	16	24	28	8	11	7	6
Aquisições	21	31	7	3	7	15	1	3	1	1	1
Alienação	0	0	4	14	26	22	10	51	15	73	10
Const+Aq.-Alienações	67	63	27	14	-3	17	19	-40	-3	-65	-3
Investimentos por período	30						9,5				
Desinvestimentos por período	15,2						37,25				
BALANÇO	14,8						-27,75				
	FASE EMBRIONÁRIA						FASE TURNAROUND				

Tabela 13 - Balanço entre Constituições e Alienações

Fonte: R&C 2017-2017

H4: Quanto menor o ajuste estratégico entre a subsidiária estrangeira e a empresa-mãe, maior a probabilidade de desinvestimento internacional.

Tendo em conta a informação analisada, esta hipótese encontra-se comprovada.

A medida do ajuste estratégico foi derivada da ideia de que o ajuste estratégico interno entre a empresa-mãe e qualquer subsidiária deveria concentrar-se no compromisso e na conexão relacional (Thornhill & Amit, 2001), sendo demonstrado principalmente através da compreensão mútua das prioridades e papéis estratégicos um do outro., objetivos e assim por diante (Segars & Grover, 1998).

Para tal, deve atender aos seguintes objetivos (Sousa & Tan, 2015):

1. Compreensão das prioridades estratégicas da sede;
2. Alinhamento das estratégias dos afiliados estrangeiros e subsidiárias com o plano estratégico da sede;
3. Adaptação das metas / objetivos do afiliado estrangeiro ou subsidiária às mudanças nas metas / objetivos da sede;
4. Manter um entendimento mútuo com a gerência da sede sobre o papel do afiliado estrangeiro no suporte à estratégia da sede;
5. Identificar as oportunidades relacionadas a afiliados estrangeiros para apoiar a direção estratégica da sede

No caso da Martifer, apesar das diferentes áreas de negócio atuarem de forma autónoma, todas seguem as orientações estratégicas aprovadas a nível da *Holding*, com base em orçamentos e planos de negócio anuais aprovados pelos administradores executivos, havendo também o controlo e monitorização das atividades nas áreas de negócio pela sociedade gestora.

Sendo assim, todas as áreas de negócio e respectivas subsidiárias se encontram alinhadas com a *Holding*, adaptando as suas metas e objetivos aos objetivos da sede e direccionando sempre a sua estratégia no mesmo sentido da direcção estratégica da sede.

Perante uma mudança no plano estratégico, a *Holding* dá indicações de desinvestimentos nas áreas ou subsidiárias que não estejam de acordo com os objetivos estratégicos do grupo, promovendo um forte ajuste estratégico do Grupo a todo o momento, provando a validação da hipótese.

H5: *Quanto maior a distância transnacional, maior a probabilidade de desinvestimento internacional.*

Apesar da não utilização de indicadores que permitem a medição da distância transnacional, com base na história e experiência anterior, é possível concluir sobre esta hipótese.

A distância transnacional procura medir 9 dimensões diferentes e efetuar comparações entre o país receptor e o país anfitrião, nomeadamente ao nível da distância económica, financeira, política, administrativa, cultural, demográfica, de conhecimento, de conexão global e geográfica (Pattnaik & Lee, 2014).

Analisando o histórico de desinvestimentos, verifica-se que as três saídas de mercados externos por parte da Martifer- Austrália, Brasil e Estados Unidos - tiveram como base grandes distanciamentos ao nível de várias dimensões.

No caso do Brasil, a avultada quantidade de trabalho na época de construção dos estádios para o Mundial de 2014 obrigaram a instalação de uma fábrica no país. No clima de crise e desconfiança que vigorava na Europa, o Brasil apresentava-se como um mercado com forte clima de expansão, com crescimentos positivos (Martifer, 2009) e com fortes perspectivas de negócios (Martifer, 2010). No entanto, a realidade de mercado mostrou-se bastante distinta do que se tinha previsto. Quando questionado sobre o mercado, um elemento da Martifer recorda as burocracias que o país apresentava, um quadro legal complexo e os interesses do Estado e das grandes construtoras no setor que levavam à forte exploração e redução de margens de lucro. A longo prazo, não se tornaria vantajoso, tendo levado até, a custos desnecessários.

No caso da Austrália, a abundância de recursos naturais, o crescimento económico ininterrupto há vários anos e o elevado poder de compra dos australianos (AICEP, 2019)

levaram a Martifer a apostar no país. No entanto, segundo o actual Diretor de Coordenação Internacional, registaram-se alguns factos e condicionantes que foram promovendo um gradual distanciamento e que levaram à saída do mercado. Por um lado, a distância geográfica e a diferença horária de 10 horas dificultavam o acompanhamento remoto e condicionavam visitas regulares desde Portugal, o que, face a alguma dificuldade de comunicação fluida entre as equipas que se encontravam na Austrália e na sede em Oliveira de Frades, provocou um distanciamento e desalinhamento graduais, com reflexos na tomada de decisões e consequente rentabilidade.

Por último, no caso dos Estados Unidos, o distanciamento dos factos quotidianos e a complexidade do sistema legislativo e regulatório (ao nível estadual e federal) condicionou a opção e estratégia de permanência do Grupo na área das Energias Renováveis, o que inviabilizaria a continuidade do negócio num país onde havia inicialmente boas perspectivas de sucesso, dada a dimensão e pujança daquele mercado ao nível das oportunidades de negócio enquanto potência mundial na maioria dos sectores de atividade.

Verifica-se, portanto, a comprovação da teoria em questão, mostrando-se a contribuição da distância transnacional para a maior predisposição ao desinvestimento.

H6: Quanto maior o risco político, maior a probabilidade de desinvestimento internacional.

Analisando esta vertente do processo de desinvestimento, verifica-se que, no caso da Martifer, não foram desinvestidas as atividades localizadas em países com maior risco político (Ilustração 18 - Risco Político).

Pelo contrário, os mercados onde ocorreram os maiores desinvestimentos, como Estados Unidos ou Austrália, são mercados que apresentam pouco risco político. Ainda que se encontre o caso do Brasil, que apresenta um maior risco político comparativamente aos mercados referenciados anteriormente, não há qualquer evidência de que o desinvestimento tenha sido motivado por este fator, uma vez a Martifer mantém atividades em mercados de risco político superior, como em Angola, Argélia, Roménia e Moçambique.

Assim, esta hipótese não se mostra como verdadeira.

	2018	2017	2016	2015	2014	
Austrália						Stable
Estados Unidos						80-100
Roménia						70-79
Polónia						60-69
Angola						50-59
Moçambique						<49
França						Unstable
Reino Unido						No Data
Espanha						
Portugal						
Brasil						
Arábia Saudita						

Ilustração 18 - Risco Político

Fonte: Marsh

H7: Quanto menor o crescimento da indústria, maior a probabilidade de desinvestimento internacional.

Esta última hipótese relativa aos antecedentes de desinvestimento foi medida através da variação do emprego no setor da construção (Tabela 14 - Evolução do Emprego no Setor Construção por país), e mostra-se como falsa e não corroborada pelas atividades desinvestidas na Austrália e para os Estados Unidos, mas aceite nas atividades desinvestidas na Polónia.

Por outro lado, analisando as restantes geografias onde a Martifer tinha atividade, verifica-se que nas geografias de Espanha e França é onde se verifica um menor crescimento da indústria, não se evidenciando qualquer tipo de desinvestimento ocorrido nessas geografias.

