
F&A no mercado dos *connected cars*: O impacto da aquisição da Harman no desempenho financeiro e estratégia da Samsung

André Filipe de Sousa Queirós

Dissertação

Mestrado em Economia

Orientado por

Professor Doutor Hélder Manuel Valente da Silva

2020

Agradecimentos

A elaboração desta dissertação foi uma longa, exigente e desafiante jornada. Contudo, a conclusão deste trabalho não teria sido possível sem a motivação e apoio incondicional das pessoas que, felizmente, fazem parte da minha vida. Assim, pretendo deixar um agradecimento muito especial:

Aos meus queridos Pais, Judite e Costantino, por me terem dado o mundo. Por todo o amor, carinho, paciência e confiança neste caminho longo. Obrigado pelo vosso amor incondicional.

Aos meus Avós, Américo e Deolinda, por me terem dado o amor mais puro e eterno do mundo. Obrigado por tudo, meus queridos avós.

À Carolina, uma força de natureza, pelo incansável apoio, motivação, paciência e compreensão, especialmente nas horas mais difíceis. Obrigado por estares sempre presente e caminhares a meu lado, ficar-te-ei eternamente grato.

Obrigado aos meus amigos mais próximos, que sempre estiveram presentes e disponíveis quando mais precisei. Só nós sabemos como é que as coisas são.

Os meus sinceros agradecimentos ao meu orientador, Professor Doutor Hélder Manuel Valente da Silva, pela sua disponibilidade, competências científicas, críticas e sugestões que contribuíram ativamente para a qualidade e conclusão desta etapa.

Por fim, a todas as pessoas que, de uma forma ou de outra, participaram nesta longa caminhada de 30 anos.

Resumo

Esta dissertação tem como objetivo analisar a aquisição da Harman International pela Samsung Electronics e o impacto no desempenho financeiro da Samsung e na sua estratégia de longo-prazo. Sendo a indústria automobilística um velho conhecido da Samsung, porque motivo investiria pela segunda vez num mercado que outrora fora considerado um fracasso? Para este efeito, serão consideradas duas perspectivas distintas nesta análise. Através dos retornos anormais cumulativos e do modelo Dupont, será possível analisar o impacto desta aquisição no desempenho financeiro da Samsung. Adicionalmente, será também analisada a complementaridade estratégica entre as duas empresas, a fim de compreender o potencial dessa relação e os benefícios futuros. Desta forma, será possível avaliar não só os fatores quantitativos históricos, mas também a complementaridade estratégica, objetivos e visão de longo-prazo das empresas, que poderá ser o maior e melhor investimento conjunto no mercado de tecnologias conectadas, que outrora foi uma realidade distante.

Foi possível constatar que a Samsung obteve bons resultados financeiros no período em análise quando comparados com os anos anteriores e com os seus concorrentes. No entanto, o peso da receita da Harman na estrutura financeira da Samsung Electronics não é significativo para concluir que esses resultados estão diretamente relacionados com a aquisição.

Por outro lado, a análise da complementaridade estratégica das empresas foi altamente reveladora quanto à complementaridade das visões, objetivos e estratégias de longo-prazo. Enquanto a Samsung aproveitou a oportunidade de entrar num novo mercado e beneficiar do conhecimento profundamente enraizado, know-how e posição de líder de mercado da Harman na indústria de carros conectados, a Harman faz uso da experiência, inovação e canais de distribuição de um dos líderes mundiais da tecnologia.

Assim, foi possível concluir que esta aquisição provavelmente foi motivada por motivos estratégicos de longo-prazo num mercado bilionário voltado para o futuro.

Códigos JEL: G34, L22, L25, O33

Palavras-chave: Fusões; Aquisições; Desempenho Operacional; Indústria Automóvel; Tecnologia; Estratégia; Carros Connectados

Abstract

This dissertation aims to analyse the acquisition of Harman International by Samsung Electronics and its impact on Samsung's financial performance and its long-term strategy. Being the automobile industry an old acquaintance to Samsung, why would it invest for a second time on a market that was once considered a fail?

For this purpose, it will be considered two different perspectives in this analysis. Through the Cumulative Abnormal Returns and the Dupont Model, it will be possible to analyse the impact of this acquisition on Samsung's financial performance. Additionally, it will also be analysed the strategic fit between both companies, in order to understand the potential of this relationship and its future benefits. In this way, it would be possible to evaluate not only historic quantitative factors, but also the companies' strategic complementarity, objectives and long-term vision, which may be the biggest and best joint investment in the connected technologies market, which was once a distant reality.

It was possible to realise that Samsung obtained outstanding financial results on 2017, the year of the acquisition, when compared with the previous years and its competitors. However, the weight of Harman's revenue in Samsung Electronics financial statement was not significant to conclude that these results were directly linked to the acquisition.

On the other hand, the analysis of the companies' strategic fit was highly revelling on the complementarity between their visions, objectives and long-term strategies. While Samsung would take the opportunity of entering a new market and enjoy the Harman's deeply rooted knowledge, know-how and market leader position on the connected cars industry, Harman would make use of the expertise, innovation and distribution channels of the world's global technology leader.

So, it was possible to conclude that this acquisition was probably motivated by long-term strategic motives on a future-oriented billionaire market.

JEL-Codes: G34, L22, L25, O33

Key-words: Mergers; Acquisitions; Operational Performance; Automobile Industry; Technology; Strategy; Connected Cars

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 1 – BREVE ENQUADRAMENTO SOBRE F&A	4
1. FUSÕES E AQUISIÇÕES	4
1.1. ONDAS DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES	5
1.2. MOTIVOS DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES	8
1.3. PERFORMANCE DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES	11
1.3.1. PERFORMANCE FINANCEIRA DE CURTO E LONGO-PRAZO	11
1.3.1.1. RETORNOS ANORMAIS CUMULATIVOS	13
1.3.2. PERFORMANCE FINANCEIRA BASEADA NA CONTABILIDADE	15
1.3.2.1. MODELO DE DUPONT	16
1.3.4. PERFORMANCE COM BASE NA ESTRATÉGIA PRÉ E PÓS-AQUISIÇÃO	19
1.3.4.1. FASE PRÉ-AQUISIÇÃO	19
1.3.4.2. FASE PÓS-AQUISIÇÃO	21
CAPÍTULO 2 – METODOLOGIA	23
2.1. FILOSOFIA DE INVESTIGAÇÃO	23
2.2. ESTRATÉGIA DE INVESTIGAÇÃO	24
2.3. RECOLHA DE DADOS	25
2.4. ANÁLISE DE DADOS	26
CAPÍTULO 3 – BREVE ENQUADRAMENTO DA INDÚSTRIA AUTOMÓVEL	27
3. INDÚSTRIA AUTOMÓVEL	27
3.1. HARMAN INTERNATIONAL INDUSTRIES, INC.	33
3.2. SAMSUNG ELECTRONICS CO., LTD	36
CAPÍTULO 4 – AQUISIÇÃO DA HARMAN PELA SAMSUNG	38
4. DESCRIÇÃO DOS DADOS	38
4.1. RETORNOS ANORMAIS CUMULATIVOS DE CURTO-PRAZO	38
4.2. MODELO DE DUPONT	41
4.3. FIT ESTRATÉGICO	47
4.3.1. FASE DE PRÉ-AQUISIÇÃO	50
4.3.2. FASE DE PÓS-AQUISIÇÃO	51

CONCLUSÃO	53
BIBLIOGRAFIA.....	55
APÊNDICES	70
APÊNDICE I	70
APÊNDICE II.....	71

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 – As sete ondas de F&A	6
Figura 2 - Número e Valor das F&A Mundiais.....	7
Figura 3 – Motivos para a fusão ou aquisição de uma empresa	10
Figura 4 - Processo de uma F&A nas fases pré e pós-aquisição	19
Figura 5 - Parenting Matrix	20
Figura 6 - Estratégias de Integração	22
Figura 7 - Características do carro conectado	31
Figura 8 - Evolução dos CARs ao longo da janela temporal [-30; 30].....	41
Figura 9 - Retorno do Ativo (ROA).....	42
Figura 10 – Retorno sobre o Capital Próprio (ROE).....	42
Figura 11 - Cálculo do Modelo Dupont.....	43
Figura 12 - Cálculo do ROA e ROE dos 10 principais concorrentes da Samsung Electronics	44
Figura 13 - Evolução do ROA da Samsung vs. Mercado	45
Figura 14 - Evolução do ROE da Samsung vs. Mercado	45
Figura 15 - Peso da receita líquida por unidade de negócio da Samsung Electronics	46
Figura 16 - Taxa de crescimento da receita líquida anual da Harman.....	46
Figura 17 - Taxa de crescimento da receita líquida anual da Harman.....	46
Figura 18 - Transações da Samsung Motors Incorporated para a obtenção de matérias-primas	49
Figura 19 - Adaptação do Parenting Matrix para o caso da aquisição Samsung-Harman	51
Figura 20 – Dados retirados de um documento oficial da aquisição da plataforma Zephyr	51
Figura 21 - Estratégias de Integração	52

Abreviaturas e Estrangeirismos

F&A – Fusões e Aquisições

IMAA – Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances

ROA- Return on Asset (Retorno sobre os Ativos)

ROE – Return on Equity (Retorno sobre o Capital Próprio)

ROI – Return on Investment (Retorno sobre o Investimento)

OEM – Original Equipment Manufacturers

IoT – Internet of Things

IA – Inteligência Artificial

MAM – Market Adjusted Model

MM – Market Model

AR – Abnormal Return

CARs – Cumulative Abnormal Returns

CAPM – Capital Asset Pricing Model

CAGR – Compound Annual Growth Rate (Taxa de Crescimento Anual Composta)

ADAS – Advanced Driver-Assistance Systems

INTRODUÇÃO

A palavra ‘tecnologia’ tem origem nas palavras gregas ‘*tekhnē*’, que significa técnica, arte, ofício; e ‘*logos*’, que significa palavra, discurso, estudo. Assim, tecnologia poderia ser descrita como o ‘discurso sobre as artes’. Primordialmente, ficámos espantados com o calor do fogo, depois com a utilidade da roda, que permitiu o ser humano viajar e transportar cargas; mais tarde, a prensa móvel, o telefone e a internet, diminuíram – chegando mesmo a eliminar – as barreiras físicas da comunicação, permitindo interações sociais à escala global e à distância de um clique. Passados milhares de anos, concluímos que não existe uma separação entre a evolução do ser humano sem a evolução da tecnologia a acompanhar.

A tecnologia tem vindo a revolucionar a forma como vemos, sentimos e lidamos com o mundo, entranhando-se no meio pessoal de cada um e nas estruturas da indústria mundial, inovando os seus processos, contexto e interações entre os seus *players*.

A chegada da internet no início dos anos 90 trouxe consigo mudanças radicais e incontestáveis que transformaram profundamente a economia, os mercados e a sociedade. Segundo Orlik et al., 2019 *“a guerra pelo controlo da economia global no século XXI será vencida e perdida pelo controlo de tecnologias inovadoras”*. De facto, as tecnologias digitais impactaram a economia em diferentes vertentes, estimulando o surgimento e desenvolvimento de mercados disruptivos, onde a procura de novos métodos de obtenção de poder de mercado e novos modelos de negócios, e processos competitivos intensamente dinâmicos, assumiram papéis de destaque.

Nas últimas décadas, tem-se verificado na indústria automóvel transformações a um ritmo muito elevado. Enquanto que no passado as empresas tradicionais produtoras de veículos detinham o poder absoluto na cadeia de produção e definiam as estratégias de desenvolvimento, produção e venda de novos modelos e impunham o seu ritmo quanto à digitalização dos automóveis, das linhas de produção e das cadeias de valor; nos últimos anos, com a evolução tecnológica na indústria, a hegemonia das empresas tradicionais pode estar ameaçada devido à entrada no mercado das grandes empresas tecnológicas – Google, Samsung, LG, Tesla, Microsoft, Intel e Apple –, que estão a concentrar os seus investimentos na indústria automóvel (Beiker et al., 2016). O software e a eletrónica são partes integrantes da produção dos veículos, que segundo o conceituado portal alemão Statista, a componente eletrónica automóvel em 2020 será 35% do custo de produção dos automóveis tradicionais e em 2030 atingirá os 50% (Apêndice I). Assim, os fabricantes tradicionais de automóveis,

estando cientes da sua incapacidade em acompanhar a evolução e transformação associadas à digitalização, começam a procurar cada vez mais parcerias estratégicas com empresas de IT. A Samsung, como forma de aumentar a sua competitividade no mercado, começou a apostar no desenvolvimento e integração dos seus recursos físicos e intelectuais, e na aquisição de novos recursos através de estratégias de fusões e aquisições (F&A) (Akram et al., 2018).

Mesmo sendo mais conhecida como uma empresa orientada para o hardware, afirma que identificou uma oportunidade altamente lucrativa na indústria automóvel (Wagstaff & Lee, 2015). Não é novidade o interesse da Samsung no mercado automóvel, nem seria o seu primeiro investimento neste setor. No entanto, tendo em consideração a experiência passada, presente e a sua estratégia e objetivos de longo-prazo, a Samsung estava agora mais segura e confiante com a entrada nesta indústria. Assim, planeou a transição para o mercado automóvel e assumia-o como um dos objetivos de longo-prazo (Samsung, 2018). Criou um fundo de investimento de 300 milhões de dólares focado nas tecnologias necessárias para o desenvolvimento de carros conectados e autónomos, convergindo o seu poderio eletrónico com a maquinaria automóvel. Tais ambições e esforços foram determinantes para a 11 de Março de 2017, a Samsung registar a maior compra da sua história – Harman International, líder no mercado de soluções e componentes para os carros conectados – avaliada em 8 biliões de dólares, sob os termos de acordo de uma F&A. Segundo a revista Forbes, esta aquisição traria um risco associado mais reduzido e poderia ser uma aposta bastante lucrativa num futuro próximo (Forbes, 2016).

Daí o interesse e enfoque deste estudo em analisar a aquisição da Harman International – líder no mercado das tecnologias automóveis conectadas – pela Samsung Electronics – empresa tecnológica líder de mercado, novamente disposta a apostar no futuro do mercado automóvel. Terá sido uma aposta benéfica para ambas as partes?

Assim, este estudo terá como objetivo aferir as motivações que despoletaram o processo de F&A no mercado dos carros conectados e o seu impacto no desempenho financeiro da Samsung e na sua estratégia de longo-prazo.

Esta dissertação divide-se em cinco partes. O primeiro capítulo – Breve enquadramento das F&A – dará enfoque aos principais conceitos, teorias e modelos existentes na literatura, com relevância na área das F&A para ser possível responder à questão de investigação. O segundo capítulo – Metodologia –, descreve e justifica a metodologia selecionada para conduzir o estudo, apresentando os métodos de coleção de dados e as técnicas para os analisar. No capítulo 3 – Breve enquadramento da Indústria Automóvel – é caracterizada e

contextualizada a indústria automóvel e as mudanças que nela tem vindo a acontecer. Neste capítulo são também analisadas as histórias da Harman e da Samsung, de forma a compreender as suas origens, estratégias, contextos e motivações, culminando num processo de aquisição. O quarto capítulo – Aquisição da Harman pela Samsung –, apoiando-se nos capítulos anteriores, irá ser analisada a aquisição de duas perspetivas distintas, tendo em consideração diferentes janelas temporais. Começa por analisar a vertente financeira da Samsung e adicionalmente é também analisada a complementaridade estratégica das duas empresas, nas fases de pré e pós-aquisição. Finalmente, este estudo termina com a Conclusão, onde serão apresentados e discutidos os resultados desta pesquisa.

CAPÍTULO 1 – BREVE ENQUADRAMENTO SOBRE F&A

1. FUSÕES E AQUISIÇÕES

Juntamente com a globalização, as fusões e aquisições tornaram-se não só um método de crescimento corporativo externo, mas também uma escolha estratégica de uma organização, permitindo o fortalecimento das suas competências essenciais. No ambiente turbulento em que vivemos hoje, as F&A são vistas pelas empresas como uma forma rápida de entrar em novos mercados, melhorar a sua posição competitiva, introduzir novas marcas, espalhar o risco financeiro e obter economias de escala. As mega-aquisições nas últimas décadas trouxeram consigo mudanças estruturais em algumas indústrias e tem atraído a atenção internacional. Segundo Gupta (2012), estes processos ocorrem devido a determinados fatores, como a crescente desregulação, privatizações, globalização e liberalização dos mercados.

De acordo com Gaughan (2011), uma fusão é a combinação de duas empresas em que apenas uma das delas sobrevive, sendo que a empresa incorporada deixa de existir. A empresa que prevalece assume os ativos e passivos da incorporada. Esta ideia é reforçada por Sherman (2010), que se refere a uma fusão como *“uma combinação de duas ou mais empresas, nos quais os ativos e passivos da empresa-alvo são adquiridos pela empresa-adquirente. Embora a empresa-adquirente possa ser uma organização diferente após a fusão, mantém a sua identidade original”*. Além disso, o autor define uma aquisição como *“a compra de um ativo, como uma planta, uma divisão ou até uma empresa inteira”*. Já Gupta (2012) afirma que uma fusão acontece quando duas ou mais empresas constituem uma só empresa a troco de títulos, resultando uma só empresa desta transação. Segundo esta perspetiva, quando os acionistas agregam os recursos de ambas as empresas sob uma entidade comum, dá-se uma fusão. Ainda segundo o autor, uma aquisição traduz-se no controlo efetivo sobre os ativos ou sobre a gestão de outra empresa sem que exista a combinação física dos negócios. Uma aquisição envolve pelo menos duas empresas; é *“a compra por parte de uma empresa (a adquirente) de uma parte substancial dos ativos ou valores mobiliários de outra (empresa-alvo)”* (Krishnamurti & Vishwanath, 2008).

Johnson et al. (2006) estabelece que existe uma aquisição quando é *“assumida a propriedade de outra organização, firma, empresa”*. Por mais importante que seja a distinção entre fusão e aquisição, é também importante distinguir uma fusão de uma consolidação. Este último conceito é uma combinação de negócios em que duas ou mais empresas se juntam para formar uma empresa totalmente nova. Outro termo amplamente utilizado nesta matéria é o

takeover. No entanto, é um termo relativamente vago na literatura; por vezes refere-se apenas a transações hostis e, outras vezes, pode referir-se também a aquisições amigáveis (Gaughan, 2011).

Além dos conceitos já referidos, é também relevante entender outros conceitos relacionados com esta matéria. Segundo Kishore (2009), as F&A podem ser classificadas de acordo com a forma em que a oferta é realizada. Desta forma, segundo Gupta (2012), podem ser caracterizadas como amigáveis, se a estrutura de gestão da empresa-adquirente e da empresa-alvo concordam mutuamente e favoravelmente com a operação em questão. São consideradas hostis quando a operação é forçada ou realizada contra a vontade da administração da empresa-adquirida, sendo que estas podem ser em forma de oferta pública, em que a oferta de compra das ações pela empresa-adquirente será feita diretamente aos acionistas-alvo sem o consentimento da gestão-alvo. Neste contexto, a oferta, habitualmente, assume a forma de Oferta Pública de Aquisição (OPA), na qual a oferta é feita diretamente aos acionistas sem passar pela estrutura de gestão da empresa-alvo.

Segundo Matos & Rodrigues (2000), existem três tipos de F&A:

1. **F&A Horizontais:** Envolve duas ou mais empresas que atuam e competem na mesma indústria e unidades de negócio, isto é, produtos e serviços similares mesmo que em mercados geográficos diferentes; empresas concorrentes.
2. **F&A Verticais:** As empresas oferecem produtos ou serviços complementares situados em fases diferentes da mesma cadeia de valor (produção, processo ou produção), na mesma indústria; empresas que mantem uma relação de comprador-vendedor.
3. **F&A Conglomerais:** Empresas que se dedicam a atividades que não estão directamente relacionadas, isto é, empresas em diferentes setores de atividade. Normalmente, origina a entrada num novo mercado ou segmento de negócio. Se ocorrer ambos simultaneamente, então temos um conglomerado puro.

1.1. ONDAS DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES

Desde o final dos anos 1800, as F&A são consideradas uma estratégia para conseguir uma rápida expansão e crescimento de um negócio, que tem evoluído ao longo da história. As F&A não ocorrem uniformemente ao longo do tempo, mas agrupam-se por tempo e setor, definido na literatura como ondas de F&A.

Normalmente, a literatura refere seis ondas de F&A, começando em 1897 e que se prolonga até 2007. No entanto, é importante referir uma onda não tão discutida: a sétima onda.

A tabela abaixo descreve as sete ondas encontradas na literatura (DePhamplis, 2001; Alexandridis et al., 2012; Martinson & Edgren, 2012).

ONDA	CONSOLIDAÇÃO HISTÓRICA	MAIS CONSOLIDAÇÃO	ERA DOS CONGLOMERADOS	A DÉCADA DO DUMPING	A ERA DOS MEGA-MERGERS	SINCRONIZAÇÃO DA ECONOMIA MUNDIAL	MEGA-TRANSAÇÕES
ANOS	1897 – 1904	1916 – 1929	1965 – 1969	1981 – 1989	1992 – 2000	2003 – 2008	2011 – Presente
RESULTADO DAS F&A	• Criação de monopólios – Gigantes Industriais	• Criação de oligopólios	• Diversificação • Construção de conglomerados	• Aquisições bust-up	• Globalização	• Mega-mergers horizontais • Transações além fronteiras nacionais	• Mega-transações internacionais
INÍCIO DA ONDA	• Expansão económica • Novas leis para as corporações • Inovação tecnológica	• Recuperação económica após a guerra • Aplicação das leis <i>antitrust</i>	• Reforço das leis anti-concorrenciais das F&A • Recuperação económica após WWII	• Desregulação do setor financeiro • Recuperação económica	• Forte crescimento económico • Desregulação • Tendência global de privatização • Aumento do número de transações internacionais • Redução das barreiras de comércio • Revolução tecnológica	• Recuperação económica da explosão da bolha do .com • Taxas de juro baixas	• Recuperação económica da crise dos sub-prime • Disrupção tecnológica • Mercado marcado pela hipercompetitividade
FIM DA ONDA	• A queda do mercado das ações em 1904	• Grande Depressão em 1929	• Queda do mercado devido à crise do petróleo	• Queda do mercado das ações • Abandono das economias e extinção do financiamento de títulos não exigidos	• Explosão da bolha da internet • Ataque terrorista 11 de Setembro	• Recessão causada pela crise dos sub-prime	-

Figura 1 – As sete ondas de F&A

Fonte: Elaboração própria do autor

A primeira onda ocorreu no início do século XX no final da década de “1890 por razões monopolísticas, a década de 1920 para o oligopólio, a década 1960 para aquisições de conglomerados; a década de 1980 foi a década de aquisições hostis e a década de 1990 por fatores estratégicos e sinérgicos” (Mitchell & Mulherin, 1996). Mais recentemente, a sexta onda teve início em 2003 e findou no final do ano de 2007. Durante esta onda, o mercado de controlo corporativo foi “*menos competitivo, os gestores demonstraram menos otimismo excessivo e as ofertas envolveram prémios significativamente menores, indicando decisões de aquisição mais cautelosas e racionais*”, (Martinson et al., 2012).

