

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DE
LISBOA



REESTRUTURAÇÃO: IMPACTO DOS PROCESSOS
DE AQUISIÇÃO NA PERFORMANCE DAS
EMPRESAS EUROPEIAS

Susana Carreira Rodrigues

Lisboa, novembro de 2021

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

REESTRUTURAÇÃO: IMPACTO DOS PROCESSOS DE AQUISIÇÃO NA PERFORMANCE DAS EMPRESAS EUROPEIAS

Susana Carreira Rodrigues

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestrado em Controlo de Gestão e Avaliação de Desempenho, realizada sob a orientação científica do Professor Especialista Arménio Breia e co-orientação do Professor Cândido Peres.

Constituição do Júri:

Presidente _____ Prof. Doutora Maria do Rosário Justino

Arguente _____ Prof^ª. Especialista Maria Carlos Annes

Vogal _____ Prof. Especialista Arménio Breia

Lisboa, novembro de 2021

A todos que se superam a si mesmo todos os dias.

Agradecimentos

Gostaria de agradecer a todos que contribuíram de uma forma direta ou indireta para a conclusão do Mestrado, nomeadamente para a elaboração deste trabalho. Sem o apoio, conhecimentos e disponibilidade desta comunidade este trabalho não teria sido possível.

Assim, em primeiro lugar agradecer aos meus professores e orientadores Professor especialista Arménio Breia e Professor Cândido Peres, pela forma espontânea em aceitarem a proposta de orientar esta dissertação, a toda a disponibilidade e interesse.

Agradeço à minha empresa pela forma como me acolheram e facilitaram nos períodos de maior trabalho.

Agradeço aos meus amigos pelo apoio prestado e toda a motivação que me deram. Um especial obrigado ao meu amigo Eduardo Lavrador que foi um pilar fundamental demonstrando sempre a sua disponibilidade e companheirismo.

E por último um grande obrigada aos pilares da minha vida, nomeadamente, à minha mãe, ao meu irmão e ao meu companheiro que me dão força todos os dias para alcançar os meus objetivos, lutar pelos meus sonhos e nunca desistir.

A todos vocês, um grande obrigada.

Resumo

Esta dissertação pretende abordar as diferentes práticas e estratégias de reestruturação nas empresas, quer seja em resposta ao ambiente externo, como os casos de uma crise, ou por opção estratégica interna, de modo a melhorarem a sua *performance* financeira e operacional, com vista a gerar um resultado futuro sustentável.

As fusões e aquisições são uma das estratégias ao dispor das empresas e são foco aprofundado tanto na parte teórica como na parte empírica deste trabalho.

Na parte do estudo empírico formulam-se e testam-se hipóteses que relacionam indicadores de *performance* de empresas europeias que efetuaram aquisições, de modo a compreender o impacto que este tipo de reestruturação teve. A partir de uma amostra de 68 empresas adquirentes que durante o período 2012-2019 fizeram apenas uma aquisição em 2015 ou 2016, obtém-se uma análise entre um período pré e um período pós aquisição. Esta análise passa por seis rácios principais – rendibilidade do ativo, rendibilidade do capital próprio, cobertura de juro, liquidez, margem de lucro antes de juros e impostos, e ainda a margem de lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização. Para completar o estudo, analisaram-se também alguns segmentos da amostra como o da indústria transformadora.

Os resultados apontaram para quebras significativas na *performance* das empresas adquirentes. Quando estatisticamente significativas, as tendências verificadas foram sempre negativas, algo que deve preocupar os agentes envolvidos e confirma os problemas das fusões e aquisições.

Palavras Chave: Reestruturação, Fusões, Aquisições, *Performance*

Abstract

This study is an approach to the options and strategies of companies going through a restructuring process, either in response to the environment in which they operate, or as a strategic option in order to improve the financial and operational performance, aiming for a sustainable future.

Mergers and acquisitions are one of the strategies undertaken by companies and the subject with a more detailed overview in the literature review and the empiric study.

In the empiric study, hypotheses are presented to understand the performance of European companies that opted for acquisitions. Working with a sample of 68 acquirers that were involved in only a single deal during 2012-2019 and whose deal was completed in 2015 or 2016, it is established a comparison between the pre-acquisition period and the post-acquisition period. The analysis involves six ratios – return on equity, return on assets, interest cover, liquidity ratio, EBIT Margin and EBITDA margin. In order to improve the study, the trends observed in the manufacturing industry and other segments of the sample were also analyzed.

The results show significant and negative changes in performance of acquiring companies. When statistically significant trends were observed, those were consistently negative, which is something that should be a reason for concern for agents and stakeholders and confirms the problems of mergers and acquisitions.

Keywords: Restructuring, Mergers, Acquisitions, Performance

Índice

| | |
|--|----|
| 1. Introdução | 1 |
| 1.1 Relevância do tema | 1 |
| 1.2 Objetivo de investigação | 2 |
| 1.3 Estrutura da dissertação | 3 |
| 2. Revisão da Literatura | 4 |
| 2.1 Conceitos base | 4 |
| 2.2 Reestruturação | 5 |
| 2.2.1 Reestruturação financeira | 5 |
| 2.2.2 Reestruturação operacional | 7 |
| 2.2.3 Reestruturação da gestão ou administração | 8 |
| 2.2.4. Reestruturação de portfólio | 9 |
| 2.3 Suporte no contexto da reestruturação | 10 |
| 2.3.1 Teoria de agência | 10 |
| 2.3.2 Teoria dos custos de transação | 11 |
| 2.3.3 Visão baseada nos recursos | 11 |
| 2.3.4 Teoria do ciclo de vida da empresa | 12 |
| 2.4 Fusões e Aquisições | 13 |
| 2.4.1 Origem | 13 |
| 2.4.2 Definição de fusões e aquisições | 14 |
| 2.4.3 Tipologia de fusões e aquisições | 15 |
| 2.4.3.1 Fusão e aquisição horizontal | 15 |
| 2.4.3.2 Fusão e aquisição vertical | 16 |
| 2.4.3.3 Conglomerados | 17 |
| 2.4.3.4 Fusão e aquisição doméstica e transfronteiriça | 17 |
| 2.4.3.5 Fusão e aquisição amigável e hostil | 18 |
| | IX |

| | | |
|----------|---|----|
| 2.4.4 | Motivos para as fusões e aquisições | 18 |
| 2.4.5 | Principais efeitos das fusões e aquisições | 20 |
| 2.4.5.1 | Downsizing após fusões e aquisições | 21 |
| 2.4.5.2 | Influência da regulação nas fusões e aquisições | 23 |
| 2.4.6 | Evolução das operações de fusões e aquisições | 25 |
| 2.5 | Avaliação do desempenho da empresa | 29 |
| 2.5.1 | Medição da <i>performance</i> através de rácios | 30 |
| 2.5.2 | <i>Performance</i> pós-fusão e aquisição | 32 |
| 3. | Estudo Empírico | 37 |
| 3.1 | Hipóteses | 37 |
| 3.2 | Seleção da amostra | 38 |
| 3.3 | Caracterização da amostra | 40 |
| 3.4 | Variáveis | 43 |
| 3.5 | Testes estatísticos | 48 |
| 3.5.1 | Normalidade das variáveis | 48 |
| 3.5.2 | Testes de <i>Wilcoxon</i> | 49 |
| 3.5.2.1 | Rendibilidade do capital próprio | 50 |
| 3.5.2.2 | Rendibilidade do ativo | 51 |
| 3.5.2.3 | Cobertura de juro | 52 |
| 3.5.2.4 | Rácio de liquidez | 53 |
| 3.5.2.5 | Margem EBIT | 53 |
| 3.5.2.6 | Margem EBITDA | 54 |
| 3.5.2.7 | Indústria transformadora | 55 |
| 3.5.2.8 | Setor terciário | 56 |
| 3.5.2.9 | Adquirentes franceses | 57 |
| 3.5.2.10 | Aquisições domésticas | 58 |
| | | X |

| | |
|--|----|
| 3.5.2.11 Aquisições transfronteiriças | 59 |
| 3.6 Resultados | 60 |
| 4. Conclusões | 63 |
| 4.1 Conclusões gerais | 63 |
| 4.2 Limitações | 64 |
| 4.3 Investigação futura | 65 |
| 5. Referências Bibliográficas | 66 |
| 6. Apêndices | 73 |
| Apêndice 1: Identificação das variáveis utilizadas nos testes estatísticos | 73 |
| Apêndice 2: Testes de normalidade das variáveis | 76 |
| Apêndice 3: Dados do ROE | 78 |

Índice de Gráficos

| | |
|--|----|
| Gráfico 2-1 Evolução de F & A a nível mundial (2000 a 2020). Número de transações e valores total de transações em milhares de milhão de euro | 40 |
| Gráfico 2-2 Evolução de F & A a nível europeu (2000 a 2020). Número de transações e valores total de transações em milhares de milhão em euros | 42 |

Índice de Tabelas

| | |
|---|----|
| Tabela 2.1 Maiores aquisições a nível mundial, adaptado de dados do IMAA | 41 |
| Tabela 2.2 Maiores aquisições a nível europeu | 43 |
| Tabela 2.3 Negócios incluindo empresas sediadas em Portugal | 44 |
| Tabela 3.1 Apuramento da amostra | 54 |
| Tabela 3.2 Empresas da amostra, por país. | 55 |
| Tabela 3.3 Empresas da amostra, por setor | 56 |
| Tabela 3.4 Empresas da amostra, por grandes agregados. | 57 |
| Tabela 3.5 Classificação das empresas - tamanho | 58 |
| Tabela 3.6 Empresas da amostra, variação da % detida pelas empresas adquirentes das empresas adquiridas no negócio de aquisição | 58 |
| Tabela 3.7 Estatísticas descritivas – Variável: Rendibilidade do Capital próprio | 60 |
| Tabela 3.8 Estatísticas descritivas – Variável: Rendibilidade do Ativo | 60 |
| Tabela 3.9 Estatísticas descritivas – Variável: Liquidez | 61 |
| Tabela 3.10 Estatísticas descritivas – Variável: Cobertura de Juro | 61 |
| Tabela 3.11 Estatísticas descritivas – Variável: Margem EBITDA | 61 |
| Tabela 3.12 Estatísticas descritivas – Variável: Margem EBIT | 62 |
| Tabela 3.13 Estatísticas descritivas – Variáveis média do período 2012-2019 | 62 |
| Tabela 3.14 Estatísticas descritivas – Indústria transformadora – Variáveis média do período 2012-2019 | 64 |
| Tabela 3.15 Testes comparativos - ROE 2012-2014 vs ROE 2017-2019 (Médias) e ROE 2012-2014 vs ROE 2017-2019 (medianas) | 66 |
| Tabela 3.16 Testes comparativos - ROA 2012-2014 vs ROA 2017-2019 (Médias) e ROA 2012-2014 vs ROE 2017-2019 (Medianas) | 67 |
| Tabela 3.17 Testes comparativos - CJ 2012-2014 vs CJ 2017-2019 (Médias) e CJ 2012-2014 vs CJ 2017-2019 (Medianas) | 67 |

| | |
|---|----|
| Tabela 3.18 Testes comparativos - Liquidez 2012-2014 vs Liquidez 2017-2019 (Médias) e Liquidez 2012-2014 vs Liquidez 2017-2019 (Medianas) | 68 |
| Tabela 3.19 Testes comparativos - Margem EBIT 2012-2014 vs Margem EBIT 2017-2019 (Médias do período) e Margem EBIT 2012-2014 vs Margem EBIT 2017-2019 (Medianas do período) | 69 |
| Tabela 3.20 Testes comparativos - Margem EBITDA 2012-2014 vs Margem EBITDA 2017-2019 (Médias) e Margem EBITDA 2012-2014 vs Margem EBITDA 2017-2019 (Medianas). | 70 |
| Tabela 3.21 Testes de <i>Wilcoxon</i> para as empresas de setor C (Indústria transformadora) | 70 |
| Tabela 3.22 Testes de <i>Wilcoxon</i> para as empresas do agregado do setor terciário | 71 |
| Tabela 3.23 Testes de <i>Wilcoxon</i> para as empresas adquirentes francesas | 72 |
| Tabela 3.24 Testes de <i>Wilcoxon</i> para as empresas envolvidas em aquisições domésticas | 73 |
| Tabela 3.25 Testes comparativos nos seis indicadores - 2012-2014 vs 2017-2019, médias dos períodos, análise limitada às empresas transfronteiriças | 74 |
| Tabela 3.26 Sumário dos resultados, H1 | 74 |
| Tabela 3.27 Sumário dos resultados, H2 | 75 |
| Tabela 3.28 Sumário dos resultados, H3 | 75 |
| Tabela 3.29 Sumário dos resultados, H4 | 76 |
| Tabela 3.30 Sumário dos resultados, H5 | 76 |
| Tabela 3.31 Sumário dos resultados, H6 | 76 |

Índice de Figuras

| | |
|---|----|
| Figura 2.1 Desvantagens das F & A | 35 |
| Figura 3.1 Matriz de correlação dos rácios, médias na série temporal completa | 63 |

Lista de Siglas

ASEAN – Associação de Nações do Sudeste Asiático

CEO – *Chief Executive Officer*

EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes* / Lucro antes de juros, impostos

EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* / Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização

F & A – Fusões e aquisições

IMAA – *Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances* / Instituto de Fusões, Aquisições e Alianças

NACE – *Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne* / Classificação Estatística de Atividades Económicas na Comunidade Europeia

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OPA – Oferta Pública de Aquisição

RBV – *Resource-based view* / Visão baseada nos recursos

ROA – *Return on assets* / Rendibilidade do ativo

ROE – *Return on equity* / Rendibilidade do capital próprio

ROS – *Return on sales* / Rendibilidade das vendas

1. Introdução

1.1 Relevância do tema

Em mercados globais e competitivos, com incertezas e volatilidade, a busca por uma estrutura empresarial sustentável é perene, levando à necessidade de reestruturações a diferentes níveis como operacional e/ou o financeiro.

Este estudo aborda as reestruturações das empresas, um fenómeno complexo, com diversas motivações, que envolve estratégias em diversas vertentes e que pode ser a chave para a sobrevivência de uma empresa. Dentro das reestruturações, parte das empresas optam por fusões ou aquisições (F & A) e é importante conhecer as dinâmicas que estas empresas enfrentam. Nagasha, Bananuka, Musimenta e Lulu (2017) reforçam a ideia que as empresas apresentam diferentes motivos para as F & A, um dos motivos passa pela perceção de que as combinações de negócios proporcionam uma oportunidade de criar valor económico para os acionistas. Uma das formas de alcançar esse valor passa por se obter economias de escala ou combinar empresas com recursos complementares, visando assim obter a diversificação das atividades empresariais, aumentando a sua competitividade. Assim, a vertente neste estudo corresponde aos os processos de F & A. No estudo científico, a atenção será debruçada nos processos de aquisição.

Ao longo dos anos e após a análise de diversos dados, Martynova e Renneboog (2008) referem que é notório que os processos de F & A ocorrem por ondas, este fenómeno também é observado nos ciclos económicos. Este padrão cíclico e a sua evolução nos últimos anos são encarados pelos investigadores como um resultado da necessidade das empresas se organizarem e adaptarem às mudanças que vão enfrentando, adotando assim novas estratégias de atuação. O início de cada onda de F & A coincide com alterações económicas, financeiras, políticas e de regulamentação.

Em 2020, ano em que a atividade é influenciada por uma situação de pandemia, o número de empresas de diferentes setores que recorrem individualmente a reestruturações põe o tema na ordem do dia. Indústrias no seu todo estão envolvidas em processos de reestruturação. Inclusive a nível nacional são repensadas estratégias para o país com repercussões nestes processos. Apenas no mercado Português, o valor de fusões e aquisições em 2020 ascendeu aos 7,4 mil milhões de euros, segundo o Instituto de Fusões, Aquisições e Alianças (IMAA),

havendo um pico histórico no ano 2000 em que se ultrapassou a fasquia dos 27 mil milhões. A nível europeu chegaram-se a alcançar os 2453 mil milhões de euros em 2007, tendo-se registado 790 mil milhões em 2020, valores transacionados que tornam este tema apetecível para a literatura.

Tendo em conta esta realidade, torna-se urgente uma análise aos fatores que levam ao sucesso das F & A no passado recente, de modo a retirar ilações e recomendações que sejam não só úteis no momento atual, mas também em outros cenários futuros em que empresas estejam perante a necessidade de uma reestruturação.

1.2 Objetivo de investigação

Ao longo da história, vários processos de reestruturação foram alcançados não apenas para se fazer face a crises económicas e financeiras, mas também para o alcance de maior rentabilidade e estabilidade. A reestruturação consiste numa reorganização da empresa tanto a nível operacional como financeiro e humano, de modo que a empresa seja mais competitiva no mercado que atua. O plano de atuação deve ter em conta uma análise cuidada da empresa tal como os objetivos estratégicos a serem atingidos. Assim existem várias formas de efetuar um processo de reestruturação.

Com a elaboração desta dissertação, pretende-se analisar o processo de F & A, nomeadamente o processo de aquisição para empresas europeias. O objetivo central é analisar o impacto das aquisições na *performance* das empresas adquirentes. Assim, procura-se responder à seguinte questão: Em termos empíricos, existem alterações na *performance* operacional e financeira das empresas europeias que finalizaram um processo de aquisição de outra empresa em 2015 ou 2016?

Para esta análise utilizou-se informação proveniente de duas bases de dados: *Zephyr* e *Orbis*. A amostra final compila 68 empresas europeias com operações de aquisição entre 2015 e 2016. Para cálculo da *performance* operacional e financeira, são usados rácios que permitem uma análise comparativa do desempenho das empresas da amostra antes e após o processo de aquisição. Através do *software Gretl* analisam-se as medidas de *performance* recorrendo a um teste estatístico não paramétrico de *Wilcoxon*, dado que as variáveis em análise não seguem uma distribuição normal.

1.3 Estrutura da dissertação

Este estudo está estruturado em 4 blocos principais. Neste primeiro bloco introdutório, aborda-se a relevância do tema, apresenta-se o objetivo da investigação e a estrutura da dissertação.

A revisão de literatura é o segundo grande capítulo deste estudo, começando-se por uma breve abordagem aos conceitos chave. Prossegue-se explorando os vários tipos de reestruturação. Em seguida exploram-se os contributos das grandes correntes na literatura para o tema das reestruturações, para depois se aprofundar sobre as fusões e aquisições. Esta secção termina com uma abordagem à *performance*/desempenho das empresas.

A partir das bases estudadas na parte da revisão da literatura, apresenta-se o estudo empírico no terceiro capítulo deste estudo. Aí, em primeiro lugar, expõem-se as hipóteses. Para testar as hipóteses recorre-se a uma amostra e são explicados os critérios de seleção da amostra, e é também feita uma caracterização da amostra. Prossegue-se com uma análise às variáveis/rácios recolhidos e explicam-se os modelos utilizados (*Wilcoxon*). Com estas bases, são feitos os testes e apresentados os resultados.

A partir dos resultados, apresentam-se as conclusões, o ponto fulcral do quarto e último capítulo, expondo-se ainda as limitações do estudo e deixando-se várias pistas para investigação futura.

2. Revisão da Literatura

Nesta secção será feita, em primeiro lugar, uma abordagem aos conceitos chave a desenvolver ao longo da dissertação. Prossegue-se com a revisão de correntes da literatura e os seus contributos sobre reestruturações; são explorados os diferentes tipos de reestruturação e discorre-se sobre as fusões e aquisições. Termina-se a secção abordando a literatura sobre a avaliação do desempenho das empresas, com o objetivo de fazer a ponte para o estudo empírico.

2.1 Conceitos base

Para alicerçar esta dissertação, começam-se por definir alguns dos conceitos mais referidos. Um desses conceitos é a reestruturação de uma empresa.

A reestruturação é caracterizada como um fenómeno complexo e multidimensional por autores como Bowman e Singh (1993), que atrai o interesse de académicos da área financeira, da área da estratégia e da área organizacional.

Reestruturação empresarial pode ser definida como qualquer alteração na capacidade empresarial ou no portfólio empresarial que é executada através de um processo inorgânico, ou qualquer alteração na posse ou controlo da gestão da empresa (Godbole & Prasad, 2013).

Dentro das reestruturações empresariais, as aquisições são as mais aprofundadas e analisadas neste estudo e assim importa também defini-las. De acordo com a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) / Khemani (1993), aquisição refere-se ao ato de obter posse e controlo de uma empresa, na sua totalidade ou parcialmente, por parte de outra empresa ou entidade empresarial.

A aquisição distingue-se de outro conceito, o de fusão, já que não necessita obrigatoriamente da consolidação das empresas (OCDE / Khemani, 1993). Numa aquisição, mesmo perante uma mudança total no controlo, as empresas podem continuar a operar como entidades separadas.

Não menos relevante para este estudo é o conceito de *performance*. O conceito de *performance* é multifacetado (Dong, Liu & Yin, 2008) e pode ser definido como a capacidade das operações da empresa em satisfazer os desejos dos seus maiores *stakeholders* (Smith & Reece, 1999).

2.2 Reestruturação

Esclarecido o conceito de reestruturação, importa conhecer em que tipos e modalidades a reestruturação se desdobra. As reestruturações são categorizadas em diversos grupos na literatura.

Por exemplo, Gibbs (1993) agrupa a reestruturação empresarial em três tipos: reestruturação financeira, reestruturação de portfólio e reestruturação operacional. A reestruturação financeira inclui recapitalização, recompra de ações, e outras alterações na estrutura de capital; a reestruturação de portfólio inclui desinvestimento, aquisições, alterações no *core business* da empresa; já a reestruturação operacional inclui redução de gastos, reorganização e alterações de estratégias de negócio.

Já Bowman e Singh (1993) indicam como exemplos concretos de reestruturação a venda de linhas de negócio, aquisições, alterações à estrutura de capital de empresa através da infusão de elevados níveis de endividamento ou a alteração interna da empresa.

Outra proposta para categorizar a reestruturação é a sugerida por Vyas (1997) e recuperada por Shin (2017). Sugere-se a categorização em reestruturação operacional, reestruturação financeira e reestruturação do investimento. Aqui, a reestruturação operacional traduz-se na redução de custos de produção e do trabalho, introdução de novos produtos, melhorias na estrutura de produção ou melhorias nos canais de distribuição. A reestruturação do investimento refere-se a alterações no capital fixo ou no fundo de maneio. Já a reestruturação financeira traduz-se em reduções de dívida, injeções de capital, *swaps* de títulos de dívida, reestruturações de dívida com redução das taxas de juro, extensão das maturidades, amortizações parciais de dívidas, venda de ativos ou emissões de ações. Na prática, a reestruturação empresarial pode tomar formas que incluem, para além das reestruturações financeiras, as fusões, as aquisições, desinvestimento, *buyouts* e redefinição das linhas de negócio da empresa.

Mais recentemente, Schweizer e Nienhaus (2017) apontam para quatro grandes grupos na literatura: reestruturação financeira, reestruturação operacional, reestruturação da gestão/administração e reestruturação de portfólio.

2.2.1 Reestruturação financeira

Reestruturações financeiras provocadas por situações de *stress* são um dos focos do momento, dada a situação de crise. Becker, Hege e Mella-Barral (2020) sublinharam o

incremento do peso da dívida nas empresas, a necessidade de pacotes de *bailout* e ainda a necessidade de um aumento da rapidez dos processos de insolvência.

Alterações na distribuição de dividendos, renegociação da dívida, alterações nos prazos de pagamento ou alterações na estrutura de capital são algumas das hipóteses que os gestores financeiros têm ao seu dispor.

Mesmo em situações em que uma empresa se encontra com uma saúde financeira estável, é comum o recurso a práticas enquadráveis como a reestruturação financeira. A otimização da estrutura de financiamento da empresa é foco de alguns dos agentes envolvidos e alterações como as decorrentes da entrada de uma empresa em bolsa representam uma alteração significativa, mas normalmente associada a tempos de rápido crescimento.

Regressando às situações de *stress* financeiro, reduções rápidas e agressivas na distribuição de dividendos é uma prática comum em grandes empresas (DeAngelo & DeAngelo, 1990). Na prática, a omissão ou redução do total de dividendo pago em mais de 25% é considerada uma situação de reestruturação (Koh, Durand, Dai & Chang, 2015).

O que é uma empresa em *stress* financeiro? É importante definir os parâmetros que nos permitem afirmar que uma empresa está em situação de *stress* financeiro e este é um parâmetro em que a literatura tende a divergir, utilizando diferentes parâmetros dependendo do estudo (Platt & Platt, 2006). Alguns académicos avaliam a presença de *layoffs*, ou falhas no pagamento de dividendos (Lau, 1987), *Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT) negativos, ou *cash flows* inferiores às maturidades da dívida de longo prazo (Whitaker, 1999).

O *stress* financeiro pode ser provocado por fatores macroeconómicos (globais, de região, de indústria, legislação) ou por fatores internos.