País		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Austrália	Milhares pessoas	983,8	998,6	1013,7	982,5	1007,9	1.031,30	1.029,00	1.060,00	1.137,20
	Var. Anual (%)	-0,003	0,015	0,015	-0,031	0,026	0,023	-0,002	0,030	0,073
França	Milhares pessoas	1.875,40	1.899,80	1.888,70	1.864,50	1.781,60	1.741,30	1.697,00	1.699,40	1.740,30
	Var. Anual (%)	-0,024	0,013	-0,006	-0,013	-0,044	-0,023	-0,025	0,001	0,024
Alemanha	Milhares pessoas	2.565,90	2.529,80	2.576,80	2.623,60	2.685,20	2.731,80	2.724,20	2.758,90	2.837,30
	Var. Anual (%)	0,00	-0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,00	0,01	0,03
Polónia	Milhares pessoas	1.308,00	1.256,70	1.278,80	1.253,30	1.184,50	1.186,50	1.206,70	1.223,00	1.222,60
	Var. Anual (%)	0,06	-0,04	0,02	-0,02	-0,05	0,00	0,02	0,01	0,00
Portugal	Milhares pessoas	489,80	466,80	423,10	343,10	288,40	275,80	277,50	289,90	307,50
	Var. Anual (%)	-0,09	-0,05	-0,09	-0,19	-0,16	-0,04	0,01	0,04	0,06
Espanha	Milhares pessoas	1.889,80	1.651,30	1.403,90	1.161,30	1.029,50	993,50	1.073,70	1.073,80	1.128,30
	Var. Anual (%)	-0,23	-0,13	-0,15	-0,17	-0,11	-0,03	0,08	0,00	0,05
Reino Unido	Milhares pessoas	2.369,40	2.215,70	2.202,20	2.157,10	2.157,70	2.236,50	2.234,80	2.295,90	2.336,60
	Var. Anual (%)	-0,10	-0,06	-0,01	-0,02	0,00	0,04	0,00	0,03	0,02
EUA	Milhares pessoas	9.701,80	9.076,70	9.039,60	8.964,30	9.271,50	9.812,80	9.935,30	10.328,00	10.692,30
	Var. Anual (%)	-0,116	-0,064	-0,004	-0,008	0,034	0,058	0,012	0,040	0,035

Tabela 14 - Evolução do Emprego no Setor Construção por país

Fonte: OCDE

4.2. Impactos do Desinvestimento

H8: Os desinvestimentos levaram a uma redução da diversificação.

A primeira hipótese relativa aos impactos decorrentes do processo de desinvestimento mostra-se como verdadeira.

Tendo em conta a definição de García-Soto (2003), a diversificação consiste na estratégia de entrada em novos produtos ou mercados, que podem ou não estar relacionados de alguma forma com os negócios atuais da empresa. Assim sendo, a redução da diversificação prende-se a uma saída de mercados ou negócios.

De facto, tendo em conta a análise à evolução estratégica do Relatório e Contas de 2007 a 2017, no período correspondente à fase de desinvestimento (que inicia com a fase **embrionária** de 2009 a 2014 e que evolui para a fase de **turnaround** de 2014 a 2017), há referências que apontam para o decréscimo de áreas de atividade pertencentes ao portefólio do grupo, decorrentes da estratégia de foco nas atividades core.

São exemplo dessas referências:

Ano	Referências redução diversificação	Desinvestimentos realizados
2009	Redução interesse económico na área de agricultura e biocombustíveis	Venda da Nutre e Prio
2015-2017	Alienação de ativos imobiliários e participação financeira Solar	Venda Solar

Tabela 15 - Referências redução de diversificação na Martifer

Fonte: Autoria Própria

Tal como o quadro sugere, houve efectivamente uma eliminação de segmentos operacionais, que se podem traduzir num desaparecimento de determinadas atividades classificadas de acordo com as CAES, como por exemplo a 27110 (atividade desenvolvida pela Martifer Solar).

Essas reduções podem ser também evidenciadas pelo índice de entropia calculado para cada ano (Tabela 16 - Índice de entropia), que também parece sugerir a diminuição da diversificação.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Índice entropia	1,04208	1,1425	1,1468	1,1034	0,698	0,698	0,405	0,347	0,227	0,756	0,899

Tabela 16 - Índice de entropia

Fonte: Autoria Própria

No entanto, é preciso ter em consideração que de todos os desinvestimentos enunciados na Tabela 3, apenas alguns dizem respeito a desinvestimentos de redução da diversificação, sendo que os restantes dizem respeito a saídas de mercados, não havendo evidências no caso da Martifer de que os desinvestimentos relacionados com saídas do mercado levem a uma redução de diversificação. Portanto, para esse tipo de desinvestimentos, a hipótese não se comprova.

H9: Os desinvestimentos levaram a uma redução da dívida.

Esta hipótese mostra-se igualmente como verdadeira. No caso da Martifer, os desinvestimentos tiveram um papel fundamental como meio para a redução da dívida, que constituía o verdadeiro objetivo estratégico.

Ao longo da entrevista em anexo, quando questionado sobre os fatores que motivaram todo o processo de desinvestimento, o Dr. Pedro Moreira começou por referenciar a existência de um conjunto de debilidades que obrigaram à implementação do programa de *turnaround*, apresentando a maior como a existência de uma dívida financeira muito elevada e que poderia tornar-se impossível de ser paga.

De facto, e analisando a evolução do rácio Net Debt/ EBITDA, cujo valor representa a capacidade das empresas em pagar a dívida bancária com base nos recursos operacionais gerados, é possível evidenciar que o rácio apresenta um valor muito elevado no período anterior à implementação do programa de desinvestimentos.

Quando deparados com um rácio tão elevado, uma das prioridades definidas foi o estabelecimento de um acordo de reestruturação financeira que permitisse reduzir a quantidade de dívida a ser amortizada, possibilitando a redução do rácio. A solução passou pela prossecução de um plano de desinvestimentos em negócios non core e a alienação de ativos imobiliários.

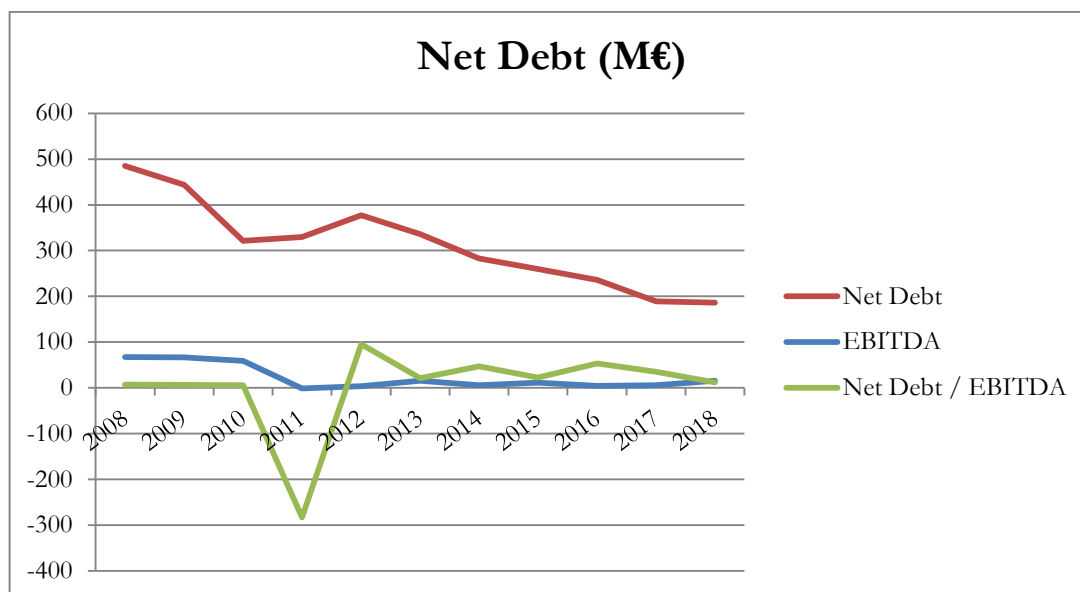


Ilustração 19 - Evolução do Rácio Net Debt/EBITDA

Fonte: Autoria Própria

H10: Os desinvestimentos levaram a uma redução da inovação.