Segundo Lam (2015), o mundo atualmente vive uma sétima onda de F&A, que teve início em 2011 e perdura até aos dias de hoje. Esta onda é caracterizada pelas chamadas “mega-transações”, que se referem a F&A que excedem os US\$ 5 biliões.

As últimas décadas testemunharam várias ondas, cada uma com características próprias e distintas, o que não é surpreendente pensar que a performance de uma F&A pode ser influenciada pelo mero facto de ter acontecido durante uma onda específica. Pesquisas anteriores examinaram as consequências de desempenho da empresa adquirente em

diferentes ondas de F&A (Haleblian et al., 2009). Por exemplo, Banerjee & Eckard (1998) chegaram à conclusão de que a primeira grande onda resultou em acordos de valor elevado para ambas as empresa-adquirente e a empresa-alvo; enquanto Leeth & Borg (2000) concluíram que durante a segunda onda, a empresa-alvo ficou a ganhar com o acordo de aquisição, enquanto que as empresas-adquirentes não ganhavam nem perdiam. Assim, pode afirmar-se que cada onda tem um determinado impacto no desempenho pós-aquisição para o adquirente e o alvo.

As ondas coincidem com os ciclos de negócios. As três últimas ondas chegaram ao fim devido a recessões (*Figura 1*): a década de 80 terminou com a queda do mercado das ações; a década de 90 com a bolha da tecnologia; e, por fim, a sexta onda terminou com a crise do subprime, intitulada por muitos como a “*bolha imobiliária americana*”. Desde o final dos anos 80, as taxas de juro diminuíram substancialmente, levando a que fosse mais barato para as empresas financiar a atividade de F&A. Assim, a quinta e sexta ondas tiveram uma dimensão muito maior que a quarta onda.

Após o final dramático da sexta onda, o mercado de F&A começou a recuperar gradualmente desde 2010, aumentando a atividade de F&A nos anos seguintes (Kengelbach et al., 2011).

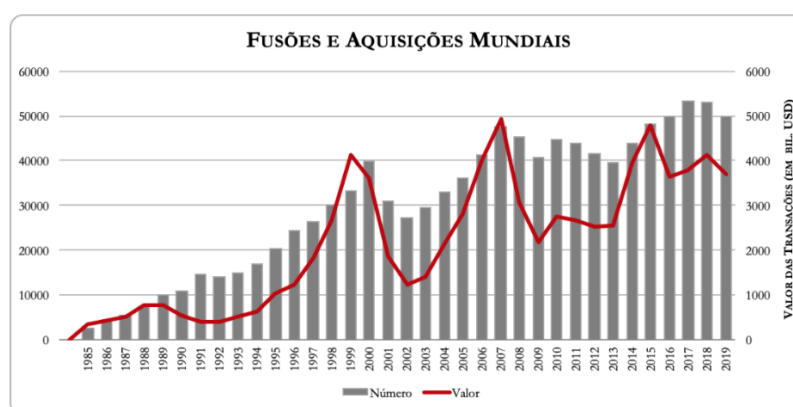


Figura 2 - Número e Valor das F&A Mundiais

Fonte: Análise do IMAA; imaa-institute.org

Cretin et al. (2014), afirmam que “*outro ciclo de F&A começou após o ponto baixo observado em 2009. De 2010 a 2012, a atividade de F&A foi modesta e, acima de tudo, muito caótica, característica de um período de espera entre dois ciclos. Mas desde 2013, a tendência ascendente parece estar bem encaminhada. Com um primeiro trimestre muito forte, 2014 parece um bom ano no meio do ciclo*”.

Segundo o *Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances* (IMAA), desde o ano de 2013, mais de 330,000 transações foram anunciadas mundialmente, com um valor acima de 26 trilhões de dólares, aumentando o número de transações numa média de 2.85% e quase 8% quando

analisado o valor das transações neste período. Do período de 2010 a 2019, 2017 foi o pico da atividade de F&A, registrando mais de 53,000 transações no valor total de mais de 3.7 trilhões de dólares. Quando comparado com o ano anterior, observou-se um aumento no número de transações em 6.62% e 3.59% quando analisado o valor das mesmas.

Com a disrupção tecnológica da última década e o mundo a avançar cada vez mais rapidamente nesta área voltada para o futuro, as empresas tecnológicas procuram o crescimento através de F&A, aumentando o volume de transações para mais de três vezes do que o que acontecia há cinco anos atrás. As F&A tornaram-se fontes de valor cada vez mais importantes neste setor e continuarão a desempenhar um papel importante nas estratégias das empresas tecnológicas nos próximos anos.

De acordo com o New York Times, os temores das crescentes ambições de Silicon Valley ajudaram a impulsionar um recorde de atividades de F&A, com mais de 2.5 trilhões de dólares em fusões anunciadas durante o primeiro semestre de 2018 (Grocer, 2018). Além disso, quatro dos dez maiores negócios durante esse período foram feitos em parte para afastar a concorrência das maiores empresas de tecnologia, pois o valor das aquisições anunciadas durante o primeiro semestre de 2018 aumentou 61% em relação ao mesmo período de 2017 (Grocer, 2018). As empresas estão a recorrer às F&A para capturar uma participação maior no mercado e mudar os seus modelos de negócios, com o objetivo de combater empresas como a Netflix, Amazon e outras empresas de tecnologia que atualmente estão a tentar entrar em novos setores.

Embora seja amplamente reconhecido que existem ondas de F&A, não há consenso sobre o que impulsiona essas ondas.

1.2. MOTIVOS DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES

Na literatura podemos encontrar diversas formulações teóricas com o objetivo de explicar os motivos que despoletam o processo de F&A. Ao longo da história, o seu contexto foi-se alterando e a globalização trouxe novos desafios corporativos (Cartwright, 1998), devido às distâncias culturais e geográficas, diferenças governamentais, moeda, políticas de compensação e formalidades legais (Erel et al., 2012; Rottig, 2007).

A teoria económica tem vindo a estudar as motivações das F&A, defendendo que pode dever-se a *“razões relativas à eficiência que geralmente envolvem economias de escala, expandindo o poder de mercado através da formação de monopólios ou oligopólios, disciplina de mercado como no caso de remoção de gestão incompetente de metas e de oportunidades de diversificação”* (Andrade et al., 2001).

De acordo com Schweiger (2002) e Gaughan (2011), o principal fator depreende-se com crescimento da empresa. Este pode ser concretizado através da expansão no mercado de origem, mas as empresas de uma forma geral acreditam que através de um processo de F&A, a expansão é mais rápida. Além disso, o crescimento interno através da sua própria indústria não é visto como a melhor alternativa porque os concorrentes podem reagir e rapidamente garantir mais quota de mercado. Segundo Valente (2001), *“um outro grupo de explicações são as baseadas no poder de mercado (poder de monopólio)”*, uma vez que *“as F&A seriam uma forma de conquistar quota de mercado, podendo levar a um aumento de concentração e, nessa perspetiva, originar efeitos monopolísticos (e, eventualmente, práticas de conluio)”*. Complementarmente, Larsson & Finkelstein (1990) defendem que o número de clientes aumenta, não através da retenção de novos clientes, mas herdando os clientes da empresa adquirida. Este fator é muito importante, especialmente, quando o mercado dessa indústria em particular está consideravelmente saturado. Ao absorver o principal concorrente e com uma maior quota no mercado, a nova entidade pode revelar-se um importante *player* no mercado com a capacidade de ditar os preços. Assim, são incentivadas as vendas cruzadas entre os clientes de ambas as empresas. Gupta (2012) reforça a ideia da expansão argumentando que se trata de uma estratégia de crescimento externo devido às políticas de liberalização, globalização, privatização e falta de regulamentação presente em muitos países. Ainda completando este argumento, Yadav & Kumar (2005) caracterizam as F&A como um meio para aumentar os portefólios, penetrar novas indústrias, aceder a novas tecnologias, ter a acesso a I&D e a recursos permitindo a empresa a competir numa escala global.

Para Larsson (1990), Shelton et al. (2003) e Finch (2001), um dos motivos mais importantes depreende-se com a obtenção de economias de escala ou de gama. As primeiras traduzem-se na redução do custo médio por unidade produzida, aumentando o volume de produção. Já a segunda diz respeito à redução dos custos de produção em função dos recursos e matérias primas através da diversificação da oferta. Combinando duas empresas numa só entidade, serão eliminados os departamentos redundantes e, por sua vez, aumentam as margens de lucro. Isto acontece, porque os custos passam para níveis inferiores, enquanto que a receita se mantém constante. É também expectável que se verifique uma melhoria das economias de gama num processo de F&A, uma vez que o portefólio aumenta e os canais de distribuição e marketing tornam-se mais eficientes.

A criação de sinergias é também um motivo frequentemente mencionado na literatura. A existência de sinergias verifica-se quando o valor criado na fusão ou aquisição de duas

empresas é superior ao valor combinado separadamente de ambas as empresas. Hitt et al. (2001) afirmam que as sinergias podem ser de ordem financeira, operacional e de gestão. De acordo com Napier et al. (1989), existem dois motivos para uma empresa optar pela estratégia de F&A: motivos financeiros, com o objetivo de maximizar o valor do negócio; e não-financeiros, isto é, seguindo uma estratégia de valor não-maximizadora. No entanto, Brouthers, Van Hastenburg & Van der Ven (1998) sugeriram três categorias de motivos fundamentais para uma empresa optar pela F&A:

MOTIVOS ECONÓMICOS	MOTIVOS PESSOAIS	MOTIVOS ESTRATÉGICOS
• Aumentar a rentabilidade • Eficiência nos impostos • Diversificação do risco • Criação de valor para o acionista • Economias de escala • Economias de gama • Redução dos custos	• Ambição pessoal • Hubris da gestão da empresa • Realçar o prestígio da gestão • Aumentar a remuneração através do aumento das vendas ou da rentabilidade da empresa • Efeito Bandwagon/ Comportamento de imitação	• Expansão para um novo mercado geográfico • Desenvolvimento das capacidades • Ampliação das capacidades • Poder de mercado • Aumento do poder de compra contra os fornecedores • Aquisição de um concorrente • Criação de barreiras de entrada numa indústria • Acesso a novas tecnologias

Figura 3 – Motivos para a fusão ou aquisição de uma empresa

Fonte: Brouthers et al., 1998; Johnson et al., 2011; Gomes et al., 2011

Um estudo efetuado por Mitchell & Mulherin (1996) providencia-nos informação sobre os motivos da onda da década de 80. Nesta altura, as F&A atingiram principalmente indústrias expostas à desregulamentação, concorrência estrangeira, mudanças nos custos de entrada, inovações na tecnologia de financiamento e volatilidade nos preços do petróleo.

Da mesma forma, Andrade, Mitchell & Stafford (2001) fornecem evidências de que os principais motivos dos anos 90 foram causados por desregulamentações concentradas nos setores dos meios de comunicação e telecomunicações, serviços públicos e bancos. Já a sexta onda teve início após a recessão de 2001. Nesta altura, o crescimento económico começava a ressurgir, observando-se um aumento da liquidez no mercado devido ao incentivo da Reserva Federal, que mantinha as taxas de juro baixas para estimular a economia. Assim, contribuiu-se para o aumento dos fundos de *private equity*, tornando as F&A mais baratas e o mercado de ações estando em expansão, levou a grandes quantidades de capital disponível e a um ambiente extremamente favorável para F&A (Cordeiro, 2014). Neste momento, vivemos a sétima onda de F&A onde, segundo o relatório da Thomson et al. (2020), se prevê alguma moderação e estabilização do mercado, no entanto, persistindo uma forte atividade de F&A. As empresas norte-americanas detinham 1.55 triliões de dólares em dinheiro, um

número destinado às F&A segundo este relatório. A aquisição de tecnologia é o principal impulsionador das atividades de F&A e os gestores demonstram uma forte tendência voltada para a aquisição de novos produtos e mais diversificados para o seu portfólio.

Assim, os motivos das F&A foram outrora para melhorar a posição competitiva de uma empresa, introduzir novas marcas e produtos, espalhar o risco financeiro e atingir economias de escala. Hoje em dia, os motivos mais relevantes por trás de uma F&A são o crescimento de poder de mercado e sinergias, seguidas pela diversificação e sinergias financeiras (Gammelgaard, 2004).

1.3. PERFORMANCE DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES

Apesar das F&A serem uma estratégia cada vez mais utilizada pelas empresas, o sucesso das mesmas não está garantido (Papadakis, 2005; King et al., 2004).

Segundo Thanos & Papadakis (2012), existem sete principais correntes do estudo da performance das F&A na literatura: performance financeira de curto-prazo; performance baseada na contabilidade; performance financeira de longo-prazo; avaliação retrospectiva do desempenho dos indicadores-chave; desinvestimento; performance do processo de integração; e performance da inovação. Nesta dissertação, vamos focar em quatro correntes para estudar a performance de uma fusão ou aquisição.

1.3.1. PERFORMANCE FINANCEIRA DE CURTO E LONGO-PRAZO

PERFORMANCE FINANCEIRA DE CURTO-PRAZO

A maioria dos estudos focados na performance das F&A serviu-se das alterações e retornos dos preços das ações da empresa-adquirente, após o anúncio da aquisição, com base na teoria da eficiência dos mercados de que os preços das ações estão vinculados aos benefícios sinérgicos decorrentes da aquisição (Bradley et al., 1988; Jensen, 1988; Malatesta, 1983). Podemos especular que a literatura se debruça sobre o cálculo dos Retornos Anormais Cumulativos para analisar a performance de uma F&A, uma vez que são a única medida direta do valor do acionista e porque esse tipo de dados é facilmente acessível a todas as empresas cotadas em bolsa (Cannella & Hambrick, 1993; Lubatkin & Shrieves, 1986). Normalmente, são comparados os resultados para os acionistas da empresa-adquirente, durante um período em torno do anúncio da aquisição (janela) com “retornos normais” de um período não afetado pelo evento (período de referência) (Sudarsanam, 2003).

Na literatura existem vários estudos que adotaram várias janelas temporais, com exemplos

que incluem 2 dias (Anand & Delios, 2002; Markides & Ittner, 1994), 11 dias (Gubbi et al., 2010; Walters et al., 2007; Halebian & Finkelstein, 1999) e 21 dias (Aybar & Ficici, 2009; McNamara et al., 2008; Capron & Pistre, 2002; Seth et al., 2002).

No entanto, estas perspectivas tem recebido críticas quanto à sua utilização. Segundo Montgomery & Wilson (1986), este cálculo não mede a performance real da empresa, mas as expectativas dos investidores. Ainda, os resultados das medidas de curto-prazo podem ser influenciados pela duração da janela do evento escolhida, pela duração do período de estimativa e pelo método utilizado.

PERFORMANCE FINANCEIRA DE LONGO-PRAZO

Para além da performance financeira de curto-prazo e da utilização dos índices contabilísticos, os investigadores científicos avaliaram o sucesso das F&A, medindo o desempenho financeiro da empresa-adquirente no longo-prazo, após o anúncio da aquisição. Contrariamente às medidas de curto-prazo, estas são consideradas de importância crucial, uma vez que medem o resultado realizado e não o esperado.

O método seguido é semelhante ao utilizado nas medidas de curto-prazo – Retornos Anormais Cumulativos; no entanto, estendem a duração da janela do evento de alguns dias para vários meses ou anos. Na literatura temos casos de estudo que incluem 12 meses (Hayward and Hambrick, 1997), 24 meses (Carper, 1990), 36 meses (Zollo, 2009; Laamanen & Keil, 2008; King et al., 2008) e até 9 anos (Fowler & Schmidt, 1988).

Também esta medida tem limitações, uma vez que não podem avaliar o impacto de uma aquisição na empresa-alvo. Além disso, os resultados que utilizam a metodologia da janela de eventos podem ser influenciados pelo período da janela escolhida para o estudo. Por último, os modelos disponíveis para estimar os Retornos Anormais Cumulativos no longo-prazo foram alvos de críticas por terem um poder limitado em significância estatística (Sudarsanam & Mahate, 2006).

Contudo, o estudo não irá considerar o período pós-aquisição numa perspectiva de longo-prazo devido à falta de relevância estatística. Verifica-se uma tendência negativa dos retornos anormais para os accionistas das empresas adquirentes conforme explicitado por Andrade et al. (2001), Campa and Hernando (2004) e Martynova et al. (2008). Segundo Caves (1989), é muito complexo fazer a análise no longo-prazo devido a novas informações que vão sendo reveladas após a aquisição em torno do evento que nada tem que ver com a transação, tendo um impacto negativo nos retornos no longo-prazo.

1.3.1.1. Retornos Anormais Cumulativos

Na Literatura podem ser observados vários estudos que utilizam diferentes modelos económicos para determinar os retornos anormais cumulativos. (Cable & Holland, 1999). O modelo mais utilizado é o *Market Model* (MM), também denominado por *Single Index Model*. Alguns estudos utilizam o modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), no entanto, alguns autores referem que os resultados do CAR são demasiado sensíveis para as restrições aplicadas no CAPM (Fama & French, 1996). O modelo aplicado neste trabalho será o MM, uma vez que, se considerarmos o retorno de mercado como o modelo fatorial, apresenta características explicativas sólidas aplicáveis a este estudo. De acordo com o modelo,

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i * R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Serão assumidos os seguintes pressupostos:

$E(R_{i,t})$ – Retorno esperado da ação da empresa adquirente i no dia t ;

$R_{m,t}$ – Retorno do índice de mercado no dia t ;

α_i – Medida do retorno médio das ações da empresa adquirente i que não é explicada pelo mercado;

β_i – Medida de sensibilidade das ações da empresa adquirente i à volatilidade do mercado;

$\varepsilon_{i,t}$ – Erro estocástico, $\sum \varepsilon_{i,t} = 0$

No modelo MM, existe uma relação linear entre o retorno da ação e o retorno de mercado (Coutts et al., 1994). Se o evento não ocorreu, isto é, se não houver o anúncio da F&A, a diferença entre o retorno efetivo e o retorno esperado no dia t será zero. No entanto, estes retornos podem ser diferentes. Segundo Schoenberg (2006), o *abnormal return* (AR), a ação da empresa adquirente i no dia t é calculado da seguinte forma:

$$\varepsilon_{i,t} = AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i * R_{m,t})$$

$R_{i,t}$ – Retorno efetivo da ação da empresa adquirente i no dia t

O CAR da empresa adquirente i para uma determinada janela temporal é a soma dos desempenhos anormais desde o dia $t = 1$ até ao último dia da janela temporal:

$$CAR_i = \sum_{t=1}^T AR_{i,t}$$

A janela temporal, como já referido anteriormente, não é consensual na literatura. É importante analisar os eventuais retornos anormais antes do dia do anúncio da F&A, visto

que alguma informação pode ser revelada através de rumores ou informação privilegiada (Malatesta, 1983; Jensen & Ruback, 1983). Neste estudo foi utilizada uma janela temporal de 11 dias (-5, +5), isto é, serão considerados os 5 dias antes e 5 dias depois do anúncio (Papadakis 2012, p. 866). Contudo, segundo Andrade et al. (2001), em vários estudos encontrados na literatura é frequentemente utilizada uma janela temporal de 3 dias (-1, +1); já os autores mencionados no curto-prazo, sugerem o uso dos dias de anúncio e janela temporal de 7, 11, 15, 21, 43 e 61 dias [(-3, +3); (-5, +5); (-7, +7); (-10, +10); (-21, +21); (-30, +30)]. Foram consideradas diversas janelas para reduzir o enviesamento dos resultados e avaliar melhor o impacto das F&A. Segundo Pound & Zeckhauser (1990), uma janela temporal demasiado reduzida pode excluir informação divulgada antes do anúncio na comunicação social, enquanto que uma janela mais extensa pode incorporar erroneamente flutuações positivas anteriores nas ações da empresa compradora.

No seguimento do estudo de Schoenberg (2006), a janela de estimação será composta por um período de três meses (dia $t = -120, \dots, -30$ dias), e foram utilizados para calcular o retorno esperado por cada ação, em função dos movimentos no portefólio de mercado. É importante ter uma janela de estimação extensa visto que os pressupostos dos parâmetros do modelo MM são constantes ao longo do intervalo temporal. Os parâmetros foram estimados através dos métodos dos mínimos quadrados ordinários (OLS). Na regressão OLS serão usados os estimadores $\hat{R}_{i,t}$ e $\hat{R}_{m,t}$ durante a janela de estimação. Os estimadores considerados foram obtidos usando a transformação logarítmica para aproximar os retornos à normalidade (Downen & Isberg, 1988).

$$\hat{R}_{i,t} = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$$

$$\hat{R}_{m,t} = \ln\left(\frac{I_t}{I_{t-1}}\right)$$

onde,

P_t – Preço de mercado da ação da empresa adquirente i no dia t ;

P_{t-1} – Preço de mercado da ação da empresa adquirente i no dia anterior ao dia t ;

I_t – Valor do índice no dia t ;

I_{t-1} – Valor do índice no dia anterior ao dia t

Será utilizado o índice de mercado MSCI World como *proxy* do retorno de mercado. Paralelamente, e para garantir a robustez dos resultados, será também usado o índice Sul-Coreano KOSPI, o principal o índice da bolsa de valores da Coreia do Sul, sendo a empresa

adquirente originária e cotada neste mercado. Como a janela temporal não coincide com a janela de estimação, os parâmetros estimados do modelo MM não são afetados pelos retornos dos eventos. Os retornos anormais são integralmente captados pelo impacto do anúncio da aquisição. O cálculo dos retornos esperados será calculado por:

$$E(R_{i,t}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i * R_{m,t}$$

Adicionalmente, os retornos esperados serão também estimados, baseando-se no *Market-Adjusted Model* (MAM), sendo preferencial para Haleblan & Finklestein (1999) e Sudarsanam (2003). Este modelo de mercado com restrições, não considera o risco da empresa; o retorno esperado é, assim, igual ao retorno do mercado, R_m , e o AR é simplesmente a diferença entre R_m e R_i . Ou seja, o MAM corresponde ao MM com um $\alpha=0$ e um $\beta=1$. Como resultado, este modelo não requer a utilização de uma janela de estimação para os parâmetros.

$$E(R_{i,t}) = R_{m,t}$$

1.3.2. PERFORMANCE FINANCEIRA BASEADA NA CONTABILIDADE

As medidas baseadas em contabilidade para medir a performance financeira de uma empresa são as mais populares na literatura da gestão estratégica (Barney, 1997). Estas medidas incluem indicadores financeiros como o crescimento das vendas, lucratividade – calculada por índices, como o Retorno do Investimento (ROI), Retorno das Vendas, Retorno dos Ativos (ROA), Retorno do Patrimônio (ROE) – lucro por ação, entre outros.