Dentro das empresas em dificuldades financeiras, um conjunto de empresas que tem recebido a atenção de decisores das mais altas instâncias é o conjunto das empresas *zombie*. Os autores Carreira, Teixeira, Nieto-Carrillo e Eira (2021) definem empresas *zombies* como empresas sobre-endividadas com incapacidade de responder aos seus compromissos financeiros por falta de rendibilidade. Estas são empresas com mais de dez anos de atividade que durante pelo menos três anos consecutivos registaram valores de retorno operacional inferiores aos encargos com juros a suportar. O critério é sugerido por McGowan, Andrews e Millot (2017) e usado em estudos da OCDE (2020).

Esta denominação, inicialmente associada a empresas japonesas da década de 90 (Goto & Wilbur 2019), recebe a atenção dado o facto das empresas receberem recursos que poderiam ser aplicados a empresas mais competitivas e têm, em geral, um efeito negativo nas empresas em redor. No entanto, existem casos de recuperação. Empresas que preenchiam os requisitos de empresas *zombies* conseguiram o *turnaround*, logo não é indicada uma solução que leve ao fecho de todas estas empresas. Ainda assim, os decisores de instituições como a Comissão Europeia expressam a necessidade de limitar a proliferação de empresas *zombie* (Goto & Wilbur 2019).

De acordo com o estudo feito por Carreira et al. (2021) o principal motivo de uma recuperação de empresas *zombies* é a reestruturação empresarial, quer através de uma reorganização, como o *downsizing*, quer por uma mudança tecnológica podendo passar ainda por uma reestruturação da dívida. Os autores realçam o facto de o número de empresas *zombies* em Portugal ser elevado, cerca de 11% das sociedades no período de 2005-2016 eram classificadas como empresas *zombies*. Este valor aumentou no período da crise subprime, no entanto a tendência até 2016 foi de um ligeiro decréscimo. No seu estudo, os autores afirmam que, de acordo com a OCDE, o valor em Portugal é ligeiramente acima da média dos parceiros europeus. Breia (2016) refere que em Portugal o setor empresarial do estado, em particular nas empresas de transportes, tem sido alvo de análise, sendo uma situação que resulta de anos de ausência de soluções e uma situação que sem reestruturação de estrutura, gastos e rendimentos conduzirá a novas necessidades de capital.

2.2.2 Reestruturação operacional

A reestruturação operacional é aquela que visa a melhoria da eficiência operacional. Não diz respeito a alterações na estratégia da empresa. O foco tende a ser um esforço no controlo de custos diretos e indiretos e também na venda de recursos fixos como propriedades e equipamentos, com vista a aumentos no fluxo de caixa e melhorias de eficiência pelo menos no curto prazo (Koh et al. 2015).

Uma empresa que enverede pela reestruturação operacional pode necessitar de combinar outras práticas de reestruturação (Sudarsanam & Lai, 2001), e esse é o caso da maioria das empresas em reestruturação (Schweizer & Nienhaus 2017).

A alteração de processos de produção com vista a incrementos de eficiência é uma opção válida em situações de dificuldade financeira, no entanto a inovação nos processos com vista ao crescimento pode ser a chave para a sobrevivência da empresa (Cefis & Marsili, 2005).

Contudo, existem processos onde a análise é de elevada complexidade, dadas as dificuldades na sua observação e mensuração.

Perante as situações de dificuldades nas empresas, também é importante falar das estratégias à volta do capital humano disponível, as quais estão bem documentadas na literatura. Neste contexto, o *downsizing* emerge como uma opção frequente nos esforços de reestruturação. Cameron (1994) define *downsizing* como um conjunto de atividades levadas a cabo pela gestão de uma organização com vista a melhorar a eficiência organizacional, a produtividade e/ou competitividade. No entanto, o *downsizing* pode originar vários problemas na empresa como referenciado por Schweizer e Nienhaus (2017), incluindo problemas na motivação e criatividade dos trabalhadores sobreviventes e ainda possíveis danos à reputação da empresa. Ainda assim, estes efeitos podem ser minimizados e vários estudos apontam para uma melhoria da *performance* financeira após o *downsizing* (Schweizer & Nienhaus, 2017); (Trevor & Nyberg, 2008).

2.2.3 Reestruturação da gestão ou administração

A reestruturação da gestão/administração é mais um tipo de reestruturação. A literatura sobre este tipo de reestruturação pode ser segmentada em três grupos segundo Schweizer e Nienhaus (2017). O primeiro desses grupos é a mudança de *Chief Executive Officer* (CEO); o segundo é a alteração da gestão de topo; e o terceiro é a composição do conselho de administração.

Quanto à mudança de CEO, pode-se ainda subdividir em demissões, onde o CEO tem a iniciativa, e as situações em que o CEO é despedido pelos órgãos da empresa.

As situações de despedimento do CEO foram estudadas por Alexandridis, Doukas e Mavis (2019), que apuraram que estes despedimentos eram justificados e adequados para o sucesso da empresa. Os CEO sucessores trouxeram melhores decisões de investimento e do uso capital, gerando mais valor para os acionistas. Para este sucesso, sublinha-se também a independência do conselho de administração e a experiência dos CEO sucessores.

Na literatura, argumenta-se que o foco na sucessão dos CEO não permite uma análise completa (Schweizer & Nienhaus, 2017), sendo por isso importante analisar os níveis hierárquicos seguintes.

A mudança da gestão de topo foi analisada por Warner, Watts e Wruck (1988), não se tendo verificado relação entre anúncios de mudança da gestão de topo e o valor das ações das empresas.

Além da gestão de topo, ainda importa olhar para o conselho de administração, o qual pode ter o poder de iniciar vários mecanismos. É também verificada na literatura a existência de um maior envolvimento do conselho de administração na reestruturação quando existem membros externos representados no conselho (Johnson, 1993).

2.2.4. Reestruturação de portfólio

Para Bowman e Singh (1993), a reestruturação de portfólio é uma alteração substancial na estrutura de ativos da empresa, através do investimento ou desinvestimento em departamentos, unidades produtivas ou unidades de negócio.

Os desinvestimentos são opções para as empresas que enveredam por uma fase de retração, em que se passa por uma maior concentração nas competências chave da empresa, deixando de fora ativos estratégicos que pudessem estar associados a um nível de diversificação demasiado elevado.

Uma das formas de aumentar esse foco passa pelas cisões. As cisões são comuns desde os anos 50 (Singh, Bhowal, & Bawari, 2009). A definição de cisão não é unânime na literatura, mas Schweizer e Lagerström (2020) apontam para cisão como sinónimo de uma reversão de uma fusão ou aquisição anterior, voltando-se à situação pré-aquisição/fusão, podendo a nova empresa que resulta da cisão ser vendida, alvo de desinvestimento, ou um *spin-off*.

Um exemplo de cisão estudada na literatura é a da Ford e da Volvo. Schweizer e Lagerström (2020) sugerem a existência de seis fases aquando de uma cisão: desilusão, erosão, distanciamento, separação física, luto e segunda adolescência.

Numa ótica de investimento, as fusões e aquisições, abordadas mais à frente em mais detalhe, são um dos casos mais estudados no âmbito da reestruturação de portfólio. No entanto, pode-se também desenvolver sobre *joint-ventures*, ou alianças.

As *joint-ventures* podem ser definidas como negócios acordados nas quais duas ou mais entidades criam uma nova entidade em separado (Harrigan, 1988), existindo também o conceito de *joint-venture* internacional quando uma das entidades que acordou o negócio não está sediada no país onde é criada a nova entidade. Os incentivos para a escolha de *joint-ventures* passam pela ultrapassagem de barreiras à posse na totalidade das empresas por parte de empresas estrangeiras, assim como a partilha de competências e conhecimentos com parceiros em novos mercados que facilita a entrada noutros mercados.

2.3 Suporte no contexto da reestruturação

Finda a abordagem aos diversos tipos de reestruturação, importa também olhar para o que as grandes teorias trazem ao contexto das reestruturações e das aquisições.

A literatura sobre reestruturações recebe contributos das áreas da economia, gestão, contabilidade e finanças. Nas próximas secções exploram-se algumas das teorias com contribuições importantes no contexto das reestruturações.

2.3.1 Teoria de agência

A teoria de agência serve de suporte teórico à parte da literatura sobre reestruturações. É uma teoria referenciada por académicos de várias áreas, e com várias aplicações no contexto empresarial. Jensen e Meckling (1976) foram os autores que mais marcaram a teoria no contexto empresarial.

Eisenhardt (1989) elenca os méritos da teoria: Uma perspetiva única sobre a formação de sistemas, a incerteza nos resultados, incentivos e risco; e a validade do ponto de vista empírico.

A teoria da agência tenta explicar relações, riscos, interesses e diferenças de informação dentro da empresa. O foco é entre um agente e um principal. O agente pode ser o gestor de topo, enquanto o principal pode ser o detentor da empresa, ou detentores de ações da empresa, que delegam funções ao agente.

A teoria parte de um conjunto de princípios, de que se segue o interesse próprio - de que o agente poderá servir os seus próprios interesses e não os do principal.

Um dos contextos em que a teoria da agência se aplica às reestruturações é o da utilização do fluxo de caixa livre. Assim, a teoria de agência é um ponto de partida para alinhar os interesses entre os agentes e os principais.

Para diferentes tipos de reestruturações, identificam-se diferentes tipos de problemas de agência, assim como para diferentes estratégias das empresas. Por exemplo, Lafontaine (1992) estudou a teoria de agência em casos de *franchising*, enquanto Datta, Musteene e Herrmann (2009) estudaram casos de *joint-ventures* e aquisições.

Também no contexto das aquisições, Fung e Tsai (2009) confirmaram a relação entre incentivos dos CEO desalinados, miopia, arrogância ou megalomania e fraca *performance* empresarial no longo prazo. Fung e Tsai (2009) verificaram que um menor escrutínio levava

a decisões de fusões e aquisições (F & A) que não acrescentavam valor à empresa enquanto os gestores aumentavam a sua esfera de influência. Maccoby (2004), falando dos líderes narcisistas, apontava para a necessidade destes líderes terem parceiros confiáveis, de modo a que os planos grandiosos se mantenham operacionalizáveis e que se mantenham colados à realidade.

2.3.2 Teoria dos custos de transação

A teoria dos custos de transação é relevante para o contexto da reestruturação uma vez que sugere a avaliação da decisão de continuar a produzir internamente ou passar a optar pelo *outsourcing* ou efetuar *downsizing*.

Esta teoria também permite abordar conceitos como o de uma estrutura ideal no capital da empresa.

As bases da teoria foram lançadas por Coase (1937). Os trabalhos de Williamson (1981) marcaram a expansão da literatura nesta matéria.

O foco está nas transações, e os custos de transação incluem: custos de prospecção; custos de negociação e decisão; e ainda custos de manutenção e cumprimento.

Os custos de prospecção são aqueles necessários para que potenciais compradores e vendedores identifiquem o benefício potencial de estabelecer um contrato entre si. Os custos de negociação e decisão são aqueles que se verificam quando as partes negociam condições mutuamente satisfatórias para as partes. Os custos de manutenção e cumprimento são aqueles em que se incorre de modo a garantir a execução daquilo que foi contratado e ainda do recurso a opções legais em caso de incumprimento (Lawson 2009).

Na relação com os fornecedores, as empresas enfrentam vários riscos e a integração vertical, na forma de aquisições verticais, pode ser considerada consoante a habilidade da empresa em desempenhar a operação face aos outros fornecedores externos (Walker, 1988).

2.3.3 Visão baseada nos recursos

A *resource-based view* (RBV) ou visão baseada nos recursos é uma teoria da gestão associada às vantagens competitivas das empresas e à sustentação das mesmas.

Os contributos mais relevantes no contexto para a emergência desta teoria são os de Wernerfelt (1984) e Barney (1991).

As empresas servem-se de recursos internos tangíveis e intangíveis. Nesta teoria os recursos são heterogêneos, específicos a cada empresa. Os recursos chave da empresa devem verificar 4 características (serem valiosos, raros, não imitáveis e não substituíveis).

No contexto da reestruturação, perante casos de venda de ativos, esta teoria permite orientar a empresa quanto aos ativos dispensáveis e que não apresentam as características que garantem o sucesso futuro da empresa.

A teoria é vista simultaneamente como um substituto e um complemento de teorias como a da agência (Barney, 2001).

A visão baseada nos recursos foi explorada no contexto das aquisições por Meschi e Metais (2006), que analisaram recursos como a experiência prévia em aquisições ou outros tipos de investimento como *joint-ventures*.

2.3.4 Teoria do ciclo de vida da empresa

A teoria do ciclo de vida da empresa sugere a existência de quatro fases: nascimento, crescimento, maturidade e declínio. Esta teoria tem paralelos com a utilizada no *marketing*, a teoria do ciclo de vida do produto.

Na fase do nascimento, as empresas tendem a ser pequenas, simples, com uma estrutura informal, dominadas pelos seus proprietários - os empreendedores e com foco na inovação (Miller & Friesen, 1984). É uma fase de incerteza quanto ao crescimento e está associada a um elevado nível de risco. Esse elevado nível de risco é demonstrável através da taxa de sobrevivência das novas empresas.

A fase do crescimento é caracterizada por uma maior separação entre as responsabilidades dos donos da empresa e da gestão, havendo uma maior autonomia. Os níveis de crescimento da empresa são elevados e a dimensão e o número de acionistas tende a aumentar.

Ao chegar à fase da maturidade, as empresas tomam decisões menos arriscadas e disruptivas, os níveis de incerteza estão reduzidos o que leva a reduções no custo do capital e o objetivo das empresas é manter uma posição estável.

O declínio é a última fase do ciclo da empresa e a fase que os gestores querem adiar constantemente. Perante situações de lucros reduzidos, é comum a assunção de uma estratégia de tomada de recursos enquanto possível. É nestas duas fases - maturidade e declínio - que tende a emergir a necessidade de reestruturações com vista ao *turnaround* e ao regresso a uma situação de crescimento sustentável do valor da empresa. Confirmando

essa tendência, Owen e Yawson (2010) apontam uma maior frequência de empresas na fase da maturidade enquanto proponentes em potenciais aquisições de outras empresas.

2.4 Fusões e Aquisições

As empresas veem na cooperação um caminho que poderá trazer benefícios desejáveis. De forma a assegurar um posicionamento no mercado e proporcionar um crescimento económico e financeiro desejável, as empresas tendem a definir uma estratégia que poderá passar pelas F & A. Assim, as F & A visam auxiliar as empresas a obterem um rápido crescimento alcançando objetivos económicos e financeiros previamente estabelecidos.

2.4.1 Origem

Na Revolução Industrial desencadeou-se um processo de concentração de capitais e reestruturação patrimonial (Camargos & Barbosa, 2010).

A evolução da atividade de F & A tem-se demonstrado cíclica, denotando-se períodos de maior e menor intensidade. Parte da literatura baseia-se em 5 ciclos específicos, que ocorreram no mercado norte-americano com repercussões mundiais (Camargos & Barbosa, 2010).

Os três primeiros grandes ciclos compreendidos entre os anos 1893-1904, 1910-1929 e 1955-1975 ocorreram durante períodos de expansão económica com um mercado bolsista a crescer. Os abrandamentos das F & A aconteceram devido às recessões económicas que se fizeram sentir nos últimos anos desses ciclos (Nouwen, 2011), principalmente no início da década 70 altura em que os processos de F & A sofreram uma grande diminuição, consequência da crise do petróleo (Yaghoubi, Yaghoubi, Locke & Gibb, 2016).

O quarto ciclo - compreendido entre os anos 1984-1989 - começa de uma forma bem diferente dos ciclos anteriores e com uma abrangência bastante maior. Neste ciclo começaram-se a eliminar as ineficiências que foram criadas pelos conglomerados nas fusões dos ciclos anteriores (Nouwen, 2011).

Este ciclo é reconhecido por um período de grande alavancagem. Surgem assim novos métodos de financiamento, que se baseavam principalmente na dívida bancária e em obrigações não solicitadas, alterações nas políticas *anti-trust* e desregulamentação na indústria dos serviços financeiros (Yaghoubi, Yaghoubi, Locke, & Gibb, 2016).

No quinto ciclo, 1993-2000, surge uma economia mais forte e em grande expansão económica e começa-se a desenvolver o processo de globalização (Nouwen, 2011).

Assim instala-se um mercado propício ao aumento das aquisições a nível global. A inovação tecnológica e barreiras comerciais mais amigáveis estão na base do aumento das F & A. Mais uma vez este ciclo foi interrompido pela recessão económica: o início do novo milénio começou com a bolha da Internet, causando o colapso dos mercados bolsistas mundiais, e um cenário que inclui escândalos como o da Enron.

Uma sexta vaga foi também identificada para o período de 2003 a 2007 por Alexandridis, Mavrovitis e Travlos (2012) ou entre 2003 a 2008 por McCarthy, Dolfsma e Weitzel (2016), não só para o mercado norte americano, mas para o mercado global. Esta foi uma vaga marcada por uma maior cautela nas decisões de aquisição, mas trouxe na mesma situações de destruição de valor para as empresas adquirentes (Alexandridis, Mavrovitis & Travlos, 2012).

É importante prever os próximos ciclos, no entanto esta previsão não é fácil. Segundo DePamphilis (2019), as empresas que realizam negócios no início dos ciclos tendem a ser mais produtivas e lucrativas do que as empresas que o fazem no final do ciclo. É difícil prever os próximos ciclos, de modo a se antecipar ao mercado. Prever a recuperação económica por vezes não é um estudo linear (DePamphilis, 2019).

2.4.2 Definição de fusões e aquisições

Ao longo dos anos foi sendo perceptível que, à medida que as empresas enfrentam desafios, analisam o seu ambiente externo e os recursos internos, várias considerações são feitas; considerações essas que podem passar pela análise de ajustes benéficos para a empresa, como aquisições ou fusões.

Importa assim distinguir fusão de aquisição. Fusão é uma estratégia em que duas ou mais empresas concordam em integrar as suas operações (Hitt, Ireland & Hoskisson, 2002). Outros autores (Ross, Westerfield & Jaffe, 1995) acrescentam ainda que as empresas geralmente têm uma dimensão equivalente e combinam mediante uma simples permuta de ações, dando assim origem a uma nova empresa (Camargos & Barbosa, 2010).

Já as aquisições passam por uma estratégia em que uma empresa compra parte ou a totalidade de uma outra empresa, tornando assim a empresa adquirida uma subsidiária (Hitt et al, 2002). Nesta estratégia não há a formação de uma nova empresa, mantendo a empresa compradora

a sua entidade. É comum que a estratégia de aquisições possa dar lugar a conflitos dentro das organizações. Higgins (2007) e Mujamena (2015) afirmam que “quando todas as outras alternativas fracassarem, pode ser necessário procurar um parceiro com os bolsos recheados.” Os autores reconhecem também que adquirir ou ser adquirido por outra empresa é uma solução drástica para os problemas de crescimento, mas acrescentam que é melhor tomar uma decisão desse tipo enquanto a empresa ainda está financeiramente equilibrada”.

2.4.3 Tipologia de fusões e aquisições

As fusões e aquisições podem-se subdividir em horizontais, verticais e conglomeradas. Outra forma de segmentar as F & A consiste em distinguir as F & A domésticas das transfronteiriças.

2.4.3.1 Fusão e aquisição horizontal

A união de uma empresa na mesma indústria é designada por fusão/aquisição horizontal. Quando acontece uma fusão/aquisição horizontal existe uma exploração de sinergias e um aumento do poder de mercado. Hitt et al. (2002) referem ainda que existem pesquisas que sugerem que estas aquisições apresentam melhores resultados quando as empresas (comprada e compradora) têm características semelhantes, como a estratégia, estilos de administração e padrão de alocação de recursos. Nesses casos a aquisição tende a ter melhores resultados e a ser uma transação com menor impacto. A empresa compradora tende a integrar os ativos da empresa comprada e naturalmente haverá sempre uma análise do excedente de recursos (Hitt et al., 2002).

O uso desta estratégia é justificado pela teoria da maximização de valor e a teoria da gestão. A teoria de maximização do valor, segundo Ferreira (2002) tem como objetivo a criação de valor/riqueza e justifica-se por uma eficiência e eficácia na produção e na distribuição, um aumento do poder de mercado por expectativas de crescimento e uma reconfiguração, racionalização, melhoria das competências fundamentais e dos recursos. As F & A horizontais tendem a reduzir o número de empresas e a concentrar o poder (Ferreira, 2012).

Uma fusão horizontal clássica foi realizada pela Daimler-Benz e a empresa Chrysler (Kumar, 2019). O autor refere ainda que o objetivo básico de uma F & A horizontal é o aumento de quota de mercado e a criação de economias de escala. Quando se dá a fusão de duas empresas que vendem os mesmos produtos na mesma zona geográfica, também é classificada como

fusão horizontal. Exemplo disso foi a fusão da empresa Arcelor com a empresa Mittal Steel, em 2006 na indústria metalúrgica (Kumar, 2019).

2.4.3.2 Fusão e aquisição vertical

As fusões/aquisições verticais acontecem quando uma empresa adquire uma outra empresa da mesma cadeia produtiva, podendo ser acima (montante) em direção ao fornecedor ou abaixo (jusante) em relação ao distribuidor (Camargos & Barbosa, 2010). Este tipo de F & A traz como objetivo a eliminação ou redução de custos de transação que ocorrerem na participação de mercado (Ferreira, 2012). Este tipo de estratégia resulta num aumento da concentração, dando por vezes lugar a monopólios por parte da empresa integrada num determinado estágio de produção (Ferreira, 2012).

Importa também destacar, como feito por Ferreira (2002), que empresas que optam pela F & A vertical procuram obter “economias de ordem tecnológica, a eliminação ou redução de custos de pesquisa, publicidade, comunicação, coordenação da produção, de cobrança e outros custos de transação, a melhoria no planeamento de inventários e de produção devido a fluxos de informação mais eficientes no seio de uma só entidade, a redução dos aspetos cíclicos ou sazonais e com incerteza na procura, o acesso assegurado aos mercados, a redução do perigo de falhas no mercado com influência na empresa e a maior proximidade dos verdadeiros clientes.” F & A a montante permitem assegurar o fornecimento de matéria prima, enquanto que as F & A a jusante permitem controlar a distribuição dos produtos.

Este tipo de integração é uma estratégia complexa que acarreta elevados custos e é arriscada por ser difícil de reverter. Esta estratégia irá provocar uma mudança nos custos de capital, nos custos operacionais, nos riscos envolvidos e na eficácia de coordenação (Ferreira, 2012).

O negócio feito por parte das empresas Time Warner, Turner Corporation e AOL-Time Warner é considerado uma aquisição vertical (Kumar, 2019). Nesta aquisição as empresas não competiam entre si. Este negócio também é um caso de estudo por ser um caso de insucesso, marcado pela falha estratégica da Time Warner (Wade, 2010) ao não antecipar que o aparente monopólio da AOL não era sustentável e a empresa não era assim tão valiosa, perante o aparecimento de concorrentes como a Yahoo e a Google.

2.4.3.3 Conglomerados

A fusão ou aquisição pode ainda ser classificada como conglomerado quando envolve empresas de ramos diferentes, ou seja, que não operam em ramos relacionados. O principal objetivo é a diversificação do investimento e redução do risco (Camargos & Barbosa, 2010). Algumas vantagens são a flexibilidade, a versatilidade, a segurança, e o aproveitamento da oportunidade (Ferreira, 2002). A oportunidade de crescimento passa por comprar empresas em mercados nos quais se espera um bom desempenho e uma alta rentabilidade, e por vender empresas em setores menos lucrativos. O nível concorrencial não se torna um problema uma vez que as empresas dificilmente obtêm posições dominantes nos diversos mercados em que operam. Através da diversificação as empresas alcançam uma diversificação de risco elevada (Ferreira, 2002).

Kumar (2019) dá como exemplo de uma aquisição conglomerada o negócio feito pela Philip Morris, empresa tabaqueira, ao adquirir a empresa General Food em 1985 por 5,6 milhares de milhões de dólares. O motivo principal era a obtenção de sinergias financeiras.

2.4.3.4 Fusão e aquisição doméstica e transfronteiriça

As F & A podem ser classificadas como domésticas e transfronteiriças ou internacionais. Num processo de F & A doméstica existe o envolvimento de empresas nacionais enquanto que nas F & A transfronteiriças há o envolvimento de empresas com sede noutros países, ou seja, envolve o investimento direto estrangeiro (Marion Filho & Knorst, 2009). Os investidores consideram que investir no estrangeiro através de uma multinacional que também opera no seu país de origem é menos arriscado e menos complicado.

Na perspetiva da globalização e no desenvolvimento de uma estratégia empresarial as F & A transfronteiriças aparecem como uma solução sobretudo quando estão envolvidas grandes empresas e elevados recursos financeiros (Silva, Mota, Queirós & Pereira, 2013). As F & A transfronteiriças permitem alcançar com maior celeridade uma carteira de ativos locais, suporte logístico, conhecimento de mercado e reconhecimento de marca essencialmente para fortalecer a sua posição competitiva na economia global. Outro objetivo pode ser a obtenção de economias de escala, o que é relevante para qualquer tipo de expansão. A própria sobrevivência é por vezes o principal incentivo estratégico para a realização deste tipo de processos (Silva et al. 2013).