Alguns autores como Dantas e Moreira (2011) definem a inovação como um processo através do qual se desenvolve um produto, um serviço ou um modelo de negócio a partir de uma nova ideia, invenção ou reconhecimento de uma oportunidade. Portanto, segundo este conceito, a inovação pressupõe a introdução de atividades de investigação e desenvolvimento por parte da empresa, que pode ter subjacente determinada finalidade, seja a redução de custos, melhoria de processos, desenvolvimento de novas metodologias e/ou aumento de competitividade.

Através da análise dos Relatórios e Contas, é perceptível que a relação da Martifer com o conceito de inovação remota à fase de expansão. Durante essa fase, que ficou marcada pela proatividade, pela atitude pioneira e pelo aproveitamento das oportunidades de investimento que surgissem, a Martifer, na sequência da sua aposta na área das energias renováveis, assinou um protocolo com a Universidade de Aveiro e com o Ministério da Economia e Educação em 2006 para a criação de um centro de investigação e desenvolvimento em energias renováveis (Martifer, 2007). Esse centro, que ficaria instalado no campus, iria ser utilizado fundamentalmente para o desenvolvimento e produção de tecnologia própria para o aproveitamento da energia das ondas do mar.

O empenho e o esforço que o Grupo desenvolveu nesse ano na implementação desse processo de Gestão de Investigação, Desenvolvimento e Inovação (IDI) foi

reconhecido e validado em 2007, com a obtenção do certificado de cumprimento da norma NP 4457:2007 pela Martifer Energia.

Essa certificação traçou o início do caminho para a sistematização da Inovação ao nível do Grupo. Nesse sentido, foi definida a Política de IDI, que passaria por ter um centro de excelência para as áreas de actividade do Grupo Martifer, dando ainda especial atenção para outras áreas com valor e potencial de crescimento. O objectivo seria fazer com que a inovação acontecesse ao nível do processo, produto, organização, marketing ou na procura de novos negócios, e que no futuro possibilitasse o reconhecimento da Martifer como empresa inovadora.

De facto, nos anos de 2008 e 2009, fruto da sua aposta e caminho no sentido de inovação, a Martifer destacou-se ao nível da Inovação, marcando posição no *ranking* nacional divulgado pela Direção Geral de Estatísticas de Educação e Ciência das empresas que mais despendiam em Investigação e Desenvolvimento e que se apresentavam como as mais inovadoras (Tabela 17 - Despesas em I&D).

Designação	2008		2009		2010	
	Posição	Despesa em I&D	Posição	Despesa em I&D	Posição	Despesa em I&D
MARTIFER ENERGIA - Equipamentos para a Energia, S.A.	26	2.863.292,00	84	1.228.120,00	66	
MARTIFER - Alumínios, S.A		1.407.082,00				736.250,00
MARTIFER - Construções Metalomecânicas, S.A.		1.300.082,00				
HOME ENERGY II, S.A.		625.000,00				
MARTIFER - Inovação e Gestão, S.A.		461.905,00				
MARTIFER Solar, S.A.		222.221,00		356.506,00		
MARTIFER II Inox, S.A.		128.059,00		128.059,00		
PRIO Biocombustíveis, S.A.		97.640,00				
PRIO Advanced Fuels, S.A.		61.218,00				
PRIO Agricultura, S.A.		15.522,00				
NAVALRIA - Docas, Construções e Reparações Navais, S.A				222.220,00		
Total Grupo		7.182.021,00		1.934.905,00		736.250,00

Tabela 17 - Despesas em I&D

Fonte: Direção Geral da Estatística de Educação e Ciência

No entanto, o período instável e de crise e consequente fusão da Martifer Energia com a Martifer levaram a uma redução da atividade e necessidade de foco na atividade core, que consequentemente se reflectiu numa redução de valor a despendar em Investigação e Desenvolvimento. O projeto das ondas, por essa razão, foi desmantelado.

O Relatório e Contas do Grupo vem confirmar a redução de atividade e foco nesta área, mostrando por um lado o desaparecimento dos subsídios ao investimento por parte do Estado para a área de investigação, que apenas existiram no ano de 2009 e 2010 para a

Martifer Energia, e por outro a estratégia de foco na atividade de construções e promoção de desinvestimentos em áreas que não constituíssem a atividade core. Assim, a hipótese mostra-se como verdadeira.

H11: Os desinvestimentos levaram a uma redução do n° trabalhadores.

Analisando a informação relativa ao número de trabalhadores do Grupo disponibilizada nos Relatórios e Contas e que se encontram reproduzidos na tabela que se segue, verifica-se que há efectivamente um decréscimo do número médio de trabalhadores ao longo de todo o período de análise, que coincide com o início da fase **embrionária** de desinvestimento do grupo e com a fase de **turnaround**. Para além disso, pode-se ainda destacar-se um maior decréscimo verificado na segunda fase (15,75%) quando comparada com a primeira (5,20%), o que mais uma vez se encontra de acordo com a quantidade e importância relativa dos desinvestimentos ocorridos em cada fase.

Deste modo, a diminuição do número de trabalhadores verificada no caso da Martifer vai ao encontro dos estudos efetuados sobre o desinvestimento, corroborando a teoria.

Ano	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
N° médio colab.	1.800	2.853	3.795	3.293	3.124	3.051	3.025	2.667	1.717	1.528	1.448
Var. (n-1 -> n)		37%	33%	-13%	-5%	-2%	-0,80%	-11%	-36%	-11%	-5%
-5,20%							-15,75%				
FASE EMBRIONÁRIA							FASE TURNAROUND				

Tabela 18 - Variação (%) do n° médio de colaboradores

Fonte: Autoria Própria

H12: Os desinvestimentos levaram a um aumento do desempenho.

Contrariamente ao que seria de esperar e ao que se encontra teorizado na literatura, no caso da Martifer não se verificou um aumento do desempenho ao longo de todo o período de desinvestimento.

Embora haja melhoria evidenciada num indicador de rentabilidade, essa só se verifica no período de **turnaround** (2014-2017) e relativamente aos capitais próprios da empresa. Os restantes indicadores- Rentabilidade das Vendas e Rentabilidade do Ativo - embora apresentem uma ligeira subida no período de 2015, parecem não indicar melhoria nos períodos que se seguem.

Pelo contrário, ao longo da primeira fase de desinvestimento correspondente à fase **embrionária** (2009-2013), verifica-se a pioria dos três indicadores de rentabilidade.



Ilustração 20 - Evolução dos Indicadores de Rentabilidade do Grupo

Fonte: Autoria Própria

H13: Os desinvestimentos levaram a um aumento do valor das ações.

Efetuada uma análise à cotação das ações após o anúncio de desinvestimento, verifica-se que a teoria não é suportada pelas evidências ocorridas no caso da Martifer.

O estudo foi efetuado para o anúncio de três desinvestimentos distintos: a alienação da participação de 39% da Prio Energy, a alienação do segmento de construção no Brasil e a venda da Martifer Solar à Voltaia.

Tendo como base a variação diária, apesar de nos três exemplos estudados se verificar uma valorização da cotação das ações, esta não é suficientemente significativa para mostrar evidências de uma relação de causalidade com o anúncio de desinvestimento, por apresentar variações semelhantes às verificadas nos dias anteriores. Por outro lado, se for considerada a variação ocorrida até ao final do ano do anúncio, o cenário mostra-se diferente, denotando-se a variações positivas da cotação nos casos do anúncio da alienação da participação da Prio (2013) e da Martifer Solar (2016), não se evidenciando o mesmo cenário no final do ano em que foi anunciada a alienação do segmento da Construção Metálica (2015).