Gestores de uma empresa e investigadores utilizaram os dados contabilísticos para medir o efeito de uma decisão estratégica, uma vez que era possível ter uma ideia sobre as taxas de retorno económico (Rowe & Morrow, 1999). As medidas da performance contabilística são usadas se se espera que os efeitos da variável independente (formulação e implementação da estratégia) sobre a variável dependente (desempenho financeiro da empresa-adquirente) ocorram no período atual. Isto significa que estas medidas são utilizadas para avaliar a performance da empresa no curto-prazo, refletir informações históricas e ser retrospectivo no seu âmbito temporal (Rowe & Morrow, 1999).

Utilizar esta perspectiva contabilística apresenta duas vantagens: primeiro, mede o desempenho real conforme descrito nas demonstrações financeiras anuais e não nas expectativas dos investidores em relação ao futuro, como apresentado anteriormente (1.3.1. Performance Financeira de Curto-Prazo) (Grant et al., 1988); depois, segundo Thanos & Papadakis (2012), a literatura relevante sustenta que as sinergias potenciais de uma F&A são melhor representadas por índices contabilísticos de longo-prazo, como o Retorno dos Ativos

(ROA), Retorno sobre o Capital Próprio (ROE), entre outros (Hitt et al., 1998). Estes índices permitem a comparação de diferenças na produtividade dos ativos e no património da empresa-adquirente (Hopkins, 1987).

Em contrapartida, estas medidas contabilísticas foram também alvo de algumas críticas quanto à sua utilização. Prevalente na literatura está a crítica de que estas medidas refletem o desempenho passado (Chenhall & Langfield-Smith, 2007; Montgomery & Wilson, 1986); tem uma orientação limitada, uma vez que apenas medem o desempenho económico da empresa (Papadakis, 2005; Lubatkin & Shrieves, 1986); por último, apresentam alguns vieses e distorções, uma vez que não capturam os efeitos de eventos isolados, como a atividade de F&A (Larsson & Finkelstein, 1999; Capron, 1999; Bruton et al., 1994; Datta, 1991) e não podem ser utilizados como termo de comparação em F&A transnacionais, uma vez que se regem por regras e padrões contabilísticos diferentes (Tuch & O'Sullivan, 2007; Hitt et al., 1998; Montgomery & Thomas, 1988). No entanto, King et al. (2004) afirmam que estes índices oferecem uma medida da eficácia e eficiência da empresa-adquirente e refletem a realidade do impacto que a estratégia corporativa tem no desempenho de uma empresa.

Embora ambos apresentem algumas falhas, o ROA é uma das medidas contabilísticas mais robustas para analisar a performance financeira de uma empresa (Brealy & Myers, 2003). Por outro lado, o ROE fornece uma medida contabilística que inclui os efeitos da alavancagem financeira da empresa.

1.3.2.1 Modelo de Dupont

Na literatura podemos encontrar várias denominações para este modelo, desde Identidade de Dupont, Equação de Dupont ou Análise de Dupont. Paralelamente, a sua aplicabilidade estende-se a uma multiplicidade de áreas e setores. Soliman (2008) defende que os compostos do modelo são úteis para determinar o valor das empresas, assim como as alterações nos componentes tem efeito sobre a avaliação dos investidores da empresa. Dehning e Stratopoulos (2002) aplicam o modelo para estudar empresas de IT e determinam as suas vantagens comparativas em termos de lucratividade e eficiência. Os componentes ou índices financeiros são imprescindíveis e bastante eficientes no controlo da solidez financeira de uma empresa. Segundo Horrigan (1965), Edmister (1972), Osteryoung et al. (1992), Devine e Seaton (1995) e Burson (1998), os índices financeiros são ferramentas poderosas para determinar as forças e fraquezas de uma empresa. Além disso, traduzem-se em informações vitais para a tomada de decisão dos gestores, pois permitem observar as interações mais

importantes na cadeia custo-volume-lucro (Van Voorhis, 1981). Segundo Prendergast (2006), a análise decorrente do modelo pode ser usada para detalhar a verdadeira causa dos problemas do desempenho financeiro. Blumenthal (1998) complementa, afirmando que o modelo é uma estrutura útil e eficaz para visualizar informações financeiras de forma agregada e concisa; é uma ótima ferramenta de apoio à decisão dos gestores para compreender como as decisões operacionais, financeiras e de investimento impactam o desempenho financeiro da empresa. Na perspectiva dos investidores, fornece uma imagem clara de onde está a ser investido o seu capital e estabelece um termo de comparação entre as suas opções de investimento.

A informação disponibilizada nos relatórios financeiros de uma empresa pode ser analisada à luz de diversos rácios financeiros. Mais concretamente, estes podem ser agrupados em grupos, entre eles, liquidez, rentabilidade, endividamento, desempenho operacional, indicadores de cash flow e avaliação do investimento.

O Modelo Dupont faz uma análise aos fatores que influenciam a rentabilidade do ativo de uma empresa (Casa Nova et al., 2005, p.183), permitindo a análise da sua evolução ao longo do tempo, bem como as causas e consequências associadas.

Este modelo traduz as relações entre os diversos grupos de rácios financeiros, começando por analisar o ROA e ROE e decompondo-os noutras métricas-chave de desempenho.

O ROA mede o quão rentável é uma empresa, em relação ao total dos seus ativos; ou seja, permite ter uma ideia do quão eficiente é a gestão de uma empresa no uso dos seus ativos para gerar ganhos.

$$ROA = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

Assim, uma alteração no ROA, poderá ser reflexo numa alteração da margem ou do ativo total de uma empresa.

A rentabilidade dos ativos encontra-se relacionada com a rentabilidade dos capitais próprios. Um dos principais objetivos de uma empresa é maximizar a rentabilidade dos acionistas, que pode ser medida através da taxa de rentabilidade do capital próprio, o ROE.

$$ROE = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}}$$

O Modelo Dupont permite não só apurar a rentabilidade de uma empresa, como também de indicadores que a compõem, como a margem de lucro líquida, a rotação do ativo e a alavancagem.

$$\begin{array}{c}
 \text{Rotação do Ativo} \qquad \text{Alavancagem} \\
 ROE = \underbrace{\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Vendas}}}_{\text{Margem Lucro Líquido}} * \underbrace{\frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo Total}}}_{\text{Rotação do Ativo}} * \underbrace{\frac{\text{Ativo Total}}{\text{Capital Próprio}}}_{\text{Alavancagem}} \\
 \underbrace{\hspace{10em}}_{\text{Rentabilidade do Ativo (ROA)}}
 \end{array}$$

A margem de lucro, a rotação do ativo e a alavancagem financeira são, por sua vez, indicadores de rentabilidade, eficiência e solvabilidade, respectivamente.

- **Margem de Lucro Líquido:** algumas empresas dependem da margem de lucro sobre cada unidade vendida do seu produto, uma vez que este é vendido em períodos muito amplos, não apresentando grande rotatividade.
- **Rotação do Ativo:** contrariamente, quando as empresas vendem uma ampla gama de produtos, possuem menos margem sobre as suas vendas. Existindo uma boa gestão dos ativos, um produto com baixa rentabilidade, mas com uma rotação elevada, acaba por ser mais rentável do que um produto com uma grande margem, mas com pouca rotação.
- **Alavancagem Financeira:** consiste na capacidade que uma empresa tem em financiar investimentos sem recursos próprios. Ou seja, para operar, a empresa requer ativos, que podem ser financiados de duas formas: pelo capital próprio, com a contribuição dos acionistas; ou pelo uso de empréstimos, com recurso a financiamento de terceiros. Quanto mais dependente de capital financiado, maiores são os custos financeiros. O ROE será favoravelmente alavancado, apenas quando o ROA for superior aos custos dos empréstimos (Braga et al., 2004).

Adicionalmente, o ROA e ROE revelam-se numa função não apenas de eficiência e alavancagem financeira, mas também de rentabilidade como efeito da tributação, encargos com juros, despesas operacionais e custo das mercadorias vendidas (CMV).

$$\begin{array}{c}
 \text{Efeito Fiscal} \qquad \text{Margem Operacional} \\
 \underbrace{\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Vendas}}}_{\text{Margem Lucro Líquida}} = \underbrace{\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{EBT}}}_{\text{Efeito Fiscal}} * \underbrace{\frac{\text{EBT}}{\text{EBIT}}}_{\text{Encargos com Juros}} * \underbrace{\frac{\text{EBIT}}{\text{Vendas}}}_{\text{Margem Operacional}}
 \end{array}$$

1.3.4. PERFORMANCE COM BASE NA ESTRATÉGIA PRÉ E PÓS-AQUISIÇÃO

As F&A são um fenómeno multinível, multidisciplinar e de vários estágios (Angwin, 2007; Javidan et al.; Haspeslagh & Jemison, 2004). Requer uma abordagem mais holística, com estruturas integrativas, para apreender as complexidades desse fenómeno multifacetado e multi-temporal (Haleblian et al., 2009; King et al., 2004; Pablo & Javidan, 2004; Shimizu et al., 2004; Stahl & Voight, 2008).

Apesar de todo o otimismo excessivo dos gestores, a taxa de insucesso das aquisições é de cerca de 50 a 75% (Swerdlow et al., 2001; Papadakis, 2005; Sirower, 2007). Houve algumas fusões e aquisições com grandes expectativas para um futuro brilhante que acabou rotulado como falhas catastróficas. O ponto mais fraco de F&A é a fase de integração, onde muitas empresas ainda tropeçam. Tendo em vista que não existe uma solução única, todas as pesquisas anteriores apontam alguns motivos para o fracasso, desde o planeamento e as escolhas inadequadas durante as negociações (fase de pré-aquisição) à comunicação e integração inadequadas, devido a choques culturais ou incapacidade de alcançar sinergias (fase pós-aquisição) (Gomes et al., 2013).



Figura 4 - Processo de uma F&A nas fases pré e pós-aquisição

Fonte: Goold et al., 1999

Historicamente, os investigadores na área das F&A concentraram-se separadamente nos fatores pré-aquisição e pós-aquisição que influenciam o desempenho da empresa (Weber, 2011). Porém, recentemente, evidências concluíram que a interligação entre as fases de pré e pós-aquisição pode produzir melhores resultados no desempenho das F&A (Weber & Tarba, 2012).

1.3.4.1. Fase Pré-Aquisição

A opção de iniciar uma atividade de F&A com outra empresa deve resultar de uma estratégia

corporativa bem desenvolvida (Payne, 1987). A falta de entendimento da natureza, fontes de sinergias e a sua avaliação apropriada, resulta em exceder o preço de reserva e leva à “armadilha da sinergia” (Sirower, 2007), levando a uma espiral descendente que envolve a destruição progressiva e incremental da riqueza. Mais detalhadamente, este resultado pode dever-se à (a) transferência inadequada de recursos dos acionistas da empresa-adquirente para a empresa-alvo; (b) aumento da pressão para recuperar o fraco desempenho após a conclusão da transação; e, por último, (c) os efeitos negativos e custos associados à drenagem de recursos financeiros, essenciais para apoiar os processos de integração inicial e as combinações estratégicas operacionais dos negócios.

Para avaliar se os negócios de duas empresas se adequam e possivelmente coexistam, surgiu um conceito, *Strategic Fit*, que sugere uma análise quanto à complementaridade das estratégias e negócios entre a empresa-adquirente e a empresa-alvo, para atingir as potenciais sinergias – uma peça-chave na criação de valor. Com esta análise, compreender-se-ia as capacidades da empresa-adquirente e o seu objetivo para a aquisição, de modo a evitar o potencial problema de identificar uma oportunidade atraente em termos de posição no mercado, mas que pode não permitir atingir sinergias.

Aqui é apresentada a *Parenting Matrix* (Goold *et al.*, 1999), que se foca não só na complementaridade entre a empresa-alvo e o seu contexto externo, mas também entre as capacidades da empresa-adquirente e o seu potencial interno de criar sinergias com a empresa-alvo e o que esta última tem de fazer para atingir uma vantagem externa.

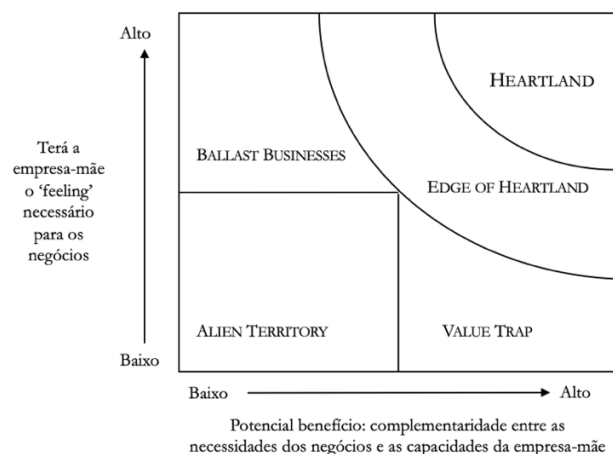


Figura 5 - *Parenting Matrix*

Fonte: Goold *et al.*, 1999

Assim, após a análise das características da empresa-adquirente e a influência que ela exerce, é possível responder a duas perguntas:

1. Tem a empresa-adquirente características (capacidades, recursos, processos de gestão, etc.) que se adequem às oportunidades de negócio da empresa-alvo? Pode a empresa-mãe explorar o máximo potencial desta relação?
2. Será que existe uma inadequação entre as características da empresa-adquirente e os fatores críticos de sucesso do negócio? Qual é a desvantagem potencial do relacionamento?

Nesta fase, a negociação é crucial, onde os prémios são definidos, bem como o plano para a fase pós-aquisição. Nesse momento, as partes não podem perder o foco na estratégia e na sua visão, a fim de evitar dificuldades na integração na fase pós-aquisição. O excesso de otimismo nos recursos potenciais de F&A ou integração, a avaliação incorreta de "buracos negros" ou o pagamento em excesso são erros fatais que comprometem uma F&A desde o início.

A escolha do pagamento pode dar-se entre dinheiro, stocks ou uma mistura dos dois. A escolha do método de pagamento geralmente fornece informações valiosas sobre a perceção da empresa-adquirente sobre a capacidade em criar sinergias futuras ou sobre o valor do seu próprio património.

Ou seja, se a empresa-mãe acreditar em fortes sinergias futuras, pode escolher o pagamento em dinheiro, colocando-se numa posição em que lhe permite colher todos os benefícios. A vantagem do acordo se selar com dinheiro é que a identidade e estrutura corporativa da empresa adquirida mantém-se. No entanto, uma desvantagem é o pagamento imediato de impostos sobre a compra. Em contrapartida, se a empresa-adquirente acredita que o seu património está sobrevalorizado, tenderá a escolher o método de pagamento por stock.

Atualmente, o método de pagamento híbrido é o predominante nas transações de F&A, uma vez que oferece flexibilidade à empresa-adquirente na composição do pagamento, tendo em consideração diversos fatores como questões de *ownership*, *corporate governance* ou impostos.

1.3.4.2. Fase Pós-Aquisição

Segundo Malekzadeh (1998, p.125), *"adquirir outra empresa é a parte mais fácil; a parte difícil é gerir o processo de aculturação de longo-prazo de duas empresas de países diferentes"*.

Após a aquisição é geralmente quando os problemas começam a surgir. A liderança deve ser estabelecida rapidamente; aqui, a decisão é se a administração deve permanecer ou não, trazendo alguém de fora. Embora manter a administração (*insider*) tenha as vantagens de manter a cultura e reter conhecimentos específicos e valiosos, proporcionando continuidade

à liderança e possibilidade de mudar as coisas rapidamente; tem também desvantagens, pois pode constituir um obstáculo à mudança. Trazer alguém de fora pode fornecer abordagens novas e mais abertas e ser mais objetivo nas tarefas a serem executadas; no entanto, o *outsider* tem uma falta de entendimento da cultura da empresa e pode levar mais tempo para implementar as metas esperadas. De qualquer forma, a comunicação é uma parte crítica desse processo, especialmente na gestão da integração cultural, evitando conflitos culturais. Os gestores de nível intermédio devem ser incluídos durante todo esse processo para se sentirem parte dessa mudança e ser a voz dos colares azuis (Angwin, 2012).

Existem estudos que discutem várias tipologias de integração, nas quais a maioria examina a coesão cultural e as diferenças (Malekzadeh, 1988; Cartwright & Cooper, 1992), em vez de mudanças organizacionais. Mais tarde, Haspeslagh & Jemison (1991) fundaram quatro estratégias de integração, baseadas numa perspectiva baseada em recursos sobre a transferência de capacidades entre a empresa-mãe e a empresa-adquirida, criando valor e protegendo “a empresa-adquirida da integração organizacional na empresa-mãe” (Angwin, 2012).

		INTERDEPENDÊNCIA ESTRATÉGICA				INDEPENDÊNCIA ESTRATÉGICA DA EMPRESA ADQUIRIDA	
		BAIXA	ALTA			BAIXA	ALTA
NECESSIDADE DE AUTONOMIA ORGANIZACIONAL	ALTA	Preservação	Simbiose	CAPACIDADE DE INTERAÇÃO	ALTA	Subjugar	Colaborar
	BAIXA	Conservação	Absorção		BAIXA	Isolar	Manter

Figura 6 - Estratégias de Integração

Fonte: Haspeslagh e Jemison (1991)

Se a aquisição internacional respeitar e seguir as etapas do processo, dando tanta atenção ao processo de diligência e negociação, quanto à integração da empresa, a aquisição poderá ser considerada um sucesso no futuro. A empresa-mãe torna-se mais poderosa, internacionalizada e com recursos, habilidades e/ou tecnologias valiosas, melhorando o seu desempenho e sustentando a sua estratégia no longo-prazo.

CAPÍTULO 2 – METODOLOGIA

Neste capítulo é descrita a forma como a pesquisa conduzida pode ser concebida em termos de filosofia de pesquisa adotada, estratégia de pesquisa empregue e os instrumentos de pesquisa utilizados para conseguir, em último lugar, responder à questão de investigação deste estudo.

A questão de investigação desta dissertação centra-se na aquisição da Harman International pela Samsung Electronics e, de acordo com os seus resultados operacionais e estratégicos, perceber quais os motivos que determinaram a aquisição, o alinhamento das estratégias das duas empresas e se todo este processo foi bem-sucedido.

2.1 FILOSOFIA DE INVESTIGAÇÃO

A filosofia de uma investigação é a crença sobre a maneira pela qual os dados de um fenómeno devem ser coletados, analisados e utilizados.

Esta dissertação segue a lógica do pragmatismo; esta filosofia considera apenas conceitos como revelantes, se estes apoiarem a ação. Um estudo pragmático *“reconhece que existem muitas maneiras diferentes de interpretar o mundo e realizar pesquisas, que nenhum ponto de vista único pode dar uma imagem completa e podem haver múltiplas realidades”* (Saunders et al., 2012).

O positivismo e o interpretativismo são filosofias opostas. O positivismo defende o conhecimento factual, adquirido através da observação e medição, sendo objetivo e quantificável. O interpretativismo surge como uma crítica ao positivismo nas ciências sociais, uma vez que os autores de estudos interpretativistas procuram mais do que o que é objetivo e material. Assim, enquanto o positivismo é mais quantitativo, procurando explicar como é que o mundo funciona, o interpretativismo é mais qualitativo, tentando explicar porque é que o mundo funciona dessa maneira.

De acordo com o pragmatismo, a questão de investigação é o determinante crucial da filosofia de pesquisa. Esta filosofia pode combinar posições positivistas e interpretativistas no âmbito de um único estudo, de acordo com a natureza da questão de investigação e com a melhor forma de encontrar respostas. Assim, um estudo pragmático não precisa de utilizar vários métodos, mas sim apenas um ou uma combinação de métodos, que permitem uma compreensão mais detalhada da questão de investigação e levam a resultados e conclusões mais equilibradas e completas.

2.2. ESTRATÉGIA DE INVESTIGAÇÃO

Para responder à questão de investigação deste estudo, a estratégia utilizada será o estudo de caso, uma vez que visa analisar uma questão específica dentro dos limites de um determinado contexto e organização.

Yin (1994) define estudo de caso como *“uma investigação empírica que estuda um fenómeno contemporâneo dentro de um contexto real, especialmente quando as fronteiras entre o fenómeno e o contexto não são evidentes”*, ou seja, quando o fenómeno sob análise não se diferencia ou se destaca do seu contexto e, acrescenta ainda Yin (1994), este é um método de investigação no qual são usadas múltiplas fontes de evidência. Na perspetiva de Yin (1981), a investigação pode ainda ser classificada quanto ao seu propósito:

- Exploratória, em que pouco se conhece da realidade em estudo e as informações obtidas levarão a uma investigação mais precisa, compreendendo melhor o fenómeno observado, neste caso, a maior aquisição da história Samsung com a aquisição da Harman International;
- Descritiva, em que existe uma descrição pormenorizada e rigorosa de um fenómeno no seu contexto natural, fornecendo informações adicionais e detalhadas, nomeadamente, explorar as histórias e contextos da Samsung e da Harman, bem como definir o mercado em estudo;
- Explicativa, conectando todas as ideias, de forma a determinar as causas e os efeitos do fenómeno em estudo, explorando como é que as ideias se juntam e interagem; neste caso, percebendo o que levou à aquisição por parte da Samsung e que efeitos teve na sua estratégia e objetivos de longo-prazo.