2.4.3.5 Fusão e aquisição amigável e hostil

Os processos de F & A podem ser considerados amigáveis ou hostis. Num processo amigável existe um consentimento por parte da empresa alvo e posteriormente existe uma negociação entre as empresas envolvidas onde será negociado todo o processo (Krishnamurti & Vishwanath, 2008).

Uma aquisição torna-se hostil quando a empresa adquirente faz uma oferta à empresa alvo sem uma negociação prévia (Shleifer, Vishny & Morck, 1987) e sem a aceitação do conselho de administração da empresa alvo. Após a rejeição da proposta de compra das ações, os acionistas ou administradores da empresa alvo, de modo geral, lançam técnicas defensivas contra a oferta. Este tipo de negócios acontece normalmente em empresas cotadas em bolsa.

Alguns autores estudam as F & A amigáveis e hostis para tentarem perceber se existe alguma diferença na *performance* das empresas após o processo. Gregoriou e Renneboog (1990) concluíram no seu estudo que não é possível afirmar que a *performance* das F & A hostis é mais elevada que a das F & A amigáveis.

A aquisição da empresa Mannesmann pela Vodafone em 1996 foi considerada uma aquisição hostil. A primeira proposta feita pela Vodafone AirTouch foi rejeitada, existindo posteriormente ações defensivas por parte da empresa Mannesmann. Na época foi um caso mediático com a intervenção do estado alemão. Em 1999 a oferta é aceite pelos acionistas da empresa Mannesmann após um aumento da oferta por parte da Vodafone AirTouch (Minadeo, 2017).

2.4.4 Motivos para as fusões e aquisições

A questão que se coloca é: Quais os motivos que levam as organizações a optarem pelas F & A? A seguir estão listados os principais motivos bem como uma breve explicação:

O aumento do poder de mercado é um dos motivos mais frequentes das F & A. Muitas das F & A são motivadas pela necessidade de crescimento. A fusão ou aquisição de uma outra empresa permite à empresa adquirente crescer mais rapidamente. Será uma opção para se conseguir entrar em mercados específicos sem ter os custos e o *know-how* inicial (Cameron & Green (2009). Segundo Ferreira (2002) as F & A das empresas podem representar um aumento das vendas quer por aumento dos preços (retaliação/poder de negociação mais fortes), quer por maiores quantidades vendidas. Este crescimento pode também ser

representado por aumento da linha dos produtos vendidos e por expansão geográfica (Ferreira 2012).

Nos estudos empíricos a obtenção de sinergias é um dos motivos mais mencionados. A sinergia acontece quando o potencial de duas empresas juntas é maior do que o potencial de cada uma separada, ou seja, o todo é maior do que a soma das partes. Quando esta sinergia acontece, geralmente espera-se um crescimento das receitas através de um novo produto ou serviço; uma redução de custos através de economias de escala; sinergias financeiras tais como redução de custos de capital; ou uma gestão mais competente e clara.

Muitas F & A são motivadas pela crença que a empresa a ser adquirida terá maior agilidade financeira e melhor capacidade de gestão podendo assim gerir os ativos e os funcionários com mais sucesso a longo prazo. As F & A podem ainda ser bastante vantajosas para aumentos nas áreas de investigação e na rede de distribuição (Cameron & Green, 2009).

Outra motivação para as F & A é o desejo de diversificação. A diversificação ocorre quando existem as F & A de empresas que operam em ramos de negócio distintos. Será uma vantagem na medida que empresas que operam em mercados com um crescimento mais lento, adquirem a possibilidade de vender os seus produtos ou serviços em novos mercados onde a rentabilidade poderá ser mais elevada. Empresas obtêm taxas de crescimento mais elevadas através da aquisição de novos produtos, vendendo em mercados que já dominam e menos arriscados (DePamphilis, 2018).

Algumas F & A surgem como medida defensiva. Estas F & A ocorrem em resposta a outras F & A que se realizaram no mercado. Têm como objetivo melhorar o seu posicionamento em relação à concorrência. No entanto, pode ser interpretado pelos colaboradores como uma consequência de *performances* abaixo do esperado (Cameron & Green, 2009).

Outro motivo para as F & A são os benefícios fiscais que podem advir deste tipo de negócios. Ferreira (2002) refere que as F & A podem ser motivadas pela oportunidade de diminuição de impostos, nomeadamente quando uma das empresas acumula prejuízo ou por via do endividamento. De acordo com Meier e Smith (2020), fusões e aquisições transfronteiriças através de paraísos fiscais evitam o pagamento de impostos de 29,7 mil milhões de dólares anualmente enquanto que o volume de aquisições transfronteiriças sem passar por paraísos fiscais ascende aos 34 mil milhões de dólares.

2.4.5 Principais efeitos das fusões e aquisições

Independentemente de qual o motivo para uma F & A este processo não poderá ser visto como uma estratégia simples e de rápido crescimento, mas sim como um processo complexo que inclui desafios e dificuldades a serem ultrapassadas.

Debruçando mais na parte das aquisições, Serra, Ferreira, Torres e Torres (2010) realçam várias desvantagens relacionadas com a integração das culturas das duas organizações e estilos de gestão: dificuldade da realização de sinergias e obtenção de economias de escala, resistências internas da empresa adquirida e ainda a possibilidade de perdas de trabalhadores. Estas desvantagens das F & A estão expostas na Figura 2.1



Figura 2.1 Desvantagens das F & A

Fonte: Elaboração própria a partir de Serra et al. (2010)

Uma má avaliação da empresa adquirida poderá provocar o fracasso do processo de aquisição, ou seja, os custos ultrapassarão os benefícios do negócio. Assim, os acionistas das empresas adquirentes estarão perante a destruição de valor e perante uma *performance* inferior à das empresas concorrentes que não optaram por aquisições (Akbulut, 2013). É tarefa chave do executivo analisar as características da transação, como o tipo de financiamento a ser usado e as consequências fiscais. Uma dívida extraordinária proveniente da contração de empréstimo pode provocar um aumento da probabilidade de insolvência ou até deixar a empresa num patamar desfavorável.

Como mencionado anteriormente, as sinergias são um dos motivos para a realização dos processos de F & A. Assim sendo, a incapacidade de gerar sinergias é apresentada como desvantagem, uma vez que poderá trazer elevados custos ou então a não realização das sinergias. Com frequência, estas sinergias não são obtidas como verificado por Agarwal, Kwan e Paul (2018) e Kumaraswamy, Ebrahim e Nasser (2019).

A dimensão da empresa após a aquisição é um ponto fulcral a ser analisado, uma vez que os custos adicionais podem exceder os benefícios das economias de escala e do maior poder de mercado. Em empresas maiores a rigidez e a burocracia tendem a ser mais notórios. Humphery-Jenner e Powell (2014) verificaram que as empresas adquirentes de maior dimensão eram as que tinham pior *performance*.

No que diz respeito às dificuldades de integração, tanto a empresa adquirida como a adquirente possuem duas culturas distintas, essa dificuldade advém de unir as duas culturas organizacionais, incorporar ou ligar dois sistemas financeiros e de controle, ajustar as estratégias e conseguir adaptar e integrar todos os trabalhadores de forma eficiente. Por vezes num processo de aquisição poderá existir a perda de funcionários chave ou ainda a eliminação de departamentos, dando assim início a um processo de *downsizing*.

2.4.5.1 Downsizing após fusões e aquisições

Os processos de reestruturação organizacional, nomeadamente as F & A, trazem desafios de gerir e integrar vários processos, recursos financeiros, recursos operacionais e até recursos humanos. Bebenroth (2015) afirma que é evidente a redução do número de trabalhadores após um processo de aquisição. Acrescenta ainda que os processos de *downsizing* são mais notórios após um processo de aquisição transfronteiriço do que doméstico. Isto poderá estar relacionado com os custos mais elevados em processos de aquisição transfronteiriços.

Importa então analisar o que é um processo de *downsizing*. Etimologicamente entende-se por *downsizing* uma redução de dimensão. De acordo com Gandolfi (2008) não existe uma simples definição de *downsizing*, no entanto é evidente que *downsizing* significa uma redução de mão-de-obra. A redução de mão-de-obra pode ser manifestada de diversas formas: eliminação de funções, corte de níveis hierárquicos, redução de horas de trabalho, congelamento de contratações ou ainda eliminação de unidades de negócio. Cascio (1993) afirma que o *downsizing* é a redução de colaboradores ou postos de trabalho. Na sua essência representa a redução do tamanho da empresa em relação ao número de trabalhadores. Cameron (1994) define *downsizing* como um conjunto de atividades levadas a cabo pela

gestão de uma organização com vista a melhorar a eficiência organizacional, a produtividade e/ou competitividade. No seu mais amplo sentido, o *downsizing* pode ser visto como uma transformação estratégica destinada a mudar o design de uma organização, os seus processos de trabalho, cultura corporativa, valores e atitudes, e missão (De Vries & Balazs, 1997; Gandolfi, 2009).

O autor Cascio (2010) explica que empresas por todo o mundo implementam o *downsizing* com o objetivo de adquirir benefícios económicos. A causa mais clássica e mais óbvia é a redução de custos como resposta a vários tipos de crises e fatores externos sobre os quais os gestores têm pouco ou nenhum controlo (Gandolfi & Hansson, 2011). Alguns autores citam várias causas possíveis que incluem mercados globais competitivos (Mirabal & DeYoung, 2005), pressão dos concorrentes (Luthans & Sommer, 1999), condições da indústria desadequadas (Espahbodi et al., 2000) ou perdas de quota de mercado (Hedberg, Nystrom, & Starbuck, 1976).

O *downsizing* pode também ser consequência da estratégia interna da empresa. Ryan e Macky (1998) distinguem a estratégia de *downsizing* entre uma estratégia reativa ou pró-ativa. Antes do final dos anos 80 verificava-se com maior frequência uma estratégia reativa por parte das empresas, como forma de combater a desaceleração da economia evitando a falência da organização. A estratégia pró-ativa procura alcançar uma infinidade de situações, tais como: ajustar o número de funcionários, gerir de modo eficiente os ciclos previsíveis de negócios, mudanças de estratégias, processos de fusões e aquisições de forma a obter uma vantagem competitiva nos mercados.

Relacionando os motivos do *downsizing* com as F & A, O'Shaughnessy e Flanagan (1998) afirmam que um motivo para existir redução de trabalhadores após um processo de F & A está relacionado com as sinergias, ou seja, a resistência por parte dos trabalhadores influencia negativamente a criação de sinergias. As F & A podem ter um impacto nefasto nos trabalhadores, sendo um processo propício a criar pressão, hostilidade e insatisfação. Outra razão para o *downsizing* está relacionada com o aumento da riqueza dos acionistas, na medida em que os acionistas exigem aos gestores a implementação de processos de *downsizing* como uma medida de aumento de *performance*. O *downsizing* poderá ser uma solução planeada antes da conclusão do processo de F & A, quando a empresa adquirida já apresenta uma *performance* não satisfatória para os gestores da empresa adquirente. Quando os processos de F & A são financiados com recurso a dívida podemos estar perante uma

situação que incentiva o *downsizing*, ou seja, a empresa terá uma maior necessidade de reduzir os seus custos (O'Shaughnessy & Flanagan, 1998).

Uma outra teoria que estabelece uma relação entre o *downsizing* com as F & A é a *resource-based view*, ou seja, os gestores necessitam de reorganizar toda a estrutura empresarial para manter a sua vantagem competitiva e para isso recorrem por vezes ao *downsizing* para permitir uma redução mais imediata dos custos (Graebner, Heimeriks, Huy & Vaara, 2017).

Gandolfi (2009) define 3 categorias de pessoas que sofrem um impacto direto nos processos de *downsizing*: as vítimas, os sobreviventes e os gestores. Para uma maior compreensão importa definir estes 3 elementos: O autor refere que os gestores são os responsáveis por executar e instruir o *downsizing*, a vítima é a pessoa que perde involuntariamente o seu emprego enquanto que o sobrevivente é o funcionário que permanece na empresa após os despedimentos involuntários. Mekaoui (2020) afirma que tanto as vítimas como os sobreviventes sentiram efeitos após um processo de *downsizing* sucedido de um processo de F & A. As vítimas terão que iniciar a procura de um novo emprego. Os sobreviventes terão um papel fundamental na reorganização da empresa e no sucesso do processo de fusão ou aquisição.

Segundo Mekaoui (2020) quando existe F & A e os acionistas exercem pressão para uma gestão mais eficiente e a redução de custos desnecessária, é praticamente inevitável que haja repercussões nos colaboradores. Como prova disso e segundo Budros (1999) a consequência da maior onda de F & A dos EUA foi a eliminação de postos de trabalho através de processos de *downsizing*. Estudos que o próprio autor realizou nos EUA demonstram que as F & A têm um impacto de aproximadamente 10% no *downsizing*.

2.4.5.2 Influência da regulação nas fusões e aquisições

Os governos podem facilitar os processos de F & A por meio de legislação, apoios e outros meios que permitam criar condições mais apelativas. Por outro lado, os governos podem impedir ou dificultar os processos de F & A através de leis da concorrência. A livre concorrência assegura preços mais baixos e produtos com maior qualidade, diversificação e inovação, aumentando assim o bem-estar do consumidor e desenvolvimento económico (Rodrigues, Perobelli & Vasconcelos, 2015).

O controlo de concentrações surge através de agências de defesa da concorrência, e existe hoje em todos os países desenvolvidos (Mateus, 2016). Estas agências impedem o

surgimento de monopólios ou empresas dominantes que detêm o poder de mercado (Rodrigues, Perobelli & Vasconcelos, 2015).

Na União Europeia está estabelecido, do ponto de vista legal, que as operações de F & A podem ser evitadas caso resultem numa redução significativa da concorrência. Existe um enfraquecimento da concorrência quando as F & A resultarem num reforço do poder de mercado ou num aumento da concentração do mercado. Nesse sentido os processos de F & A têm que ser apreciados e não podem ser concluídos antes da obtenção de uma autorização¹.

Em Portugal existe a Autoridade de Concorrência que possui como missão “fazer cumprir as regras da concorrência e de promover uma cultura de concorrência”². Em relação às F & A cabe à Autoridade de Concorrência fazer análises aprofundadas e verificar que não há indícios sérios que causem problemas concorrenciais. Essa análise envolve uma comparação da situação concorrencial após concentração em relação à situação antes da concentração.

Os autores Correa e Aguiar (2002) relatam um caso muito controverso ocorrido em 1999 no Brasil. Existiu a proposta da fusão entre a empresa Cervejaria Brahma e a empresa Antarctica, dando origem à empresa brasileira AmBev. AmBev tornou-se a quinta maior empresa da indústria de bebidas a nível mundial. Brahma e Antarctica eram consideradas as duas maiores empresas da indústria da cerveja no mercado brasileiro ao possuírem uma quota de mercado de aproximadamente 75% das vendas nacionais de cerveja. Estas empresas possuíam ainda um peso bastante significativo na indústria dos refrigerantes. As empresas alegavam que a fusão iria gerar maior eficiência principalmente na redução de custos e uma maior capacidade de competir no mercado internacional.

O Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência, ao analisar a fusão considerou que a transação no mercado da cerveja teria um impacto negativo sobre a concorrência e o bem-estar do consumidor, uma vez que a empresa AmBev teria a capacidade de provocar um aumento no preço da cerveja.

Após um longo período de negociações e ajustes a defesa da concorrência considerou que o processo de fusão podia ser realizado.

¹ <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/pt/sheet/82/a-politica-de-concorrenca>

² http://www.concorrenca.pt/vPT/A_AdC/Missao_e_atribuicoes/Paginas/missao-e-atribuicoes.aspx

2.4.6 Evolução das operações de fusões e aquisições

Prossegue-se com um olhar às maiores transações de fusões e aquisições³ a nível mundial e nacional. Em 1999 a Vodafone AirTouch PLC adquiriu a Mannesmann AG, negócio que continua a receber a atenção da literatura, como Kumar (2019), e se mantém até hoje como a maior fusão ou aquisição, como ilustrado na Tabela 2.1. Depois do encerramento do acordo, a Vodafone AirTouch PLC tornou-se a quarta maior empresa do mundo em termos de valor de mercado, estando à sua frente empresas como a Microsoft, GE e Cisco. A aquisição criou o maior operador de telemóveis do mundo com clientes oriundos da Grã-Bretanha, Estados Unidos, Alemanha, Itália, França, e outros mercados. Como resultado do negócio, a empresa tinha participações de controlo em dez mercados europeus, resultando assim na mais extensa cobertura sem fios no mercado europeu. Deste negócio ficam também salientes os desafios inerentes que passaram pela dificuldade de integração da cultura e das competências de uma empresa na outra (Kumar, 2019).

Tabela 2.1 Maiores aquisições a nível mundial, adaptado de dados do IMAA

| Ranking | Ano | Adquirente | Empresa-Alvo | Valor em milhares de milhão de euros |
|---------|------|--------------------------------|------------------------|--------------------------------------|
| 1 | 1999 | Vodafone AirTouch PLC | Mannesmann AG | 204,70 |
| 2 | 2000 | America Online Inc | Time Warner | 160,70 |
| 3 | 2013 | Verizon Communications Inc | Verizon Wireless Inc | 100,50 |
| 4 | 2015 | Anheuser-Busch Inbev SA/NV | SABMiller PLC | 92,30 |
| 5 | 1999 | Pfizer Inc | Warner-Lambert Co | 85,30 |
| 6 | 2016 | AT&T Inc | Time Warner Inc | 72,90 |
| 7 | 2017 | Walt Disney Co | 21st Century Fox Inc | 72,50 |
| 8 | 2007 | RFS Holdings BV | ABN-AMRO Holding NV | 71,30 |
| 9 | 2019 | Bristol-Myers Squibb Co | Celgene Corp | 69,70 |
| 10 | 2007 | Altria shareholders (spin-off) | Philip Morris Intl Inc | 68,10 |

Fonte: Adaptado de dados do IMAA.

No decorrer dos dias de hoje a indústria farmacêutica está em foco, assim a análise da maior aquisição dessa indústria será pertinente. Kumar (2012) realça que a aquisição da empresa Warner-Lambert Co por parte da Pfizer Inc foi a maior aquisição hostil da história da indústria farmacêutica. Em 1999 foi anunciado pela Warner-Lambert Co e AHP a intenção de iniciar um processo de fusão que iria criar a maior empresa farmacêutica a nível mundial. Dias depois a Pfizer Inc reagiu anunciando uma proposta de aquisição da Warner-Lambert

³ <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

Co por 85,30 milhares de milhões de euros de forma a impedir a fusão das empresas Warner-Lambert Co e AHP. Com a realização deste negócio a Pfizer Inc ganhou assim novas linhas de produtos assegurando um rápido crescimento num portfólio extenso de medicamentos, onde se esperava a criação de sinergias. A empresa esperava uma redução de custos com a produção, vendas, custos de pesquisa e desenvolvimento e custos suportados com a administração.

Numa análise mais genérica a nível mundial e ao Gráfico 2-1, denota-se que as transações de F & A assinalaram um aumento significativo nos anos 2007, 2015 e 2017 em relação aos anos anteriores, apresentando um número de transações de 47455, 48052 e de 53302 respetivamente. No que diz respeito ao valor monetário transitado, este foi de 3571 milhares de milhões de euros em 2007 e de 4297 milhares de milhões de euros de euros em 2015. Em 2017, embora o número de transações tenha sido o mais alto dos últimos 20 anos, o valor total de transações foi de 3340 milhares de milhões de euros, decrescendo cerca de 22% em relação a 2015. Essa tendência decrescente verifica-se até o ano de 2020, tanto para os valores transacionados como para o número de transações realizadas.

No relatório de tendências de F & A anual, a empresa Deloitte (2015) realça que a partir de 2013 registou-se um período de aumento dos processos de F & A bem como do valor transacionado, observável no Gráfico 2-1. Este aumento era explicado por um conjunto de fatores que envolve situações financeiras mais estáveis onde as empresas começaram a apresentar maior poder financeiro e acesso a capital quer através de títulos de dívida ou ações. Além disso, as taxas de juro permaneciam baixas, permitindo às empresas contrair empréstimos para financiar negócios futuros. A confiança dos investidores estava a aumentar, levando os mercados de ações a registar valores mais elevados comparativamente com os anos anteriores. Muitas empresas estavam a obter resultados dos efeitos estratégicos postos em prática nos anos anteriores, nomeadamente a redução de custos.

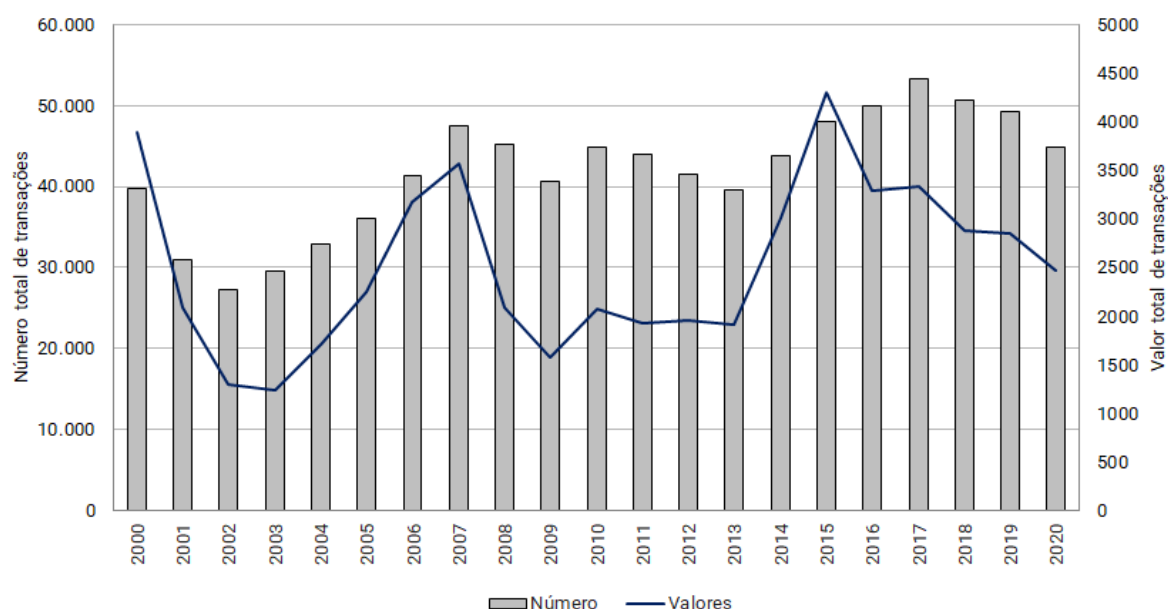


Gráfico 2-1 Evolução de F & A a nível mundial (2000 a 2020). Número de transações e valores total de transações em milhares de milhão de euro

Fonte: Adaptado de dados do IMAA.

As empresas do mercado europeu são responsáveis por quatro dos maiores negócios a nível mundial como demonstrado na Tabela 2.2

Tabela 2.2 Maiores aquisições a nível europeu

| Ranking | Ano | Adquirente | Empresa-Alvo | Valor em milhares de milhão de euros |
|---------|------|--------------------------------|------------------------------|--------------------------------------|
| 1 | 1999 | Vodafone AirTouch PLC | Mannesmann AG | 204,79 |
| 2 | 2015 | Anheuser-Busch Inbev SA/NV | SABMiller PLC | 91,93 |
| 3 | 2000 | Glaxo Wellcome PLC | SmithKline Beecham PLC | 74,9 |
| 4 | 2007 | RFS Holdings BV | ABN-AMRO Holding NV | 71,3 |
| 5 | 2007 | Altria shareholders (spin-off) | Philip Morris Intl Inc | 68,08 |
| 6 | 2015 | Royal Dutch Shell PLC | BG Group PLC | 64,4 |
| 7 | 2004 | Royal Dutch Petroleum Co | Shell Transport & Trading Co | 58,49 |
| 8 | 1999 | Vodafone Group PLC | AirTouch Communications Inc | 51,65 |
| 9 | 2004 | Sanofi-Synthelabo SA | Aventis SA | 49,99 |
| 10 | 2006 | Gaz de France SA | Suez SA | 44,64 |

Fonte: Adaptado de dados do IMAA.

Em 2000 surge a fusão horizontal da empresa SmithKline Beecham PLC por parte da empresa Glaxo Wellcome PLC dando origem à empresa GlaxoSmithKline, operadora na indústria farmacêutica. Kumar (2019) refere que os principais fatores nas F & A na indústria farmacêutica são o aumento de economias de escala, quota de mercado, expansão geográfica

e melhoria das competências tecnológicas. O custo elevado no desenvolvimento de uma nova fórmula química obriga as empresas farmacêuticas a se reestruturarem, surgindo assim os processos de F & A. O autor afirma ainda que todas as grandes empresas da indústria farmacêutica cresceram por processos de F & A. A fusão da empresa GlaxoSmithKline Beecham criou a maior empresa na indústria farmacêutica tornando-se a terceira maior empresa no mundo. Este negócio resultou na criação de economias de escala, portfólios complementares, criação de sinergias operacionais e redução de custos. A nova empresa atingiu uma quota de mercado de 7,3% e apresentava um orçamento para custos de investigação e desenvolvimento de 4 milhares de milhões de dólares, sendo o mais alto da indústria (Kumar, 2019).