Checklist – Hipóteses

HIPÓTESES			RESULTADO INVESTIGAÇÃO
Antecedentes	Fatores Internos	H1) Pior desempenho anterior empresa	✓
		H2) Pior desempenho anterior subsidiária	✗
		H3) Desinvestimentos anteriores	✓
		H4) Menor ajuste estratégico	✓
	Fatores Externos	H5) Maior distância transnacional	✓
		H6) Maior risco político	✗
		H7) Menor crescimento indústria	✗
Implicações	H8) Redução diversificação		✓
	H9) Redução da dívida		✓
	H10) Redução da inovação		✓
	H11) Redução nº trabalhadores		✓
	H12) Melhoria do desempenho		✗
	H13) Melhoria valor das ações		✗

Tabela 19 - Resultados da Investigação

Fonte: Autoria Própria

Conclusões, Limitações e Sugestões de Pesquisas Futuras

Principais Conclusões decorrentes da Investigação

O presente estudo tinha como objetivo a confirmação de literatura relativa ao desinvestimento, através da aplicação a um estudo de caso. De forma mais concreta, procurava perceber quais os vectores motivadores do desinvestimento e quais as implicações que o fenómeno trazia para as organizações.

Tendo em conta a sua vasta experiência em países estrangeiros, a sua dependência do exterior e o considerável número de casos de desinvestimento, a Martifer mostrou-se um caso interessante para analisar, tendo sido a empresa escolhida para a investigação. Assim, pretendia-se determinar quais os factores que motivaram o desinvestimento na Martifer e quais as principais implicações que decorreram desse processo.

Podem efetuar-se algumas observações em relação aos objetivos traçados ao longo do estudo.

Em relação aos antecedentes do fenómeno de desinvestimento que dizem respeito a fatores internos, no caso da Martifer, os resultados confirmaram que o fraco desempenho anterior da *Holding* motivou a decisão de desinvestir, mostrando o importante papel do desempenho como indicador de eficiência.

Da mesma forma, também a experiência anterior e a falta de ajuste estratégico mostraram estar positivamente associados à ocorrência de desinvestimentos. De facto, o conhecimento adquirido de desinvestimentos anteriores parece levar a uma predisposição a repetir a prática, pelos benefícios decorrentes do fenómeno nas experiências anteriores, da mesma forma que o desajuste estratégico se mostra importante na identificação dos negócios que não vão ao encontro dos objetivos delineados para o Grupo, facilitando a decisão do desinvestimento.

Contrariamente ao que seria esperado, o único fator interno que não mostrou contribuir para o desinvestimento foi o desempenho da subsidiária, que apesar de ter bastantes casos onde se verificava essa contribuição, a existência de rentabilidades fracas numa que constituía o negócio core impediu a confirmação da teoria.

Relativamente aos fatores externos, esses parecem ter um menor contributo para o fenómeno de desinvestimento, tendo-se apenas confirmado a distância transnacional como

fator motivador. O risco político do país e crescimento da indústria, pelo contrário, não demonstraram influência significativa na decisão de desinvestimento.

O segundo objetivo pretendia compreender quais os impactos que se verificavam após a ocorrência do fenómeno, tendo sido alvo de estudo as mudanças ao nível da diversificação, dívida líquida, inovação, número de colaboradores, desempenho e valor da cotação da ação.

O estudo mostrou que no caso da Martifer os desinvestimentos efetuados resultaram numa redução da diversificação, redução da dívida líquida, redução da inovação e redução do número de trabalhadores, confirmando as teorias reportadas na literatura. Pelo contrário, a melhoria do desempenho e melhoria do valor das ações não foram verificados, pelo que há necessidade de explorar melhor essas teorias.

Em suma, os objetivos foram alcançados e foi possível dar resposta às questões de investigação propostas, possibilitando identificar alguns fatores que precisam de maior atenção na literatura.

Principais Limitações

Como qualquer outro estudo, esta investigação contou com algumas limitações.

A principal limitação prende-se com o facto de a investigação ter por base uma análise qualitativa. Este tipo de análise, aliado ao estudo de caso, não permite uma generalização dos dados, mas sim uma transferibilidade. Tal significa que os resultados obtidos e conclusões formuladas não podem ser aplicados em todos os casos, mas podem ser transferidos se existirem semelhanças em casos parecidos.

Outra limitação está relacionada com a quantidade limitada de fatores em estudo. Esta deve-se uma vez mais à utilização de uma abordagem de estudo qualitativa, que por se basear numa análise mais aprofundada de conteúdo impede o estudo de muitos fatores em simultâneo.

Sugestões de Pesquisas Futuras

A não confirmação de algumas hipóteses e as limitações anteriormente observadas abrem uma possibilidade para investigar a imposição de algumas condições e possíveis condições moderadoras. Por exemplo, seria interessante perceber se há diferenças nos resultados de acordo com a tipologia da empresa (privada vs. pública, familiar vs. não familiar), os sectores em que exercem atividade (construção metálica, energias renováveis, retalho) ou características específicas das empresas de acordo com o país de origem.(empresas portuguesas, espanholas, etc).

Tal leva também à sugestão de uma investigação a um maior número de fatores ou à utilização de uma abordagem de estudo quantitativa. Apesar da maioria dos estudos dos antecedentes já terem esta natureza, poucos são os que se focam numa abordagem integrativa, em que têm em consideração muitos fatores em simultâneo.

Por fim, outro caminho a seguir e que seria interessante de compreender era estudar a contribuição relativa por categorias de fatores, na tentativa de tentar perceber se os desinvestimentos são maioritariamente antecidos por fatores internos ou externos, ou qualquer outra categorização da autoria do investigador.

Referências Bibliográficas

- AICEP (2019): Austrália ficha de Mercado. Aicep Portugal Global
- Benito, G. R. G. (2005). Divestment and international business strategy. *Journal of Economic Geography*, 5(2), 235-251. doi:10.1093/jnlecg/lbh041
- Benito, G. R. G., & Welch, L. S. (1997). De-internationalization. *Management International Review*, 37(2), 7-25.
- Bergh, D. D. (2017). Restructuring and Divestitures: Oxford University Press.
- Bergh, D. D., Johnson, R. A., & Dewitt, R.-L. (2008). Restructuring through spin-off or sell-off: transforming information asymmetries into financial gain. *Strategic Management Journal*, 29(2), 133-148. doi:10.1002/smj.652
- Berry, H. (2010). Why Do Firms Divest? *Organization Science*, 21(2), 380-396. doi:10.1287/orsc.1090.0444
- Berry, H. (2013). When Do Firms Divest Foreign Operations? *Organization Science*, 24(1), 246-261. doi:10.1287/orsc.1110.0724
- Boddewyn, J. J. (1979). FOREIGN DIVESTMENT - MAGNITUDE AND FACTORS. *Journal of International Business Studies*, 10(1), 21-27. doi:10.1057/palgrave.jibs.8490786
- Boddewyn, J. J. (1983). FOREIGN AND DOMESTIC DIVESTMENT AND INVESTMENT DECISIONS - LIKE OR UNLIKE. *Journal of International Business Studies*, 14(3), 23-35. doi:10.1057/palgrave.jibs.8490525
- Boxwell, R. J., Rubiera, I. V., McShane, B., & Zaratiegui, J. R. (1995). *Benchmarking para competir con ventaja*. McGraw-Hill New York.
- Brauer, M. (2006). What have we acquired and what should we acquire in divestiture research? A review and research agenda. *Journal of Management*, 32(6), 751-785. doi:10.1177/0149206306292879
- Camp, R. C., & Camp Robert, C. (1989). Benchmarking: the search for industry best practices that lead to superior performance.
- Capron, L., Mitchell, W., & Swaminathan, A. (2001). Asset divestiture following horizontal acquisitions: A dynamic view. *Strategic Management Journal*, 22(9), 817-844. doi:10.1002/smj.175
- Chung, H. F. L. (2003). International standardization strategies: The experiences of Australian and New Zealand firms operating in the greater China markets. *Journal of International Marketing*, 11(3), 48-82. doi:10.1509/jimk.11.3.48.20156