De facto, Gomez et al. (1996, p. 99), afirma que o objetivo primordial de um estudo de caso é *“explorar, descrever, explicar, avaliar e/ou transformar”*.

Será aplicada uma metodologia numa perspetiva qualitativa de pesquisa com a finalidade de compreender os processos e fenómenos inerentes à questão da investigação (Pacheco, 1995). Segundo Bogdan & Biklen (1994), a investigação qualitativa foca-se na compreensão da questão da investigação, tentando compreender quais os comportamentos e motivações que o desencadearam. Contudo, serão incluídas variáveis quantitativas, que procuram comprovar e sustentar as conclusões obtidas (Lefevre, 1990).

Independentemente do tipo de estudo científico, seja quantitativo ou qualitativo, o conceito de fiabilidade neste contexto está diretamente relacionado com a capacidade de se replicar as conclusões alcançadas, com a possibilidade de outros investigadores obterem resultados

semelhantes no estudo do mesmo fenómeno, utilizando os mesmos instrumentos. Aliás, é uma questão de se avaliar se os dados recolhidos na pesquisa são estáveis ao longo do tempo e consistentes, especialmente se forem obtidos de diversas fontes.

Num estudo quantitativo, a credibilidade é facilmente assegurada, enquanto que num estudo de caso, a garantia da credibilidade torna-se mais difícil de alcançar, porque o investigador é o principal e, por vezes, o único instrumento do estudo, uma vez que o “caso” em si não pode ser replicado ou reconstruído. Contudo, a questão da fiabilidade não pode ser ignorada se o estudo de caso for reconhecido como tendo relevância e valor. A metodologia utilizada neste estudo para responder à questão de investigação proposta assenta numa natureza qualitativa com uma vertente quantitativa.

Este estudo incide sobre a aquisição da Harman International pela Samsung Electronics, através de um estudo de caso, para compreender o contexto das duas empresas, o mercado em que operam, o que levou à aquisição, as características em comum das duas empresas, a convergência das suas estratégias e perceber o efeito que teve nos resultados da empresa-mãe e os impactos na sua estratégia de longo-prazo.

2.3 RECOLHA DE DADOS

No processo de recolha de dados são utilizados métodos primários e secundários. Os métodos primários de recolha de dados podem ser categorizados em dois grupos: qualitativos e quantitativos. Os métodos secundários são baseados em dados que foram já publicados e reconhecidos em livros, artigos, jornais e revistas académicas.

Neste estudo são utilizadas técnicas de pesquisa qualitativa, nomeadamente, a observação e análise documental para, em último lugar, perceber o contexto das duas empresas e a sua complementaridade estratégica. A observação segundo Aires (2015, p. 25), *“é sistematicamente organizada em fases, aspetos, lugares e pessoas, relaciona-se com proposições e teorias sociais, perspectivas científicas e explicações profundas e é submetida ao controle de veracidade, objetividade, fiabilidade e precisão”*, assumindo um carácter exploratório e aberto no ato da investigação. A análise documental segundo Aires (2015, p. 46), consiste na *“redução de dados implica a seleção, focalização, abstração e transformação da informação bruta para a formulação de hipóteses de trabalho ou conclusões. A redução de dados realiza-se constantemente ao longo de toda a investigação. Estes dados podem ser reduzidos e transformados, quantitativa ou qualitativamente, de forma diferente. Neste último caso, utilizam-se códigos, resumos, memorandos, metáforas, etc.”*.

Adicionalmente, são também utilizadas técnicas de pesquisa quantitativa, tendo como base

os resultados operacionais e o preço das ações da Samsung, com o objetivo de determinar o impacto nos resultados da empresa-mãe e o sucesso da aquisição.

Deste modo, este estudo de caso é um processo dinâmico na criação de nova informação, com fundamento nos estudos de fontes de informação primárias e secundárias, num processo que relaciona a descrição bibliográfica, a classificação, a elaboração de anotações e de resumos e a transcrição técnico-científica. Mais objetivamente, os dados foram recolhidos através de uma análise documental da:

- Literatura nacional e internacional sobre aquisição de empresas, gestão corporativa, estratégia das empresas e F&As;
- Literatura existente do setor de atividade tratado;
- Análise de bases de dados financeiras e relatórios de contas das empresas;
- *Cumulative Abnormal Returns*;
- Modelo de Dupont;

Embora o método de recolha de informação mais utilizado neste estudo de caso seja observação, nenhum dos restantes foi desvalorizado no trabalho. Os métodos de recolha de informação foram selecionados de acordo com o proposto neste trabalho. Neste sentido, diversas fontes de prova e data foram usadas permitindo, em simultâneo, diferentes perspetivas dos intervenientes do estudo e obter múltiplas interpretações do mesmo fenómeno, criando condições para a triangulação dos dados durante a fase de análise (Igea, 1995).

2.4 ANÁLISE DE DADOS

De acordo com Yin (1994, p. 92), a utilização de diversas fontes de dados na elaboração do estudo de caso permite considerar um conjunto mais diversificado de tópicos de análise e, simultaneamente, permite que corroborem o mesmo fenómeno. O objetivo é compreender o caso sob estudo e analisá-lo à luz das teorias e modelos já existentes e reconhecidos.

Os dados recolhidos sobre a Samsung, a Harman e o mercado automóvel, especificamente dos *connected cars*, bem como os resultados obtidos nos modelos quantitativos – *Cumulative Abnormal Returns* e Modelo de Dupont – foram analisados e interpretados, de acordo com a teoria selecionada neste estudo. A partir daí, foi necessário estabelecer uma ligação entre os pontos, encontrar uma relação entre os diversos conceitos e modelos, de forma a compreender o fenómeno estudado e as suas implicações à luz da já existente literatura.

CAPÍTULO 3 – BREVE ENQUADRAMENTO DA INDÚSTRIA AUTOMÓVEL

3. INDÚSTRIA AUTOMÓVEL

A história desta indústria remonta aos primórdios da primeira revolução industrial no século XVII, onde em 1769, Joseph Cugnot criou um triciclo movido a vapor, sendo considerado o primeiro carro a vapor alguma vez construído. No entanto, foi apenas em 1879 que Karl Benz patenteia um motor a gasolina de dois tempos, que se revelou bastante fiável e eficiente, atribuindo-lhe o título de inventor do automóvel moderno. É apenas em 1886 que se comercializa o primeiro veículo comercial com um motor movido a combustível. Durante os últimos anos do século XIX, Benz era a maior empresa do setor com 572 unidades produzidas em 1899. Nesta altura, começaram a surgir diversos fabricantes de automóveis vindos da Europa e dos EUA, diversificando os modelos vendidos. Contudo, o automóvel era um bem supérfluo e poucas pessoas tinham a capacidade de o adquirir, com a exceção da realeza e de grupos mais favorecidos.

Em 1914, Henry Ford, considerado por muitos o “Pai da Indústria Automóvel”, introduziu os conceitos de “produção em larga escala” e “linhas de montagem automóveis” com o modelo Ford T, de forma a tornar o automóvel num produto acessível ao cidadão comum. Assim, a produção em larga escala, permitiu que este pudesse ser comercializado a preços acessíveis e a que uma grande percentagem da população mundial o pudesse adquirir. Segundo Gharavi et al. (2007), o carro é um dos bens mais difundidos do planeta de todos os tempos. Bertonecello & Wee (2015), acrescentam que *“tanto quanto outro produto qualquer, o carro tem moldado não só a economia global, mas como bilhões de pessoas vivem”*. Tizo (2017) afirma que, tipicamente, um cidadão comum passa aproximadamente 3 a 4 anos da sua vida dentro do carro, comprovado por estudos da Texas A&M Transportation que apontam que um cidadão comum americano passa 19 dias de trabalho por ano dentro do seu veículo. A população mundial continua em franca expansão e estima-se que cresça dos atuais 7.7 bilhões (Maio de 2019) para os 9.6 bilhões em 2050. Acompanhando esta tendência, o mercado automóvel crescerá também, entranhando-se no quotidiano e tornando-se um acessório crucial para transporte, convívio e bem-estar.

As características centrais procuradas num carro foram durante um longo período de tempo focadas na sua qualidade, desempenho e segurança, bem como na relação da marca com o cliente, assente na confiança e lealdade. No entanto, temáticas, como a poluição atmosférica,

as alterações climáticas e a extinção de várias espécies de seres vivos, tem vindo a tornar-se mais visíveis e sensíveis para o consumidor. Mais vozes tem sido ouvidas, mais movimentos tem sido criados e mais consciência se tem vindo a formar.

Hoje, a sustentabilidade é um dos pilares a que mais enfoque tem dado as empresas, de modo a seguirem as novas políticas governamentais e as alterações das preferências do consumidor. A Tesla, uma empresa tecnológica especializada na produção de veículos elétricos e tendo como sua missão “*acelerar a transição do mundo para a energia sustentável*” (Tesla, 2020), criou uma disrupção no setor automóvel, apresentando mudanças inovadoras e radicais, o trunfo da tecnologia de ponta e a ideia de um novo tipo de luxo e exclusividade providenciada aos seus clientes. O carro elétrico e a introdução de software que possibilitava a condução assistida tornaram-se nos principais marcos que impulsionaram a transformação digital na indústria automóvel.

Em 2012, a Tesla lança nos EUA o primeiro carro desportivo elétrico produzido em massa, dando assim início à sua visão. No entanto, em 2017, introduz no mercado o Modelo 3, convergindo a sustentabilidade com a tecnologia de ponta – inteligência artificial e condução autónoma.

Neste sentido, o setor atravessa um momento de mudança de paradigma sem precedentes, alimentada pelas novas tecnologias e pelas tendências demográficas (Swan, 2015), sendo expectável que o panorama atual se altere rapidamente. Como referido anteriormente, os carros com mais relevância no século passado primaram pela sua capacidade em atender às necessidades económicas dos clientes. Primavam pela robustez, simplicidade e baixos custos de manutenção e consumo. Anos depois, carros compactos e utilitários transformaram-se no principal meio de transporte de uma sociedade extremamente urbanizada. Atualmente, os problemas ambientais, ecológicos e restrições de tráfego, motivaram as principais potências mundiais a agir, orientando as suas sociedades para um futuro que passa pela integração de tecnologia de ponta no setor, no que respeita à eletrificação, condução autónoma e conectividade. A dependência clássica de motores de combustão interna dará gradualmente lugar a veículos híbridos, com níveis crescentes de eletrificação; elétricos, como forma de sustentabilidade e preservação do meio ambiente; e sistemas de condução autónoma e conectividade, como forma de proporcionar ao consumidor conforto, entretenimento, informação e segurança. Herrmann et al. (2018) referem-se ao carro do futuro como um orquestrador de dados, isto é, responsável pela automação de processos controlados por dados desde o *input* até ao *output*, incluindo a preparação, tomada de decisão e consequentes

ações. A start-up Chinesa Padmasree Warrior, concorrente da Tesla, refere-se ao carro moderno como *“um computador sobre rodas”*. Ainda nesta linha de pensamento, Falk Mesissner, um conceituado consultor afirma que *“a mudança em direção ao carro de amanhã – um computador sobre rodas – já está a acontecer, impulsionado por várias e profundas mudanças no setor automóvel”*.

O carro de amanhã irá oferecer mobilidade como um serviço, conduzir-se-á autonomamente, operará num ambiente integralmente conectado e digitalizado, impulsionado por uma transmissão eléctrica. Estas mudanças serão concretizadas sob quatro tendências disruptivas:

1. Mobilidade: A mobilidade é uma mudança paradigmática de veículos particulares e de usufruto próprio para novos modelos de negócio. Contudo, esta nova visão não é particularmente uma novidade – os táxis eléctricos foram introduzidos em Nova Iorque em 1897. O que se destaca dessa altura, é a potencial adopção em massa e integração destes nos transportes públicos, a automação dos veículos, a gestão da frota remotamente e as melhorias substanciais nas características dos veículos eléctricos. Estes são, sem dúvida, o futuro da mobilidade e são impulsionados por três fatores chave: 1) Simplificação da recarga das baterias e manutenção do veículo; 2) Os municípios estão cada vez mais focados na redução da poluição urbana; 3) Regulamentos que estabelecem o consumo médio de combustível das frotas. As empresas de mobilidade e os fabricantes de automóveis devem estar preparados para dar resposta a estas tendências e às mudanças nas preferências dos consumidores.

2. Condução Autónoma: A indústria automóvel está a passar de uma era de condução manual para sistemas avançados de assistência aos condutores (ADAS) e condução autónoma. Isto requer uma mudança da tomada de decisão humana para a inteligência artificial, da memória para os mapas e dos sentidos para os sensores. A transição depende de uma integração perfeita dos diferentes componentes eletrónicos. Temos observado enormes progressos e, atualmente, já existem alguns automóveis que oferecem uma condução autónoma e semi-autónoma, como é o caso dos veículos comercializados pela Tesla. Contudo, é de notar que ainda existem bastantes obstáculos nesta vertente – regulamentos, questões éticas, segurança, seguros – que condicionam a comercialização de modelos com esta tecnologia incorporada e/ou ativa.

3. Eletrificação: Verificar-se-á um aumento progressivo da variedade de modelos lançados no mercado – híbrido eléctricos, eléctricos e de células de combustível –, razão pela qual os fabricantes terão que reestruturar as suas estratégias de negócio, e alguns - Daimler, Volvo, General Motors – já informaram que iriam terminar com o desenvolvimento de motores a combustão. Com a crescente consciencialização dos problemas ambientais, países

como a China, União Europeia e EUA suportam ativamente o crescimento de empresas que produzem carros elétricos e restringem, através de regulamentos, os automóveis a diesel, veículos mais poluentes.

4. Digitalização e Conectividade: O carro do futuro é cada vez mais inteligente, sempre *online* e conectado. A conectividade posiciona o carro (e o OEM que controla a arquitetura do software e fluxo de dados) diretamente no ecossistema automóvel da *Internet of Things* (IoT), com o recurso a telemáticas de informação e entretenimento, rastreamento do veículo, manutenção programada, acessos remotos, atualizações remotas de software, serviços de tráfego avançados e mobilidade pessoal interligados a aplicações móveis. Fruto da crescente digitalização e conectividade incorporada nos veículos modernos, existe agora um conceito relativamente recente – o *connected car*. De acordo com Kleberger et al. (2011), “o *connected car* consiste em três domínios: o veículo, constituído pela rede a bordo e pelas unidades de controlo eletrónicas, a infraestrutura de rede da empresa automóvel e a comunicação entre ambos”. Uma definição mais precisa e concreta é providenciada pelo Departamento Americano de Transporte, “as aplicações dos veículos conectados fornecem conectividade entre os veículos para permitir a prevenção de acidentes entre veículos e infraestruturas para garantir a segurança rodoviária, mobilidade e benefícios ambientais; entre os veículos, infraestruturas e dispositivos sem fio são disponibilizadas informações contínuas e em tempo real a todos os utilizadores do sistema” (US Department of Transportation, 2015). Com a crescente disseminação dos *smartphones* e dispositivos móveis, a conexão entre estes e o veículos também ganhou relevância. Portanto, um *connected car* pode ser visto como “um veículo que disponibiliza acesso à internet a todos os dispositivos utilizados pelo condutor e passageiros” (PC Magazine). Brookes & Pagani (2014) referem-se ao *connected car* como “um veículo capaz de fazer uma integração perfeita entre vários sistemas, conectando consumidores para o mundo digital”. Mais recentemente, num estudo elaborado pela Transport Systems Catapult, define *connected car* como “veículos com níveis crescentes de conectividade que lhes permite comunicar com o ambiente circundante (incluindo a infraestrutura e outros veículos). Assim, pode fornecer ao condutor informações sobre as estradas, tráfego e condições climáticas, além de opções de trajetórias e uma ampla gama de serviços de conectividade”.

Neste estudo, o *connected car* será considerado como um veículo:

- Capaz de aceder à internet em qualquer momento, através de um dispositivo interno integrado no veículo ou através de um dispositivo externo trazido pelo utilizador;
- Equipado com um conjunto de aplicações modernas e funcionalidades dinâmicas, oferecendo aos utilizadores recursos avançados de *infotainment*;

- Capaz de interagir com outros dispositivos inteligentes na estrada, oficinas mecânicas, centros de revisão, através de infraestruturas de tecnologia de comunicação;
- Capaz de interagir com os outros veículos, através de uma comunicação de veículo-para-veículo.

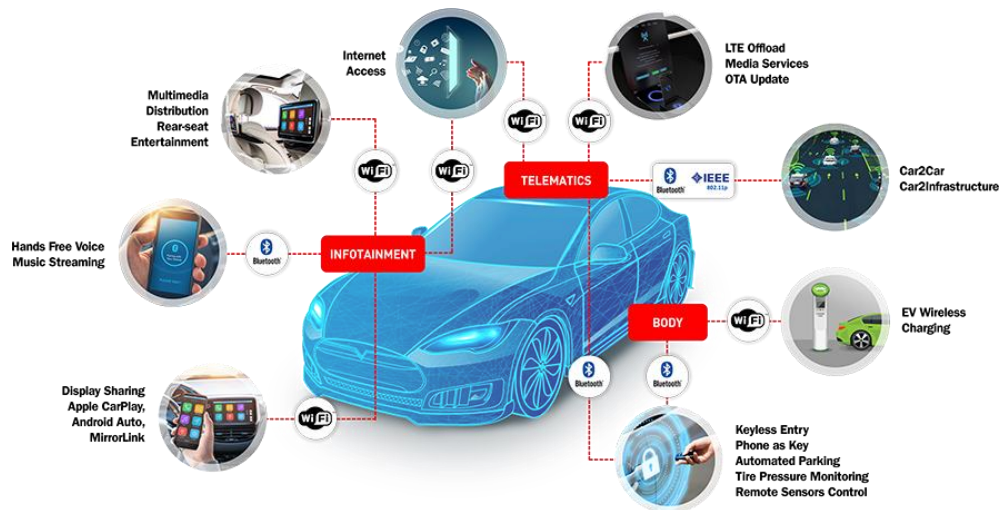


Figura 7 - Características do carro conectado

Fonte: Trikutam, A. S. (2019), Driving the connected car revolution

Na figura 7, o carro conectado é por si só um sistema com um grande número de dispositivos de computação e de comunicações coletivas, tendo conexão com a internet, outros veículos, infraestruturas rodoviárias e locais de interesse. Os serviços fornecidos podem ser categorizados em 1) Segurança no trânsito, oferecendo assistência ao condutor em caso de avaria, acidente, roubo ou controlo parental; 2) Serviços de Infotainment, combinando a utilização de dados por razões de entretenimento ou informações, como por exemplo o *streaming* de música e redes sociais, meteorologia e notícias; 3) Eficiência no trânsito, fornecendo informação de navegação e tráfego em tempo real; 4) Eficiência nos custos, reduzindo os custos do cliente, implementando modelos de seguro baseado no uso ou soluções inteligentes de carregamento de baterias para VE; e 5) Conveniência e interação, providenciando serviços remotos baseados na comunicação entre condutor e veículos, como a cobrança de portagens, pagamento do IUC, *call center*.

A indústria automóvel entrou num período de vastas e profundas mudanças, sobretudo com o crescimento exponencial das novas tecnologias, aumento demográfico, desenvolvimento de mercados emergentes, políticas de sustentabilidade e alterações das preferências dos consumidores.

As principais empresas que atuam nesta indústria eletrónica são a Continental, Bosch, Airbiquity, Harman e Visteon.

De forma a prosperar e serem bem-sucedidas no longo-prazo, as empresas terão que adaptar as suas estratégias a esta nova realidade. Os OEMs e fornecedores devem reestruturar e ajustar as suas prioridades estratégicas, concretizar os investimentos necessários e empregar os recursos apropriados para desenvolverem novas técnicas e capacidades para conseguirem resistir às transformações do mercado. Estima-se que sejam investidos anualmente 80 biliões de dólares em investigação e tecnologia para fazer face ao futuro com o objetivo de se posicionarem na linha da frente da inovação e capitalizarem as oportunidades que isso representa, podendo ser a chave da sobrevivência e sucesso numa nova era de mobilidade.

Paralelamente, todas as mudanças verificadas na indústria automóvel estão a dar lugar à entrada de novos *players* no setor, provenientes da indústria tecnológica. A linha que separava o setor automóvel e a indústria tecnológica está a ficar cada vez mais indistinta e um novo ecossistema do automóvel conectado está a surgir, onde empresas como a Samsung e a Apple podem alterar a forma como a Ford e a Toyota desempenham o seu papel. Com este fator, surge a necessidade da criação de alianças entre as diversas indústrias; por exemplo, a Google uniu-se a 28 OEMs e 15 outras empresas de tecnologia para formarem a Open Automotive Alliance, com o objetivo de trazer a plataforma Android para os carros. Além disso, podemos encontrar outras operações relacionadas com esta necessidade: a Volvo e a General Motors criaram uma parceria com a Amazon para lançar um novo serviço *in-car deliveries* (entregas feitas no carro); em 2018, a Bosch adquiriu uma participação de 5% numa empresa de mapeamento, juntando-se a mais acionistas como a Audi, BMW, Daimler-Benz e Intel com o objetivo de fornecer mapas mais precisos para os veículos conectados; a LG desenvolveu uma parceria com a Qualcomm para unirem esforços na pesquisa e desenvolvimento de tecnologias de condução autónoma; a empresa chinesa Tencent comprou uma participação de 5% da Tesla; a Verizon lançou o *Verizon Connect*, combinando e atribuindo valor a dados recolhidos de três das melhores empresas de software e gestão de frota.

De facto, gerar-se-ão dinâmicas concorrenciais bastante ferozes entre estes novos *players*, uma vez que estes possuem os conhecimentos técnicos e *know-how* para criar pontos de diferenciação entre veículos que influenciarão as tendências de compra dos consumidores. Embora a diferenciação baseada no desempenho da condução, como a potência, aceleração, eficiência, credibilidade, continuem a ser características importantes, a experiência de condução e dos passageiros no carro, como o entretenimento, conforto e interatividade,

tornar-se-ão cada vez mais relevantes nas preferências e escolhas dos consumidores.