Numa análise mais global a nível europeu verificou-se um aumento do número de transações de F & A em relação aos anos anteriores nos anos de 2007 e 2015, onde se ascendeu a 18938 transações em 2007 e 17860 transações em 2015. Os maiores aumentos aconteceram entre 2005 e 2006 com um aumento de 22% e entre 2014 e 2015 com um aumento de 10% no número de transações. No que diz respeito ao valor monetário transacionado, no Gráfico 2-2 é evidente o aumento no ano de 2007 em que o valor é de 2482 milhares de milhões de euros. Após 2007 o valor diminui significativamente, existindo um novo aumento mais acentuado em 2014. Este aumento representa cerca de 86% em relação a 2013. A tendência dos valores transacionados mantém-se estável até 2020, no entanto denota-se um decréscimo entre 2019 e 2020 de 17% no número de transações realizadas.

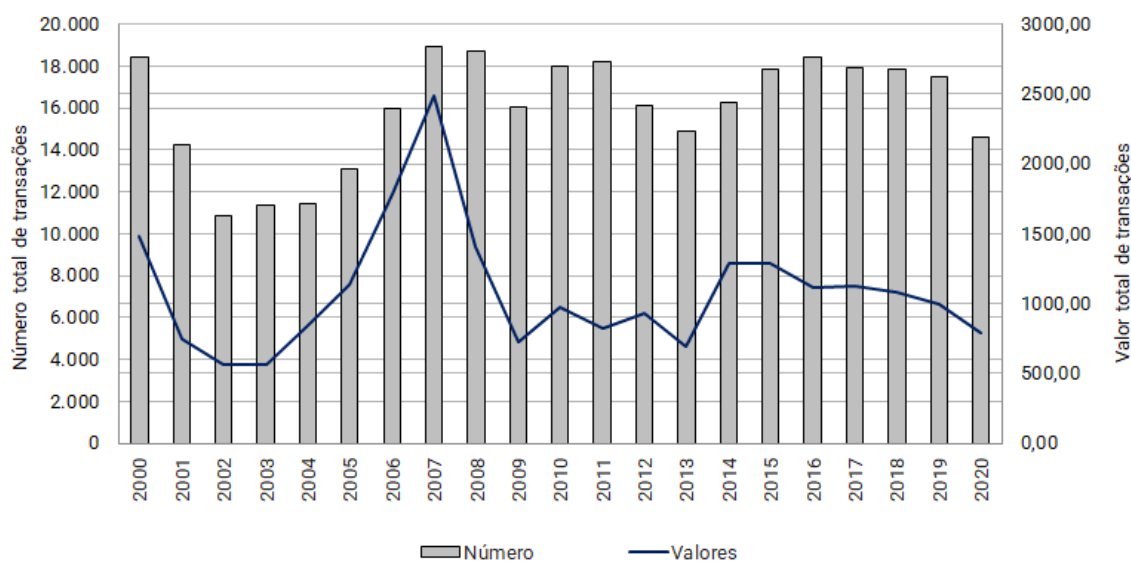


Gráfico 2-2 Evolução de F & A a nível europeu (2000 a 2020). Número de transações e valores total de transações em milhares de milhão em euros

Fonte: Adaptado de dados do IMAA.

Na Tabela 2.3 apresentam-se alguns dos negócios com maior valor conhecido envolvendo empresas portuguesas.

Tabela 2.3 Negócios incluindo empresas sediadas em Portugal

| No. | Adquirente | País | Empresa-Alvo | País | Valor em milhares de milhão de euros | Data de conclusão |
|-----|------------------|----------|---------------------------|----------|--------------------------------------|-------------------|
| 1 | Portugal Telecom | Portugal | Vivo | Brasil | 8,61 | 31/01/2001 |
| 2 | Altice Portugal | Portugal | PT Portugal | Portugal | 7,40 | 02/06/2015 |
| 3 | Portugal Telecom | Portugal | Telesp | Brasil | 4,57 | 04/08/1998 |
| 4 | Portugal Telecom | Portugal | Oi | Brasil | 4,53 | 05/05/2014 |
| 5 | BCP | Portugal | Banco Pinto & Sotto Mayor | Portugal | 3,83 | 19/06/2000 |
| 6 | Vinci | França | ANA Aeroportos | Portugal | 3,08 | 17/09/2013 |

Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos da base de dados *Zephyr*

Uma aquisição impactante no mercado Português foi a aquisição da Portugal Telecom pela Altice Portugal. Este negócio completou-se em 2015. A Altice Portugal é uma subsidiária da Altice Europa e opera no setor das telecomunicações e multimédia.

Além dos negócios consumados apresentados na Tabela 2.3, existiram também ofertas públicas de aquisição que não viriam a tornar-se em negócios consumados.

A oferta pública de aquisição da Sonaecom à Portugal Telecom, cujo valor ascendia a 11 mil milhões de euros, pouco antes de rebentar a crise do *subprime*, poderia ter sido um dos negócios mais marcantes do tecido empresarial português. Numa tentativa de negócio mais recente, mas com valores semelhantes, a China Three Gorges apresentou uma Oferta Pública de Aquisição (OPA⁴) à EDP que avaliava a empresa em 11,9 mil milhões de euros.

2.5 Avaliação do desempenho da empresa

Após a implementação de qualquer tipo de estratégia na organização será conveniente a sua avaliação para perceber quais os impactos criados. A avaliação de desempenho financeiro tem por base informações contabilísticas provenientes de demonstrações financeiras, como

⁴ <https://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/fsd492459.pdf>

o balanço, demonstração de resultados e demonstração de fluxos de caixa. A partir deste conjunto de demonstrações financeiras é possível o cálculo de diversos indicadores e uma análise mais precisa do desempenho financeiro da organização (Teixeira & Amaro, 2013).

Na literatura são mencionadas várias formas de mensurar a *performance* da empresa após um processo de F & A. Singh e Mogla (2008) e Rashid e Naeem (2016) usam nos seus estudos 3 vertentes para medir a *performance* das empresas: rentabilidade, posição de alavancagem e liquidez. Uma outra abordagem passa pelas medidas de *cash flow* antes dos impostos, amortizações e depreciações, medida essa usada nos estudos feitos por Cioli, Giannozzi, Ippoliti e Roggi (2020) e Sharma e Ho (2002).

2.5.1 Medição da *performance* através de rácios

Partindo da abordagem dos estudos feitos por Pervan, Višić e Barnjak (2015) e de Rashid e Naeem (2016), para medir a rentabilidade serão utilizados os rácios ROA – Rendibilidade do Ativo e ROE – Rendibilidade do capital próprio. O ROA mede a capacidade da empresa em gerar lucros através dos seus ativos, ou seja, o ROA mede a eficiência de uma empresa em alocar e gerir os seus recursos (Higgins, 2007). Higgins (2007) afirma que o ROE é a medida mais popular de desempenho financeiro e mede o quanto cada moeda rende, ou seja, mede a capacidade da empresa em gerar lucro com os seus próprios recursos. Quanto maior o valor do ROA e ROE, maior a capacidade da empresa em gerar lucros.

Para medir a posição de alavancagem será utilizado o rácio de CJ - Cobertura de Juro. Este rácio mede a capacidade da empresa em corresponder às suas obrigações de dívida, nomeadamente a de fazer pagamentos de juros contratuais. Quanto mais alto o valor deste índice, maior capacidade de cobertura de juros a empresa apresenta.

No que respeita à liquidez tem-se o RL - Rácio de Liquidez que mede a capacidade da empresa em satisfazer os seus compromissos de curto prazo, ou seja, em que medida os ativos correntes cobrem os passivos de curto prazo. Um valor superior a 1 significa uma situação de desafogo da empresa, em termos de cobertura dos seus compromissos de curto prazo. Um valor muito elevado poderá significar excesso de liquidez face aos seus compromissos (Gonçalves, Santos, Rodrigo e Fernandes 2013).

No que refere a medidas de *cash flow* será usada a MEBITDA – margem *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) e a MEBIT - margem EBIT. A margem EBITDA permite isolar os efeitos das depreciações e as atividades não operacionais (juros e despesas financeiras) que poderão ser distintas consoante a localização da empresa.

Este rácio mede a capacidade operacional da empresa em gerar recursos com as suas atividades operacionais, ou seja, mede a margem de lucro da empresa e quanto maior for este valor melhor. Quando a margem EBITDA é baixa significa que a diferença entre as receitas e o EBITDA é grande. Este rácio permite aos analistas comparar empresas de diferentes magnitudes. Muito semelhante apresenta-se o indicador margem EBIT que compreende os custos de depreciação e amortização. Este indicador mede o desempenho da empresa levando em consideração a receita líquida, uma vez que nos cálculos já estão deduzidos os impostos.

Os indicadores de *performance* financeira da empresa são:

- $ROA = \frac{\text{Resultado antes de impostos}}{\text{Ativo Total}}$
- $ROE = \frac{\text{Resultado antes de impostos}}{\text{Capital Próprio}}$
- $CJ = \frac{EBIT}{\text{Juros Pagos}}$
- $RL = \frac{\text{Ativo corrente}}{\text{Passivo corrente}}$

Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos da base de dados *Orbis*⁵

Os indicadores de *performance* operacional das empresas são:

- $MEBITDA = \frac{EBITDA}{\text{Vendas e serviços}}$
- $MEBIT = \frac{EBIT}{\text{Vendas e serviços}}$

Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos da base de dados *Orbis*⁵

A escolha de diversos rácios assenta no facto de se pretender uma diversificação na análise e solucionar limitações que se poderá encontrar quando o número de rácios é reduzido.

Através dos rácios mencionados anteriormente, adaptados da base de dados *Orbis*, será possível avaliar o desempenho financeiro e operacional das empresas antes e após a realização do processo de aquisição.

⁵ <https://www2.bib.uni-mannheim.de/fileadmin/ub/pdf/Fachref/BWL/OrbisInternetUserGuide.pdf>

2.5.2 *Performance* pós-fusão e aquisição

As conclusões dos estudos empíricos são dispersas quando se analisa as alterações no desempenho operacional após a aquisição da empresa. Os estudos existentes podem ser divididos por 3 grupos: Estudos que reportam melhorias significativas na *performance* após o processo de aquisição; estudos que reportam uma deterioração da *performance* e ainda estudos que reportam um impacto insignificante.

Começando pelos estudos que apontam para melhorias significativas na *performance* após o processo de aquisição, Healy, Palepu e Ruback (1992) avaliaram o desempenho das 50 maiores aquisições dos EUA entre 1979 e 1984. Este estudo analisou o desempenho do fluxo de caixa das empresas adquirentes e alvo até 5 anos após o processo de aquisição. Os autores explicam que a amostra contém apenas 50 empresas para que a mesma não seja demasiado grande, sendo assim mais fácil a recolha de dados. No entanto referem vantagens ao escolherem os maiores processos de aquisições, em primeiro lugar caso haja ganhos económicos após o processo de fusão, esses ganhos são de fácil perceção. Apesar de serem apenas 50 empresas, estas empresas têm um peso representativo no valor transacionado no período em análise. Por fim referem que é menos provável que os compradores da amostra realizem outros processos igualmente grandes antes ou depois dos eventos, reduzindo assim a probabilidade de confundir os resultados em análise. Os autores revelam uma melhoria significativa no fluxo de caixa operacional, ou seja, existiu uma melhoria significativa na produtividade de ativos em relação às outras empresas. Também foi possível verificar uma relação positiva entre os aumentos posteriores nos fluxos de caixa operacional e os retornos anormais de ações nos anúncios dos processos. Este estudo teve uma relevância bastante significativa e foi citado por diversos autores, nomeadamente Ghosh (2001) como um estudo de grande importância quando se refere a *performance* operacional. Este estudo tem por base a construção de uma medida contabilística assente em retorno de *cash flow* operacional antes de impostos, dividido pelo valor de mercado dos ativos. Desta forma os autores consideram que se elimina o enviesamento causado pelo método de contabilização da F & A e do método de pagamento.

Também a apontar para melhorias significativas, Powell e Stark (2005) fizeram um estudo para 191 empresas do Reino Unido para o período de 1985-1993, usando como medida de *performance* o rácio de fluxo de caixa operacional. Esta investigação foi realizada com dados até 3 anos após a aquisição tendo sido comprovada uma melhoria significativa na *performance*.

Por sua vez, Pervan et al. (2015) estudaram o impacto das fusões e aquisições num conjunto de 116 empresas croatas para um período compreendido entre os anos de 2008 e 2011. Para a sua pesquisa os autores utilizaram a base de dados *Zephyr* e recorreram ainda à Croatian Financial Agency de onde retiraram os dados contabilísticos. Foi estudado 1 ano antes de aquisição e 1 ano após a aquisição. Os autores usaram o ROA, ROE e margem de lucro para medir a *performance* da amostra. Este estudo visa estudar a influência das atividades de F & A no desempenho das empresas de 4 perspetivas. Em primeiro lugar, comparou-se se os custos das empresas adquiridas são mais baixos após o processo de F & A. Em seguida o estudo foca-se na rentabilidade das empresas e compara o desempenho pré processo e o desempenho após processo e por último a análise realizada tenta estudar quais os investidores (nacionais ou estrangeiros) que efetuam a maior parte dos processos de F & A. Concluíram que os custos das empresas adquiridas não foram inferiores depois do processo de aquisição. Quanto à segunda e terceira perspetiva os autores reportaram que não existem diferenças estatisticamente significativas entre a rentabilidade das empresas antes e após o processo de aquisição. Por último concluíram que a maioria dos processos foi realizada por empresas nacionais.

Contrariamente aos estudos apresentados anteriormente, Martynova, Oosting e Renneboog (2007) observaram que a rentabilidade após F & A das empresas não é significativa. A amostra utilizada é composta por 155 processos de fusões e aquisições a nível europeu ocorridas entre 1997 e 2001. Esta amostra incluía 144 F & A amigáveis e 11 F & A hostis. Como medidores de *performance* foi utilizado o EBITDA e EBITDA corrigidos por alterações no fundo de maneo. Os autores concluem que não existe uma melhoria significativa da *performance* da empresa após o processo. Os investigadores justificam que o resultado deste estudo não suporta resultados de estudos anteriores uma vez que, neste estudo, foi utilizado uma medida de fluxo de caixa que inclui alterações no fundo de maneo. A análise dos determinantes do desempenho operacional pós-aquisição releva que nenhuma característica da F & A tais como os meios de pagamento, zona geográfica e a relação com a indústria tem um impacto significativo. No entanto concluiu-se uma diferença económica significativa no desempenho a longo prazo em processos de F & A amigáveis e hostis, assim como uma diferença na *performance* em processos de oferta pública e processos de F & A negociáveis.

Apontando para efeitos negativos, Clark e Ofek (1994) realizaram estudos para uma amostra composta por 38 aquisições de empresas em dificuldades financeiras. Este estudo teve como

objetivo perceber o impacto das aquisições como forma de reestruturação. A recolha dos dados compreendeu o período de 1981 a 1988 e foi usado o EBITDA como medidor de *performance*. Concluíram que a *performance* operacional decaiu nos 3 anos após o processo de aquisição. Como mencionado anteriormente, Ghosh (2001) analisou o estudo de Healy et al. (1992) e tentou fortalecer as evidências e os seus resultados, comparando as empresas da sua amostra de acordo com o desempenho e o tamanho para evitar que ocorressem vieses na análise. A amostra é composta por 315 empresas adquirentes e adquiridas no mercado norte-americano e compreende o período entre 1981 e 1995. O estudo analisa os dados contabilísticos 3 anos antes e 3 anos depois. O autor comprova que não há evidências que possam comprovar a melhoria da *performance*.

Grigorieva e Petrunina (2015) realizaram um estudo onde foi utilizada uma amostra de 80 processos de F & A entre os anos de 2003 a 2009. Este estudo tentou compreender se os processos de F & A criam valor para os acionistas a longo prazo num mercado emergente. Foi utilizado o EBITDA como indicador de fluxo de caixa para medir a *performance*. Para uma melhor abordagem do fluxo de caixa o EBITDA foi corrigido por alterações no fundo de maneo. Medidor idêntico foi utilizado no estudo de Martynova e Renneboog (2006) e Grigorieva e Petrunina (2015) realçam ainda que usam os valores contabilísticos e não os valores de mercado no seu estudo. A análise observou indicadores 2 anos antes e 2 anos após a F & A, excluindo o ano em que o processo foi realizado. Concluíram que existiu uma destruição da *performance* após os processos de F & A. Os autores afirmam ainda que os gestores devem concentrar a sua atenção na integração dos processos após F & A para obterem potenciais sinergias e criarem valor para os acionistas

A partir de empresas gregas cotadas em bolsa, Papadakis e Thanos (2010) realizaram um estudo onde a amostra consistia em 50 empresas. O estudo compreendeu apenas processos de aquisição entre os anos de 1997 e 2003. Compararam a *performance* das empresas nos 2 anos antes da aquisição e nos 2 anos após. Os autores usaram 3 critérios alternativos para medir a *performance* da amostra: ROA, indicadores baseados no valor de mercado (retornos anormais acumulados das ações) e avaliações dos gestores relativamente aos objetivos estabelecidos antes do processo de aquisição. Concluíram que não existiu uma melhoria na *performance* após os processos de aquisição. 50% da amostra não obtiveram valores do ROA melhores depois da aquisição, relativamente aos retornos anormais acumulados das ações e 52% dos casos estudados reportam uma *performance* negativa. Em relação à avaliação da opinião dos gestores de topo, 60% referem que os processos de aquisição não decorreram de

acordo com as suas expectativas iniciais. Os autores afirmam que os seus resultados são bastante mais pessimistas que os resultados provenientes de estudos anteriores, em que a percentagem rondava 44% a 53%. Isto comprova que as empresas gregas necessitam de uma maior clareza e apoio específico para alcançarem processos de F & A com maior sucesso (Papadakis & Thanos, 2010).

Akben-Selcuk e Altioek-Yilmaz (2011) estudaram o impacto das F & A no mercado Turco. Este estudo compila as aquisições ocorridas entre 2003 e 2007. Estes anos foram escolhidos com o objetivo de analisar as aquisições mais recentes e ainda ser possível estudar a *performance* após o período de aquisição. Os autores salientam a importância de haver um período de pelo menos 2 anos após a aquisição, uma vez que o efeito de um processo de F & A não é notório imediatamente. Foram analisadas 62 empresas, considerando-se os maiores processos de F & A nas empresas que realizaram vários processos de F & A. Os dados analisados recaíram sobre as empresas adquirentes. Para medir a *performance* das empresas foram usados dados baseados no valor de mercado e dados contabilísticos: ROA, ROE e ROS (*Return on Sales*). Para os cálculos do estudo, os autores optaram por usar testes paramétricos, nomeadamente o *t-test*. Os autores concluíram que não existiu melhoria significativa na *performance* da empresa comparando o período de pré e após aquisição.

Rao-Nicholson, Salaber e Cao (2016) desenvolveram um estudo com uma abrangência maior. O estudo compreendia a análise de F & A de empresas de países da Associação de Nações do Sudeste Asiático. O período em análise era de 2001 a 2012 e incluía empresas que concluíram um processo de F & A entre 2004 a 2009, assim os autores asseguram que teriam informação para uma análise de 3 anos antes e 3 anos após a conclusão do processo de F & A. A amostra foi de 57 processos de F & A. Dois medidores foram usados para medir a *performance* das empresas; o ROA e a margem de vendas. A lógica da utilização de medidores de *performance* baseados na contabilidade, baseia-se no pressuposto de que a maioria dos negócios está orientada para a obtenção de um desempenho mais elevado e na criação de sinergia entre empresas, assim segundo os autores esta observação é possível através de medidas contabilísticas a longo prazo, tal como o ROA. Os autores consideram ainda que a utilização de mais do que um medidor de *performance* num só estudo fornece uma maior visão sobre o real impacto dos processos de F & A.

Os autores concluíram que existiu uma deterioração da *performance* das empresas depois do processo de F & A. No entanto, os resultados sugerem que as F & A durante a crise financeira 2007-2008 são mais rentáveis do que as implementadas antes e/ou depois da crise. Os autores

argumentam que esse resultado está relacionado com as sinergias criadas entre os recursos das empresas durante a crise.

Analisando diversos estudos é notório que os resultados da *performance* nas empresas são bastante distintos, estando esta dispersão relacionada com vários problemas ou benefícios expostos nesta revisão de literatura. Essa dispersão pode estar relacionada com o período em análise, crises económicas e financeiras envolventes, dimensão da amostra, medidores de *performance* ou meios envolventes. Em seguida, prossegue-se esta dissertação com o estudo empírico.

3. Estudo Empírico

Terminada a revisão da literatura, prossegue-se esta dissertação com o estudo empírico. Nesta seção expõem-se as hipóteses a testar, explicam-se os processos de seleção da amostra, caracteriza-se a amostra, especificam-se os indicadores das empresas que serão estudados, discutem-se os modelos para testar as hipóteses e apresentam-se os resultados dos modelos.

3.1 Hipóteses

A literatura sobre a *performance* das empresas após a aquisição aponta para diversas possibilidades e divergências nos resultados a esperar após a aquisição, como verificado no subcapítulo anterior associado à avaliação do desempenho da empresa. Com este estudo procura-se dar mais um contributo para adicionar clareza sobre o assunto, a partir da análise de rácios.

Hipóteses a testar:

- H1: As aquisições têm efeitos significativos na *performance* das empresas;
 - H1 a) As aquisições têm efeitos significativos na *performance* das empresas adquirentes, assumindo como medida de *performance* a ROE;
 - H1b) As aquisições têm efeitos significativos na *performance* das empresas adquirentes, assumindo como medida de *performance* a ROA;
 - H1 c) As aquisições têm efeitos significativos na *performance* das empresas adquirentes, assumindo como medida de *performance* a CJ;
 - H1d) As aquisições têm efeitos significativos na *performance* das empresas adquirentes, assumindo como medida de *performance* a Liquidez;
 - H1 e) As aquisições têm efeitos significativos na *performance* das empresas adquirentes, assumindo como medida de *performance* a margem de EBIT;
 - H1 f) As aquisições têm efeitos significativos na *performance* das empresas adquirentes, assumindo como medida de *performance* a margem de EBITDA;
- H2: As aquisições têm efeitos significativos na *performance* das empresas da indústria transformadora;

- H3: As aquisições têm efeitos significativos na *performance* das empresas do setor terciário;
- H4: As aquisições têm efeitos significativos na *performance* das empresas adquirentes francesas;
- H5: As aquisições têm efeitos significativos na *performance* das empresas adquirentes envolvidas em aquisições domésticas;
- H6: As aquisições têm efeitos significativos na *performance* das empresas adquirentes envolvidas em aquisições transfronteiriças;

Tal como a hipótese principal, a hipótese 1 desdobra-se em seis alíneas para cada um dos rácios testados. O mesmo foi aplicado às restantes hipóteses, mas é aqui omitido para limitar a repetição. As hipóteses H2 a H6 são em parte consequência da composição da amostra obtida, cujo processo de seleção se explica em seguida:

3.2 Seleção da amostra

Para dar resposta às questões desta dissertação considerou-se como população em estudo as empresas da zona euro que procederam a uma reestruturação empresarial específica - a um processo de aquisição. Após várias verificações e análises a amostra para a investigação é de 68 empresas adquirentes; dimensão semelhante à amostra usada por Healy et al. (1992) no seu estudo.

Para a obtenção da amostra foram usadas as bases de dados *Zephyr* e *Orbis* - ambas disponibilizadas pela empresa *Bureau Van Dijk*. A recolha dos dados teve início na base de dados *Zephyr*, onde se conseguiu obter informação das empresas europeias que completaram um processo de aquisição entre os anos 2015 e 2016. Isto significa que apenas foram considerados processos confirmados e completos. Desta pesquisa resultou uma amostra inicial de 10800 operações que representam 10349 empresas adquirentes. Os anos de 2015 e 2016 foram escolhidos com o objetivo de ser possível a comparação entre o período de 3 anos antes e 3 anos após a aquisição. Em estudos empíricos anteriores vários investigadores verificaram variações no desempenho da empresa após um processo de aquisição durante diferentes períodos de análise que variaram entre 2 a 5 anos. Sharma e Ho (2002) e Ghosh (2001) analisaram um período de 3 anos antes e após aquisição; Healy et al. (1992) apresentam um período de 5 anos antes e após aquisição e Grigorieva e Petrunina (2015) selecionaram no seu estudo um período temporal de 2 anos antes e após aquisição. A escolha

de 3 anos foi baseada na análise dos estudos mencionados anteriormente bem como na falta de informação que se iria obter caso o período temporal fosse alargado. O ano zero será o ano em que a aquisição ocorreu. Esta decisão foi baseada em estudos anteriormente realizados por Martynova et al. (2006) e Healy et al. (1992) e é justificada por dois fatores: a empresa adquirente só irá consolidar as suas contas para efeito de informação financeira após a data de fecho do processo e o ano zero é afetado pelos vários custos de transação, ou seja, a comparação do ano 0 com outros anos não seria viável (Healy et al. 1992).