- Dantas, J., and Moreira, A. C. (2011). O processo de inovação: como potenciar a criatividade organizacional visando uma competitividade sustentável. Lisboa: Lidel.
- Direção-Geral de Estatísticas da Educação e Ciência (2019). Investigação e Desenvolvimento (IPCTN). Disponível em: <http://www.dgeec.mec.pt/np4/206/>
- Dooley, L. M. (2002). Case Study Research and Theory Building. *Advances in Developing Human Resources*, 4(3), 335-354. doi:10.1177/1523422302043007
- Engel, D., Procher, V., & Schmidt, C. M. (2013). Does firm heterogeneity affect foreign market entry and exit symmetrically? Empirical evidence for French firms. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 85, 35-47. doi:10.1016/j.jebo.2012.10.016
- Euronext (2019). Índices Lisbon. Disponível em: <https://live.euronext.com/en/markets/lisbon/indices/list>
- Flickinger, M., & Zschoche, M. (2018). Corporate divestiture and performance: an institutional view. *Journal of Management & Governance*, 22(1), 111-131. doi:10.1007/s10997-017-9384-6
- Freeman, S., Deligonul, S., & Cavusgil, T. (2013). Strategic re-structuring by born-globals using outward and inward-oriented activity. *International Marketing Review*, 30(2), 156-182. doi:10.1108/02651331311314574
- García-Soto, M. (2003). El gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial : evidencia en las Cajas de Ahorros españolas.
- Greve, H. R. (2003). A behavioral theory of R&D expenditures and innovations: Evidence from shipbuilding. *Academy of Management Journal*, 46(6), 685-702. doi:10.2307/30040661
- Griffith, D. A., Cavusgil, S. T., & Xu, S. C. (2008). Emerging themes in international business research. *Journal of International Business Studies*, 39(7), 1220-1235. doi:10.1057/palgrave.jibs.8400412
- Haleblian, J. J., Kim, J. Y. J., & Rajagopalan, N. (2006). The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: Evidence from the US commercial banking industry. *Academy of Management Journal*, 49(2), 357-370.
- Hamilton, R. T., & Chow, Y. K. (1993). WHY MANAGERS DIVEST - EVIDENCE FROM NEW-ZEALAND LARGEST COMPANIES. *Strategic Management Journal*, 14(6), 479-484. doi:10.1002/smj.4250140606
- Hoskisson, R. E., Johnson, R. A., & Moesel, D. D. (1994). CORPORATE DIVESTITURE INTENSITY IN RESTRUCTURING FIRMS - EFFECTS OF

- GOVERNANCE, STRATEGY, AND PERFORMANCE. *Academy of Management Journal*, 37(5), 1207-1251. doi:10.2307/256671
- Johnson, R. A. (1996). Antecedents and outcomes of corporate refocusing. *Journal of Management*, 22(3), 439-483. doi:10.1177/014920639602200304
- Jorge, P. (2019). Entrevista a Carlos Manuel Marques Martins, engenheiro. *Gazeta Da Beira*, pp. 12-14. Acedido em 24 Junho 2019: <https://gazetadabeira.pt/martifer-quer-continuar-a-ser-uma-referencia-internacional-nas-renovaveis>
- Kolev, K. D. (2016). To Divest or not to Divest: A Meta-Analysis of the Antecedents of Corporate Divestitures. *British Journal of Management*, 27(1), 179-196. doi:10.1111/1467-8551.12145
- Markides, C. C. (1995). DIVERSIFICATION, RESTRUCTURING AND ECONOMIC-PERFORMANCE. *Strategic Management Journal*, 16(2), 101-118. doi:10.1002/smj.4250160203
- Marsh (2019). Political Risk. Disponível em: <https://www.marsh.com/us/services/political-risk.html>
- Martifer (2007), Relatório e Contas 2007, disponível em: <http://www.martifer.pt/pt/grupo/investidor/publicacoes/informacoes-financeiras/?y=2007>
- Martifer (2008), Relatório e Contas 2008, disponível em: <http://www.martifer.pt/pt/grupo/investidor/publicacoes/informacoes-financeiras/?y=2008>
- Martifer (2009), Relatório e Contas 2009, disponível em: <http://www.martifer.pt/pt/grupo/investidor/publicacoes/informacoes-financeiras/?y=2009>
- Martifer (2010), Relatório e Contas 2010, disponível em: <http://www.martifer.pt/pt/grupo/investidor/publicacoes/informacoes-financeiras/?y=2010>
- Martifer (2011), Relatório e Contas 2011, disponível em: <http://www.martifer.pt/pt/grupo/investidor/publicacoes/informacoes-financeiras/?y=2011>
- Martifer (2012), Relatório e Contas 2012, disponível em: <http://www.martifer.pt/pt/grupo/investidor/publicacoes/informacoes-financeiras/?y=2012>

- Martifer (2013), Relatório e Contas 2013, disponível em:
<http://www.martifer.pt/pt/grupo/investidor/publicacoes/informacoes-financeiras/?y=2013>
- Martifer (2014), Relatório e Contas 2014, disponível em:
<http://www.martifer.pt/pt/grupo/investidor/publicacoes/informacoes-financeiras/?y=2014>
- Martifer (2015), Relatório e Contas 2015, disponível em:
<http://www.martifer.pt/pt/grupo/investidor/publicacoes/informacoes-financeiras/?y=2015>
- Martifer (2016), Relatório e Contas 2016, disponível em:
<http://www.martifer.pt/pt/grupo/investidor/publicacoes/informacoes-financeiras/?y=2016>
- Martifer (2017), Relatório e Contas 2017, disponível em:
<http://www.martifer.pt/pt/grupo/investidor/publicacoes/informacoes-financeiras/?y=2017>
- Martifer (2018), Relatório e Contas 2018, disponível em:
<http://www.martifer.pt/pt/grupo/investidor/publicacoes/informacoes-financeiras/?y=2018>
- Meyer, A. D., Brooks, G. R., & Goes, J. B. (1990). ENVIRONMENTAL JOLTS AND INDUSTRY REVOLUTIONS - ORGANIZATIONAL RESPONSES TO DISCONTINUOUS CHANGE. *Strategic Management Journal*, 11, 93-110.
- Moschieri, C., & Mair, J. (2008). Research on corporate divestitures: A synthesis. *Journal of Management & Organization*, 14(4), 399-422. doi:10.5172/jmo.837.14.4.399
- OCDE (2019). Employment by activity. Disponível em:
<https://data.oecd.org/emp/employment-by-activity.htm>
- Palepu, K. (1985). Diversification strategy, profit performance and the entropy measure. *Strategic Management Journal*, 6(3), 239-255. doi:10.1002/smj.4250060305
- Pattnaik, C., & Lee, J. Y. (2014). Distance and divestment of Korean MNC affiliates: the moderating role of entry mode and experience. *Asia Pacific Business Review*, 20(1), 174-196. doi:10.1080/13602381.2013.815454
- Prezas, A. P., & Simonyan, K. (2015). Corporate divestitures: Spin-offs vs. sell-offs. *Journal of Corporate Finance*, 34, 83-107. doi:10.1016/j.jcorpfin.2015.07.017