Segundo a Parks Associates (2016), “o mercado de veículos conectados, apenas nos EUA, crescerá para os 169 milhões de carros até 2022”. De acordo com um estudo realizado pela Cisco Jaber, atualmente existem 280 milhões de *connected cars* a nível mundial, contudo, apenas 56 milhões tem as conexões e funcionalidades ativas. Segundo a Machina Research, “o mercado dos *connected vehicles* é uma das áreas com maior crescimento das IoT, com uma receita potencial estimada em 253 bilhões de USD até 2025” (Machina Research, 2017). Mais, será a área que terá um maior impacto na segurança dos cidadãos, “até 2025, os *connected cars* podem salvar 11,000 vidas, evitar 260,000 acidentes, reduzir as emissões de Co2 em 400,000 toneladas e economizar 280 milhões de horas de condução por ano” (Bosch, 2017).

Em 2017, e de modo a acompanhar esta tendência do mercado, a Samsung Electronics adquiriu a Harman International. Segundo uma *press release* da Samsung, esta aquisição permitiria uma presença significativa num mercado amplo e em rápido crescimento das tecnologias conectadas, principalmente na área automóvel, que tem sido uma prioridade estratégica para a Samsung, uma vez que espera um crescimento deste mercado até 100 bilhões de dólares até 2025.

3.1. HARMAN INTERNATIONAL INDUSTRIES, INC.

A Harman International Industries é uma empresa americana que se dedica à engenharia de design e ao desenvolvimento de produtos e soluções conectadas destinadas a fabricantes de automóveis, empresas e consumidores. Está também envolvida no desenvolvimento, produção e comercialização de uma vasta gama de componentes, sistemas de áudio e vídeo de alta fidelidade¹, soluções de iluminação e sistemas electrónicos para o mercado profissional especializado e consumidores. Comercializa os seus produtos sob as marcas – Harman Kardon, Infinity, JBL, Bang & Olufsen, entre outras –, empregando aproximadamente 30,000 empregados, sendo os seus principais mercados os EUA, Europa e Ásia.

Os seus fundadores, Sidney Harman e Bernard Kardon, eram ambos engenheiros na empresa Bogen, um dos principais fabricantes de *public address systems*, sistemas públicos de sonorização, que incluía microfones, amplificadores, alto-falantes e equipamentos

¹ Sistemas de alta fidelidade é a reprodução de áudio feita por um aparelho de som com a maior fidelidade possível ao som real, tentando minimizar-se o efeito de ruídos e distorções.

relacionados. No entanto, decidiram criar a sua própria empresa em 1953, intitulada de Harmon Kardon Inc., pioneira no mercado de áudio de alta fidelidade.

Nesta altura, enfrentavam vários concorrentes europeus, no entanto, o sistema desenvolvido pela Harman Kardon destacava-se devido à sua tecnologia avançada. Foi a primeira empresa a colocar um amplificador, pré-amplificador e sintonizador de rádio incorporados numa só unidade. Esta inovação concedeu-lhes uma vantagem competitiva no mercado, permitindo dar continuidade ao seu objetivo de desenvolver equipamentos domésticos de som.

Em 1956, Harman, considerado um dos pais da indústria de estereofonia², comprou a parte do seu sócio Kardon e expandiu o negócio para o segmento de alta fidelidade, acabando por se tornar uma empresa de referência do setor. Em meados da década de 1970, a Harman-Kardon era considerada uma potência na indústria estereofónica dos EUA.

Em 1976, a empresa gerou 136.5 milhões de dólares em vendas anuais e um lucro anual de 9.1 milhões de dólares. Nesse ano, Sidney Harman foi nomeado Subsecretário do Comércio, tendo vendido a sua quota parte à Beatrice Foods. Nos anos que se seguiram, sofreu inúmeras reestruturações e vendas de ativos, que acabaram por quase arruinar a empresa.

Em 1980 e após finalizar as suas pretensões políticas, Sidney Harman juntamente com um grupo de investidores, adquiriram 60% dos ativos originais da empresa, dando início a um processo de reestruturação e otimização sob o nome de *Harman International Corporation*.

Na década de 80, assume a gestão da empresa, transformando-a numa potência no mercado de equipamentos de áudio profissionais. Este crescimento deveu-se sobretudo à aquisição de pequenas empresas especializadas em componentes sonoros. Esta estratégia acabou por se revelar um sucesso e a Harman International torna-se assim no principal produtor de equipamentos de áudio nos EUA.

Em 1991, durante a grande recessão, a empresa registou um prejuízo de 19.8 milhões de dólares, tornando necessária a reestruturação eficiente das empresas do Grupo de forma a manterem-se competitivas no mercado durante a década de 90. Nos anos seguintes, das 21 divisões, passaram a existir apenas 5 unidades de negócio, eliminando departamentos e processos que operavam em duplicado. Com a redução de custos e a maximização da eficiência dos processos, apostou ferozmente em estratégias de marketing e na produção e distribuição retalhista. Sidney Harman, acreditava que o perfil do consumidor e suas

² Estereofonia ou estéreo consiste num sistema de reprodução sonora que utiliza mais de um altifalante para dar um efeito espacial e direcional que torna o som recebido mais semelhante ao som transmitido. São uma característica comum dos aparelhos de alta fidelidade.

preferências estavam a mudar para dispositivos e produtos de valor orientado.

Em 1995, adquiriu a empresa alemã Becker, líder de mercado na produção e comercialização de rádios automóvel e componentes eletrónicos. Paralelamente, estabeleceu na China, Harman China, uma unidade que tinha como objetivo distribuir e comercializar os produtos no mercado chinês e inaugurou um centro de tecnologia avançada orientado para o desenvolvimento de tecnologias fundamentais de áudio digital.

Do ano 2000 a 2016, foram concretizadas aquisições de diversas empresas – MWM Acoustics, Branded Audio, AKG Automotive Microphones, AMX LLC, Bang & Olufsen – com o objetivo de garantir a sua liderança no mercado.

No relatório anual de contas de 2016, constava uma receita de 6.91 bilhões de dólares, onde aproximadamente 65% deste montante deveu-se aos componentes automóvel e ao software. Atualmente, é responsável por projetos, engenharia de produtos e soluções conectadas destinadas a fabricantes de automóveis, empresas e consumidores finais. Inclui tecnologia automóvel, produtos de áudio e visual, soluções empresariais a nível da automação e serviços conectados.

A Harman está estruturada em 4 unidades de negócio principais: *Connected Cars*, *Lifestyle Audio*, *Professional Services* e *Connected Services*. O primeiro segmento – *Connected Cars* – projeta, produz e comercializa sistemas de carros conectados destinados a serem integradas pelos fabricantes como equipamentos de fábrica do veículo. Os sistemas *infotainment* são a combinação de componentes de informação e entretenimento. Estes produtos são comercializados para várias empresas da indústria: BMW, Daimler, Fiat, Chrysler, General Motors, Grupo Volkswagen, Harley-Davidson, etc. O segundo segmento – *Lifestyle Audio* – assenta sobre os mesmos princípios do anterior; no entanto, refere-se a sistemas de áudio de alta fidelidade para veículos. Como são componentes integrantes do processo de produção dos fabricantes de automóveis, são considerados também como equipamento de fábrica. O terceiro segmento – *Professional Solutions* – dedica-se ao design, produção e comercialização de uma vasta gama de soluções de áudio, iluminação, vídeo e automação destinados à aplicação em espaços comerciais, empresariais e públicos. Por último, a quarta unidade de negócio – *Connected Services* –, destina-se exclusivamente à indústria automóvel, criando soluções inovadoras de software que integram design, mobilidade, *clouds* e *analytics*. Este segmento oferece serviços e soluções de software para ajudar os utilizadores a entender e a visualizar a informação disponibilizada; além de oferecer a possibilidade de vários dispositivos móveis estarem conectados, também possibilita os utilizadores a terem acesso

em tempo-real a todo o tipo de informação, desde trânsito, notícias ou até contactar os serviços de emergência em caso de acidente.

3.2. SAMSUNG ELECTRONICS CO., LTD

A Samsung foi fundada na Coreia, em 1969, por Byung Chull Lee. SamSung é uma palavra Coreana que em português significa “3 estrelas”; *Sam* significa “três” e *Sung* “estrelas”.

Em 1938, Byung Chull Lee fundou uma empresa denominada por Samsung Trading Co., uma pequena empresa de exportação. À medida que a empresa crescia, foi diversificando as suas áreas de atividade. Com o negócio a prosperar, aventurou-se em diversos setores: finanças, seguros, retalho e segurança.

Chull acreditava veemente na industrialização e desejava que o Grupo Samsung se tornasse líder em cada setor de atividade em que estivesse presente. Na década de 60, a Samsung torna-se a maior empresa da Coreia, em grande parte devido às exportações.

O foco crescente da empresa na indústria de alta tecnologia permitiu a expansão da empresa na área da eletrónica, semicondutores, telecomunicações óticas e novas áreas de inovação tecnológica, desde a nanotecnologia à arquitetura de rede avançada.

Finalmente, em 1977, foi constituída a Samsung Electronics. Em 1987, falece o Presidente Fundador da Samsung Electronics, Byung Chull Lee, sendo sucedido pelo seu filho Kun-hee Lee. Este propõe-se a reestruturar os negócios em carteira e entrar em novos mercados com o objetivo de se tornar numa das cinco empresas eletrónicas líderes mundiais.

No início da década de 90, torna-se líder mundial na produção de *chips* de memória *flash* e DRAM. Nesta altura, surgiam grandes desafios nos negócios de alta tecnologia. No mercado, F&A eram comuns e prosperava a concorrência e a consolidação das empresas e dos mercados. Para acompanhar as alterações e oportunidades no mercado de alta tecnologia, a Samsung viu-se forçada a reorientar a sua estratégia e a concentrar-se no desenvolvimento de produtos tecnológicos e serviços classe mundial como forma de dar resposta à procura de mercado. No final desta década, começou a investir intensamente no design e produção de componentes eletrónicos, com vista a tornar-se também líder mundial desta indústria.

A década de 2000 é intensamente marcada pelos dispositivos móveis, nomeadamente, os *smartphones*. Nesta altura, a Samsung não só adquiriu diversas empresas que desenvolviam tecnologia para dispositivos móveis, mas também inúmeras empresas em áreas como tecnologia médica, smart TV's, ecrãs OLED, soluções para a *cloud*, inteligência artificial, etc., sempre tendo como objetivo garantir novas competências tecnológicas e fazer face à inovação e evolução dos mercados cada vez mais focados nos consumidores.

Em 2017, foi concedido à Samsung uma licença Governamental para darem início aos testes de veículos de condução autónoma.

Atualmente, a Samsung Electronics Co. é uma empresa de *Information Technology* que produz uma vasta gama de dispositivos eletrónicos, sendo a subsidiária mais notável contribuindo com 39.9% dos lucros do Grupo. É o maior fabricante mundial de dispositivos electrónicos e *chips*. Em 2018, a Samsung registou uma receita de 212 biliões de dólares, o que equivale a 13% do PIB da Coreia do Sul. A sua capitalização de mercado em Novembro de 2019 mantinha-se nos 302.56 biliões de dólares.

A empresa encontra-se estruturada em quatro unidades de negócio – *Information Technology*, *Mobile Communications and Consumer Electronics*, *Device Solutions* e *Harman*. O primeiro segmento, abrange as comunicações móveis e negócios de rede, incluindo telemóveis, sistemas de comunicação e computadores. O segundo, inclui os televisores e monitores, eletrodomésticos e dispositivos médicos. O terceiro é compreendido pelo negócio dos semicondutores.

A Samsung sempre ambicionou entrar na indústria automóvel. Assim, apresenta-se o último segmento – *Harman* –, que oferece sistemas para carros conectados, produtos audiovisuais, soluções de automação para serviços conectados.

Na indústria automóvel, a crescente tendência para eletrificação, digitalização e condução autónoma, indica que será necessário um portefólio de produtos tecnológicos robusto e sinergias para acompanhar as mudanças do mercado. Em 2017, a Samsung Electronics adquiriu a Harman International, Inc. por 8 biliões de dólares – 112 dólares por ação, em dinheiro – passando a integrar a estrutura da Samsung como uma empresa subsidiária. Neste ano, a Harman contribuiu com 2.6% para a receita total da Samsung.

Mas quais terão sido os motivos que levaram a Samsung a concretizar a maior aquisição da sua história? Terá a aquisição da Harman tido um desempenho financeiro positivo? Estrategicamente, terá a Samsung capacidades e recursos que se adequem às oportunidades de negócio da Harman?

No próximo capítulo, a aquisição Samsung-Harman será analisada ao nível da performance financeira e complementaridade estratégica.

CAPÍTULO 4 – AQUISIÇÃO DA HARMAN PELA SAMSUNG

4. DESCRIÇÃO DOS DADOS

Neste capítulo iremos proceder a uma análise do processo de F&A da Harman International Industries pela Samsung Electronics. É relevante ter em conta as seguintes considerações para a análise deste processo de F&A face aos modelos e dados utilizados:

1. **Retornos anormais cumulativos:** os dados históricos das cotações da Samsung e índices de mercado, Kospi e MSCI World, foram retirados da plataforma Bloomberg e comparados com outras fontes de informação e notícias, como forma de garantir a fiabilidade dos dados; a data da aquisição considerada foi baseada na comunicação oficial de aquisição da Samsung, a 13 de Março de 2017; o preço histórico das ações está expresso em Wons Sul-Coreanos (KWR), a unidade monetária transacionada na Coreia do Sul; o preço histórico das ações do MSCI (USD) foi convertido para KRW usando as cotações diárias da taxa de câmbio da Bloomberg.
2. **Modelo Dupont:** os relatórios financeiros referentes ao período de 2014 a 2019 foram retirados dos arquivos documentais da Samsung; os indicadores de performance estão expressos em Wons Sul-Coreanos (KWR), a unidade monetária transacionada na Coreia do Sul.

4.1. RETORNOS ANORMAIS CUMULATIVOS DE CURTO-PAZO

Com este modelo, pretendemos aferir o impacto da aquisição da Harman pela Samsung na rendibilidade das ações da Samsung. Será que a aquisição se refletiu de forma positiva no preço das ações da Samsung? Como podemos medir e quantificar estes efeitos?

Para medir o efeito, será efetuada uma comparação da cotação das ações da Samsung, antes e depois do anúncio da aquisição. Uma simples comparação das cotações não é suficiente, pois as ações da Samsung podem evidenciar no passado, antes da aquisição, uma tendência de preço crescente. Assim, a eventual constatação do aumento da cotação após o anúncio da aquisição não significa necessariamente que a aquisição teve um impacto positivo na sua rendibilidade, já que as ações da Samsung poderiam continuar a aumentar, mesmo descartando o evento da aquisição. Deste modo, é relevante estimar se a rendibilidade destas ações se tornou, ou não, superior à rendibilidade verificada no caso de não ter havido aquisição. Isto é, se existiu uma rendibilidade anormal no seguimento do anúncio da aquisição. De modo a captar uma eventual tendência de crescimento nas ações da Samsung

antes do evento da aquisição, é estimada uma regressão linear e será relacionada a cotação dessas ações com os índices de mercado, Kospi e MSCI World. Deste modo, é calculado o beta (β) da ação, que se traduz em quanto é que a cotação da ação varia, em média, por cada ponto percentual de variação do índice de mercado. Assim, estamos perante um modelo preditivo do preço futuro das ações da Samsung em função dos valores futuros do índice de mercado. De seguida, é necessário comparar se após o anúncio da aquisição, a cotação efetivamente verificada naquelas ações foi ou não significativamente diferente do preço estimado pelo modelo, isto é, da cotação que se iria verificar (em estimativa) no caso de não haver aquisição.

Como explicitado na parte teórica, o modelo utilizado para estimar a evolução da cotação das ações da Samsung em função do índice de mercado é denominado por *Market Model*. Este modelo assenta no pressuposto da rendibilidade das ações da Samsung, $R_{i,t}$ (onde t se refere aos dias) varia em $\beta\%$ por cada variação de um ponto percentual no índice de mercado $R_{m,t}$. Este coeficiente é conhecido como o beta da ação. O coeficiente α , por sua vez, traduz qual a rendibilidade estimada da ação quando a rendibilidade do índice de mercado é zero. A janela de estimação será composta por um período de três meses (dia $t = -120, \dots, -30$ dias). Nesta análise, foi considerado o intervalo de tempo de 05/10/2016 até 13/02/2017 – três meses antes da data que antecedeu num mês o anúncio da aquisição (13/03/2017), equivalendo a 120 dias com registo de cotações. Usando a regressão OLS, obtemos as estimativas para os parâmetros. Dado que o método OLS é um método linear, deve-se linearizar as rendibilidades dos acionistas. Como tal, teremos que calcular o logaritmo das rendibilidades. Assim, a rendibilidade no dia t (da Samsung ou do mercado) é:

$$\hat{R}_{i,t} = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right),$$

resultando na rendibilidade em termos de variação percentual por dia na cotação das ações. De seguida, teremos que proceder à comparação da rendibilidade efetivamente verificada pela Samsung na janela temporal circunscrita pela data do anúncio da aquisição com a rendibilidade estimada pelo modelo acima referido. Foram adotados os seguintes dias de anúncio e janelas temporais de 3, 7, 11, 15, 21, 43 e 61 dias $[(-1, +1); (-3, +3); (-5, +5); (-7, +7); (-10, +10); (-21, +21); (-30, +30)]$. De seguida, será calculada a rendibilidade acumulada (*CAR*) referente a cada intervalo considerado.

Já o modelo de mercado MAM, conforme referido, não considera o risco da empresa e é calculado como a diferença entre a rendibilidade da empresa e a rendibilidade do mercado.

Para ambos os modelos serão consideradas as mesmas janelas temporais.

Após aplicar a metodologia, tendo por base 7 janelas temporais, 2 modelos e 2 índices *benchmark*, é possível apresentar os resultados dos retornos anormais para a Samsung relativamente ao processo de F&A.

Os resultados do MM revelam uma significância muito reduzida quer no índice Kospi, quer no índice MSCI World, conforme os resultados presentes na tabela abaixo.

			Janela Temporal							
			Dia 0	[-1, +1]	[-3, +3]	[-5, +5]	[-7, +7]	[-10, +10]	[-21, +21]	[-30, +30]
KOSPI	MM	CAR Médio (%)	0.60%	-0.25%	-0.17%	-0.17%	0.13%	-0.08%	-0.07%	-0.16%
		Retorno Anormal Médio	-0.02%							
	MAM	CAR Médio (%)	0.08%	0.27%	0.19%	0.17%	0.42%	0.13%	0.12%	0.04%
		Retorno Anormal Médio	0.18%							
MSCI World	MM	CAR Médio (%)	1.34%	0.87%	0.50%	0.45%	0.56%	0.15%	0.02%	-0.02%
		Retorno Anormal Médio	0.48%							
	MAM	CAR Médio (%)	1.96%	0.99%	0.64%	0.61%	0.65%	0.26%	0.04%	0.01%
		Retorno Anormal Médio	0.65%							

Tabela 1 – Cálculo dos CARs, com base nos índices KOSPI e MSCI World

Fonte: Cálculos próprios

Desta forma, não é possível concluir que o processo de aquisição da Harman em 2017, tenha criado ou destruído valor para os acionistas da Samsung. Estes resultados são consistentes e suportados pela literatura, que sistematicamente não conseguem encontrar uma correlação significativa entre a rentabilidade das ações da empresa adquirente e o anúncio da aquisição. Em geral, o MAM também apresenta uma performance anormal insignificante. Esta conclusão é similar a Papadakis et al. (2010), em que a taxa de insignificância situa-se entre os 50 e 60%.

Comparando os resultados dos dois modelos, é de salientar que ambos chegam a conclusões bastante idênticas em termos de desempenhos anormais gerados para os acionistas da Samsung. Embora não se verifique uma diferença relevante, os resultados seguem um padrão diferente se usarmos o índice MSCI World para medir os CARs em comparação com o índice Kospi. O *benchmark* MSCI World apresenta resultados residualmente positivos e distantes de zero.

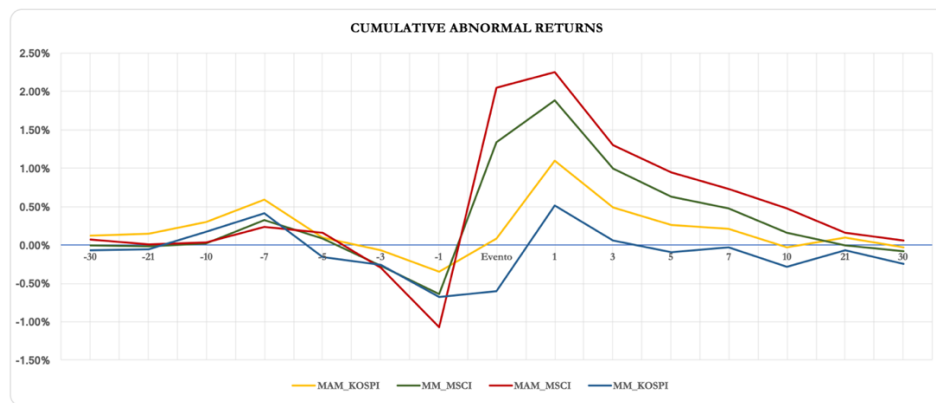


Figura 8 - Evolução dos CARs ao longo da janela temporal [-30; 30]

Fonte: Cálculos próprios

A Figura 8 é uma representação da evolução dos retornos desde 30 dias antes do anúncio da aquisição até 30 dias depois. A Samsung está com um desempenho alinhado com o mercado, podendo afirmar-se até que há uma performance residual um pouco melhor comparativamente com o mercado até ao dia -5 e -4. A partir destes dias até ao dia 0, é notável um declínio nos retornos anormais acumulados, fixando-se em valores abaixo do nível de mercado. Essa redução no CARs pode ser consequência de rumores quanto ao anúncio no mercado e, portanto, os investidores antecipam um impacto negativo no valor da empresa, tendo em consideração que, em média e generalizando, os adquirentes fazem más aquisições. Contudo, após este período os retornos cumulativos iniciam um aumento ascendente até umas horas antes do evento. Possivelmente, ao aproximar-se o dia do anúncio e após o mesmo, o mercado muda a sua interpretação à medida que informações adicionais e fidedignas são divulgadas, como o preço ou a forma de pagamento, ao que a literatura denomina por *information effect*, e torna-se mais fácil avaliar a aquisição na perspetiva dos potenciais investidores. Os resultados sugerem que as expectativas da maioria da massa investidora foram positivas, uma vez que até ao dia +1 a performance dos mercados é crescente e positiva. Após este dia, é possível verificar um padrão decrescente da performance dos mercados até ao dia +21, embora ainda positiva, com uma tendência para retomar os retornos verificados em -30.