A informação disponível na base de dados *Zephyr*, por si só, não permite avaliar a *performance* das empresas. Assim, tornou-se necessário recolher e cruzar informação contabilística da base de dados *Orbis*. Após a agregação da informação proveniente das duas bases de dados procedeu-se a vários ajustes. Excluíram-se todas as empresas que não representavam dados consolidados entre os anos de 2012 a 2019. Foram retiradas empresas do setor financeiro e bancário classificadas com a nomenclatura K - Atividades financeiras e seguros pela classificação Estatística de Atividades económicas na Comunidade Europeia (NACE REV.2), esta categoria integra unidades de intermediação monetária (banca), unidades de intermediação financeira, seguros, fundos de pensões etc. A exclusão deste setor deriva das opções tomadas em estudos anteriores como Berezinets, Ilina e Cherkasskaya (2017) e Forti e Peixoto (2015).

Para se garantir a solidez e segurança da amostra foram excluídos todos os processos em que a aquisição foi de valor inferior a 10%, limiar utilizado em definições de controlo e aquisição.

Para conclusões mais significativas põem-se também de parte por agora todas as empresas que apresentaram mais do que um processo de aquisição nos 3 anos antes e 3 anos depois. Assim, será possível analisar com clareza, o impacto provocado pelas aquisições de 2015 ou 2016. Excluíram-se ainda as empresas que não apresentavam valores (n.a.) dos rácios em análise. Os dados apresentados na base de dados como não significativos (n.s) foram considerados no tratamento de dados como valor zero. Todos estes passos no apuramento da amostra estão sumarizados na Tabela 3.1.

Tabela 3.1 Apuramento da amostra

| Critérios | Número de empresas restantes | Justificação |
|--|------------------------------|--|
| Empresas Adquirentes | 10349 | Tema e ponto de vista da tomada de controlo dos adquirentes |
| Aquisições em 2015 ou 2016 | | Período recente que permite análises antes e após de pelo menos 3 anos |
| Empresas Europeias | 8980 | Mercado escolhido, com elevado número de aquisições |
| Dados Consolidados, código Orbis C1 | 1221 | Dados completos disponíveis nos documentos da adquirente |
| Empresas com apenas uma aquisição em 2015 ou 2016 | 660 | Evitar problemas de comparabilidade entre múltiplos eventos num ano e eventos únicos |
| Empresas sem aquisições no período 2011-2014 e 2017-2019 | 160 | Estabelecer um período pré aquisição e pós aquisição |
| Limiar % de aquisições acima dos 10% | 138 | Limiar de controlo |
| Exclusão do setor financeiro | 68 | Diferenças na contabilidade |
| Dados completos nos rácios em análise | | Manter uma amostra de dimensão idêntica ao longo do estudo empírico |

Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos da base de dados *Orbis*

3.3 Caracterização da amostra

A amostra final que será utilizada para a investigação integra 68 empresas europeias que completaram um processo de aquisição ocorrido entre 2015 e 2016. 28 das operações foram realizadas em 2015 sendo que as operações realizadas em 2016 foram 40.

De forma a ser possível identificar os países envolvidos e o número de aquisições, analisou-se a amostra por países. França e Alemanha representam o maior número de transações, 25 e 13 respetivamente. 36 das operações são aquisições domésticas (cerca de 53%) maioritariamente ocorridas em França, e 32 (cerca de 43%) são aquisições transfronteiriças. Uma preponderância de adquirentes franceses e alemães também foi verificada no estudo de Martynova et al. (2006) para os anos entre 1993-2001.

Na Tabela 3.2 apresenta-se a distribuição de todas as empresas por país. A França é o país com maior número de empresas adquirentes na amostra, 25, o que corresponde a 37%, seguida da Alemanha com 13 (19%), enquanto as restantes 30 empresas da amostra se distribuem por 12 países.

Tabela 3.2 Empresas da amostra, por país.

| País | Nº de empresas adquirentes na amostra |
|---------------|--|
| França | 25 |
| Alemanha | 13 |
| Bélgica | 4 |
| Itália | 4 |
| Áustria | 3 |
| Grécia | 3 |
| Lituânia | 3 |
| Países Baixos | 3 |
| Finlândia | 2 |
| Luxemburgo | 2 |
| Malta | 2 |
| Portugal | 2 |
| Letónia | 1 |
| Espanha | 1 |
| Total | 68 |

Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos da base de dados *Orbis*

É ainda relevante analisar a amostra por setor de atividade de modo a perceber quais os setores com mais atividade de aquisição dentro da amostra recolhida.

Pela análise da Tabela 3.3 é de fácil perceção que a indústria classificada⁶ como C - Indústria transformadora é a indústria que mais se destaca na amostra, com cerca de 43%. Esta indústria inclui a produção de bens e serviços. Inclui também a reconstrução de embarcações e aeronaves, reparação e a instalação de máquinas e de equipamento etc.

Na Tabela 3.4 agregaram-se as empresas nos três grandes setores, sendo o secundário com a maior fatia.

⁶ https://www.ine.pt/ine_novidades/semin/cae/CAE_REV_3.pdf

Tabela 3.3 Empresas da amostra, por setor

| Indústria (NACE REV.2) | Nº. |
|--|------------|
| B - Indústrias Extrativas | 1 |
| C - Indústrias Transformadoras | 29 |
| D - Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio | 5 |
| F – Construção | 4 |
| G - Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos | 6 |
| H - Transportes e armazenagem | 3 |
| I - Alojamento, restauração e similares | 2 |
| J - Atividades de informação e de comunicação | 6 |
| L - Atividades Imobiliárias | 3 |
| M - Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares | 5 |
| N - Atividades administrativas e dos serviços de apoio | 1 |
| R - Atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas | 2 |
| S - Outras Atividades de serviços | 1 |
| | 68 |

Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos da base de dados *Orbis* e *Zephyr*

Tabela 3.4 Empresas da amostra, por grandes agregados.

| Setor | Nº. | % do Total |
|--------------|------------|-------------------|
| Primário | 1 | 1,5% |
| Secundário | 38 | 55,9% |
| Terciário | 29 | 42,6% |

Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos da base de dados *Orbis* e *Zephyr*

Conclui-se que 99% das empresas são classificadas como empresas muito grandes sendo que 1% da amostra é constituída por empresas médias, segundo a classificação da base de dados *Orbis*. As empresas são classificadas como empresas muito grandes, empresas grandes, empresas médias e empresas pequenas quando apresentam pelo menos uma das condições mencionadas na Tabela 3.5. Assim demonstra-se que foram as empresas de maior dimensão as principais responsáveis pelas aquisições na zona euro. Ainda foi possível analisar a amostra pela percentagem de aquisição, ou seja, a percentagem que a empresa adquirente detém da empresa adquirida.

Tabela 3.5 Classificação das empresas - tamanho

Classificação das empresas pela *Orbis*

| | |
|-------------------------------|---|
| Empresas muito grandes | Receitas operacionais \geq 100 milhões EUR (140 milhões USD) Total do ativo \geq 200 milhões EUR (280 milhões USD) Número de empregados \geq 1000 |
| Empresas grandes | Receitas operacionais \geq 10 milhões EUR (14 milhões USD) Total do ativo \geq 20 milhões EUR (28 milhões USD) Número de empregados \geq 150 |
| Empresas médias | Receitas operacionais \geq 1 milhões EUR (1,4 milhões USD) Total do ativo \geq 2 milhões EUR (2,8 milhões USD) N. De empregados \geq 15 |
| Empresas pequenas | Quando não são incluídas nas categorias acima |

Nota: Empresas que apresentam valores abaixo de 100 EUR (140 USD) nos rácios receitas operacionais por empregado ou ativo total por empregado são excluídas das categorias empresas muito grandes, empresas grandes e empresas médias.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos da base de dados *Orbis*

Analisando a Tabela 3.6 denota-se que 49 das empresas em estudo obtiveram 100% das empresas adquiridas, 12 empresas adquirentes obtiveram mais de 51% das empresas adquiridas e 7 empresas adquirentes adquiriram uma percentagem das empresas adquirentes entre 10% e 50%.

Tabela 3.6 Empresas da amostra, variação da % detida pelas empresas adquirentes das empresas adquiridas no negócio de aquisição

| $\Delta\%$ de aquisição | Número de empresas |
|-------------------------|--------------------|
| 10% - 50% | 7 |
| 51% - 99% | 12 |
| 100% | 49 |
| Total | 68 |

Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos da base de dados *Orbis*

3.4 Variáveis

Seguindo a literatura mencionada na secção da avaliação do desempenho da empresa e a testar nas hipóteses, prosseguimos com os rácios ROE, ROA e Cobertura de Juro (CJ),

Liquidez, Margem de EBITDA, Margem de EBIT, com os dados obtidos através da base de dados *Orbis*.

Na base de dados *Orbis*, os dados são extraídos com as nomenclaturas: 1) ROE using P/L before tax; 2) ROA using P/L before tax; 3) Liquidity ratio; 4) Interest cover; 5) Operating P/L [=EBIT] 6) EBITDA

Note-se que se utilizam, sempre que aplicável, rácios com dados antes de impostos, o que permite uma análise menos afetada pelos contextos fiscais dos países onde as empresas operam.

Estas variáveis foram obtidas para cada um dos anos do período 2012-2019, a partir das quais se construíram novas variáveis de média e de mediana. A descrição destas variáveis e dos nomes com que foram tratadas no *software Gretl* pode ser encontrada no Apêndice 1.

Também tinham sido recolhidos dados de Vendas, EBIT, EBITDA e número de trabalhadores (embora este último não tenha dados completos), no entanto não foram trabalhados na análise e testes aprofundados neste estudo.

As tabelas seguintes contêm estatísticas descritivas básicas das 6 variáveis principais, começando pelo ROE. No apêndice 3 encontram-se os dados detalhados por empresa para esta variável.

Tabela 3.7 Estatísticas descritivas – Variável: Rendibilidade do Capital próprio

| | ROE 2012 | ROE 2013 | ROE 2014 | ROE 2015 | ROE 2016 | ROE 2017 | ROE 2018 | ROE 2019 |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| N | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 |
| Mínimo | -0,98 | -2,06 | -0,64 | -1,85 | -0,25 | -1,34 | -1,08 | -5,26 |
| Máximo | 1,22 | 1,4 | 2,19 | 3,35 | 0,52 | 0,6 | 0,51 | 0,85 |
| Média | 0,16 | 0,1 | 0,16 | 0,14 | 0,12 | 0,05 | 0,04 | -0,08 |
| Mediana | 0,12 | 0,09 | 0,13 | 0,11 | 0,12 | 0,09 | 0,09 | 0,09 |
| D.Padrão | 0,31 | 0,36 | 0,31 | 0,48 | 0,15 | 0,28 | 0,27 | 0,79 |

Fonte: Elaboração própria, valores calculados através do *software Gretl*

Destaca-se, na leitura da Tabela 3.7, a existência de uma relativa estabilidade da mediana do ROE, que regista 0,09 em vários anos e uma quebra da média da rendibilidade do capital próprio para valores negativos no último ano, propulsionada pelo valor mais baixo em todo o período (-5,26). A tendência é em geral negativa, e é no ano pré-aquisição onde as empresas tiveram os melhores valores neste rácio.

Tabela 3.8 Estatísticas descritivas – Variável: Rendibilidade do Ativo

| | ROA 2012 | ROA 2013 | ROA 2014 | ROA 2015 | ROA 2016 | ROA 2017 | ROA 2018 | ROA 2019 |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| N | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 |
| Mínimo | -0,58 | -0,86 | -0,49 | -0,25 | -0,2 | -0,86 | -0,5 | -0,96 |
| Máximo | 0,63 | 0,45 | 0,46 | 0,24 | 0,29 | 0,47 | 0,22 | 0,39 |
| Média | 0,07 | 0,04 | 0,06 | 0,05 | 0,05 | 0,03 | 0,02 | 0,02 |
| Mediana | 0,06 | 0,05 | 0,06 | 0,05 | 0,05 | 0,04 | 0,05 | 0,05 |
| D.Padrão | 0,17 | 0,17 | 0,11 | 0,09 | 0,08 | 0,15 | 0,11 | 0,16 |

Fonte: Elaboração própria, valores calculados através do *software Gretl*

Destaca-se ao ler a Tabela 3.8 que os anos das aquisições apresentam os valores mínimos mais altos e uma tendência para a redução da média ao longo do período, só contrariada na variação entre 2013 e 2014.

Tabela 3.9 Estatísticas descritivas – Variável: Liquidez

| | Liquidez 2012 | Liquidez 2013 | Liquidez 2014 | Liquidez 2015 | Liquidez 2016 | Liquidez 2017 | Liquidez 2018 | Liquidez 2019 |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| N | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 |
| Mínimo | 0,06 | 0,17 | 0,09 | 0,12 | 0,1 | 0,27 | 0,21 | 0,21 |
| Máximo | 4,75 | 5,66 | 4,87 | 4,94 | 5,04 | 3,85 | 6,12 | 4,59 |
| Média | 1,31 | 1,34 | 1,38 | 1,43 | 1,39 | 1,33 | 1,4 | 1,35 |
| Mediana | 1,05 | 1,07 | 1,1 | 1,12 | 1,1 | 1,12 | 1,05 | 1 |
| D.Padrão | 0,93 | 1,02 | 1,03 | 1,06 | 1,01 | 0,79 | 1,14 | 1,07 |

Fonte: Elaboração própria, valores calculados através do *software Gretl*

Da Tabela 3.9 assinala-se que os valores mínimos da liquidez em alguns anos (2015, 2018, 2019) poderiam estar a ser afetados pelo tratamento aos valores indicados como “n.s.” nos dados obtidos, pelo que essas observações não foram incluídas nesta tabela. A média de 2019 é superior à de 2012, algo que não se verifica nos outros indicadores.

Na Tabela 3.10 nota-se que o ano de 2015 teve os valores mais elevados de cobertura de juro no período (máximo, média, mediana e desvio padrão), enquanto o mínimo menos baixo foi verificado em 2014, coincidindo com o fim do período pré-aquisição.

Tabela 3.10 Estatísticas descritivas – Variável: Cobertura de Juro

| | Cobertura de Juro 2012 | Cobertura de Juro 2013 | Cobertura de Juro 2014 | Cobertura de Juro 2015 | Cobertura de Juro 2016 | Cobertura de Juro 2017 | Cobertura de Juro 2018 | Cobertura de Juro 2019 |
|-----------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| N | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 |
| Mínimo | -87,09 | -53,98 | -4,15 | -18,43 | -51,68 | -44,74 | -77,72 | -83,22 |
| Máximo | 687,39 | 540,65 | 691,49 | 885,78 | 415,59 | 564,04 | 271,18 | 308,04 |
| Média | 38,06 | 29,42 | 33,78 | 38,35 | 17,68 | 19,92 | 15,38 | 13,54 |
| Mediana | 5,3 | 6,57 | 8,1 | 6,66 | 6,3 | 5,15 | 5,18 | 3,81 |
| D.Padrão | 118,13 | 84,36 | 94,33 | 125,87 | 54,23 | 72,65 | 46,83 | 44,3 |

Fonte: Elaboração própria, valores calculados através do *software Gretl*

Tabela 3.11 Estatísticas descritivas – Variável: Margem EBITDA

| | Margem Ebitda 2012 | Margem Ebitda 2013 | Margem Ebitda 2014 | Margem Ebitda 2015 | Margem Ebitda 2016 | Margem Ebitda 2017 | Margem Ebitda 2018 | Margem Ebitda 2019 |
|-----------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| N | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 |
| Mínimo | -0,25 | -0,24 | -0,02 | -0,4 | -0,37 | -0,48 | -0,28 | -0,61 |
| Máximo | 0,79 | 0,8 | 0,76 | 0,76 | 0,94 | 0,72 | 0,71 | 0,74 |
| Média | 0,17 | 0,15 | 0,18 | 0,16 | 0,16 | 0,13 | 0,15 | 0,16 |
| Mediana | 0,1 | 0,1 | 0,11 | 0,11 | 0,1 | 0,09 | 0,1 | 0,12 |
| D.Padrão | 0,2 | 0,19 | 0,19 | 0,2 | 0,2 | 0,21 | 0,18 | 0,2 |

Fonte: Elaboração própria, valores calculados através do *software Gretl*

Nos valores da Margem de EBITDA expostos na Tabela 3.11 sublinha-se que no ano de 2017, no período pós aquisição, observaram-se as médias e medianas mais baixas, sugerindo alguma turbulência no curto prazo após a aquisição.

Tabela 3.12 Estatísticas descritivas – Variável: Margem EBIT

| | Margem Ebit2012 | Margem Ebit2013 | Margem Ebit2014 | Margem Ebit2015 | Margem Ebit2016 | Margem Ebit2017 | Margem Ebit2018 | Margem Ebit2019 |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| N | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 |
| Mínimo | -0,66 | -0,5 | -0,06 | -0,79 | -0,43 | -0,74 | -0,58 | -0,77 |
| Máximo | 0,78 | 0,75 | 0,74 | 0,68 | 0,65 | 0,59 | 0,58 | 0,55 |
| Média | 0,11 | 0,09 | 0,12 | 0,09 | 0,09 | 0,05 | 0,08 | 0,09 |
| Mediana | 0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,06 |
| D.Padrão | 0,2 | 0,19 | 0,16 | 0,2 | 0,18 | 0,22 | 0,18 | 0,18 |

Fonte: Elaboração própria, valores calculados através do *software Gretl*

Como se observa na Tabela 3.12, a margem de EBIT verifica valores de mediana idênticas entre o início do período pré aquisição e o ano mais recente, 2019.

Para cada um dos seis indicadores foram também construídas variáveis de média nos 8 anos do período 2012-2019 para as 68 empresas, cujas estatísticas são apresentadas na Tabela 3.13.

Tabela 3.13 Estatísticas descritivas – Variáveis média do período 2012-2019

| | AVG ROE | AVG ROA | AVG CJ | AVGLIQ | avgEBITMarg | avg EBITDAMar |
|-----------------|---------|---------|--------|--------|-------------|---------------|
| N | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 |
| Mínimo | -0,90 | -0,47 | -32,20 | 0,26 | -0,39 | -0,13 |
| Máximo | 1,22 | 0,31 | 326,15 | 3,99 | 0,63 | 0,75 |
| Média | 0,09 | 0,04 | 25,77 | 1,37 | 0,09 | 0,16 |
| Mediana | 0,08 | 0,04 | 8,01 | 1,13 | 0,06 | 0,11 |
| D.Padrão | 0,26 | 0,11 | 59,99 | 0,85 | 0,16 | 0,18 |

Fonte: Elaboração própria, valores calculados através do *software Gretl*

Em seguida, observa-se a correlação destas variáveis, obtida também através do *software Gretl*.

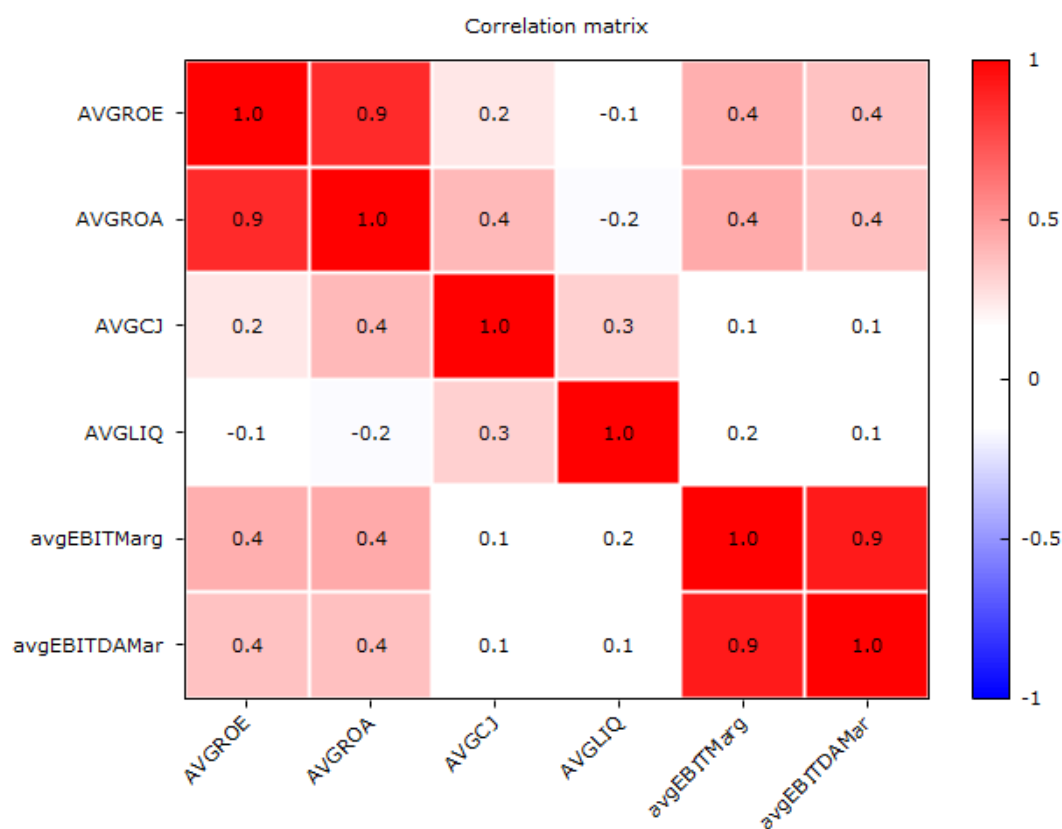


Figura 3.1 - Matriz de correlação dos rácios, médias na série temporal completa

Fonte: Elaboração própria, figura obtida com a utilização de ferramenta do *software Gretl*.

Observa-se na Figura 3.1 uma correlação muito forte dos rácios de rentabilidade entre si e dos rácios de margem entre si. A liquidez é o único indicador a verificar correlações negativas, verificando-as com ambos os rácios de rentabilidade. Correlações negativas entre rácios de liquidez e o ROE também foram observadas por Vintilă e Nenu (2016) para empresas cotadas romenas. Esta correlação também foi observada por Da Fonseca e Ceretta (2012).

Caso se estivesse perante a utilização de regressões neste estudo, estar-se-ia perante a existência de problemas de multicolinearidade, caso se utilizassem as variáveis com elevada correlação no mesmo modelo.

Na Tabela 3.14 apresentam-se ainda as estatísticas descritivas, mas apenas para as 29 empresas da indústria transformadora.

Tabela 3.14 Estatísticas descritivas – Indústria transformadora – Variáveis média do período 2012-2019

| | AVG ROE | AVG ROA | AVG CJ | AVGLIQ | avgEBITMarg | avgEBITDAMar |
|-----------------|---------|---------|--------|--------|-------------|--------------|
| N | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| Mínimo | -0,90 | -0,47 | -32,20 | 0,43 | -0,19 | -0,13 |
| Máximo | 0,48 | 0,31 | 326,15 | 3,99 | 0,32 | 0,35 |
| Média | 0,04 | 0,03 | 32,48 | 1,50 | 0,05 | 0,09 |
| Mediana | 0,10 | 0,06 | 13,43 | 1,18 | 0,05 | 0,07 |
| D.Padrão | 0,28 | 0,15 | 72,65 | 0,97 | 0,10 | 0,10 |

Fonte: Elaboração própria, valores calculados através do *software Gretl*

Comparando com a amostra de 68 empresas, a mediana dos rácios de rentabilidade das empresas da indústria transformadora é ligeiramente superior, mas a média é inferior. Nos rácios de liquidez e cobertura de juro, a média e a mediana são superiores no grupo restrito das 29 empresas, enquanto os rácios de margem têm valores superiores para as restantes empresas.

3.5 Testes estatísticos

3.5.1 Normalidade das variáveis

Conhecidas as estatísticas descritivas principais das variáveis, prosseguiu-se para uma análise à normalidade das variáveis que permite decidir quais os testes a usar no seguimento deste estudo. Assim sendo, utilizaram-se testes de normalidade das variáveis, estando na

literatura e nas ferramentas disponíveis testes como o *Doornik-Hansen*, *Shapiro-Wilk*, *Lilliefors* e *Jarque-Bera*.

Os testes de normalidade aplicados às variáveis foram os testes de *Shapiro-Wilk W*, realizados através do *software open source Gretl*, cujos resultados se encontram no Apêndice 2. Como as variáveis não apresentam uma distribuição normal (inferida pelos testes de *Shapiro-Wilk W*, cujo *p-value* foi inferior a 0,05) não se recomenda o uso do teste t para amostras emparelhadas. A alternativa nestes casos passa pela utilização do teste de Wilcoxon (1992).

3.5.2 Testes de Wilcoxon

Os testes de *Wilcoxon* foram realizados através do *software open source Gretl*, *build/versão* 2021-05-04, com documentação de Cottrell e Lucchetti (2021).