- Quigley, T. J., & Hambrick, D. C. (2012). When the former ceo stays on as board chair: effects on successor discretion, strategic change, and performance. *Strategic Management Journal*, 33(7), 834-859. doi:10.1002/smj.1945
- Recomendação da Comissão Europeia, de 6 de maio de 2003, relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas (2003/361/CE)
- Resolução do Conselho de Ministros n.º 171/2004, de 4 de Novembro de 2004. Disponível em: <https://dre.pt/pesquisa/-/search/209829/details/maximized?jp=true>
- Segars, A., & Grover, V. (1998). Strategic Information Systems Planning Success: An Investigation of the Construct and Its Measurement. *MIS Quarterly*, 22, 139-163. doi:10.2307/249393
- Shimizu, K., & Hitt, M. A. (2005). What constrains or facilitates divestitures of formerly acquired firms? The effects of organizational inertia. *Journal of Management*, 31(1), 50-72. doi:10.1177/0149206304271381
- Siegfried, J. J., & Evans, L. B. (1994). Empirical studies of entry and exit: A survey of the evidence. *Review of Industrial Organization*, 9(2), 121-121 - 155. doi:10.1007/BF01035654
- Sousa, C. M. P., & Tan, Q. (2015). Exit from a Foreign Market: Do Poor Performance, Strategic Fit, Cultural Distance, and International Experience Matter? *Journal of International Marketing*, 23(4), 84-104.
- Tan, Q., & Sousa, C. M. P. (2013). International Marketing Standardization - A Meta-Analytic Estimation of Its Antecedents and Consequences. *Management International Review*, 1-1 - 29. doi:10.1007/s11575-013-0172-5
- Thornhill, S., & Amit, R. (2001). A dynamic perspective of internal fit in corporate venturing. *Journal of Business Venturing*, 16(1), 25-50. doi:[https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(99\)00040-3](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(99)00040-3)
- Tomassen, S., & Benito, G. R. G. (2009). The costs of governance in international companies. *International Business Review*, 18(3), 292-292-304. doi:10.1016/j.ibusrev.2009.02.005
- Trapczynski, P. (2016). De-internationalisation A review of empirical studies and implications for international business research. *Baltic Journal of Management*, 11(4), 350-379. doi:10.1108/bjm-08-2015-0153
- West Sea, 2019. Disponível em: <http://www.west-sea.pt/>
- Weston, J. F. (1989). DIVESTITURES: MISTAKES OR LEARNING. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2(2), 68-76. doi:doi:10.1111/j.1745-6622.1989.tb00180.x

Yayla, S., Yenyurt, S., Uslay, C., & Cavusgil, E. (2018). The role of market orientation, relational capital, and internationalization speed in foreign market exit and re-entry decisions under turbulent conditions. *International Business Review*, 27(6), 1105-1115. doi:10.1016/j.ibusrev.2018.04.002

Anexos

Anexo 1- Guião de entrevista

A presente entrevista insere-se numa investigação sobre o processo de desinvestimento, que tem como base o caso da Martifer, realizado no âmbito do Mestrado em Gestão de Serviços pela Faculdade de Economia da Universidade do Porto (FEP).

Os dados recolhidos serão utilizados exclusivamente para fins científicos, pelo que a riqueza e sinceridade das respostas serão uma mais-valia para o estudo desta dissertação.

Agradeço profundamente a sua disponibilidade e contributo.

Obrigada!

Finalidades da entrevista:

- Verificar em que medida o fenómeno de desinvestimento constitui uma estratégia que as empresas adotam para conseguir ultrapassar alguns desafios que enfrentam;
- Explicar o que levou a empresa a enveredar num projecto de desinvestimento
- Vantagens e desvantagens decorrentes do processo e impactos para o Grupo

Destinatário: Dr. Pedro Moreira – CFO do Grupo Martifer

1. Caracterização da empresa

Gostaria de iniciar a entrevista falando um pouco sobre a criação e evolução da empresa.

Tópicos a serem abordados:

- Ano em que foi fundada
- Natureza da empresa
- Número de colaboradores

P.M:“A Martifer iniciou a sua atividade em 1990 em Oliveira de Frades, onde a empresa foi fundada por dois irmãos, Carlos Martins e Jorge Martins, em conjunto com António Bastos Pereira, atuando no setor das estruturas metálicas. Algumas das referências das duas primeiras décadas são a construção de infraestruturas para a Expo 98, para o Euro 2004 e ainda a construção de aeroportos como o Aeroporto Francisco Sá Carneiro ou o Aeroporto de Dublin.

Em 2007 deu-se a entrada em Bolsa, através da IPO na Euronext Lisbon. O Grupo tem hoje na sua estrutura dois accionistas de referência que conjuntamente controlam cerca de 80%, o Grupo Mota Engil e IM SGPS (Holding pessoal dos fundadores Carlos Martins e Jorge Martins); os restantes 20% correspondem ao *free float*

Hoje, é um Grupo industrial global que atua nas áreas da Construção Metálica, da Indústria Naval e das Renováveis.

A Martifer Metallic Constructions é um *player* reconhecido globalmente no setor. Fornece soluções globais e inovadoras de engenharia, nomeadamente em projetos de elevada dimensão e complexidade, nos segmentos da construção metalomecânica, fachadas em alumínio e em vidro e *oil & gas*. Conta no seu portefólio com produtos como coberturas de estádios e terminais de aeroportos, soluções personalizadas de fachadas em alumínio e vidro de edifícios emblemáticos, torres eólicas para os principais tecnólogos mundiais e infraestruturas para *oil & gas*, que incluem valências como a manutenção industrial de refinarias.

A Indústria Naval é desde 2008 uma realidade no Grupo. Com dois estaleiros em Portugal (Viana do Castelo e Aveiro) tem capacidade para reparação, reconversão e construção de navios de média e grande dimensão. A área naval conta já com um portefólio de referência, com vários navios hotel, com navios militares e com o primeiro navio polar construído em Portugal, o World Explorer.

A Martifer Renewables atua como um *developer* de energias renováveis, principalmente no desenvolvimento de parques eólicos e de parques solares fotovoltaicos, assim como serviços de operação e manutenção.

O grupo Martifer conta com cerca de 1.800 colaboradores nas diversas geografias onde atua. Na Europa, no Médio Oriente ou em África, o Grupo tem a capacidade de concretizar os projetos mais complexos, ultrapassando os maiores desafios técnicos e geográficos.”

2. Contexto do mercado em que se insere

Em 2008 assistiu-se a uma inversão da tendência de crescimento das economias mundiais e início de um período de recessão. Em que medida considera que afetou a empresa?

Tópicos a serem abordados:

- Características do mercado
- Principais concorrentes
- Estratégia adotada

P.M: “O ano de 2008 ficou na memória de muitos pelas piores razões. A maioria das economias desenvolvidas entrou em situação de recessão económica, verificando-se uma forte inversão da tendência de crescimento registada até 2007 e uma forte turbulência nos mercados financeiros.

Em 2007 deu-se a entrada em Bolsa e em 2008 o grupo Martifer vivia um período de expansão, diversificação e internacionalização, estando presente em 20 países, com várias áreas de negócio.

Os riscos assumidos nesse período, coincidiram com o início da crise internacional, pelo que, se pode afirmar que, em parte, a crise contribuiu para o acentuar das dificuldades que o Grupo viveu a partir dessa data até meados de 2014. Nesse ano, o Grupo redefiniu a sua estratégia focada em 4 objetivos:

- Reforço da presença internacional com enfoque em três geografias core (Europa e Médio Oriente, África e América Latina) e em oportunidades atrativas em mercados com rentabilidade acima da média;
- Focalização no negócio *core* de construção metálica (construção metalomecânica, fachadas em alumínio e vidro, infraestruturas para *oil & gas* e indústria naval);
- Adoção de um novo modelo organizacional;
- Melhoria da situação financeira e da redução da dívida do Grupo.”