4.2. MODELO DE DUPONT

Para garantir a robustez, consistência e qualidade da análise dos indicadores financeiros, o período considerado será de 2011 até 2019.

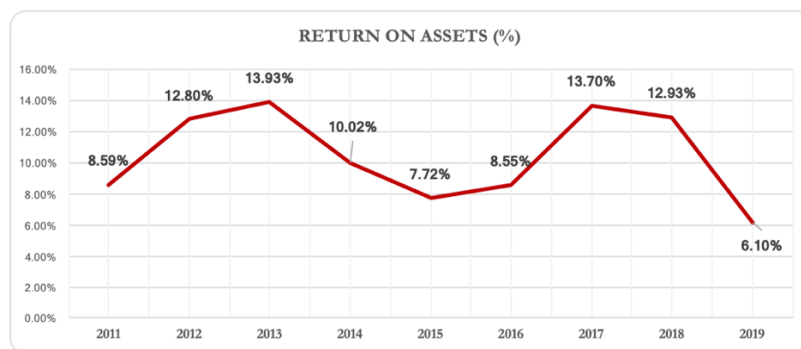


Figura 9 - Retorno do Ativo (ROA)

Fonte: Cálculos próprios

Entre 2011 e 2019, o rácio ROA foi em média de 10.48% ao ano, demonstrando o quão eficiente a empresa é a gerir os seus ativos financiados pelos acionistas e detentores de dívida, convertendo esses investimentos em receita líquida e lucro. Pela análise de indicador, ao longo do tempo é possível constatar flutuações entre os 8.5 e 14%, como podemos verificar na Figura 9. Após 2016, o indicador regista dos valores mais altos do período, 13.7% (2017) e 12.93% (2018), sendo possível afirmar que este incremento reflete a aquisição da Harman pela Samsung. Já em 2019, registou a valor mais reduzido de todo o período com 6.10%.

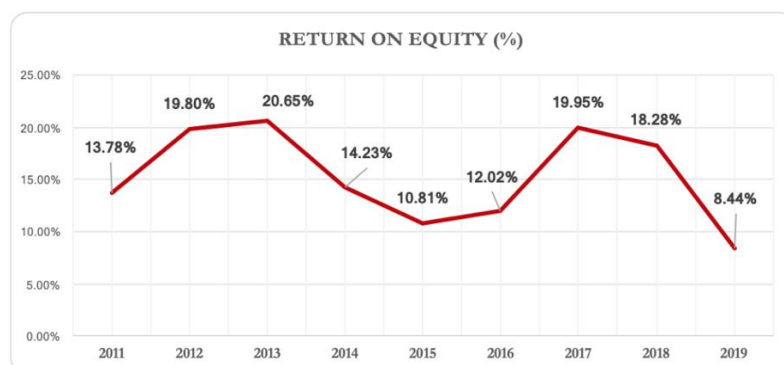


Figura 10 – Retorno sobre o Capital Próprio (ROE)

Fonte: Cálculos próprios

O ROE, embora o CAGR do período seja de -5.95%, o indicador registou um valor médio anual de 15.33%, conforme a Figura 10 demonstra; indicando o quão eficiente a empresa é a criar riqueza, utilizando os ativos financiados por ações para gerar lucros para os acionistas.

MODELO DUPONT		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR (%)
(1) Tax Effect (%)	(1) = Net Income/EBT	77.84%	77.50%	77.73%	82.81%	72.01%	72.98%	73.57%	71.76%	70.67%	-1.20%
(2) Interest Bruden (%)	(2) = EBT/EBIT	109.89%	102.98%	104.29%	111.39%	98.29%	105.04%	104.76%	103.86%	109.59%	-0.03%
(3) EBIT Margin (%)	(3) = EBIT/Revenue	9.48%	14.44%	16.08%	12.14%	13.16%	14.49%	22.39%	24.16%	12.05%	3.04%
(4) Net Profit Margin (%)	(4) = (1) x (2) x (3)	8.11%	11.53%	13.04%	11.19%	9.32%	11.10%	17.26%	18.00%	9.33%	1.77%
(5) = Total Assets Turnover	(5) = Revenue/Total Assets	1.06	1.11	1.07	0.89	0.83	0.77	0.79	0.72	0.65	-5.86%
(6) Leverage Ratio	(6) = Total Assets/Shareholder's Equity	1.60	1.55	1.48	1.42	1.40	1.41	1.46	1.41	1.38	-1.84%
(7) ROA (%)	(7) = (4) x (5)	8.59%	12.80%	13.93%	10.02%	7.72%	8.55%	13.70%	12.93%	6.10%	-4.19%
(8) ROE (%)	(8) = (6) x (7) = (4) x (5) x (6)	13.78%	19.80%	20.65%	14.23%	10.81%	12.02%	19.95%	18.28%	8.44%	-5.95%

Figura 11 - Cálculo do Modelo Dupont

Fonte: Cálculos próprios

De acordo com a Figura 11, o primeiro indicador apresentado, *Net Profit Margin*, é um indicador de rentabilidade que pode ser visto como os ganhos conseguidos por cada unidade monetária de vendas. Este traduz o desempenho da receita da empresa, demonstrando a capacidade de gerar lucro por cada unidade vendida. A taxa de crescimento anual composta (CAGR) da margem de lucro líquida é de 1.77%; em 2017 e 2018, registou os valores mais elevados do período, 17.26% e 18%, respetivamente, demonstrando a grande capacidade de gerar lucro ano após ano. O EBIT é o principal rácio que contribuiu para esta situação, no qual, registou uma taxa de crescimento anual composta (CAGR) de 3.04% e a taxa anual média foi de 15.38%. A margem de EBIT (como efeito das despesas operacionais + custo das mercadorias vendidas), assenta na capacidade de existirem melhorias no controlo dos custos operacionais. Por outro lado, os encargos com juros registaram um CAGR de -0.03%, portanto, uma redução dos encargos. Este componente, capta o efeito dos juros no ROA e, consequentemente, no ROE, em que altos custos com empréstimos tem como consequência a redução do ROA/ROE. Adicionalmente, é importante referir que os encargos com juros apresentam valores elevados, porque os lucros antes de impostos (*earning before taxes*) incluem também a receita referente aos juros recebida pela Samsung, diminuindo os juros líquidos e aumentando a taxa de juro.

Quanto à rotatividade dos ativos, considerado um indicador de eficiência, no período em análise, apresenta um valor médio de 0.88. A partir de 2013, tem vindo a diminuir gradualmente em que, apenas em 2017, regista uma ligeira subida, mas volta a decrescer nos anos consequentes. Isto significa que as vendas geradas a partir de cada unidade monetária dos ativos empregues tem vindo a decrescer. Contudo, através da análise deste indicador, podemos aferir que a gestão da Samsung é bastante eficiente, tendo em consideração o lado dos ativos no balanço contabilístico.

Relativamente ao ROA, pode concluir-se que o aumento significativo de 11 para 17% entre 2016 e 2017, se deve principalmente ao aumento da margem de lucro líquido, que apresenta

um CAGR de 1.77%. Quando à rotatividade dos ativos, embora apresente um CAGR de -5.86%, é possível constatar que ao longo do período em análise regista valores positivos, sendo igualmente importante para a evolução positiva do ROA.

Finalmente, para determinar o ROE, é necessário o componente de alavancagem financeira. Esse indicador de solvabilidade, embora decresça maioritariamente de forma gradual ao longo do período, apresenta um CAGR de -1.84%, revelando que o valor do património utilizado para financiar os ativos sofreu alterações e as fontes de endividamento alteram-se ao longo do tempo. Assim, é possível afirmar que o aumento significativo no ROE, deveu-se claramente ao aumento do ROA.

Os resultados analisados são coerentes ao longo do período analisado e reforçados pelos índices em 2018; contudo, em 2019 a margem operacional cai para metade, refletindo-se no ROA e ROE, que também caem sensivelmente para metade. Segundo o relatório financeiro de 2019, as quedas estão em parte relacionadas com as flutuações das taxas de câmbio, taxas de juros e preço das *commodities*; estratégias de investimentos em F&A (aquisição e vendas de empresas); investimentos intensivos em ativos tangíveis, como por exemplo o investimento efetuado em instalações de larga escala no negócio de semicondutores e DP. Mais concretamente, os fracos resultados devem-se ao declínio do lucro operacional bruto (EBITDA) em 2019, devido ao colapso dos preços dos *microships*, por consequência da inflação dos stocks que pressionaram a redução dos preços, em parte devido à guerra comercial entre os EUA e a China; a diminuição da procura de soluções de memória no mercado global contribui igualmente para os baixos resultados em 2019.

De forma a ter uma visão mais ampla da evolução do ROA e ROE, foram recolhidos os índices dos principais concorrentes da Samsung nos últimos 4 anos, e calculada a média ponderada do mercado, como é possível constatar na Figura 12.

Empresas	ROA (%)				ROE (%)			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Samsung	8.55	13.7	12.93	6.1	12.02	19.95	18.28	8.44
Apple	15.9	13.4	16.6	15.9	39.3	35.5	51.1	56.8
LG	3.8	6.9	-0.07	-8.1	6.9	13.2	-1.4	-20.2
Huawei	8.35	9.39	8.91	7.3	26.44	27.02	25.46	21.2
Toshiba	-23.9	19.3	23.7	-2.5	-162	93.8	-2.4	-8.4
Sony	0.9	0.4	2.8	4.5	5	2.3	14.9	22.2
Lenovo	-0.5	2.1	-0.5	2.2	-3.6	15.1	-3.1	15
Dell	-1.4	-2.4	-1.8	4.8	-41.9	-22.8	-77.6	-125.8
Asus	5.6	4.5	1.6	3.79	11.09	8.84	3.04	7.42
Microsoft	12.1	11.3	6.9	14.1	29.7	31.5	20.6	41.4
Panasonic	3	2.6	4	4.5	9.4	8.8	13.4	14
Mercado	2.39	6.75	6.21	4.65	-7.97	21.33	4.4	2.36
Variação (Samsung - Mercado)	6.16	6.95	6.72	1.45	19.99	-1.38	13.88	6.08

Figura 12 - Cálculo do ROA e ROE dos 10 principais concorrentes da Samsung Electronics

Fonte: Cálculos próprios

Aqui é possível observar que o ROA da Samsung mantém-se substancialmente acima do valor médio do mercado no decorrer do período.

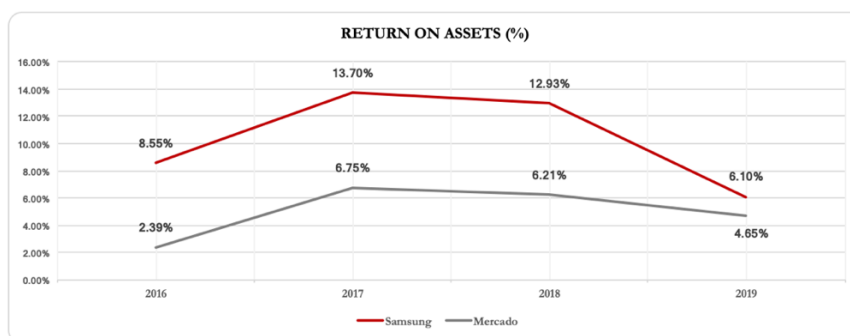


Figura 13 - Evolução do ROA da Samsung vs. Mercado

Fonte: Cálculos próprios

De 2016 até 2018, existe uma variação média positiva do ROA da Samsung face ao mercado de 6.61%. Em 2019, ano em que se verifica uma redução da receita em mais de 50% face ao ano anterior, esta tendência é também verificada no mercado, no qual o indicador da Samsung posiciona-se acima da média de mercado.

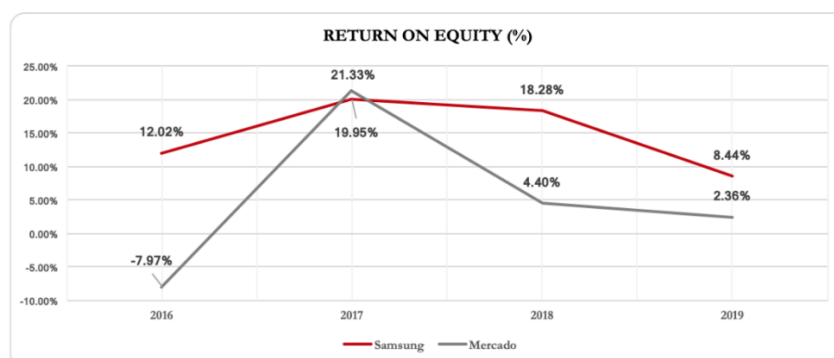


Figura 14 - Evolução do ROE da Samsung vs. Mercado

Fonte: Cálculos próprios

Relativamente ao ROE, na análise da Figura 14, a par do ROA, verifica-se uma evolução positiva deste indicador face ao valor médio do mercado, com exceção de 2017, em que o desempenho do mercado é superior em 1.38%. Assim, através da comparação entre os indicadores de performance da Samsung e mercado, é possível verificar que de 2016 a 2018, o desempenho da Samsung é de facto superior relativamente aos seus concorrentes.

Para entender se a boa performance está, de facto, relacionada com a aquisição da Harman, reduzir-se-á o espectro de análise à receita líquida do grupo Samsung por unidade de negócio. A Figura 15 traduz o contributo médio que cada segmento operacional apresenta na geração da receita líquida de 2017 a 2019:

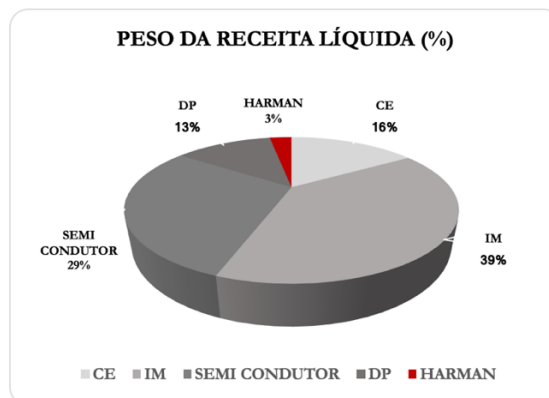


Figura 15 - Peso da receita líquida por unidade de negócio da Samsung Electronics

Fonte: Cálculos próprios

Como é possível constatar, as unidades de negócio que tem maior peso na geração de receita são a IM e os semicondutores, com 39.09% e 29.17%, respectivamente. O segmento Harman, nos últimos 3 anos contribuiu, em média, com 2.87% para a totalidade da receita líquida, sendo um valor pouco significativo em comparação às restantes.

ANOS	RECEITA LÍQUIDA (milhões KRW) - HARMAN	TAXA DE CRESCIMENTO
2017	7,102,629	-
2018	8,843,739	24.51%
2019	10,077,096	13.95%

Figura 16 - Taxa de crescimento da receita líquida anual da Harman

Fonte: Cálculos próprios, baseados nos relatórios financeiros da Samsung Electronics

Segundo a Figura 16, é possível verificar que desde que a empresa foi adquirida em 2017 pela Samsung, a receita líquida tem crescido anualmente. Na Figura 17 podemos visualizar a tendência crescente da receita líquida, com taxas de crescimento de 25% em 2018, e com 14% no ano de 2019.

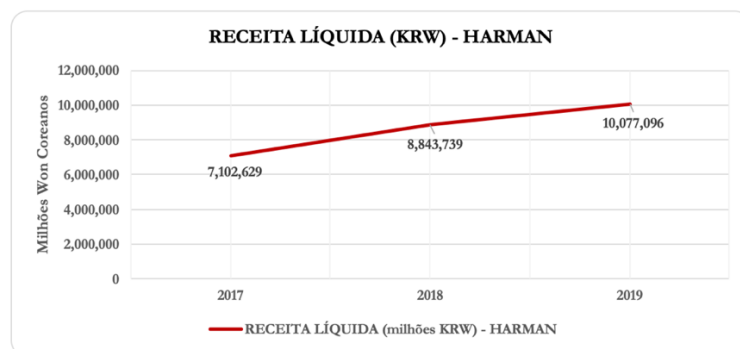


Figura 17 - Taxa de crescimento da receita líquida anual da Harman

Fonte: Cálculos próprios, baseados nos relatórios financeiros da Samsung Electronics

Assim, é possível argumentar que, desde a sua aquisição, a Harman tem crescido dentro do

Grupo, essencialmente devido às sinergias geradas com a Samsung, reforçando a ideia de uma estratégia de longo-prazo da Samsung no setor automóvel.

Com os dados e análise apresentados, conclui-se que a aquisição da Harman coincidiu com um aumento significativo da rentabilidade da Samsung, quer medida pelo ROA, quer pelo ROE. No entanto, embora aparente uma pequena correlação entre os resultados positivos da maioria dos índices de desempenho em questão e a aquisição da Harman, não se pode afirmar que estamos perante uma causalidade. Pode apenas afirmar-se que a aquisição da Harman contribuiu, de facto, para o bom desempenho da Samsung, não sendo um fator explicativo. O principal fator impulsionador do crescimento verificado em 2017 e 2018 deve-se aos bons resultados gerados pelo conjunto das unidades de negócio na economia mundial.

4.3. FIT ESTRATÉGICO

Para ultimamente termos uma perspetiva mais clara e completa desta aquisição, irá ser avaliada também esta aquisição de uma perspetiva estratégica. Com os modelos anteriores é possível medir os resultados operacionais históricos e no curto-prazo. No entanto, é também importante entender a possível criação de valor da união das duas empresas no longo-prazo, nomeadamente, na possibilidade de criação de sinergias entre as duas. Assim sendo, as duas empresas irão ser avaliadas quanto às suas características, capacidades e estratégias nas fases pré e pós-aquisição.

Durante vários anos, a Samsung foi um *player* passivo no mercado das F&A. Foi na década de 2000 que se tornou mais ativa, adquirindo várias empresas e start-ups para conseguir competir no mercado dos *smartphones*. No entanto, foi em 2016 que a Samsung começou a explorar novas indústrias, mais inovação e fez uma maior aposta nas F&A, principalmente no setor automóvel, o que viria a culminar na sua maior aquisição até à data. Mais concretamente, a Samsung concentrou-se no desenvolvimento de tecnologias relacionadas com a condução autónoma, ADAS (*Advanced Driver-Assistance Systems*) e ECU (*Electric Control Unit*).

Mas a aquisição da Harman não foi a primeira tentativa de entrar no mercado automóvel. Em 1995, a Samsung detinha a Samsung Motors Incorporated (SMI) – considerado um importante centro tecnológico para a indústria automóvel coreana – e, juntamente com a Nissan Motor Company, produziram e lançaram no mercado o modelo Nissan Maxima. Contudo, o *timing* da sua entrada neste novo mercado não foi o melhor. A Ásia passava um longo período de uma crise financeira e o mercado automóvel coreano estava completamente

saturado. De acordo com Woonghee & Nam (2007), as influências não-económicas (competências, sinergias, cultura) prevaleceram sobre as influências económicas na persecução da sua estratégia de diversificação na altura e, devido em parte à força dessas influências, a Samsung subestimou o risco do mercado e sobrestimou a contribuição das suas principais competências e sinergias que se poderiam gerar. A *Planning Team* era a responsável pela estratégia da empresa e, tendo em consideração as experiências passadas de diversificação com inegável sucesso, esta mantinha uma posição otimista e persistente no crescimento da Samsung. Assim, embora houvesse fatores de risco envolvidos na entrada num mercado automóvel saturado, a equipa provavelmente acreditava que era possível prosperar num setor pouco atraente, enfatizando as principais competências da Samsung e possibilidade de desenvolver novas.

Uma vez que a Samsung entrou neste mercado com o objetivo de concorrer no mercado dos *automakers*, juntamente com líderes como a Hyundai, investiu massivamente na construção de uma fábrica perfeita, com equipamentos de última geração para construir carros com qualidade superior, acarretando também o aumento substancial em termos de recursos humanos. Contudo, devido à crise financeira pela qual a Ásia estava a passar e à forte quebra nas vendas, a Samsung viu-se obrigada a vender a maior parte da sua participação à Renault, que ficou com 80% da empresa, por 562 milhões de dólares, em 2000. Nesta altura, a SMI estabeleceu-se sob o nome de Renault Samsung Motors.

Aqui existem três pontos a considerar nesta tentativa fracassada da Samsung em entrar no mercado automóvel:

1. **Convergência entre o setor automóvel e eletrónico.** A motivação principal do *chairman* Kun-Hee Lee era a possibilidade de convergência entre o mercado automóvel e tecnológico, defendendo que *“na indústria automóvel, 30% das peças são elétricas ou eletrónicas, proporção que deve aumentar para 60 ou 70% até 2010, difundindo as indústrias automóvel e eletrónica”*;
2. **Criação de sinergias.** Efetivamente, a Samsung conseguiu reduzir os custos de transação, adquirindo várias peças e matérias-primas internamente. Na realidade, 27.5% do total de peças e matérias-primas foram provenientes das suas subsidiárias, das quais 90% foram provenientes da Samsung Electronics e da Samsung Electro-Mechanics, sendo possível observar as sinergias que seria possível criar neste novo setor;

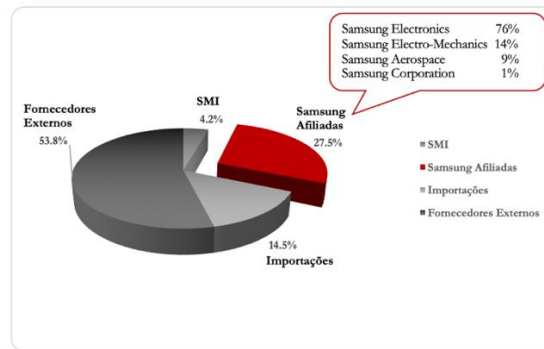


Figura 18 - Transações da Samsung Motors Incorporated para a obtenção de matérias-primas

Fonte: Woonghee & Nam (2007)

3. Perspetivas económica e estratégica. A crise financeira desencadeou uma mudança fundamental no planeamento estratégico da Samsung. A mais notável foi a transição do controlo das tomadas de decisão estratégicas da equipa de planeamento, focada no crescimento e diversificação da Samsung, para a equipa financeira, que exerceu um controlo financeiro maior sob uma estrutura mais descentralizada, sendo o seu objetivo principal a procura de eficiência. É importante destacar a adaptação notável da Samsung, que aprendeu com a crise, alterando a sua estratégia, estrutura e processos ao longo do tempo.