Para reproduzir estes testes o caminho é o seguinte:

File > Open data > Amostra > Selecionar folha > Import Column 1 Row 2 (OK); (NO)

Tools > Non parametric tests > Wilcoxon (Escolher o teste) > Selecionar par de variáveis

Os testes de *Wilcoxon* são frequentemente utilizados na literatura sobre fusões e aquisições para uma análise à situação de indicadores pré-aquisição vs pós-aquisição. Por exemplo, Cioli et. al (2020) comparam a situação entre o ano antes da aquisição e os 3 anos após a aquisição (t+1, t+2, t+3) incluindo também a margem de EBITDA e a margem de EBIT no seu estudo. Ooghe, Van Laere e De Langhe (2006) por seu lado, compararam o ano antes da aquisição com cada um dos 5 anos após a aquisição.

Já Sinha, Kaushik e Chaudhar (2010) comparam os valores médios de indicadores num período de 3 anos antes da aquisição com os valores médios de indicadores num período pós aquisição. Já Martinova et al. (2007), utilizam o teste de *Wilcoxon* partindo de medianas em períodos de 3 anos. Tendo em conta estes dois estudos, avança-se para a realização de testes semelhantes.

Importa também clarificar que perante a existência do *Wilcoxon Signed-Rank Test* e do *Wilcoxon Rank-Sum Test*, o teste aplicável é o primeiro. Antes da apresentação do *Signed-Rank Test*, expõe-se também o Teste dos Sinais (*Sign test*) que mostra quantas comparações de observações apresentam sinal positivo.

Nas tabelas seguintes apresenta-se no topo o par de variáveis em análise, cuja comparação é estabelecida. Estabelece-se uma comparação entre os valores do rácio no período pós-aquisição (2017-2019) com o valor do rácio no período pré-aquisição (2012-2014).

O valor N indica o número de empresas analisadas; “n Diferenças” indica o número de observações em que a variável de rácio pós-aquisição difere da variável de rácio pré aquisição; V1>V2 indica a frequência de observações em que a variável de rácio pós-aquisição foi maior do que a variável de rácio pré aquisição.

Assumindo uma distribuição binomial, expõem-se as probabilidades de o rácio pós-aquisição ser maior ou igual para a população do que a variável de rácio pré aquisição; bem como a probabilidade de o rácio pós-aquisição ser menor ou igual para a população do que a variável de rácio pré aquisição.

No *Signed Rank test* de *Wilcoxon*, expõe-se novamente o n de diferenças, a soma dos *ranks* positivos (W+), a soma dos *ranks* negativos (W-), o valor esperado - caso a soma dos *ranks* positivos fosse idêntica à soma dos *ranks* negativos, a variância associada. Em seguida apresenta-se a estatística do teste z, cujo sinal positivo ou negativo nos diz qual a tendência na mediana da variável. A partir desta estatística apresenta-se a probabilidade, cujo valor é metade do *p-value* de duas caudas, e a partir do qual se averigua se a alteração na mediana da variável foi estatisticamente significativa, usando-se como referência níveis de significância de 1%, 5%, ou 10% / $\alpha = 0,01$, $\alpha = 0,05$, $\alpha = 0,1$. Se $P(Z < z)$ for inferior ao nível de significância, podemos dizer que a alteração na mediana ou média do rácio do período pré-aquisição para o período pós-aquisição foi estatisticamente significativa.

3.5.2.1 Rendibilidade do capital próprio

Tabela 3.15 Testes comparativos - ROE 2012-2014 vs ROE 2017-2019 (Médias) e ROE 2012-2014 vs ROE 2017-2019 (medianas)

| | AVGROE1719 e AVGROE1214 | | mdnROE1719 e mdnROE1214 |
|------------------|----------------------------|------------------|----------------------------|
| Sign Test | | Sign Test | |
| N | 68 | N | 68 |
| n Diferenças | 67 | n Diferenças | 66 |
| V1 > V2 | w=21 (31,34%) | V1 > V2 | w = 25 (37,88%) |
| Prob(W <=w) | 0,00153266 | Prob(W <=w) | 0,0320088 |
| Prob(W >= w) | 0,999346 | Prob(W >= w) | 0,982209 |

| | AVGROE1719 e AVGROE1214 | | mdnROE1719 e mdnROE1214 |
|--------------------------------------|----------------------------|--------------------------------------|----------------------------|
| Wilcoxon Signed rank test | | Wilcoxon Signed rank test | |
| n diferenças | 67 | n diferenças | 66 |
| W+ | 590 | W+ | 677 |
| W- | 1755 | W- | 1666 |
| Valor esperado | 1172,5 | Valor esperado | 1171,5 |
| Variância | 26783,3 | Variância | 26782,3 |
| z | -3,55624 | z | -3,01859 |
| P(Z < z) | 0,000188099 | P(Z < z) | 0,00126979 |
| Two-tailed p-value | 0,000376197 | Two-tailed p-value | 0,00253958 |

Fonte: Elaboração própria, valores calculados através do *software Gretl*

Os testes dos sinais expostos na Tabela 3.15 apontam para apenas 31% da amostra a verificar um valor superior para o período 2017-2019 face ao valor do período 2012-2014 na média da rentabilidade dos capitais próprios. As observações em que não existiram diferenças, uma na média, e duas na mediana, são consequência do tratamento às observações da base dados em que a informação era de um valor não significativo, que foi tratado como zero.

Os valores apontam também para um decréscimo estatisticamente significativo entre a média da rentabilidade dos capitais próprios dos anos 2012 a 2014 e a média da rentabilidade dos capitais próprios dos anos 2017 a 2019. O *p-value* é bastante baixo (0,000188099), pelo que o resultado é estatisticamente significativo para um $\alpha=0,05$, o mais utilizado na literatura, e também seria para um $\alpha=0,01$. Observam-se conclusões idênticas entre a mediana da rentabilidade dos capitais próprios dos anos 2012 a 2014 e a mediana da rentabilidade dos capitais próprios dos anos 2017 a 2019

3.5.2.2 *Rendibilidade do ativo*

Verifica-se na Tabela 3.16 um decréscimo estatisticamente significativo entre a média da rentabilidade do ativo dos anos 2012 a 2014 e a média da rentabilidade dos capitais próprios dos anos 2017 a 2019. O mesmo se aplica para a comparação das medianas destes períodos.

Tabela 3.16 Testes comparativos - ROA 2012-2014 vs ROA 2017-2019 (Médias) e ROA 2012-2014 vs ROE 2017-2019 (Medianas)

| | AVGROA1719 e AVGROA1214 | | mdnROA1719 e mdnROA1214 |
|--------------------------------------|----------------------------|--------------------------------------|----------------------------|
| Sign Test | | Sign Test | |
| N | 68 | N | 68 |
| n Diferenças | 68 | n Diferenças | 68 |
| V1 > V2 | w = 25 (36,76%) | V1 > V2 | w = 26 (38,24%) |
| Prob(W <=w) | 0,01923 | Prob(W <=w) | 0,0340593 |
| Prob(W >= w) | 0,989737 | Prob(W >= w) | 0,98077 |
| Wilcoxon Signed rank test | | Wilcoxon Signed rank test | |
| n diferenças | 68 | n diferenças | |
| W+ | 766 | W+ | 748 |
| W- | 1580 | W- | 1598 |
| Valor esperado | 1173 | Valor esperado | 1173 |
| Variância | 26783,5 | Variância | 26783,5 |
| z | -2,48386 | z | -2,59385 |
| P(Z < z) | 0,00649837 | P(Z < z) | 0,00474546 |
| Two-tailed p-value | 0,0129967 | Two-tailed p-value | 0,00949092 |

Fonte: Elaboração própria, valores calculados através do *software Gretl*

3.5.2.3 Cobertura de juro

Tabela 3.17 Testes comparativos - CJ 2012-2014 vs CJ 2017-2019 (Médias) e CJ 2012-2014 vs CJ 2017-2019 (Medianas)

| | AVGCJ1719 e AVGCJ1214 | | mdnCJ1719 e mdnCJ1214 |
|--------------------------------------|--------------------------|--------------------------------------|--------------------------|
| Sign Test | | Sign Test | |
| N | 68 | N | 68 |
| n Diferenças | 68 | n Diferenças | 68 |
| V1 > V2 | 30 (44,12%) | V1 > V2 | w = 28 (41,18%) |
| Prob(W <=w) | 0,198062 | Prob(W <=w) | 0,090905 |
| Prob(W >= w) | 0,862505 | Prob(W >= w) | 0,942873 |
| Wilcoxon Signed rank test | | Wilcoxon Signed rank test | |
| n diferenças | 68 | n diferenças | 68 |
| W+ | 888 | W+ | 907 |
| W- | 1458 | W- | 1439 |
| Valor esperado | 1173 | Valor esperado | 1173 |
| Variância | 26783,5 | Variância | 26783,5 |
| z | -1,7384 | z | -1,6223 |
| P(Z < z) | 0,0410706 | P(Z < z) | 0,0523697 |
| Two-tailed p-value | 0,0821411 | Two-tailed p-value | 0,104739 |

Fonte: Elaboração própria, valores calculados através do *software Gretl*

Como se pode observar na Tabela 3.17 a variação negativa da cobertura de juro do período é estatisticamente significativa para um nível de confiança de 95% se estivermos a comparar as médias do período pós aquisição com as médias do período pré aquisição ($0,0410706 < 0,05$), mas no caso da comparação das medianas, não se verifica a mesma conclusão para o nível de confiança de 95%. Esta verifica-se apenas para o nível de confiança de 90%.

3.5.2.4 Rácio de liquidez

Tabela 3.18 Testes comparativos - Liquidez 2012-2014 vs Liquidez 2017-2019 (Médias) e Liquidez 2012-2014 vs Liquidez 2017-2019 (Medianas)

| | AVGLIQ1719 e AVGLIQ1214 | | mdnLIQ1719 e mdnLIQ1214 |
|--------------------------------------|----------------------------|--------------------------------------|----------------------------|
| Sign Test | | Sign Test | |
| N | 68 | N | 68 |
| n Diferenças | 68 | n Diferenças | 68 |
| V1 > V2 | w = 30 (44,12%) | V1 > V2 | w = 29 (42,65%) |
| Prob(W ≤ w) | 0,198062 | Prob(W ≤ w) | 0,137495 |
| Prob(W ≥ w) | 0,862505 | Prob(W ≥ w) | 0,909095 |
| Wilcoxon Signed rank test | | Wilcoxon Signed rank test | |
| n diferenças | 68 | n diferenças | 68 |
| W+ | 1015 | W+ | 939 |
| W- | 1331 | W- | 1407 |
| Valor esperado | 1173 | Valor esperado | 1173 |
| Variância | 26783,5 | Variância | 26783,5 |
| Z | -0,962381 | z | z = -1,42677 |
| P(Z < z) | 0,167929 | P(Z < z) | 0,0768235 |
| Two-tailed p-value | 0,335858 | Two-tailed p-value | 0,153647 |

Fonte: Elaboração própria, valores calculados através do *software Gretl*

Expostos na Tabela 3.18, os *p-values* do *signed rank test* de *Wilcoxon* para a comparação das variáveis de liquidez apontam para a ausência de diferenças estatisticamente significativas, exceto se considerado um grau de confiança de 90% para a variação das medianas. A ausência de tendências significativas também foi verificada por Johnson e Soenen (2003) que afirmaram que a liquidez não dá indicações sobre o sucesso de uma empresa.

3.5.2.5 Margem EBIT

As variações da margem de EBIT entre o período pré aquisição e pós aquisição foram estatisticamente significativas - quer a partir de medianas, quer a partir de médias - sendo significativas até para um grau de confiança de 99%, como detalhado na Tabela 3.19.

Tabela 3.19 Testes comparativos - Margem EBIT 2012-2014 vs Margem EBIT 2017-2019 (Médias do período) e Margem EBIT 2012-2014 vs Margem EBIT 2017-2019 (Medianas do período)

| | avgEBITMarg1719 e avgEBITMarg1214 | | mdnEBITMarg1719 e mdnEBITMarg1214 |
|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| Sign Test | | Sign Test | |
| N | 68 | N | 68 |
| n Diferenças | 66 | n Diferenças | 66 |
| V1 > V2 | w = 24 (35,29%) | V1 > V2 | w = 25 (37,88%) |
| Prob(W <=w) | 0,0102635 | Prob(W <=w) | 0,0320088 |
| Prob(W >= w) | 0,994831 | Prob(W >= w) | 0,982209 |
| Wilcoxon Signed rank test | | Wilcoxon Signed rank test | |
| n diferenças | 68 | n diferenças | 66 |
| W+ | 708 | W+ | 790 |
| W- | 1638 | W- | 1553 |
| Valor esperado | 1173 | Valor esperado | 1171,5 |
| Variância | 26783,5 | Variância | 26782,3 |
| z | -2,83826 | z | -2,3281 |
| P(Z < z) | 0,00226802 | P(Z < z) | 0,00995342 |
| Two-tailed p-value | 0,00453603 | Two-tailed p-value | 0,0199068 |

Fonte: Elaboração própria, valores calculados através do *software Gretl*

3.5.2.6 Margem EBITDA

O último rácio analisado para a totalidade da amostra é a Margem de EBITDA.

As variações da margem de EBITDA entre o período pré aquisição e pós aquisição foram estatisticamente significativas apenas para um grau de confiança de 90% na comparação feita a partir das médias, observável na Tabela 3.20. A partir das medianas, as variações não foram estatisticamente significativas.

Tabela 3.20 Testes comparativos - Margem EBITDA 2012-2014 vs Margem EBITDA 2017-2019 (Médias) e Margem EBITDA 2012-2014 vs Margem EBITDA 2017-2019 (Medianas).

| | avgEBITDAMarg1719 e avgEBITDAMarg1214 | | mdnEBITDAMarg1719 e mdnEBITDAMarg1214 |
|------------------|--|------------------|--|
| Sign Test | | Sign Test | |
| N | 68 | N | 68 |
| n Diferenças | 68 | n Diferenças | 66 |
| V1 > V2 | w = 32 (47,06%) | V1 > V2 | w = 32 (48,48%) |
| Prob(W <=w) | 0,35815 | Prob(W <=w) | 0,451079 |
| Prob(W >= w) | 0,727694 | Prob(W >= w) | 0,643885 |

| | avgEBITDAMarg1719 e avgEBITDAMarg1214 | | mdnEBITDAMarg1719 e mdnEBITDAMarg1214 |
|--------------------------------------|--|--------------------------------------|--|
| Wilcoxon Signed rank test | | Wilcoxon Signed rank test | |
| n diferenças | 68 | n diferenças | 66 |
| W+ | 929 | W+ | 973 |
| W- | 1417 | W- | 1370 |
| Valor esperado | 1173 | Valor esperado | 1171,5 |
| Variância | 26783,5 | Variância | 26782,3 |
| z | -1,48787 | z | -1,20988 |
| P(Z < z) | 0,0683924 | P(Z < z) | 0,113163 |
| Two-tailed p-value | 0,136785 | Two-tailed p-value | 0,226326 |

Fonte: Elaboração própria, valores calculados através do *software Gretl*

3.5.2.7 Indústria transformadora

Os testes efetuados nas secções anteriores para os diferentes rácios e para a totalidade da amostra são replicados na Tabela 3.21, mas apenas a partir de variáveis de média, para as empresas do setor C (Indústria transformadora).

Tabela 3.21 Testes de *Wilcoxon* para as empresas de setor C (Indústria transformadora)

| | AVG ROE1719TF e AVG ROE1214TF | AVG ROA1719TF e AVG ROA1214TF | AVG CJ1719TF e AVG CJ1214TF | AVG LIQ1719TF e AVG LIQ1214TF | AVG MEBIT1719TF e AVG MEBIT1214TF | AVG MEBITDA1719TF e AVG MEBITDA1214TF |
|--|--|--|--------------------------------------|--|--|--|
| Sign Test | | | | | | |
| N | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| n Diferenças | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| V1 > V2 | w = 8 (27,59%) | w = 9 (31,03%) | w = 10 (34,48%) | w = 10 (34,48%) | w = 10 (34,48%) | w = 10 (34,48%) |
| Prob(W <=w) | 0,0120598 | 0,0307142 | 0,068023 | 0,068023 | 0,068023 | 0,068023 |
| Prob(W >=w) | 0,995935 | 0,98794 | 0,969286 | 0,969286 | 0,969286 | 0,969286 |
| Wilcoxon Signed rank test | | | | | | |
| n diferenças | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| W+ | 81 | 109 | 126 | 123 | 106 | 125 |
| W- | 354 | 326 | 309 | 312 | 329 | 310 |
| Valor esperado | 217,5 | 217,5 | 217,5 | 217,5 | 217,5 | 217,5 |
| Variância | 2138,75 | 2138,75 | 2138,75 | 2138,75 | 2138,75 | 2138,75 |
| z | -2,94076 | -2,33531 | -1,96771 | -2,03258 | -2,40018 | -1,98933 |
| P(Z < z) | 0,00163707 | 0,00976373 | 0,0245506 | 0,0210474 | 0,00819361 | 0,0233321 |
| Two-tailed p-value | 0,00327413 | 0,0195275 | 0,0491013 | 0,0420949 | 0,0163872 | 0,0466643 |

Fonte: Elaboração própria, valores calculados através do *software Gretl*

Os testes dos sinais apontaram para 10 das 29 empresas a verificar melhorias nos rácios de cobertura de juro, liquidez, margem de EBIT e margem de EBITDA entre o período pré aquisição e o período pós aquisição. Para os rácios de rentabilidade, o número de empresas com melhores indicadores no período pós aquisição foi ainda menor – 8 no caso da rentabilidade do capital próprio e 9 na rentabilidade do ativo. Para um grau de confiança de 95%, a indústria transformadora verificou quebras estatisticamente significativas nos seis rácios analisados. As quebras para a rentabilidade do ativo e as quebras na margem do EBIT foram também significativas para um nível de confiança de 99%.

3.5.2.8 Setor terciário

Nesta subsecção efetuaram-se testes às empresas do agregado do setor terciário. Enquanto na secção anterior a análise se cingiu ao subsector C, do setor secundário, aqui efetuou-se a soma de um agregado do total de empresas do setor terciário que alcançou as 29 empresas.

Tabela 3.22 Testes de *Wilcoxon* para as empresas do agregado do setor terciário

| | AVG3 ROE1719 e AVG3 ROE1214 | AVG3 ROA1719 e AVG3 ROA1214 | AVG3 CJ1719 e AVG3 CJ1214 | AVG3 LIQ1719 e AVG3 LIQ1214 | AVG3 MEBIT1719 e AVG3 MEBIT1214 | AVG3 MEBITDA1719 e AVG3 MEBITDA1214 |
|--|--------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------|--|--|
| Sign Test | | | | | | |
| N | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| n Diferenças | 28 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| V1 > V2 | w = 11 (39,29%) | w = 14 (48,28%) | w = 17 (58,62%) | w = 17 (58,62%) | w = 12 (41,38%) | w = 19 (65,52%) |
| Prob(W <=w) | 0,172464 | 0,5 | 0,867535 | 0,867535 | 0,229129 | 0,969286 |
| Prob(W >= w) | 0,907533 | 0,644464 | 0,229129 | 0,229129 | 0,867535 | 0,068023 |
| Wilcoxon Signed rank test | | | | | | |
| n diferenças | 28 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| W+ | 159 | 195 | 227 | 276 | 180 | 234 |
| W- | 275 | 240 | 208 | 159 | 255 | 201 |
| Valor esperado | 217 | 217,5 | 217,5 | 217,5 | 217,5 | 217,5 |
| Variância | 2138,5 | 2138,75 | 2138,75 | 2138,75 | 2138,75 | 2138,75 |
| z | -1,24341 | -0,47571 | 0,194609 | 1,25415 | -0,800058 | 0,345971 |
| P(Z < z) | 0,106859 | 0,31714 | - | - | 0,211838 | - |
| P(z > Z) | - | - | 0,42285 | 0,104895 | - | 0,364682 |
| Two-tailed p-value | 0,213718 | 0,634281 | 0,845699 | 0,209789 | 0,423677 | 0,729364 |

Fonte: Elaboração própria, valores calculados através do *software* Gretl

Dentro dos resultados destes testes expostos na Tabela 3.22 não se encontraram quaisquer efeitos significativos nos testes de *Wilcoxon*, nem para um nível de significância menos exigente. No entanto, assinala-se que neste grupo de empresas, apesar de não serem variações estatisticamente significativas, o valor de z foi positivo em alguns rácios. Além disso, no teste de sinais, a variação positiva da margem do EBITDA apresentou uma probabilidade superior a 95%, enquanto o ROE apresentou uma probabilidade superior a 90% de variação negativa.

3.5.2.9 *Adquirentes franceses*

Dentro da amostra, o o país de origem mais frequente das empresas adquirentes foi a França, representando uma fatia significativa da amostra. Havendo este conjunto de empresas cuja conjuntura será mais homogénea do que a da amostra no seu todo, avalia-se também a tendência para este conjunto de empresas adquirentes de forma isolada. Assim também existe uma base para uma eventual comparação com os resultados de outros estudos, sobre outros países.

Tabela 3.23 Testes de *Wilcoxon* para as empresas adquirentes francesas

| | AVGFR ROE1719 e AVGFR ROE1214 | AVGFR ROA1719 e AVGFR ROA1214 | AVGFR CJ1719 e AVGFR CJ1214 | AVGFR LIQ1719 e AVGFR LIQ1214 | AVGFR MEBIT1719 e AVGFR MEBIT1214 | AVGFR MEBITDA1719 e AVGFR MEBITDA1214 |
|--|--|--|--------------------------------------|--|--|--|
| Sign Test | | | | | | |
| N | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| n Diferenças | 24 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| V1 > V2 | w = 8 (33,33%) | w = 7 (28,00%) | w = 10 (40,00%) | w = 13 (52,00%) | w = 9 (36,00%) | w = 12 (48,00%) |
| Prob(W <=w) | 0,0757948 | 0,0216426 | 0,212178 | 0,654981 | 0,114761 | 0,5 |
| Prob(W >= w) | 0,968043 | 0,992683 | 0,885239 | 0,5 | 0,946124 | 0,654981 |
| Wilcoxon Signed rank test | | | | | | |
| n diferenças | 24 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| W+ | 59 | 60 | 109 | 165 | 97 | 124 |
| W- | 265 | 265 | 216 | 160 | 228 | 201 |
| Valor esperado | 162 | 162,5 | 162,5 | 162,5 | 162,5 | 162,5 |
| Variância | 1381 | 1381,25 | 1381,25 | 1381,25 | 1381,25 | 1381,25 |
| z | -2,75821 | -2,7445 | -1,42607 | 0,0538138 | -1,74895 | -1,02246 |
| P(Z < z) | 0,00290596 | 0,00303011 | 0,0769246 | - | 0,0401499 | 0,153281 |
| P(z > Z) | - | - | - | 0,478542 | - | - |
| Two-tailed p- value | 0,00581192 | 0,00606022 | 0,153849 | 0,957083 | 0,0802998 | 0,306562 |

Fonte: Elaboração própria, valores calculados através do *software Gretl*

Os testes de *Wilcoxon* para o conjunto de aquisições efetuadas por adquirentes francesas, cujos valores detalhados se encontram na Tabela 3.23 evidenciaram quebras estatisticamente significativas para um grau de confiança de 99% tanto no rácio ROE como no ROA. O rácio de margem de EBIT evidenciou quebras estatisticamente significativas para um grau de confiança de 95%. Enquanto isso o rácio de cobertura de juro teve uma variação negativa e significativa para um grau de confiança de 90%, enquanto as tendências nos rácios de liquidez e margem de EBITDA não foram estatisticamente significativas.

3.5.2.10 Aquisições domésticas

A amostra inicial foi dividida em aquisições domésticas e aquisições transfronteiriças, e foram feitos testes em separado para os dois conjuntos, dada a possibilidade de terem dinâmicas diferentes. Em primeiro lugar, na Tabela 3.24 são apresentados os resultados dos testes para as empresas envolvidas em aquisições domésticas

Tabela 3.24 Testes de *Wilcoxon* para as empresas envolvidas em aquisições domésticas

| | AVGD ROE1719 e AVGD ROE1214 | AVGD ROA1719 e AVGD ROA1214 | AVGD CJ1719 e AVGD CJ1214 | AVGD LIQ1719 e AVGD LIQ1214 | AVGD MEBIT1719 e AVGD MEBIT1214 | AVGD MEBITDA1719 e AVGD MEBITDA1214 |
|--|--------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------|--|--|
| Sign Test | | | | | | |
| N | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| n Diferenças | 35 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| V1 > V2 | w = 11 (31,43%) | w = 13 (36,11%) | w = 18 (50,00%) | w = 18 (50,00%) | w = 13 (36,11%) | w = 17 (47,22%) |
| Prob(W <=w) | 0,0204798 | 0,0662491 | 0,56603 | 0,56603 | 0,0662491 | 0,43397 |
| Prob(W >= w) | 0,991663 | 0,967377 | 0,56603 | 0,56603 | 0,967377 | 0,69114 |
| Wilcoxon Signed rank test | | | | | | |
| n diferenças | 35 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| W+ | 204 | 235 | 307 | 353 | 209 | 261 |
| W- | 461 | 431 | 359 | 313 | 457 | 405 |
| Valor esperado | 332,5 | 333 | 333 | 333 | 333 | 333 |
| Variância | 4051,25 | 4051,5 | 4051,5 | 4051,5 | 4051,5 | 4051,5 |
| z | -2,01102 | -1,53178 | -0,40062 | 0,306356 | -1,94026 | -1,12331 |
| P(Z < z) | 0,0221619 | 0,0627882 | 0,34435 | - | 0,0261743 | 0,130654 |
| P(z > Z) | - | - | - | 0,379667 | - | - |
| Two-tailed p-value | 0,0443238 | 0,125576 | 0,6887 | 0,759333 | 0,0523486 | 0,261308 |

Fonte: Elaboração própria, valores calculados através do *software Gretl*

Os testes de *Wilcoxon* para o conjunto de aquisições domésticas sugeriram quebras estatisticamente significativas para um grau de confiança de 99% no rácio ROE. O rácio de margem de EBIT apresentou quebras estatisticamente significativas para um grau de confiança de 95%. Enquanto isso, o rácio ROA teve uma variação negativa e significativa para um grau de confiança de 90%, enquanto as tendências observáveis nos rácios de cobertura de juro, liquidez e margem de EBITDA não foram estatisticamente significativas.