3. Processo de diversificação

O que levou a empresa a investir em novas áreas de atividade?

Tópicos a serem abordados:

- Situação da empresa

- Estratégia adotada
- Evolução das várias áreas de negócio
- Motivo de escolha das áreas

P.M: “Um dos pontos fortes que sempre caracterizou o grupo Martifer foi a sua capacidade de criar novas soluções e de responder a desafios muito exigentes por ser uma empresa com competência e know-how de referência.

A diversificação das áreas de negócio e a aposta em diferentes geografias deveu-se à capacidade do Grupo na altura e ao contexto que levava a crer que seriam bons investimentos, embora sempre com risco associado. O Grupo estava em franco crescimento e as oportunidades eram muitas.

Algumas das geografias onde o Grupo actuava entraram em recessão, pelo que, o Grupo teve que adaptar o posicionamento para permanecer em geografias e áreas de atividade onde as competências e *know-how* tivessem similaridades de forma a não ter curvas de adaptação muito acentuadas, maximizando o investimento e assegurando um retorno mais rápido.

O Grupo aprendeu com os erros. E, com uma atitude de resiliência e com a capacidade para superar as maiores adversidades, parámos, analisámos, avaliámos e reestruturámos o Grupo. Percebemos claramente aquilo em que o Grupo é mais forte, focámos e redefinimos a nossa estratégia de uma forma sustentada.”

4. Processo de internacionalização

O que levou a empresa a iniciar o processo de internacionalização? A empresa prevê voltar a investir noutro mercado?

Tópicos a abordar:

- Mercado Doméstico vs. Mercado Internacional
- Vantagens competitivas
- Estratégia adotada
- Mercados onde atua ou pretende atuar
- Motivo de escolha dos mercados

P.M: “Depois das experiências que o grupo Martifer teve com a construção de grandes infraestruturas, sabíamos que o mercado nacional não teria dimensão suficiente para os projetos que o Grupo já estava capaz de concretizar. Como qualquer empresa que quer escalar o negócio em Portugal, o caminho é abordar mercados internacionais e essa era a única possibilidade do Grupo para continuar a crescer e poder maximizar os recursos e as competências que já tinha desenvolvido.

O Plano Estratégico, atualmente em vigor no Grupo, definiu um posicionamento estratégico por Unidade de Negócio.

A definição do posicionamento estratégico de cada Unidade de Negócio teve por base uma matriz que conjugou as variáveis básicas do Marketing Mix: Product, Place, Price, Promotion com mercados e clientes alvo. E incluiu:

- Reforço do perfil exportador do Grupo, centralizando a engenharia e o fabrico como elementos preponderantes de exportação;
- Desenvolvimento de parcerias estratégicas com clientes (recorrentes, fidelizados que reconheçam um produto/serviço diferenciado, a qualidade e o *Value Engineering*), desconstruindo a abordagem pura de preço;
- Dinamização da vertente comercial residente;
- Consolidação do processo de concentração geográfica, Europa Ocidental (Reino Unido, França e Suíça), em África (Angola e Moçambique) e no Médio Oriente (Arábia Saudita), priorizando os mercados com maior rentabilidade e reduzindo a dispersão geográfica;
- Incremento da exposição ao segmento de negócios das fachadas, com particular enfoque na Europa Ocidental, nos países atrás mencionados

E em termos comerciais:

- Reforço e dinamização da presença comercial residente;
- Criação e exploração de novos canais de comunicação e contacto com os principais *stakeholders*, participando e promovendo eventos técnicos específicos;

- Reforço de parcerias estratégicas com os principais *stakeholders* na fase de concurso, nomeadamente donos-de-obra, arquitetos, consultores e fornecedores de referência;
- Priorização do envolvimento nos projetos em fase de pré-construção de modo a aumentar a probabilidade de sucesso em fase de concurso”

5. Processo de desinvestimento

O que motivou a empresa a iniciar o processo de desinvestimento?

Tópicos a abordar:

- Situação da Martifer/ Mercado Nacional
- Plano reestruturação da dívida
- Modos de desinvestimento- alienação total ou manutenção de participação financeira?
- Quais os casos de desinvestimento que foram mais benéficos financeiramente para a Martifer?
- Caso Prio
- Caso Solar

P.M: “Em 2014, o grupo Martifer tinha um conjunto de debilidades que obrigaram à implementação de um programa complexo de *Turnaround*, sendo que o desinvestimento em negócios *non-core* e a alienação de ativos foi uma das ações incluídas nesse plano.

Com efeito, o Plano Estratégico adotado pelo grupo Martifer no período 2014-2018 previa a focalização no negócio *core* das Estruturas Metálicas, Alumínio e Vidro, Indústria Naval e Oil & Gas e adequar a atividade da Renewables, e ainda promover o desinvestimento e a alienação de participações não estratégicas (Martifer Solar, Nutre e ativos imobiliários).

Nesse sentido foram definidas as seguintes prioridades:

- 1) Adoção do Novo Modelo Organizacional
- 2) Conclusão do acordo de Reestruturação Financeira

3) Reforço das Funções de Controlo do Negócio, Melhoria de Processos de Negócio e Eficiência Operacional

4) Implementar uma matriz de Gestão Contratual e Análise Risco nas propostas comerciais.

1) Novo Modelo Organizacional

Com a adoção de um novo Modelo Organizacional pretendeu-se responder cabalmente aos desafios do mercado e contexto internacional, promovendo uma visão e gestão integrada e transversal do Grupo.

Nesse sentido, foram incluídas neste Novo Modelo Organizacional todas as Áreas de Negócios do Grupo, incluindo todas as sociedades participadas em Portugal e no estrangeiro, direta ou indiretamente detidas pelo grupo Martifer.

O modelo adotado e que se mantém em vigor preconiza:

- Estruturas de *Back Office* com orientação para processos e reporte transversal: Finanças, Controlo de Gestão, Coordenação Financeira Internacional, Sistemas de Informação, Área Jurídica, Política de Recursos Humanos, *Procurement* e Comercial;
- Estruturas de *Front Office* com orientação para o Negócio: Áreas de Negócio/Produção: Estruturas Metálicas, Alumínio e Vidro, Indústria Naval, Oil & Gas e Renewables.

2) Conclusão do acordo de Reestruturação Financeira

Em dezembro de 2015 o grupo Martifer chegou a acordo com um grupo de instituições financeiras credoras para a reestruturação do passivo bancário dos perímetros da *Holding* e segmento Construção.

O acordo previa a prossecução de um plano de desinvestimento em negócios *non-core* e a alienação de ativos imobiliários promovendo uma redução progressiva do *Net Debt* no perímetro da Holding, e a otimização da geração de *Cash Flow* operacional.

A operação permitiu:

- adequar a maturidade de *inflows* da atividade operacional e de (des)investimento aos *outflows* da atividade de financiamento;
- uniformizar o perfil de amortização da dívida financeira;
- reduzir significativamente o custo de financiamento *all-in*;
- aumentar significativamente a maturidade média da dívida financeira para cerca de 8 anos;
- reforçar a estrutura de capital permanente.

3) Reforçar as Funções de Controlo do Negócio, Melhoria de Processos de Negócio e Eficiência Operacional

No intuito de melhorar as funções de Controlo de Negócio foram implementados procedimentos, diretrizes e informação de gestão das obras. O planeamento e acompanhamento das obras com base em informação rigorosa, fiável e atempada são essenciais para o sucesso das mesmas, na medida em que permitem à Gestão tomar as decisões adequadas em tempo útil e de forma pró-ativa.