O que mudou em 2017 e fez com que a Samsung investisse uma vez mais neste mercado, adquirindo a Harman International?

De 1997 a 2017, a Samsung defrontou-se com vários desafios, mudanças e sucessos, que a fazem apostar uma vez mais e mais segura na sua decisão no mercado automóvel.

O seu objetivo de longo-prazo de ser um produtor de veículos de qualidade superior alterou-se com vista a entrar neste mercado como fornecedor, dando qualidade superior aos veículos. Teece et al. (1997), propôs três elementos importantes para a teoria das capacidades dinâmicas, sendo sentir, medir e transformar. A Samsung sentiu as primeiras ondas de mudanças, uma vez que debaixo da sua asa já detinha a Samsung SDI, considerado o sexto fabricante mundial de baterias para os carros elétricos, sentindo uma procura maior por estes veículos, bem como a crescente relevância que ganhavam áreas como a digitalização, eletrificação e a condução autónoma. Muitas discussões sobre o futuro do setor automóvel recaem sobre os avanços nas baterias, semicondutores, comunicações e inteligência artificial, tudo áreas que a Samsung conhece e se destaca. Sendo uma das empresas detentoras do maior número de patentes a nível mundial, especialmente na área tecnológica, isto permitiu

à empresa medir o potencial da oportunidade de desenvolver tecnologia inteligente e avançada para os carros elétricos, defendendo que este mercado viria a ter um valor de 100 bilhões de dólares até 2025. Apercebendo-se rapidamente deste novo potencial mercado e com o objetivo de acomodar um novo parceiro de negócios, a Samsung foi eficaz a reconfigurar e a transformar os seus negócios, tomando a iniciativa de otimizar as suas operações, reestruturando-as.

A Harman era a oportunidade de entrar efetivamente no mercado das tecnologias conectadas, uma vez que era uma empresa líder, um fornecedor de *Tier 1*, com uma forte e variada panóplia de clientes, como a General Motors e a Tesla.

Para melhor compreender os motivos pelos quais a Samsung optou pela Harman International para ser seu parceiro neste novo mercado, analisar-se-á este processo nas suas fases pré e pós-aquisição.

4.3.1. FASE DE PRÉ-AQUISIÇÃO

Com o seu objetivo bem definido de se tornar num dos maiores e melhores fornecedores de tecnologia avançada e inteligente automóvel, a Samsung viu na Harman o parceiro perfeito para iniciar este novo projeto.

Para além da sua posição líder neste mercado, a Harman detinha um conhecimento enraizado do mesmo e de relações fortes com vários OEMs e marcas de renome. Em contrapartida, esta beneficiaria da rede de negócios mundial da Samsung, do seu conhecimento e inovação na área tecnológica e da sua posição líder mundial. Assim, a Samsung para além de diversificar o seu negócio, entrando num novo mercado, conseguiria exponenciar o crescimento e inovação dos produtos da Harman, explorando o máximo potencial desta relação.

De acordo com a *Parenting Matrix* (Goold et al., 1999), a aquisição Samsung-Harman encontra-se no quadrante *heartland*, o que significa que a capacidade da Samsung de integrar a Harman e exponenciar o seu crescimento é elevada e os seus negócios podem complementar-se com a finalidade de criar sinergias que potenciem o seu valor no longo-prazo.

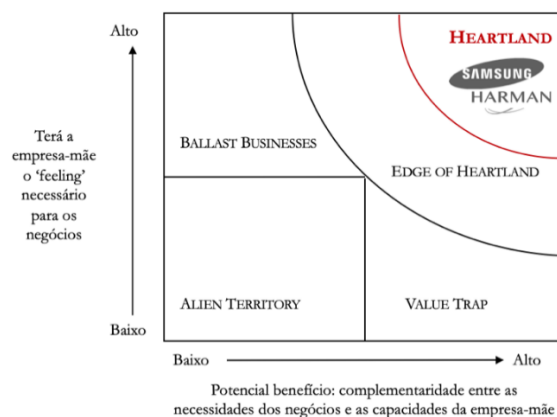


Figura 19 - Adaptação do Parenting Matrix para o caso da aquisição Samsung-Harman

Fonte: Goold et al., 1999

No entanto, uma parte crucial que teria consequências na integração da Harman no universo da Samsung na fase de pós-aquisição seria o método de pagamento escolhido. Esta aquisição foi selada com um pagamento híbrido de dinheiro e stock.

Número de Ações	69,917,681
Preço por Ação	112
Pagamento em Dinheiro	7,830,780,272.00
Pagamento em Ações	189,894,322.08
Total Pagamento	8,020,674,594.08 USD

Figura 20 – Dados retirados de um documento oficial da aquisição da plataforma Zephyr

O valor desta transação foi de 8,020,674,322.08 dólares, 98% financiada em dinheiro e 2% em stock, como é possível ser confirmado pela tabela acima. Segundo Dinesh Paliwal, Presidente e CEO da Harman, *"estamos empolgados por concluir a transação, que fornece um valor monetário atraente para os nossos acionistas, beneficia os nossos clientes e oferece novas oportunidades para os nossos funcionários"* (Apêndice II).

Com esta opção, a Harman mantinha a sua identidade e estrutura quase intactas e o negócio seria tratado com maior rapidez do que com uma percentagem maior de stocks, que envolve mais questões legais e custos de transação.

4.3.2. FASE DE PÓS-AQUISIÇÃO

Existem vários fatores que podem condicionar o sucesso de uma aquisição, principalmente na fase de integração. No entanto, ambas as empresas acordaram esta transação com base na visão e na estratégia comum de vir a *"definir – e a dirigir – o futuro do setor automóvel"*³, tratando-

³ Retirado de um documento oficial do Zephyr, Apêndice II - Dinesh Paliwal, Presidente e CEO da Harman International

se de um objetivo focado no longo-prazo.

Dinesh Paliwal explica que “a Samsung fornece à Harman a escala, plataforma e as tecnologias complementares para acelerar o crescimento e ampliar a nossa liderança no mercado global de automóveis, áudio inteligente e tecnologias conectadas”. Em contrapartida, a Harman fornece à Samsung um bilhete de entrada no setor automóvel e uma relação *Tier 1* com os principais OEMs, com a vantagem de uma posição dominante. Esta relação e visão conjunta esteve na base do acordo da aquisição e, para que se concretize, é crucial existir interdependência estratégica entre as duas empresas. Após a aquisição, de forma a evitar possíveis conflitos culturais ou ansiedade e receio nos trabalhadores da Harman, a Samsung teve o cuidado de não retirar a autonomia organizacional e a sua dinâmica, de forma a preservar as suas características e capacidades únicas para a inovação contínua. Segundo Haspeslagh e Jemison (1991), o modo de integração da Harman adotado pela Samsung foi a simbiose, em que existe uma afinidade estratégica e os seus negócios são complementares. A nível da gestão da empresa, a Samsung fez algumas mudanças na liderança da Harman, mas deixando intacta a posição de Presidente e CEO da Harman, permitindo manter as suas estratégias distintas e trabalhar de uma forma independente da Samsung, e uma posição de membro do *Board of Directors*. Esta aquisição oferece a ambas as empresas oportunidades transformadoras na indústria automóvel, mas também na indústria de tecnologias conectadas para o estilo de vida de casa, dispositivos móveis e local de trabalho. Assim, a Samsung coordenou e implementou a integração de forma eficaz, identificando complementaridades e sinergias e promovendo a colaboração entre as duas empresas.

		INTERDEPENDÊNCIA ESTRATÉGICA				INDEPENDÊNCIA ESTRATÉGICA DA EMPRESA ADQUIRIDA (HARMAN)	
		BAIXA	ALTA			BAIXA	ALTA
NECESSIDADE DE AUTONOMIA ORGANIZACIONAL	ALTA	Preservação	Simbiose	CAPACIDADE DE INTERAÇÃO	ALTA	Subjugar	Colaborar
	BAIXA	Conservação	Absorção		BAIXA	Isolar	Manter

Figura 21 - Estratégias de Integração

Fonte: Haspeslagh e Jemison (1991)

CONCLUSÃO

Este trabalho de investigação incidiu sobre a análise da aquisição da Harman International pela Samsung Electronics. O acordo da aquisição foi fechado a 11 de Março de 2017, por 8 biliões de dólares, recebendo os acionistas 112 dólares por ação. Tendo sido o maior investimento no âmbito das F&A do Grupo até à data, num mercado ainda não-tão-familiar, este estudo de caso pretendeu analisar o desempenho financeiro da Samsung com a compra da Harman, bem como a complementaridade estratégica das duas empresas, com base em estudos e teorias já existentes na literatura.

A Samsung conseguiu prever as mudanças vindouras no setor automóvel, uma vez que detinha sob si áreas de negócio, empresas e patentes que lhe permitiram observar em primeira-mão o crescente destaque de áreas como a digitalização, eletrificação e condução autónoma, áreas que lhe são familiares e em que se destaca.

Em 1995, a Samsung efetuou uma primeira tentativa na entrada no setor automóvel como produtora de veículos com qualidade superior, não tendo sido bem-sucedida. No entanto, em 2017, muda a sua estratégia entrando neste setor como fornecedor *Tier 1*, aliando-se à Harman, líder no mercado dos automóveis conectados, sentindo ser a sua oportunidade para criar tecnologia inteligente e avançada para os carros elétricos.

Para medir a criação de valor para a Samsung e os seus acionistas com a compra da Harman, os Modelos dos Retornos Anormais Cumulativos (CARs) e de Dupont foram calculados. De forma a assegurar a robustez dos resultados, no modelo dos CARs foram utilizados dois índices de *benchmark* (KOSPI e MSCI World), dois modelos económicos (*Market Model* e *Market Adjusted Model*) e sete janelas temporais ([-30; +30]). No modelo de Dupont, o ROA e o ROE foram decompostos em vários indicadores financeiros para medir a rentabilidade do ativo e capital próprio, bem como a alavancagem financeira da Samsung.

Foi possível concluir que a decisão da Samsung em comprar a Harman foi, de facto, uma opção estratégica de longo-prazo. Os retornos anormais cumulativos sugerem que, embora se tenham gerado retornos positivos para os acionistas na data do evento e nos dias consequentes, foram muito pouco significantes visto que os valores são muito próximo de zero. Assim, podemos afirmar que segundo este modelo, a aquisição não traduziu nenhum ganho anormal para os acionistas no curto-prazo. Quanto aos índices de desempenho da Samsung utilizados no Modelo de Dupont, a Samsung em 2017 (ano de aquisição) e 2018, atingiu resultados excepcionais comparativamente ao mercado e aos seus concorrentes. Contudo, se se tomar em consideração que o peso da receita líquida da Harman é de cerca

de 2.87% face aos restantes segmentos de negócio do grupo, certamente que os bons resultados financeiros e operacionais não tiveram origem no processo de aquisição, embora possam ter contribuído. É ainda de salientar que após a integração no grupo, a receita da Harman tem vindo a crescer anualmente 25% em 2018 e 14% em 2019.

Para se obter uma perspetiva mais completa desta aquisição, este estudo incidiu sobre as estratégias, objetivos e visão das duas empresas, de modo a ser possível analisar a sua complementaridade. Através do modelo do *Parenting Matrix*, foi possível observar uma enorme complementaridade entre a Harman e Samsung. Ambas apresentavam características e capacidades únicas, que seriam uma mais-valia para concretizar a sua missão. A Harman providenciava à Samsung o conhecimento enraizado do setor, relações fortes com vários OEMs e clientes proeminentes sob o seu portefólio. Em contrapartida, a Samsung possibilitava o crescimento e inovação exponencial aos produtos da Harman com o seu *know-how*, as suas redes de distribuição e inúmeras patentes e empresas na área tecnológica, potenciando o máximo desta relação.

Um dos passos críticos de uma F&A é a sua integração, que pode ser um erro fatal na maioria dos casos. Sendo empresas com diferentes nacionalidade e cultura, a Samsung teve o cuidado de não criar disrupção no painel de gestão da Harman, evitando possíveis conflitos, hostilidade ou ansiedade nos trabalhadores e clientes da Harman, preservando a sua dinâmica organizacional e características únicas. Segundo Haspeslagh e Jemison (1991), o modo de integração da Harman adotado pela Samsung foi a simbiose, em que existe uma afinidade estratégica e os seus negócios são complementares. Apesar de algumas alterações efetuadas, a posição de Presidente e CEO da Harman manteve-se, mantendo-se também as suas estratégias distintas e a sua independência da Samsung. Esta aquisição oferece oportunidades às duas empresas: enquanto a Samsung ganha acesso direto à indústria automóvel, a Harman é beneficiada com o *know-how*, experiência e a reconhecida posição de líder na inovação tecnológica a nível mundial da Samsung. Assim, a Samsung coordenou e implementou a integração de forma eficaz, identificando complementaridades e sinergias e promovendo a colaboração entre as duas empresas.

Considerando o papel importante que a Harman representa para o setor automóvel face às inovações tecnológicas que vão sendo implementadas, assumirá num futuro próximo um papel crucial, fortalecendo a aposta da Samsung na prossecução de uma estratégia de longo-prazo no futuro do setor automóvel.

BIBLIOGRAFIA

- Aires, L. (2015). *Paradigma qualitativo e práticas de investigação educacional*. Lisboa: Universidade Aberta.
- Anand, J., & Delios, A. (2002). Absolute and Relative Resources as Determinants of International Acquisitions. *Strategic Management Journal*, 23, 119–34.
- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers, *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), 103-121.
- Angwin, D. (2007). Motive Archetypes in Mergers and Acquisitions (M&A): The Implications of a Configurational Approach to Performance. *Advances in Mergers & Acquisitions*, JAI Press, 77-105. doi:10.1016/s1479-361x(07)06004-8.
- Angwin, D. N. (2012). *Typologies in M&A research*. In Faulkner, D., Teerikangas, S. and Joseph, R. (Eds.) Oxford Handbook of Mergers and Acquisitions, Oxford University Press, Oxford.
- Akram, S. H., Sanaz, S., & Mohammad, M. (2018). Competitive advantage and its impact on new product development strategy (Case Study: Toos Nirro Technical Firm). *Journal of Open Innovation*, 4, 17.
- Alexandridis, G., Mavrovitis, C., & Travlos, N. G. (2012). How have M&As changed?, Evidence from the sixth merger wave. *European Journal of Finance*, 18, 663-688.
- Aybar, B., & Ficici, A. (2009). Cross-Border Acquisitions and Firm Value: An Analysis of Emerging-Market Multinationals. *Journal of International Business Studies*, 40, 1317–1338.
- Banerjee, A., & Eckard, B. (1999). Are Mega-Mergers Anticompetitive? Evidence from the First Great Merger Wave. *Journal of Economics*, 9, 803-827.
- Barney, J. B. (1997). *Gaining and sustaining competitive advantage*. New York: Addison-Wesley.

Beiker, S., Hansson, F., Suneson, A., & Uhl, M. (2016). *How the convergence of automotive and tech will create a new ecosystem*. McKinsey & Company. Retrieved from <https://www.mckinsey.com/industries/automotive-and-assembly/our-insights/how-the-convergence-of-automotive-and-tech-will-create-a-new-ecosystem/>, accessed on 16.02.2020.

Bertoncello, M., & Wee, D. (2015). Ten ways autonomous driving could redefine the automotive world. Retrieved from <https://www.mckinsey.com/industries/automotive-and-assembly/our-insights/ten-ways-autonomous-driving-could-redefine-the-automotive-world>, accessed on 25.04.2020.

Blumenthal, R. G. (1998). *Tis the gift to be simple: Why the 80-year-old Du Pont model still has fans*. CFO Magazine, 1-3.

Bogdan, R., & Biklen, S. K. (1994). *Qualitative research for education: An introduction to theories and methods*. Uttar Pradesh: Pearson India Education Services.

Bradley, M., Desai, A., & Kim, E. H. (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 21, 3-40.

Braga, R., Nossa, V., & Marques, J. (2004). Uma proposta para a análise integrada da liquidez e rentabilidade das empresas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 15, 51-64. doi:10.1590/s1519-70772004000400004e.

Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2003). *Principles of corporate finance*. Boston: McGraw-Hill.

Brookes, R. & Pagani, P. (2014). *What becomes a car?* Paper present at BIT 2014 Conference Workshop. Auckland.

Brouthers, K. D., Hastenburger, P. V., & Ven, J. V. (1998). If most mergers fail why are they so popular? *Long Range Planning*, 31(3), 347-353.

Bruton, G. D., Oviatt, B. M., & White, M. A. (1994). Performance of Acquisitions of Distressed Firms. *Academy of Management Journal*, 37, 972– 989.

Burson, R., (1998). Tools you can use for improved ratio analysis. *San Diego Business Journal*, 19(49), 19-23.

Cable, J., & Holland, K. (1999). Modelling normal returns in event studies: A model-selection approach and pilot study. *The European Journal of Finance*, 5(4), 331-341. doi:10.1080/135184799336993.

Campa, José M. & Hernando, I. (2004). Shareholder Value Creation in European M&As. *European Financial Management*, 10 (1), 47–81.

Cannella, A. J., & Hambrick, D. C. (1993). Effects of Executive Departures on the Performance of Acquired Firms. *Strategic Management Journal*, 14, 137–52.

Capron, L. (1999). The Long-Term Performance of Horizontal Acquisitions. *Strategic Management Journal*, 20, 987–1018.

Capron, L. & Pistre, N. (2002). When do Acquirers Earn Abnormal Returns? *Strategic Management Journal*, 23, 781–94.

Carper, W. B. (1990). Corporate Acquisitions and Shareholder Wealth: A Review and Exploratory Analysis. *Journal of Management*, 16, 807-823.

Cartwright, S., & Cooper, C. L. (1992). *Mergers and acquisitions: The human factor*. Oxford: Butterworth Heinemann.

CasaNova, S., Kassai, J., Santos, A., & Neto, A. (2005). *Retorno de investimento: abordagem matemática e contábil do lucro empresarial: cálculos financeiros, contabilidade*. 3ª ed. São Paulo: Atlas.

Catapult Transport Systems (2017). *Market forecast for connected and autonomous vehicles*. United Kingdom: Catapult Transport Systems.

Caves, R. E. (1989). Mergers, takeovers, and economic efficiency. *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), 151-174. doi:10.1016/0167-7187(89)90051-9

Chenhall, R. H., & Langfield-Smith, K. (2007). Multiple perspectives of performance measures. *European Management Journal*, 25, 266-282.

Cordeiro, M. (2014). *The seventh M&A wave*. Retrieved from http://www.camaya.com.br/site/es/insights/52/2014/09/the_seventh_m&a_wave, accessed on 09.03.2020.

Coutts, J., Mills, T. C., & Roberts, J. (1994). The market model and the event study method: A synthesis of the econometric criticisms. *International Review of Financial Analysis*, 3(2), 149-171. doi:10.1016/1057-5219(94)90023-x.

Cretin, F., Dieudonne, S., & Bouacha, S. (2014). M&A Activity: Where are we in the cycle? *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.2504412.

Datta, D. K. (1991). Organizational Fit and Acquisition Performance: Effects of Post-Acquisition Integration. *Strategic Management Journal*, 12, 281–297.

Dehning, B., & Stratopoulos, T. (2002). DuPont analysis of an IT-enabled competitive advantage. *International Journal of Accounting Information Systems*, 3, 165-176. doi:10.1016/S1467-0895(02)00032-5 .

DePhamplis, D. (2001). *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities*. New York: Academic Press.

Devine, K., & L. Seaton (1995). An examination of quarterly financial ratio stability: Implications for financial decision making. *Journal of Applied Business Research*, Winter, 11(1), 81-98. doi.org/10.19030/jabr.v11i1.5895.

Downen, R. J., & Isberg S. C. (1988), Re-examination of the Intervalling Effect on the CAPM

Using a Residual Return Approach. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 27, 114-29.

Edmister, R. O. (1972). Financial ratios as discriminant predictors of small business failure. *Journal of Finance*, 27(1), 139-140. doi.org/10.2307/2978517.

Erel, I., Lao, R. C., & Weisbach, M. S. (2012). Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 67(3), 1045-1082. doi:10.1111/j.1540-6261.2012.01741.x.

Fama, E. F., & French, K. R. (1996). Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *The Journal of Finance*, 51(1), 55-84. doi:10.1111/j.1540-6261.1996.tb05202.x.

Finch, H. (2008). *Mergers and Acquisition*". Retrieved from <http://www.referenceforbusiness.com/management/Mar-No/Mergers-and-Acquisitions.htm>, accessed on 14.09.2020.

Forbes (2016). *Why Samsung Is Buying Harman*. Retrieved from <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2016/11/16/why-samsung-is-buying-harman/>, accessed on 01.02.2020.

Fowler, K. L., & Schmidt, D. R. (1988). Tender Offers, Acquisition, and Subsequent Performance in Manufacturing Firms. *Academy of Management Journal*, 31, 962-974.

Gammelgaard, J. (2004). Access to Competence: An Emerging Acquisition Motive. *European Business Forum*, 17, 44-47.

Gaughan, P. (2011), *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (5th ed.). New York: John Wiley & Sons, Inc.

Gertsen, M. C. (1998). *Cultural dimensions of international mergers and acquisitions*. Berlin: Walter de Gruyter, 5-15.

Gharavi, H., Prasad, K. V., & Ioannou, P. (2007). Scanning advanced automobile technology. *Proc. IEEE*, 95. 2, 328-333. doi:10.6028/nist.ir.7421.

Gomes, E., Angwin, D. N., Weber, Y., & Tarba, S. (2013). Critical Success Factors through the Mergers and Acquisitions Process: Revealing Pre- and Post-M&A Connections for Improved Performance. *Thunderbird International Business Review*, 55, 13-35.

Gomez, G. R., Flores, J., & Jimenez, E. (1996). *Metodologia da la Investigacion Cualitativa*. Maçage: Ediciones Aljibe.

Goold, M. (1999). *Corporate-level strategy: Creating value in the multibusiness company*. New York: John Willey and Sans.