3.5.2.11 Aquisições transfronteiriças

Para terminar os testes de *Wilcoxon* deste estudo, expõe-se então a Tabela 3.25 com os testes feitos às adquirentes envolvidas em aquisições transfronteiriças.

Tabela 3.25 Testes comparativos nos seis indicadores - 2012-2014 vs 2017-2019, médias dos períodos, análise limitada às empresas transfronteiriças

| | AVGFRO ROE1719 e AVGFRO ROE1214 | AVGFRO ROA1719 e AVGFRO ROA1214 | AVGFRO CJ1719 e AVGFRO CJ1214 | AVGFRO LIQ1719 e AVGFRO LIQ1214 | AVGFRO MEBIT1719 e AVGFRO MEBIT1214 | AVGFRO MEBITDA1719 e AVGFRO MEBITDA1214 |
|--|--|--|--|--|--|--|
| Sign Test | | | | | | |
| N | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| n Diferenças | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| V1 > V2 | w = 10 (31,25%) | w = 12 (37,50%) | w = 12 (37,50%) | w = 12 (37,50%) | w = 11 (34,38%) | w = 15 (46,88%) |
| Prob(W <=w) | 0,0250512 | 0,107664 | 0,107664 | 0,107664 | 0,0550921 | 0,430025 |
| Prob(W >= w) | 0,989969 | 0,944908 | 0,944908 | 0,944908 | 0,974949 | 0,701693 |
| Wilcoxon Signed rank test | | | | | | |
| n diferenças | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| W+ | 101 | 164 | 152 | 150 | 154 | 219 |
| W- | 427 | 364 | 376 | 378 | 374 | 309 |
| Valor esperado | 264 | 264 | 264 | 264 | 264 | 264 |
| Variância | 2860 | 2680 | 2860 | 2860 | 2860 | 2860 |
| z | -3,03858 | -1,86054 | -2,08493 | -2,12233 | -2,04753 | -0,832103 |
| P(Z < z) | 0,00118849 | 0,0314043 | 0,0185377 | 0,016905 | 0,0203028 | 0,202675 |
| Two-tailed p-value | 0,00237698 | 0,0628085 | 0,0370755 | 0,0338101 | 0,0406057 | 0,405351 |

Fonte: Elaboração própria, valores calculados através do *software Gretl*

Os testes de *Wilcoxon* para o conjunto de empresas adquirentes envolvidas em aquisições transfronteiriças sugeriram quebras estatisticamente significativas para um grau de confiança de 99% no rácio ROE. Estas quebras também tinham sido significativas para o conjunto de

empresas envolvidas em aquisições domésticas, mas neste caso o valor da estatística z ainda foi mais negativo. A quebra no rácio ROA foi significativa para um grau de 95%, um nível de confiança superior ao do grupo de empresas adquirentes envolvidas em aquisições domésticas. Os rácios de cobertura de juro, liquidez e margem de EBIT também tiveram quebras significativas para um grau de confiança de 95%. Na margem de EBITDA não se observaram variações estatisticamente significativas.

3.6 Resultados

Nesta secção faz-se um resumo dos testes de *Wilcoxon* orientado para a confirmação ou não das hipóteses apresentadas na secção 3.1.

Os resultados dos testes de *Wilcoxon* apontam para diferenças significativas na rendibilidade do capital próprio, na rendibilidade do ativo e na margem de EBIT para um grau de confiança de 95%. Mantendo esse grau de confiança, os resultados para os rácios de Liquidez e Margem de EBITDA não são significativos. Na Tabela 3.26 encontra-se o resumo das hipóteses e dos efeitos verificados para a amostra de 68 empresas.

Tabela 3.26 Sumário dos resultados, H1.

| | Tendência verificada | Significativa? (confiança de 95%) | Notas adicionais |
|-------------------------------|-----------------------------|--|-----------------------------------|
| Hipótese 1a (ROE) | Negativa | Sim | Significativa a 99% |
| Hipótese 1b (ROA) | Negativa | Sim | Significativa a 99% |
| Hipótese 1c (CJ) | Negativa | Sim (média) | Significativa na mediana só a 90% |
| Hipótese 1d (Liquidez) | Negativa | não | Significativa a 90% para a média |
| Hipótese 1e (MEBIT) | Negativa | sim | Significativa a 99% |
| Hipótese 1f (MEBITDA) | Negativa | não | Significativa a 90% para a média |

Fonte: Elaboração própria

Os resultados para o rácio da cobertura de juro têm validade para um grau de confiança de 95% partindo da comparação de médias, onde se verificou uma quebra significativa, mas a conclusão não se manteve consistente quando foi feita uma comparação a partir das medianas.

Embora não sejam verificados os efeitos na liquidez e na margem do EBITDA para o nível de significância de 95%, os efeitos são ainda assim significativos quando se analisam as médias e se utiliza um grau de confiança de 90%. Tendo em conta estes resultados podemos afirmar que a hipótese 1 foi confirmada para efeitos negativos na *performance* das empresas adquirentes.

Tabela 3.27 Sumário dos resultados, H2

| | Tendência verificada | Significativa? (confiança de 95%) | Notas adicionais |
|----------------------------|-----------------------------|--|-------------------------|
| Hipótese 2a ROE | Negativa | Sim | Significativa a 99% |
| Hipótese 2b ROA | Negativa | Sim | Significativa a 99% |
| Hipótese 2c CJ | Negativa | Sim | - |
| Hipótese 2d Liq | Negativa | Sim | - |
| Hipótese 2e MEBIT | Negativa | Sim | Significativa a 99% |
| Hipótese 2f MEBITDA | Negativa | Sim | - |

Fonte: Elaboração própria

Para a análise restrita às empresas categorizadas como indústria transformadora, detalhada na Tabela 3.27, verificou-se uma quebra estatisticamente significativa nos seis rácios abordados. Assim sendo, a hipótese 2, para um efeito negativo, é confirmada.

Tabela 3.28 Sumário dos resultados, H3

| | Tendência verificada | Significativa? (confiança de 95%) | Notas adicionais |
|----------------------------|-----------------------------|--|-------------------------|
| Hipótese 3a ROE | Negativa | Não | - |
| Hipótese 3b ROA | Negativa | Não | - |
| Hipótese 3c CJ | Positiva | Não | - |
| Hipótese 3d Liq | Positiva | Não | - |
| Hipótese 3e MEBIT | Negativa | Não | - |
| Hipótese 3f MEBITDA | Positiva | Não | - |

Fonte: Elaboração própria

Para as empresas do setor terciário, verificou-se constantemente uma ausência de efeitos estatisticamente significativos, como sumarizado na Tabela 3.28. Assim, é possível afirmar que não houve evidência para confirmar a hipótese de que as aquisições tiveram efeitos significativos na *performance* das empresas do agregado do setor terciário.

Nas adquirentes francesas a tendência aponta para efeitos negativos e estatisticamente significativos em quatro dos indicadores, como sumarizado na Tabela 3.29. Tal como para a hipótese 1, a liquidez e a margem de EBITDA não foram significativas a 95%.

Tabela 3.29 Sumário dos resultados, H4

| | Tendência verificada | Significativa? (confiança de 95%) | Notas adicionais |
|----------------------------|-----------------------------|--|-------------------------|
| Hipótese 4a ROE | Negativa | Sim | - |
| Hipótese 4b ROA | Negativa | Sim | - |
| Hipótese 4c CJ | Negativa | Sim | - |
| Hipótese 4d Liq | Positiva | Não | - |
| Hipótese 4e MEBIT | Negativa | Sim | - |
| Hipótese 4f MEBITDA | Negativa | Não | - |

Fonte: Elaboração própria

Tabela 3.30 Sumário dos resultados, H5

| | Tendência verificada | Significativa? (confiança de 95%) | Notas adicionais |
|----------------------------|-----------------------------|--|-------------------------|
| Hipótese 5a ROE | Negativa | Sim | - |
| Hipótese 5b ROA | Negativa | Não | - |
| Hipótese 5c CJ | Negativa | Não | - |
| Hipótese 5d Liq | Positiva | Não | - |
| Hipótese 5e MEBIT | Negativa | Sim | - |
| Hipótese 5f MEBITDA | Negativa | Não | - |

Fonte: Elaboração própria

Nas aquisições domésticas apenas dois indicadores tiveram alterações estatisticamente significativas para um grau de confiança de 95%. Em ambos os casos, como mostra a Tabela 3.30, a tendência foi negativa, semelhante à tendência verificada noutras hipóteses.

Tabela 3.31 Sumário dos resultados, H6

| | Tendência verificada | Significativa? (confiança de 95%) | Notas adicionais |
|----------------------------|-----------------------------|--|-------------------------|
| Hipótese 6a ROE | Negativa | Sim | - |
| Hipótese 6b ROA | Negativa | Sim | - |
| Hipótese 6c CJ | Negativa | Sim | - |
| Hipótese 6d Liq | Negativa | Sim | - |
| Hipótese 6e MEBIT | Negativa | Sim | - |
| Hipótese 6f MEBITDA | Negativa | Não | - |

Fonte: Elaboração própria

Nas aquisições transfronteiriças, à exceção da margem de EBITDA, como demonstrado na Tabela 3.31 os efeitos verificados foram de uma tendência negativa. Assim pode-se afirmar que a hipótese 6 foi verificada para efeitos negativos.

4. Conclusões

4.1 Conclusões gerais

A extensa literatura sobre reestruturações recebe contributos de várias áreas e permite grandes reflexões sobre todos os agentes envolvidos - acionistas, gestores, credores, entre outros. Uma das formas de reestruturação que pode levar a grandes mudanças é a aquisição de outra empresa.

Estudos empíricos anteriores sobre aquisições apontam para resultados muitas vezes contraditórios e uma falta de tendências claras, resultado das diferentes motivações para aquisições.

O estudo empírico realizado nesta dissertação partiu de um mercado amplo, o mercado europeu, mas restringiu-se à análise das empresas adquirentes que não fizeram outras aquisições em períodos próximos, isolando-se assim os efeitos de uma aquisição. Com uma análise de dados a abranger um período de oito anos, identificou-se um período pré-aquisição de 2012 a 2014, e um período pós-aquisição de 2017 a 2019.

Os resultados apontam para uma quebra estatisticamente significativa nos rácios estudados tanto para a amostra abrangente de 68 empresas quer na análise limitada ao setor da indústria transformadora.

No que toca à análise restrita às empresas da indústria transformadora, as quebras foram significativas para todos os rácios. Nos testes feitos ao agregado do setor terciário não se puderam tirar conclusões idênticas, já que as tendências não foram estatisticamente significativas, enquanto no país mais representativo da amostra inicial, França, observaram-se efeitos negativos para os rácios ROE e ROA.

Emparelhando as análises feitas aos grupos de empresas adquirentes envolvidas em aquisições domésticas e adquirentes envolvidas em aquisições transfronteiriças, as tendências negativas estatisticamente significativas (a 95%) foram verificadas mais frequentemente nas empresas envolvidas em aquisições transfronteiriças, em 5 dos rácios – apenas não se verificou quebra na Margem de EBITDA – enquanto para as adquirentes envolvidas em aquisições domésticas as quebras foram estatisticamente significativas em dois rácios, o ROE e a Margem de EBIT.

A ausência de tendências positivas nos resultados confirma o verificado noutros estudos como o de Akben-Selcuk e Altioik-Yilmaz (2011) em que também se tinham cingido a

empresas adquirentes e com uma amostra de dimensão semelhante de empresas turcas (62) no qual se verificaram tendências semelhantes no rácio ROA, tendência negativa também verificada por Rao-Nicholson et al. (2016) num estudo de empresas de países da Associação de Nações do Sudeste Asiático (ASEAN). Esta degradação da *performance* das empresas também tinha sido verificada por Grigorieva e Petrunina (2015) para empresas em mercados emergentes. Esta é uma tendência que deve preocupar os agentes envolvidos e que remete para a literatura sobre os potenciais efeitos negativos das aquisições.

Um inquérito da PWC (2019) com a participação de executivos de 600 empresas envolvidas em aquisições também aponta um desfasamento entre as perceções de criação de valor por parte de líderes das empresas adquirentes e os resultados dessas empresas face às congéneres da indústria. No caso, mais de 60% dos decisores tinham uma perceção de criação de valor adicional resultante da sua última aquisição, mas, no entanto, os resultados demonstravam que mais de metade destas empresas (53%) estavam a ter resultados inferiores às congéneres das suas indústrias. Isto reforça a necessidade de trazer alguns líderes à realidade, como realçado por Maccoby (2004) quando abordou o tema dos líderes narcisistas.

Nos pontos seguintes apresentam-se ainda as limitações deste estudo e algumas sugestões para investigação futura.

4.2 Limitações

Os constrangimentos que afetaram este estudo incluem a ausência de dados completos sobre o número de trabalhadores das empresas, que inviabilizaram a análise de rácios por trabalhador para as empresas da amostra. O mesmo se aplicou a valores totais transacionados nas aquisições em análise e no método de financiamento. Uma análise apenas às empresas e negócios com valores totais e métodos de financiamento conhecidos teria resultado numa análise a uma amostra de dimensão muito reduzida, pelo que não se tomou esse caminho. Dado o número total de aquisições no espaço europeu, pode-se argumentar que uma amostra de 68 empresas não é suficientemente representativa, mas é fruto dos critérios selecionados para uma amostra mais uniforme.

Partindo apenas de dados secundários obtidos em base de dados, ficam também por analisar com maior profundidade algumas motivações dos agentes envolvidos nas aquisições.

4.3 Investigação futura

O tema das fusões e aquisições oferece múltiplas vias de estudo. Algumas das questões que podem ser aprofundadas em estudos seguintes incluem as diferenças detalhadas entre as F & A transfronteiriças e as F & A do mesmo país. Aí podem ser exploradas questões adicionais como as distâncias culturais ou outros fatores de proximidade que facilitem ou prejudiquem o sucesso e a frequência deste tipo de F & A.

Neste caso explorou-se um mercado abrangente, o mercado europeu. Nesta linha, pode ser feita uma análise a outros grandes blocos económicos, como o Mercosul, ou a ASEAN.

Numa ótica de aproximação do período das F & A em análise ao momento atual, ao invés de focar aquisições finalizadas há aproximadamente 5 anos, que permitem uma análise pré e uma análise pós aquisição como feito neste estudo, pode-se optar por uma análise de perfil das empresas que optam pela aquisição face às empresas que não optam pela aquisição, focando para negócios completos em 2020 a progressão dos indicadores apenas nos anos que antecederam o anúncio de aquisição.

Os anos de referência utilizados neste estudo foram os da data de conclusão das aquisições. Tendo em conta as diferentes distâncias temporais entre os anúncios e as conclusões das aquisições em cada negócio, poderá haver valor numa análise que averigue se a *performance* é afetada e como é afetada, quando a distância entre os anúncios e as conclusões das aquisições se prolonga. Uma opção deste estudo foi o foco nas empresas adquirentes, no entanto isso não significa uma menor relevância de uma análise às empresas adquiridas que continuaram a operar de forma independente. Uma boa parte do estudo pode ser replicada, mas desta vez do ponto de vista de agentes diferentes.

Outra escolha que pode levar a outros caminhos é a escolha de rácios em análise. Dada a utilização de uma base de dados de empresas europeias, surgem limitações que não se aplicariam para uma amostra e base de dados exclusivamente de empresas portuguesas. Uma opção que se ponderou e se sugere para outros estudos é a análise a rácios por trabalhador, que podem dar mais pistas sobre temas como o *outsourcing* e *downsizing*.

Além destas sugestões, estando a economia mundial a atravessar dinâmicas novas, resultado de uma situação de pandemia, torna-se relevante, assim que possível, verificar em que medida as fusões e aquisições em progresso foram afetadas, que negócios foram adiados, e que oportunidades surgiram.

5. Referências Bibliográficas

- Agarwal, N., Kwan, P., & Paul, D. (2018). Behavioral merger and acquisition pricing: Application to Verizon mergers with AOL and Yahoo. *Strategic Change*, 27(1), 9-21.
- Akben-Selcuk, E., & Altıok-Yılmaz, A. (2011). The impact of mergers and acquisitions on acquirer performance: Evidence from Turkey. *Business and Economics Journal*, 22, 1-8.
- Akbulut, M. E. (2013). Do overvaluation-driven stock acquisitions really benefit acquirer shareholders?~. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(4), 1025-1055.
- Alexandridis, G., Doukas, J. A., & Mavis, C. P. (2019). Does firing a CEO pay off?. *Financial Management*, 48(1), 3-43.
- Alexandridis, G., Mavrovitis, C. F., & Travlos, N. G. (2012). How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave. *The European Journal of Finance*, 18(8), 663-688.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of management*, 17(1), 99-120.
- Barney, J. B. (2001). Resource-based theories of competitive advantage: A ten-year retrospective on the resource-based view. *Journal of management*, 27(6), 643-650.
- Bebenroth, R. (2015). *International business mergers and acquisitions in Japan*. Springer. ISBN: 978-4-431-54989-5
- Becker, B., Hege, U., & Mella-Barral, P. (2020). Corporate debt burdens threaten economic recovery after COVID-19: Planning for debt restructuring should start now. *Europe in the Time of Covid-19*, 35.
- Berezinets, I., Ilina, Y., & Cherkasskaya, A. (2017). Board structure, board committees and corporate performance in Russia. *Managerial Finance*.
- Bowman, E. H., & Singh, H. (1993). Corporate restructuring: Reconfiguring the firm. *Strategic Management Journal*, 14(S1), 5-14.
- Breia, A. F. (2016). “The Walking Dead” Algumas distorções financeiras no Setor Empresarial do Estado (o caso particular dos transportes), *Newsletter 16 – Dezembro 2016*, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, 10-22
- Budros, A. (1999). A conceptual framework for analyzing why organizations downsize. *Organization Science*, 10(1), 69-82.
- Camargos, M. A. D., & Barbosa, F. V. (2010). Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. *REGE Revista de Gestão*, 10(2).
- Cameron, E., & Green, M. (2009). *Making sense of change management: A complete guide to the models, tools and techniques of organizational change*. Kogan Page Publishers. ISBN 9781789660456
- Cameron, K. S. (1994). Strategies for successful organizational downsizing. *Human resource management*, 33(2), 189-211.
- Carreira, C., Teixeira, P., Nieto-Carrillo, E., & Eira J. (2021). *Crise e Crédito, lições da recessão de 2008-2013*

- Cascio, W. F. (1993). Downsizing: What do we know? What have we learned?. *Academy of Management Perspectives*, 7(1), 95-104.
- Cascio, W. F. (2010). Employment downsizing: Causes, costs, and consequences. In *More than bricks in the wall: Organizational perspectives for sustainable success* (pp. 87-96). Gabler.
- Cefis, E., & Marsili, O. (2005). A matter of life and death: innovation and firm survival. *Industrial and Corporate change*, 14(6), 1167-1192.
- Cioli, V., Giannozzi, A., Ippoliti, V., & Roggi, O. (2020). Cross-Border M&A and Financial Performance: Empirical Evidence on Bidder/Target Companies. *International Journal of Business and Management*, 15(4).
- Clark, K., & Ofek, E. (1994). Mergers as a means of restructuring distressed firms: An empirical investigation. *Journal of Financial and quantitative analysis*, 29(4), 541-565.
- Coase, R. H. (1937). *The Nature of the Firm. Origins, Evolution, and Development*. New York, Oxford,(1991) 18, 33.
- Correa, P., & Aguiar, F. (2002). *Merger control in developing countries: lessons from the Brazilian experience*. UN.
- Cottrell, A., & Lucchetti, R. (2021). *Gretl User's Guide: GNU Regression, Econometrics and Time-Series Library*. 2021
- Da Fonseca, J. L., & Ceretta, P. S. (2012). A Gestão da liquidez e o seu reflexo no retorno sobre o capital próprio e no lucro por ação das empresas pertencentes à BMF&BOVESPA. *Revista Alcance*, 19(2), 202-221.
- Datta, D. K., Musteen, M., & Herrmann, P. (2009). Board characteristics, managerial incentives, and the choice between foreign acquisitions and international joint ventures. *Journal of Management*, 35(4), 928-953.
- De Vries, M. F. K., & Balazs, K. (1997). The downside of downsizing. *Human relations*, 50(1), 11-50.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (1990). Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms. *The Journal of Finance*, 45(5), 1415-1431.
- Deloitte. (2015). *M&A Trends Report 2015: Our annual comprehensive look at the M&A market*, Deloitte Development LLC
- DePamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Academic Press. ISBN: 9780128016091
- Dong, X., Liu, Q., & Yin, D. (2008). Business performance, business strategy, and information system strategic alignment: An empirical study on Chinese firms. *Tsinghua science and Technology*, 13(3), 348-354.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.
- Espahbodi, R., John, T. A., & Vasudevan, G. (2000). The effects of downsizing on operating performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15(2), 107-126.
- Ferreira, D., & Fusões, A. (2002). *Reestruturações de empresas*. Lisboa: Edições Sílabo. ISBN: 9789726182818
- Ferreira, T. D. C. (2012). *Expectativas dos stakeholders para as fusões e aquisições: um estudo de caso: aquisição do Finibanco pelo Montepio*

- Forti, C. A. B., & Peixoto, F. M. (2015). Determinant factors of dividend payments in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26, 167-180.
- Fung, S., Jo, H., & Tsai, S. C. (2009). Agency problems in stock market-driven acquisitions. *Review of Accounting and Finance*.
- Gandolfi, F. (2008). Learning from the past-downsizing lessons for managers. *Journal of Management Research*, 8(1), 3.
- Gandolfi, F. (2009). Unravelling Downsizing – What do we know about the Phenomenon?. *Review of International Comparative Management*, 10(3), 414-426
- Gandolfi, F., & Hansson, M. (2011). Causes and consequences of downsizing: Towards an integrative framework. *Journal of Management & Organization*, 17(4), 498-521.
- Government Accountability Office (GAO): Yager, L., Nilson, S. R., & Hite, R. C. (2004). International trade: Current government data provide limited insight into offshoring of services. DIANE Publishing.
- Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions?. *Journal of corporate finance*, 7(2), 151-178.
- Gibbs, P. A. (1993). Determinants of corporate restructuring: The relative importance of corporate governance, takeover threat, and free cash flow. *Strategic Management Journal*, 14(S1), 51-68.
- Godbole, P. G. (2013). Mergers, acquisitions and corporate restructuring. Vikas Publishing House. ISBN: 9789325964556
- Gonçalves, C., Santos, D., & Rodrigo, J. (2013). *Relato Financeiro: interpretação e análise-2ª edição*. Vida económica Editorial. ISBN: 9789897682100
- Goto, Y., & Wilbur, S. (2019). Unfinished business: Zombie firms among SME in Japan's lost decades. *Japan and the World Economy*, 49, 105-112.
- Graebner, M. E., Heimeriks, K. H., Huy, Q. N., & Vaara, E. (2017). The process of postmerger integration: A review and agenda for future research. *Academy of Management Annals*, 11(1), 1-32.
- Gregoriou, G. N., & Renneboog, L. (2007). International mergers and acquisitions activity since 1990: Recent research and quantitative analysis. ISBN: 9780750682893
- Grigorieva, S., & Petrunina, T. (2015). The performance of mergers and acquisitions in emerging capital markets: new angle. *Journal of Management Control*, 26(4), 377-403.
- Harrigan, K. R. (1988). Joint ventures and competitive strategy. *Strategic management journal*, 9(2), 141-158.
- Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers?. *Journal of financial economics*, 31(2), 135-175.
- Hedberg, B. L., Nystrom, P. C., & Starbuck, W. H. (1976). Camping on seesaws: Prescriptions for a self-designing organization. *Administrative Science Quarterly*, 41-65.
- Higgins, R. (2007). *Análise para administração financeira*. McGraw-Hill. ISBN: 9788580553192
- Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Hoskisson, R. E. (2002). *Administração estratégica*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. ISBN: 9788522102709
- Humphery-Jenner, M., & Powell, R. (2014). Firm size, sovereign governance, and value creation: Evidence from the acquirer size effect. *Journal of Corporate Finance*, 26, 57-77.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Johnson, R. A., Hoskisson, R. E., & Hitt, M. A. (1993). Board of director involvement in restructuring: The effects of board versus managerial controls and characteristics. *Strategic management journal*, 14(S1), 33-50.
- Johnson, R., & Soenen, L. (2003). Indicators of successful companies. *European management journal*, 21(3), 364-369.
- Khemani, R. S. (1993). Glossary of industrial organisation economics and competition law. Organisation for Economic Co-operation and Development; Washington, DC: OECD Publications and Information Centre.
- Koh, S., Durand, R. B., Dai, L., & Chang, M. (2015). Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring. *Journal of Corporate Finance*, 33, 19-33.
- Krishnamurti, C., & Vishwanath, S. R. (Eds.). (2008). Mergers, acquisitions and corporate restructuring. SAGE Publications India. ISBN: 9789352803491
- Kumar, B. R. (2012). *Mega Mergers and Acquisitions*. Palgrave Macmillan. ISBN: 9781137005892
- Kumar, B. R. (2019). In *Wealth Creation in the World's Largest Mergers and Acquisitions*. Springer, Cham. ISBN: 978-3-030-02363-8
- Kumaraswamy, S., Ebrahim, R., & Nasser, H. (2019). Impact of corporate restructuring on the financial performance of gulf cooperation council firms. *Polish Journal of Management Studies*, 19.
- Lafontaine, F. (1992). Agency theory and franchising: some empirical results. *The rand journal of economics*, 263-283.
- Lau, A. H. L. (1987). A five-state financial distress prediction model. *Journal of accounting research*, 127-138.
- Lawson, A. (2009). Evaluating the transaction costs of implementing the Paris Declaration. Concept Paper submitted by Fiscus Public Finance Consultants to the Secretariat for the Evaluation of the Paris Declaration, November.
- Luthans, B. C., & Sommer, S. M. (1999). The impact of downsizing on workplace attitudes: Differing reactions of managers and staff in a health care organization. *Group & Organization Management*, 24(1), 46-70.
- Maccoby, M. (2004). Narcissistic leaders: The incredible pros, the inevitable cons. *Harvard Business Review*, 82(1), 92-92.
- Marion Filho, P. J., & Knorst, A. (2009). A reestruturação patrimonial de empresas no Brasil: fusões e aquisições (1990-1999). *Perspectiva económica*, 5(2), 47-67.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2006). Mergers and acquisitions in Europe. *Advances in corporate finance and asset pricing*, 13-75.
- Martynova, M., Oosting, S., & Renneboog, L. (2007). The long-term operating performance in European mergers and acquisitions. In *International mergers and acquisitions activity since 1990* (pp. 79-116). Academic Press.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?. *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2148-2177.