Foram definidos procedimentos, diretrizes e reportes de informação (económica e financeira) mensais aplicáveis, bem como os responsáveis envolvidos, em todas as obras realizadas pelas empresas do grupo Martifer, quer em Portugal, quer nos mercados externos.

Em paralelo, o Modelo Organizacional contemplou duas novas direções que permitiram a adoção e o acompanhamento dos Procedimentos e diretrizes acima mencionados: a direção de Planeamento e Controlo de Produção e a direção de Coordenação Financeira Internacional.

Em paralelo foram adotadas um conjunto de medidas com o objetivo de Melhorar Processos de Negócio e Eficiência Operacional, das quais destacamos:

- Adequação e racionalização da estrutura do grupo Martifer através da redução do quadro de pessoal sobretudo no Pólo de Oliveira de Frades;
- Implementação de um Programa de Reorganização e Simplificação Societária;
- Implementação de um Programa de Redução de FSE;

- Programa de Uniformização dos Procedimentos;
 - Otimização do *footprint* industrial e Reajustamento dos *layouts* produtivos.
- 4) Implementar uma matriz de Gestão Contratual e Análise de Risco nas propostas comerciais

Com efeito, a crescente complexidade contratual nas operações com clientes e a cada vez maior exposição à globalização e a mercados financeiros muito diferentes do Português, determinaram a ponderação séria sobre a necessidade de implementação de procedimentos internos que permitam otimizar a análise das diversas vertentes negociais/contratuais, nomeadamente nas áreas comerciais, financeiras, fiscais e jurídicas.

Os riscos a que as empresas estão sujeitas podem assumir várias formas e o seu impacto pode ter consequências desfavoráveis.

Pretendeu-se assim promover a aferição rigorosa dos riscos de cada operação, prévia à assinatura de contratos, com base na avaliação de uma Matriz de Risco e a consequente negociação atempada e prévia dos mesmos com Clientes, de forma integrada e transversal no grupo Martifer, através da estrita articulação com as estruturas corporativas de Back Office.”

6. Impactos do processo desinvestimento

Como classifica a empresa antes e após processos de desinvestimento

Tópicos:

- Considera que o processo trouxe benefícios?
- Com o desinvestimento a empresa tornou-se mais competitiva?

P.M: “Genericamente os impactos do desinvestimento seletivo foram muito positivos, verificando-se uma redução significativas do endividamento do Grupo e dos rácios Net Debt/EBITDA, e consequentemente na eficiência operacional e na produtividade.”

7. Perspetivas futuras

Quais as perspetivas futuras para a Martifer?

P.M: “O Plano Estratégico atualmente em vigor contempla três pilares estratégicos:

1. Reforço da cultura organizacional e consolidação do modelo de governo
2. Incremento da eficiência operacional, do planeamento e da produtividade
3. Consolidação da trajetória de readaptação financeira

Os principais objetivos estratégicos são:

- Reforço da atividade em Segmentos mais rentáveis – Naval;
- Incremento de exposição ao segmento de Fachadas de Alumínios em detrimento das estruturas metálicas;
- Torres Eólicas: consolidação de VN e melhoria de produtividade;
- Renewables – atividade *core* para o Grupo;
- *Oil & Gas* – Explorar oportunidades em nichos da atividade metálica;
- Reforço do perfil exportador do Grupo em mercado de valor acrescentado – Reino Unido, França e Suíça;

E em paralelo:

- **Melhoria** significativa da **rentabilidade operacional** na Área Negócio da Construção Metálica;
- Manutenção do **esforço de redução significativa da Dívida**;
- **Redução do rácio *Gross - Debt*/EBITDA** para parâmetros de mercado
- Aceleração da redução da dívida a concretizar através da **alienação dos restantes ativos não *core*.**”

Anexo 2- -Anúncio Desinvestimento Participação de 39% da Prio Energy



MARTIFER
GROUP

INVESTOR
RELATIONS

Sónia Baldeira
investor.relations@martifer.com

T. +351 232 767 700

Reuters: MAR.LS
Bloomberg: MAR.PL

INFORMAÇÃO
PRIVILEGIADA

Oliveira de Frades, 1 de agosto de 2013

MARTIFER PROCEDE À ALIENAÇÃO DE 39% NA PRIO ENERGY, SGPS, S.A.

Nos termos e para os efeitos do disposto no artigo 248º do Código dos Valores Mobiliários, a Martifer, SGPS, S.A. ("Martifer") vem prestar a seguinte informação ao mercado e ao público em geral:

A Martifer, SGPS, S.A. procedeu à alienação de parte da sua participação na subsidiária PRIO ENERGY, SGPS, S.A. à companhia OxyCapital - Sociedade de Capital de Risco, S.A., reduzindo a sua participação, de 49 % para 10 %.

O encaixe desta operação permitirá ao grupo Martifer uma redução da sua dívida de aproximadamente de 31,2 milhões de euros.

Esta operação fica sujeita à aprovação da Autoridade da Concorrência.

Anexo 3 - Anúncio Desinvestimento Segmento de Construção no Brasil

MARTIFER
GROUP

INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

Oliveira de Frades, 23 de outubro de 2015

Representante para as
Relações com o Mercado:
Pedro Nuno Cardoso Abreu
Moreira

INVESTOR RELATIONS
investor.relations@martifer.com

T. +351 232 767 700

Reuters: MAR.LS
Bloomberg: MAR PL

GRUPO MARTIFER INFORMA SOBRE ACORDO PARA ALIENAÇÃO DO SEGMENTO DE CONSTRUÇÃO NO BRASIL

A Martifer, SGPS, S.A., Sociedade Aberta ("Martifer"), informa que, no âmbito do plano de reestruturação do grupo Martifer, chegou a acordo com um grupo de investidores ("Investidores") para a realização de uma operação de alienação da totalidade das quotas e transferência de responsabilidades, das suas participadas de Direito brasileiro, no segmento de Construção, Martifer Construções Brasil Ltda. e Martifer Alumínios Brasil Ltda.

Enquadrada num clima de forte instabilidade do setor da construção no Brasil, a operação implicará um impacto nulo no 'Free Cash Flow To Equity' projetado do grupo Martifer.

A Martifer mantém presença no Brasil através do segmento das energias renováveis.

Anexo 3 - Anúncio Desinvestimento da Martifer Solar



MARTIFER
GROUP

Representante para as
Relações com o Mercado:
Pedro Nuno Cardoso Abreu
Moreira

INVESTOR RELATIONS
investor.relations@martifer.com

T. +351 232 767 700

Reuters: MAR.LS
Bloomberg: MAR PL

INFORMAÇÃO
PRIVILEGIADA

Oliveira de Frades, 19 de agosto de 2016

GRUPO MARTIFER CONFIRMA VENDA DA MARTIFER SOLAR À VOLTALIA

No seguimento da informação privilegiada publicada a 20 de junho de 2016, a Martifer, SGPS, S.A. informa sobre a assinatura de um acordo de aquisição com a empresa de energias renováveis francesa Voltalia para a venda de 55 % da Martifer Solar, S.A..

Através deste acordo, a Voltalia (Euronext Paris, código ISIN: FR0011995588) adquire 100 % das ações da Martifer Solar, S.A., excluindo as suas entidades nos EUA que continuarão a ser detidas pelo grupo Martifer. O preço de aquisição, *Equity Value*, de 100 % das ações é de 9 milhões de euros.

A Voltalia, um player integrado no setor das energias renováveis, assegurará a continuação do negócio da Martifer Solar.

A alienação da Martifer Solar contribui para a redução da dívida líquida do grupo Martifer, tal como anunciado no plano divulgado em setembro de 2014.