Grant, R. M., Jammine, A. P., & Thomas, H. (1988). Diversity, Diversification, and Profitability among British Manufacturing Companies 1972–1984. *Academy of Management Journal*, 31, 771–801.

Grocer, S. (2018). *A Record \$2.5 Trillion in Mergers Were Announced in the First Half of 2018*. Retrieved from <https://www.nytimes.com/2018/07/03/business/dealbook/mergers-record-levels.html>, accessed on 09.03.2020.

Gubbi, S. R., Aulakh, P. S., Ray, S., Sarkar, M. B., & Chittoor, R. (2010). Do International Acquisitions by Emerging-Economy Firms Create Shareholder Value? The Case of Indian Firms. *Journal of International Business Studies*, 41, 397-418.

Gupta, P. (2012). Mergers and Acquisitions (M&A): The Strategic Concepts for the Nuptials of Corporate Setor. *Innovative Journal of Business and Management*, 1 (4), 60-68.

Haleblian, J., Devers, C. E., Mcnamara, G., Carpenter, M. A., & Davison, R. B. (2009). Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 35(3), 469-502. doi:10.1177/0149206308330554.

Haleblian, J., & Finkelstein, S. (1999). The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective. *Administrative Science Quarterly*, 44, 29–56.

- Haspeslagh, P. C. & Jemison, D. B. (1991). *Managing Acquisitions*. The Free Press, New York
- Hayward, M. L. A. & Hambrick, D. C. (1997). Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris. *Administrative Science Quarterly*, 42, 103–29.
- Herrmann, A., Brenner, W., & Stadler, R. (2018). *Autonomous driving: How the driverless revolution will change the world*. Bingley, UK: Emerald Publishing.
- Hitt, M.A., Harrison, J., Ireland, R. D., & Best, A. (1998). Attributes of Successful and Unsuccessful Acquisitions of US Firms. *British Journal of Management*, 9, 91–114.
- Hitt, M.A., Harrison, J., & Ireland, R. D., (2001). *Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders*. Oxford University Press: Oxford.
- Hopkins, D.H. (1987). Long-term acquisition strategies in the U.S. Economy. *Journal of Management*, 13, 557-572.
- Horrigan, J. O. (1965). Some empirical bases of financial ratio analysis. *The Accounting Review*, 40(3), 558-568.
- Igea, D., Agustin, J., Beltrán, A. & Martin, A., (1995). *Técnicas de Investigación en Ciencias Sociales*. Madrid: Dykinson.
- Javidan, M., Staff, S. M., & Pablo, A. (2004). *Mergers and Acquisitions: Creating Integrative Knowledge*. Oxford, England: Blackwell Publishing.
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
- Jensen, M. C. (1988). Takeovers: Their causes and consequences. *Journal of Economic Perspectives*, 2, 21-48.
- Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2009). *Fundamentals of strategy* (2nd ed., Ser. 1).

Harlow: Pearson Education Limited.

Kengelbach, D. J., Klemmer, D. C., Schwetzler, B., & Sperling, M. O. (2012). An Anatomy of Serial Acquirers, M&A Learning, and the Role of Post-Merger Integration. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.1946261.

King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187-200.

King, D., Slotegraaf, R. J., & Kesner, I. (2008). Performance Implications of Firm Resource Interactions in the Acquisition of R&D-Intensive Firms. *Organization Science*, 19, 327-40.

Kishore, R. M. (2009). *Financial Management: Comprehensive Text Book with Case Studies* (7th ed). New Delhi: Taxmann.

KPMG (2017). *The connected car is here to stay*. Netherlands: KPMG.

Krishnamurti, C., & Vishwanath, S. R. (2008). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*. Los Angeles, SAGE Publications.

Laamanen, T., & Keil, T. (2008). Performance of Serial Acquirers: Toward an Acquisition Program Perspective. *Strategic Management Journal*, 29, 663-672.

Lam, B. (2016). *2015: A Merger Bonanza*. Retrieved from <https://www.theatlantic.com/business/archive/2016/01/2015-mergers-acquisitions/423096/>, accessed on March 23, 2020.

Larsson, R. (1990). *Coordination of action in mergers and acquisitions: interpretive and systems approaches towards synergy*. Lund: Lund University Press.

Larsson, R., & Finkelstein, S., (1999). *Integrating strategic, organizational and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization*. *Organization Science*, 10, 1-26.

Lee, W., & Lee, N. S. (2007). Understanding Samsung's Diversification Strategy: The Case of Samsung Motors Inc. *Long Range Planning*, 40(5), 488-504. doi:10.1016/j.lrp.2007.06.011.

Leeth, J. & Borg, J. (2000). The Impact of Takeovers on Shareholder Wealth during the 1920s Merger Wave. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Lefevre, B. (1990). *La recherche qualitative et l'analyse de contenu en sciences de l'éducation*. In: Actes du Colloque international de l'AIPELF, La methodologie de la recherche en education, 1, 79-88.

Lubatkin, M. & Shrieves, R. E. (1986). Towards Reconciliation of Market Performance Measures to Strategic Management Research. *Academy of Management Review*, 11, 497–512.

Malatesta, P. (1983). The wealth effect of merger activity and the objective functions of merger firms. *Journal of Financial Economics*, 14, 237-250.

Malekzadeh, A. R. (1998). Leadership and Culture in Transnational Strategic Alliances. *Cultural Dimensions of International Mergers and Acquisitions*. doi:10.1515/9783110808797.111.

Markides, C. C., & Ittner, C. D. (1994). Shareholder Benefits from Corporate International Diversification: Evidence from U.S. International Acquisitions. *Journal of International Business Studies*, 25, 343–66.

Martinson, A. & Edgren, L. (2012). *The sixth wave of mergers and acquisitions: A case study investigating a Hong Kong based company's investment in Sweden* (Dissertation in International Business, School of Business, Economics and Law University of Gothenburg). Retrieved from <https://core.ac.uk/download/pdf/16333579.pdf>, accessed on 05.03.2020.

Matos, P. V., & Rodrigues, V. (2000). *Fusões e Aquisições: Motivações, efeitos e política*. Lisboa: Principia.

Martynova, M., & Renneboog, L. (2008), A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand?. *Journal of Banking and Finance*, 32 (10), 2148-2177.

McNamara, G. M., Halebian, J., & Dykes, B. J. (2008). The Performance Implications of Participating in an Acquisition Wave: Early Mover Advantages, Bandwagon Effects, and the Moderating Influence of Industry Characteristics and Acquirer Tactics. *Academy of Management Journal*, 51, 113–30.

Mishra, A. K., Harris, J. M., Erickson, K., & Hallahan, C. (2008). *What drives agricultural profitability in the U.S.: application of the DuPont expansion method*. Paper presented at the American Agricultural Economics Association Annual Meeting, Orlando, FL Retrieved from <http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/6413/2/sp08mi30.pdf>, accessed on 29.08.2020.

Mitchell, M., & Mulherin, J. (1996). The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity. *Journal of Financial Economics*, 41,193-229.

Montgomery, C. A., & Wilson, V. A. (1986). Mergers that Last: A Predictable Pattern? *Strategic Management Journal*, 7, 91-96.

Montgomery, C. A., & Thomas, A. R. (1988). Divestment: Motives and Gains. *Strategic Management Journal*, 9, 93-97.

Napier, N. K. (1989), Mergers and Acquisitions, Human Resource Issues and Outcomes: A Review and Suggested Typology. *Journal of Management Studies*, 26, 271-290.

Orlik, T., Johnson, S., & Tanzi, A. (2019). *How the Global Economy Is Changing: The New Growth Drivers*. Retrieved from <https://www.bloomberg.com/graphics/2019-new-economy-drivers-and-disrupters/>, accessed on 15.02.2020.

Osteryoung, J., Constand, R. L., & Nast, D. (1992). Financial ratios in large public and small private firms. *Journal of Small Business Management*, 30(3), 35-47.

Pablo, A., & Javidan, M. (2004). *Mergers and Acquisitions: Creating Integrative Knowledge*. Oxford, England: Blackwell Publishing.

Pacheco, J. A. (1995). *O pensamento e a ação do professor*. Porto: Porto Editora.

Papadakis, V. M. (2005). The Role of Broader Context and the Communication Program in Merger and Acquisition Implementation Success. *Management Decision*, 43(2), 236–55.

Parks Associates (2019). *US will have 169 million actively connected cars by 2022*. Retrieved from <http://www.parksassociates.com/blog/article/us-will-have-169-million-actively-connected-cars-by-2022>, accessed on 16.03.2020.

Payne, A. F. (1987). Approaching Acquisitions Strategically. *Journal of General Management*, 13(2), 5-27. doi:10.1177/030630708701300201

PC Magazine (2020). *Connected Car*. Retrieved from <https://www.pcmag.com/encyclopedia/term/connected-car>, accessed on 15.02.2020.

Pound, J., & Zeckhauser, R. (1990). Clearly heard on the street: the effect of takeover rumors on stock prices. *Journal of Business*, 63, 291–308.

Prendergast, P. (2006). Financial analysis: How a “modified dupont approach” to ratio analysis can be used to drill down to the true cause of financial performance problems. *Financial Management*, 8, 48-49.

Rottig, D. (2007). Successfully Managing International Mergers and Acquisitions: A Descriptive Framework. *International Business: Research, Teaching and Practice*, 1(1), 103-126.

Rowe, G.W. & Morrow, J. L. (1999). A note on the dimensionality of the firm financial performance construct using accounting, market and subjective measures. *Revue Canadienne des Sciences de L'administration*, 16, 58-70.

Samsung (2018). *Harman and Samsung Unveil the Future of Connectivity and Autonomous Driving at CES 2018*. Retrieved from <https://news.samsung.com/us/harman-and-samsung-unveil-the-future-of-connectivity-and-autonomous-driving-at-ces-2018/>, accessed on 15.05.2020.

Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2012). *Research Methods for Business Students* (6th ed). Pearson Education Limited.

Schoenberg, R. (2006). Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics. *British Journal of Management*, 17(4), 361-370. doi:10.1111/j.1467-8551.2006.00488.x.

Schweiger, D. (2002). *“M&A integration: a framework for executives and managers”*. NY: The McGraw-Hill Companies.

Seth, A., Song, K. P., & Pettit, R. (2002). Value Creation and Destruction in Cross-Border Acquisitions: An Empirical Analysis of Foreign Acquisitions of U.S. Firms. *Strategic Management Journal*, 23, 921–940.

Shantanu, D., & Vinod, K. (2009). Mergers and Acquisitions by R&D intensive firms. *Journal Risk and Financial Management*, 2, 1-37.

Shelton, C. D., Hall, R. F., & Darling, J. R. (2003). When cultures collide: the challenge of global integration. *European Business Review*, 15 (5), 312-323.

Sherman, A. J. (2010). *Mergers and Acquisitions from A to Z* (3rd ed.). New York: American Management Association.

Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D., & Pisano, V. (2004). Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. *Journal of International Management*, 10(3), 307-353. doi: 10.1016/j.intman.2004.05.005.

Sirower, M. L. (2007). *The synergy trap: How companies lose the acquisition game*. New York: The Free Press.

Soliman, M. T. (2008). The Use of DuPont Analysis by Market Participants. *The Accounting Review*, 83(3), 823-853. doi:10.2308/accr.2008.83.3.823.

Stahl, G.K., & Voigt, A. (2004). The performance impact of cultural differences in mergers and acquisitions: A critical research review and integrative model. *Advances in Mergers and Acquisitions*. Emerald Group Publishing Limited, Bingley, 4, 51-82.

Sudarsanam, S. (2003). *Creating Value for Mergers and Acquisitions: The Challenges*. Financial Times Prentice Hall.

Sudarsanam, S., & Mahate, A. A. (2006). Are Friendly Acquisitions Too Bad for Shareholders and Managers? Long-Term Value Creation and Top Management Turnover in Hostile and Friendly Acquirers. *British Journal of Management*, 17, 7–30.

Swan, M. (2015). *Blockchain: Blueprint for a new economy*. United States of America: O'Reilly.

Swerdlow, D., Laseter, T., Cade, S., Engel, H., & Weissbarth, R. (2001). *Managing procurement through a merger: capturing the value of the deal*. Booz Allen & Hamilton.

Tapscott, A., & Agnew, D. (1999). Governance in the Digital Economy: The Importance of Human Development. *Finance & Development*, 36, 34-37.

Tesla Website: About Tesla. (2020). Retrieved from https://www.tesla.com/pt_PT/about, accessed on 23.02.2020.

Thanos, I. C., & Papadakis, V. M. (2012). The Use of Accounting-Based Measures in Measuring M&A Performance: A Review of Five Decades of Research. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 103-120. doi:10.1108/s1479-361x(2012)0000010009.

Thomson, R., Dettmar, S., & Garay, M. (2020). *The state of the deal M&A trends 2020*. London: Deloitte.

Tizo, C. (2017). *Quanto tempo passamos no carro?* Retrieved from <https://www.autoo.com.br/quanto-tempo-passamos-no-carro/>, accessed on 20.05.2020.

Trikutam, A. S. (2019). *Driving the connected car revolution*. Retrieved from <https://www.cypress.com/blog/corporate/driving-connected-car-revolution>, accessed on 19.05.2020.

Tuch, C., & O'Sullivan, N. (2007). The Impact of Acquisitions on Firm Performance: A Review of the Evidence. *International Journal of Management Reviews*, 9, 141-70.

United States Department of Transportation (2015). *Connected Vehicle*. Retrieved from https://www.its.dot.gov/research_areas/WhitePaper_connected_vehicle.htm, accessed on 16.04.2020.

Valente, H. (2001). *Estratégias financeiras em fusões e aquisições de empresas actuando em setores de concorrenciais e setores sujeitos a regulação económica* (Tese de Doutoramento em Economia), Faculdade de Economia, Universidade do Porto.

Van Voorhis, K. R. (1981). The DuPont Model Revisited: A Simplified Application to Small Business. *Journal Small Business Management*. 45-51.

Wagstaff, J., & Lee, S. Y. (2015). *Culture shock: Samsung's mobile woes rooted in hardware legacy*. Reuters. Retrieved from <https://www.reuters.com/article/us-samsung-elec-mobile/culture-shock-samsungs-mobile-woes-rooted-in-hardware-legacy-idUSKBN0U42HX20151221>, accessed on 15.02.2020.

Walters, B. A., Kroll, M. J., & Wright, P. (2007). CEO Tenure, Boards of Directors, and Acquisition Performance. *Journal of Business Research*, 60, 331–338.

Weber, Y. (2011). Development and Training at Mergers and Acquisitions. *Cross Cultural Management: An International Journal*, 209, 254-260.

Weber, Y., & Tarba, S. Y. (2012). Mergers and acquisitions process: The use of corporate culture analysis. *Cross Cultural Management: An International Journal*, 19(3), 288-303. doi:10.1108/13527601211247053.

Woonghee, L., & Nam, S. L. (2007). Understanding Samsung's diversification strategy: The

case of Samsung Motors Inc., *Long Range Plan*, 40, 488–504.

Yadav, A., & Kumar, B. (2005). “Role of Organization Culture in Mergers and Acquisitions”, *SCMS Journal of Management*, 2 (3), 51-63.

Yin, R. (1981). The Case Study Crisis: Some Answers. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 26 (1), 58-65.

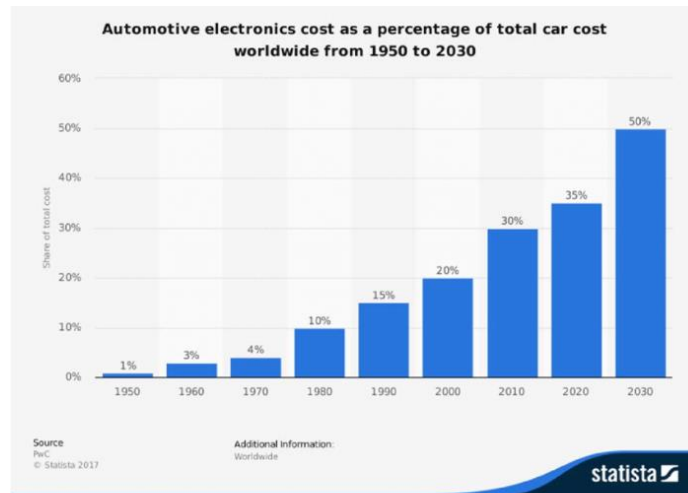
Yin, R. K. (1994). *Case Study Research – Design and Methods* (2nd ed). London: Sage Publications.

Zollo, M. (2009). Superstitious Learning with Rare Strategic Decisions: Theory and Evidence from Corporate Acquisitions. *Organization Science*, 20 (5), 894–908. doi:10.1287/orsc.1090.0459.

APÊNDICES

APÊNDICE I

A percentagem do custo dos componentes eletrónicos no custo total do carro



Automotive electronics cost as a percentage of total car cost

APÊNDICE II

Documentos retirados da base de dados Zephyr relativos às aquisições

Samsung Electronics Completes Acquisition of HARMAN

Mar 10, 2017

SEOUL, South Korea & STAMFORD, Conn.--(BUSINESS WIRE)-- Samsung Electronics Co., Ltd. (KRX:005930) ("Samsung") today announced it has completed the previously announced acquisition of Harman International Industries, Incorporated ("HARMAN"). Under the terms of the merger agreement, HARMAN stockholders will receive \$112.00 per share in cash. The completion follows the satisfaction of all conditions to the closing of the transaction, including approval of the transaction by HARMAN stockholders and receipt of all necessary regulatory approvals in the United States and certain foreign jurisdictions.

"Today is a historic moment for us. The close of this transaction opens the door to create substantial growth opportunities and deliver greater benefits for customers worldwide," said Young Sohn, President and Chief Strategy Officer of Samsung Electronics, and Chairman of the Board, HARMAN. "We see transformative opportunities in the car - and a future which seamlessly connects lifestyle across automotive, home, mobile and work. Samsung's and HARMAN's leadership in these spaces perfectly positions Samsung to be the preferred partner to our OEM customers. In addition, bringing together HARMAN's iconic audio brands and capabilities paired with Samsung's leading display technologies will deliver enhanced audio and video experiences to consumers and professional end markets. And most importantly, we are enthusiastic about our common vision, the similarities in our culture of innovation, and the added value we can create for customers. We look forward to working with all of HARMAN's employees to execute on our vision."

"We are excited to have completed the transaction, which provides compelling cash value to our stockholders, benefits our customers and provides new opportunities for our employees," said Dinesh Paliwal, HARMAN President and CEO. "Samsung shares our commitment to our customers and our culture of speed, innovation and execution. Samsung provides HARMAN with the scale, platform and complementary technologies to accelerate growth and extend our global market leadership in automotive, smart audio and connected technologies. Recognizing the importance of partnerships in an increasingly connected world, particularly in automotive, we are poised to leverage our combined teams and resources to produce even greater value for our customers. Working closely with automakers and other technology companies, Samsung and HARMAN will define - and drive - the future of automotive."

In connection with the completion of the transaction, HARMAN's common stock will cease trading prior to market open on March 13, 2017 and will be delisted from the New York Stock Exchange. HARMAN will operate as a standalone Samsung subsidiary, overseen by a Board of Directors led by Mr. Sohn. Mr. Paliwal will remain CEO of HARMAN, leading the Company with his management team, and will continue to serve as a member of its Board. Samsung is retaining HARMAN's work force, headquarters and facilities, as well as all of its consumer and professional audio brands.

About Samsung Electronics Co., Ltd.

Samsung inspires the world and shapes the future with transformative ideas and technologies. The company is redefining the worlds of TVs, smartphones, wearable devices, tablets, digital appliances, network systems, and semiconductor and LED solutions. For the latest news, please visit the Samsung Newsroom at news.samsung.com.

About HARMAN

HARMAN (harman.com) designs and engineers connected products and solutions for automakers, consumers, and enterprises worldwide, including connected car systems, audio and visual products, enterprise automation solutions; and connected services. With leading brands including AKG®, Harman Kardon®, Infinity®, JBL®, Lexicon®, Mark Levinson® and Revel®, HARMAN is admired by audiophiles, musicians and the entertainment venues where they perform around the world. More than 25 million automobiles on the road today are equipped with HARMAN audio and connected car systems. The Company's software services power billions of mobile devices and systems that are connected, integrated and secure across all platforms, from work and home to car and mobile. HARMAN has a workforce of approximately 30,000 people across the Americas, Europe, and Asia.

SEA's Acquisition of Harman (Update)

Mar 13, 2017

Samsung Electronics Co., Ltd. (KS005930, KS005935, SMSN, SMSD) ("SEC") announced today that the details of the acquisition of Harman by Samsung Electronics America Inc. ("SEA"), a wholly owned subsidiary of SEC, have been finalized. The transaction was originally announced on November 14, 2016. The updated details of the transaction are as below:

1. Method of Acquisition

- SEA will acquire 100% ownership of Harman International Industries, Inc. ("Harman").

2. Transaction Value (Updated Information)

- Number of acquired shares: 69,917,681
- Transaction value: KRW 9,339,273,497,346.75
- Total number of shares owned after acquisition: 1,000

* The transaction value (1) equals USD 8,020,674,594.08 and (2) was adjusted according to the exchange rate at KEB Hana Bank on the date of the original disclosure on November 14, 2016 (USD 1: KRW 1,164.40).

* The transaction value is calculated at USD 189,894,322.08 scheduled to be paid to Harman's stock options, stock appreciation rights and restricted stock unit awards (collectively "Company Equity Award") holders, and USD 7,830,780,272, which was calculated by multiplying USD 112 by the amount of shares purchased at that price.

* The number of acquired shares is the number of outstanding shares of Harman (excluding treasury shares) purchased by SEA through payment of the merger consideration. The total number of shares owned after the acquisition is the number of shares owned by SEA after SEA subsidiary Silk's outstanding shares are converted to shares of Harman.

- Financing for the acquisition will be provided from a capital injection by SEC.

* SEC's increase in capital proceeded without issuing new shares according to applicable U.S. Law.

3. Completion of Transaction

- The transaction was completed at 0:00 am, March 11, 2017 (10:00 am, March 10, New York time).

4. Other Information related to investment decision

- Upon the completion of the transaction, Harman will become a wholly owned subsidiary of SEA, an overseas subsidiary of SEC.
- SEC will provide further updates upon any decisions or changes regarding the matters set forth in this disclosure.