- McCarthy, K. J., Dolfmsa, W., & Weitzel, U. (2016). The first global merger wave and the enigma of Chinese performance. *Management and Organization Review*, 12(2), 221-248.
- McGowan, M. A., Andrews, D., & Millot, V. (2017). The walking dead?: Zombie firms and productivity performance in OECD countries.
- Meier, J. M., & Smith, J. (2020). Tax Avoidance through Cross-Border Mergers and Acquisitions. Available at SSRN.
- Mekaoui, S. (2020). In Search Of M&A Success: Putting Employee Engagement At The Center Of Attention After Post-Merger Downsizing.
- Meschi, P. X., & Metais, E. (2006). International acquisition performance and experience: A resource-based view. Evidence from French acquisitions in the United States (1988–2004). *Journal of International Management*, 12(4), 430-448.
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1984). A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management science*, 30(10), 1161-1183.
- Minadeo, R. (2017). Fusões e aquisições: Visão panorâmica e estudos de casos analisados segundo o modelo de weisbach (1993). *GESTÃO. Org*, 15(2), 589-602.
- Mirabal, N., & DeYoung, R. (2005). Downsizing as a strategic intervention. *Journal of American Academy of Business*, 6(1), 39–45.
- Mujamena, L. A. (2015). Fusões e aquisições: uma alternativa a estratégias de permanência e crescimento das MPME no mercado luandense: o caso Cuilo e Silver Star (Tese de Mestrado, Universidade de Évora).
- Nagasha, S., Bananuka, J., Musimenta, D., & Lulu, G. (2017). The impact of merger and acquisition on firm performance in East Africa.
- Nouwen, T. J. A. (2011). M&A waves and its evolution throughout history Tilburg University.– 2011.
- O'Shaughnessy, K. C., & Flanagan, D. J. (1998). Determinants of layoff announcements following M&As: An empirical investigation. *Strategic management journal*, 19(10), 989-999.
- OCDE (2020) Mobilising Portuguese Capital Markets for Investment and Growth, OECD Capital Market Review of Portugal
- Ooghe, H., Van Laere, E., & De Langhe, T. (2006). Are acquisitions worthwhile? An empirical study of the post-acquisition performance of privately held Belgian companies. *Small Business Economics*, 27(2), 223-243.
- Owen, S., & Yawson, A. (2010). Corporate life cycle and M&A activity. *Journal of banking & finance*, 34(2), 427-440.
- Papadakis, V. M., & Thanos, I. C. (2010). Measuring the performance of acquisitions: An empirical investigation using multiple criteria. *British Journal of Management*, 21(4), 859-873.
- Pervan, M., Višić, J., & Barnjak, K. (2015). The impact of M&A on company performance: Evidence from Croatia. *Procedia Economics and Finance*, 23, 1451-1456.
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2006). Understanding differences between financial distress and bankruptcy. *Review of Applied Economics*, 2(1076-2016-87135), 141-157.
- PwC (2019) Creating value beyond the deal.

- Powell, R. G., & Stark, A. W. (2005). Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 293-317.
- Rao-Nicholson, R., Salaber, J., & Cao, T. H. (2016). Long-term performance of mergers and acquisitions in ASEAN countries. *Research in International Business and Finance*, 36, 373-387.
- Rashid, A., & Naeem, N. (2017). Effects of mergers on corporate performance: An empirical evaluation using OLS and the empirical Bayesian methods. *Borsa Istanbul Review*, 17(1), 10-24.
- Rodrigues, B. D., Perobelli, F. F., & Vasconcelos, S. (2015) Estudo da concorrência em fusões e aquisições baseada na informação financeira intradiária
- Ryan, L., & Macky, K. A. (1998). Downsizing organizations: Uses, outcomes and strategies. *Asia Pacific Journal of Human Resources*, 36(2), 29-45.
- Schweizer, L., & Nienhaus, A. (2017). Corporate distress and turnaround: integrating the literature and directing future research. *Business Research*, 10(1), 3-47.
- Schweizer, R., & Lagerström, K. (2020). Understanding a demerger process: The divorce metaphor. *Scandinavian Journal of Management*, 36(1), 101095.
- Serra, F. R., Ferreira, M. P., Torres, M. C., & Torres, A. P. (2010). *Gestão estratégica: conceitos e prática*. LIDEL-edições técnicas, Lda. ISBN: 978-972-757-606-7
- Sharma, S., & Mahajan, V. (1980), Early warning indicators of business failure, *Journal of marketing*, 44(4), 80-89,
- Sharma, D. S., & Ho, J. (2002). The impact of acquisitions on operating performance: Some Australian evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(1-2), 155-200.
- Shin, M. J. (2017). *Corporate Restructuring and Its Macro Effects*. International Monetary Fund.
- Shleifer, A., Vishny, R., & Morck, R. (1987). Characteristics of hostile and friendly takeover targets. Center for Research in Security Prices, Graduate School of Business, University of Chicago.
- Silva, E. S., Mota, C., Queirós, M., & Pereira, A. (2013). *Finanças e gestão de riscos internacionais*. Vida económica. ISBN: 9789897681073
- Singh, R., Bhowal, A., & Bawari, M. V. (2009). Impact of demerger on shareholders' wealth. *Enterprise Risk*, 1(1), E4.
- Singh, F., & Mogla, M. (2008). Impact of Mergers on Profitability of Acquiring Companies. *ICFAI Journal of Mergers & Acquisitions*, 5(2).
- Sinha, N., Kaushik, K. P., & Chaudhary, T. (2010). Measuring post merger and acquisition performance: An investigation of select financial sector organizations in India. *International journal of Economics and Finance*, 2(4), 190-200.
- Smith, T. M., & Reece, J. S. (1999). The relationship of strategy, fit, productivity, and business performance in a services setting. *Journal of Operations Management*, 17(2), 145-161.
- Sudarsanam, S., & Lai, J. (2001). Corporate financial distress and turnaround strategies: An empirical analysis. *British Journal of Management*, 12(3), 183-199.
- Teixeira, N. M. D., & Amaro, A. G. C. (2013). Avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor—um estudo de caso. *Revista Universo Contábil*, 9(4), 157-178.

- Trevor, C. O., & Nyberg, A. J. (2008). Keeping your headcount when all about you are losing theirs: Downsizing, voluntary turnover rates, and the moderating role of HR practices. *Academy of Management Journal*, 51(2), 259-276.
- Vintilă, G., & Nenu, E. A. (2016). Liquidity and profitability analysis on the Romanian listed companies. *Journal of Eastern Europe research in business & economics*, 2016, 1-8.
- Vyas, K. K. (1997). *Corporate restructuring and value creation*. University of Groningen.
- Wade, J. (2010). The failed merger of AOL/Time Warner. *Risk Management*, 57(4), 22.
- Walker, G. (1988). Strategic sourcing, vertical integration, and transaction costs. *Interfaces*, 18(3), 62-73.
- Warner, J. B., Watts, R. L., & Wruck, K. H. (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of financial Economics*, 20, 461-492.
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic management journal*, 5(2), 171-180.
- Whitaker, R. B. (1999). The early stages of financial distress. *Journal of economics and finance*, 23(2), 123-132.
- Wilcoxon, F. (1992). Individual comparisons by ranking methods. In *Breakthroughs in statistics* (pp. 196-202). Springer, New York, NY.
- Williamson, O. E. (1981). The economics of organization: The transaction cost approach. *American journal of sociology*, 87(3), 548-577.
- Yaghoubi, R., Yaghoubi, M., Locke, S., & Gibb, J. (2016). Mergers and acquisitions: a review. Part 1. *Studies in Economics and Finance*.

6. Apêndices

Apêndice 1: Identificação das variáveis utilizadas nos testes estatísticos

| Identificação das variáveis | Descrição |
|-----------------------------|---|
| AVGROE | Média do rácio de rendibilidade do capital próprio no período 2012-2019 |
| AVGROA | Média do rácio de rendibilidade do ativo no período 2012-2019 |
| AVGCJ | Média do rácio de cobertura de juro no período 2012-2019 |
| AVGLIQ | Média do rácio de liquidez no período 2012-2019 |
| avgEBITMarg | Média do rácio de margem do EBIT no período 2012-2019 |
| avgEBITDAMarg | Média do rácio de margem do EBITDA no período 2012-2019 |
| AVGROE1719 | Média do rácio de rendibilidade do capital próprio no período 2017-2019 |
| AVGROA1719 | Média do rácio de rendibilidade do ativo no período 2017-2019 |
| AVGCJ1719 | Média do rácio de cobertura de juro no período 2017-2019 |
| AVGLIQ1719 | Média do rácio de liquidez no período 2017-2019 |
| avgEBITMarg1719 | Média do rácio de margem do EBIT no período 2017-2019 |
| avgEBITDAMarg1719 | Média do rácio de margem do EBITDA no período 2017-2019 |
| AVGROE1214 | Média do rácio de rendibilidade do capital próprio no período 2012-2014 |
| AVGROA1214 | Média do rácio de rendibilidade do ativo no período 2012-2014 |
| AVGCJ1214 | Média do rácio de cobertura de juro no período 2012-2014 |
| AVGLIQ1214 | Média do rácio de liquidez no período 2012-2014 |
| avgEBITMarg1214 | Média do rácio de margem do EBIT no período 2012-2014 |
| avgEBITDAMarg1214 | Média do rácio de margem do EBITDA no período 2012-2014 |
| mdnROE1719 | Mediana do rácio de rendibilidade do capital próprio no período 2017-2019 |
| mdnROA1719 | Mediana do rácio de rendibilidade do ativo no período 2017-2019 |
| mdnCJ1719 | Mediana do rácio de cobertura de juro no período 2017-2019 |
| mdnLIQ1719 | Mediana do rácio de liquidez no período 2017-2019 |
| mdnEBITMarg1719 | Mediana do rácio de margem do EBIT no período 2017-2019 |
| mdnEBITDAMarg1719 | Mediana do rácio de margem do EBITDA no período 2017-2019 |
| mdnROE1214 | Mediana do rácio de rendibilidade do capital próprio no período 2012-2014 |
| mdnROA1214 | Mediana do rácio de rendibilidade do ativo no período 2012-2014 |
| mdnCJ1214 | Mediana do rácio de cobertura de juro no período 2012-2014 |
| mdnLIQ1214 | Mediana do rácio de liquidez no período 2012-2014 |
| mdnEBITMarg1214 | Mediana do rácio de margem do EBIT no período 2012-2014 |
| mdnEBITDAMarg1214 | Mediana do rácio de margem do EBITDA no período 2012-2014 |

| Identificação das variáveis | Descrição |
|------------------------------------|--|
| AVGROE1719TF | Média do rácio de rendibilidade do capital próprio no período 2017-2019, empresas da indústria transformadora |
| AVGROA1719TF | Média do rácio de rendibilidade do ativo no período 2017-2019, empresas da indústria transformadora |
| AVGCJ1719TF | Média do rácio de cobertura de juro no período 2017-2019, empresas da indústria transformadora |
| AVGLIQ1719TF | Média do rácio de liquidez no período 2017-2019, empresas da indústria transformadora |
| avgEBITMarg1719TF | Média do rácio de margem do EBIT no período 2017-2019, empresas da indústria transformadora |
| avgEBITDAMarg1719TF | Média do rácio de margem do EBITDA no período 2017-2019, empresas da indústria transformadora |
| AVGROE1214TF | Média do rácio de rendibilidade do capital próprio no período 2012-2014, empresas da indústria transformadora |
| AVGROA1214TF | Média do rácio de rendibilidade do ativo no período 2012-2014, empresas da indústria transformadora |
| AVGCJ1214TF | Média do rácio de cobertura de juro no período 2012-2014, empresas da indústria transformadora |
| AVGLIQ1214TF | Média do rácio de liquidez no período 2012-2014, empresas da indústria transformadora |
| avgEBITMarg1214TF | Média do rácio de margem do EBIT no período 2012-2014, empresas da indústria transformadora |
| avgEBITDAMarg1214TF | Média do rácio de margem do EBITDA no período 2012-2014, empresas da indústria transformadora |
| AVG3ROE1719 | Média do rácio de rendibilidade do capital próprio no período 2017-2019, empresas do agregado do setor terciário |
| AVG3ROA1719 | Média do rácio de rendibilidade do ativo no período 2017-2019, empresas do agregado do setor terciário |
| AVG3CJ1719 | Média do rácio de cobertura de juro no período 2017-2019, empresas do agregado do setor terciário |
| AVG3LIQ1719 | Média do rácio de liquidez no período 2017-2019, empresas do agregado do setor terciário |
| avg3EBITMarg1719 | Média do rácio de margem do EBIT no período 2017-2019, empresas do agregado do setor terciário |
| avg3EBITDAMarg1719 | Média do rácio de margem do EBITDA no período 2017-2019, empresas do agregado do setor terciário |
| AVG3ROE1214 | Média do rácio de rendibilidade do capital próprio no período 2012-2014, empresas do agregado do setor terciário |
| AVG3ROA1214 | Média do rácio de rendibilidade do ativo no período 2012-2014, empresas do agregado do setor terciário |
| AVG3CJ1214 | Média do rácio de cobertura de juro no período 2012-2014, empresas do agregado do setor terciário |
| AVG3LIQ1214 | Média do rácio de liquidez no período 2012-2014, empresas do agregado do setor terciário |
| avg3EBITMarg1214 | Média do rácio de margem do EBIT no período 2012-2014, empresas do agregado do setor terciário |
| avg3EBITDAMarg1214 | Média do rácio de margem do EBITDA no período 2012-2014, empresas do agregado do setor terciário |

| Identificação das variáveis | Descrição |
|------------------------------------|---|
| AVGFRROE1719 | Média do rácio de rendibilidade do capital próprio no período 2017-2019, empresas adquirentes francesas |
| AVGFRROA1719 | Média do rácio de rendibilidade do ativo no período 2017-2019, empresas adquirentes francesas |
| AVGFRCJ1719 | Média do rácio de cobertura de juro no período 2017-2019, empresas adquirentes francesas |
| AVGFRLIQ1719 | Média do rácio de liquidez no período 2017-2019, empresas adquirentes francesas |
| avgFREBITMarg1719 | Média do rácio de margem do EBIT no período 2017-2019, empresas adquirentes francesas |
| avgFREBITDAMarg1719 | Média do rácio de margem do EBITDA no período 2017-2019, empresas adquirentes francesas |
| AVGFRROE1214 | Média do rácio de rendibilidade do capital próprio no período 2012-2014, empresas adquirentes francesas |
| AVGFRROA1214 | Média do rácio de rendibilidade do ativo no período 2012-2014, empresas adquirentes francesas |
| AVGFRCJ1214 | Média do rácio de cobertura de juro no período 2012-2014, empresas adquirentes francesas |
| AVGFRLIQ1214 | Média do rácio de liquidez no período 2012-2014, empresas adquirentes francesas |
| avgFREBITMarg1214 | Média do rácio de margem do EBIT no período 2012-2014, empresas adquirentes francesas |
| avgFREBITDAMarg1214 | Média do rácio de margem do EBITDA no período 2012-2014, empresas adquirentes francesas |
| AVGDROE1719 | Média do rácio de rendibilidade do capital próprio no período 2017-2019, empresas adquirentes envolvidas em aquisições domésticas |
| AVGDROA1719 | Média do rácio de rendibilidade do ativo no período 2017-2019, empresas adquirentes envolvidas em aquisições domésticas |
| AVGDCJ1719 | Média do rácio de cobertura de juro no período 2017-2019, empresas adquirentes envolvidas em aquisições domésticas |
| AVGDLIQ1719 | Média do rácio de liquidez no período 2017-2019, empresas adquirentes envolvidas em aquisições domésticas |
| avgDEBITMarg1719 | Média do rácio de margem do EBIT no período 2017-2019, empresas adquirentes envolvidas em aquisições domésticas |
| avgDEBITDAMarg1719 | Média do rácio de margem do EBITDA no período 2017-2019, empresas adquirentes envolvidas em aquisições domésticas |
| AVGDROE1214 | Média do rácio de rendibilidade do capital próprio no período 2012-2014, empresas adquirentes envolvidas em aquisições domésticas |
| AVGDROA1214 | Média do rácio de rendibilidade do ativo no período 2012-2014, empresas adquirentes envolvidas em aquisições domésticas |
| AVGDCJ1214 | Média do rácio de cobertura de juro no período 2012-2014, empresas adquirentes envolvidas em aquisições domésticas |
| AVGDLIQ1214 | Média do rácio de liquidez no período 2012-2014, empresas adquirentes envolvidas em aquisições domésticas |
| avgDEBITMarg1214 | Média do rácio de margem do EBIT no período 2012-2014, empresas adquirentes envolvidas em aquisições domésticas |
| avgDEBITDAMarg1214 | Média do rácio de margem do EBITDA no período 2012-2014, empresas adquirentes envolvidas em aquisições domésticas |

| Identificação das variáveis | Descrição |
|-----------------------------|--|
| AVGFROROE1719 | Média do rácio de rendibilidade do capital próprio no período 2017-2019, empresas adquirentes envolvidas em aquisições transfronteiriças |
| AVGFROROA1719 | Média do rácio de rendibilidade do ativo no período 2017-2019, empresas adquirentes envolvidas em aquisições transfronteiriças |
| AVGFROCJ1719 | Média do rácio de cobertura de juro no período 2017-2019, empresas adquirentes envolvidas em aquisições transfronteiriças |
| AVGFROLIQ1719 | Média do rácio de liquidez no período 2017-2019, empresas adquirentes envolvidas em aquisições transfronteiriças |
| avgFROEBITMarg1719 | Média do rácio de margem do EBIT no período 2017-2019, empresas adquirentes envolvidas em aquisições transfronteiriças |
| avgFROEBITDAMarg1719 | Média do rácio de margem do EBITDA no período 2017-2019, empresas adquirentes envolvidas em aquisições transfronteiriças |
| AVGFROROE1214 | Média do rácio de rendibilidade do capital próprio no período 2012-2014, empresas adquirentes envolvidas em aquisições transfronteiriças |
| AVGFROROA1214 | Média do rácio de rendibilidade do ativo no período 2012-2014, empresas adquirentes envolvidas em aquisições transfronteiriças |
| AVGFROCJ1214 | Média do rácio de cobertura de juro no período 2012-2014, empresas adquirentes envolvidas em aquisições transfronteiriças |
| AVGFROLIQ1214 | Média do rácio de liquidez no período 2012-2014, empresas adquirentes envolvidas em aquisições transfronteiriças |
| avgFROEBITMarg1214 | Média do rácio de margem do EBIT no período 2012-2014, empresas adquirentes envolvidas em aquisições transfronteiriças |
| avgFROEBITDAMarg1214 | Média do rácio de margem do EBITDA no período 2012-2014, empresas adquirentes envolvidas em aquisições transfronteiriças |

Apêndice 2: Testes de normalidade das variáveis

Teste de normalidade das variáveis

AVGROE: Shapiro-Wilk $W = 0.8038$, with p-value $4.2172e-008$

AVGROA: Shapiro-Wilk $W = 0.797204$, with p-value $2.82775e-008$

AVGCJ: Shapiro-Wilk $W = 0.517147$, with p-value $1.30851e-013$

AVGLIQ: Shapiro-Wilk $W = 0.876077$, with p-value $6.5017e-006$

avgEBITMarg: Shapiro-Wilk $W = 0.863036$, with p-value $2.35536e-006$

avgEBITDAMar: Shapiro-Wilk $W = 0.822958$, with p-value $1.4144e-007$

AVGROE1719: Shapiro-Wilk $W = 0.695947$, with p-value $1.40752e-010$

AVGROE1214: Shapiro-Wilk $W = 0.768484$, with p-value $5.42365e-009$

AVGROA1719: Shapiro-Wilk $W = 0.756502$, with p-value $2.83066e-009$

AVGROA1214: Shapiro-Wilk $W = 0.798035$, with p-value $2.97245e-008$

AVGCJ1719: Shapiro-Wilk $W = 0.580991$, with p-value $1.23611e-012$

AVGCJ1214: Shapiro-Wilk $W = 0.416748$, with p-value $5.68634e-015$

AVGLIQ1719: Shapiro-Wilk $W = 0.885028$, with p-value $1.35063e-005$

AVGLIQ1214: Shapiro-Wilk $W = 0.831335$, with p-value $2.46163e-007$

AVGMEBITDA1719: Shapiro-Wilk $W = 0.867696$, with p-value $3.36398e-006$

AVGMEBITDA1214: Shapiro-Wilk $W = 0.773672$, with p-value $7.23584e-009$

AVGMEBIT1719: Shapiro-Wilk $W = 0.881081$, with p-value $9.74882e-006$

Teste de normalidade das variáveis

AVGMEBIT1214: Shapiro-Wilk W = 0.828571, with p-value 2.04661e-007

mdnROE1719: Shapiro-Wilk W = 0.753585, with p-value 2.42385e-009

mdnROE1214: Shapiro-Wilk W = 0.773088, with p-value 7.00305e-009

mdnROA1719: Shapiro-Wilk W = 0.625408, with p-value 6.82407e-012

mdnROA1214: Shapiro-Wilk W = 0.774734, with p-value 7.67936e-009

mdnCJ1719: Shapiro-Wilk W = 0.558624, with p-value 5.48422e-013

mdnCJ1214: Shapiro-Wilk W = 0.411108, with p-value 4.82528e-015

mdnLIQ1719: Shapiro-Wilk W = 0.858038, with p-value 1.61924e-006

mdnLIQ1214: Shapiro-Wilk W = 0.818861, with p-value 1.08483e-007

mdnMEBITDA1719: Shapiro-Wilk W = 0.873624, with p-value 5.34799e-006

mdnMEBITDA1214: Shapiro-Wilk W = 0.772203, with p-value 6.66585e-009

mdnMEBIT1719: Shapiro-Wilk W = 0.857696, with p-value 1.57859e-006

mdnMEBIT1214: Shapiro-Wilk W = 0.825965, with p-value 1.72243e-007

Apêndice 3: Dados do ROE

| Nome da empresa adquirente | Pais da empresa | ROE 2019 | ROE 2018 | ROE 2017 | ROE 2016 | ROE 2015 | ROE 2014 | ROE 2013 | ROE 2012 | Média ROE | Média ROE 2017-2019 | Média ROE 2012-2014 |
|--------------------------------------|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|---------------------|---------------------|
| ZUMTOBEL GROUP AG | Áustria | -0,0384 | -0,0882 | 0,0900 | 0,0468 | 0,0486 | -0,0074 | 0,0220 | 0,0560 | 0,0162 | -0,0122 | 0,0235 |
| ROSENBAUER INTERNATIONAL AG | Áustria | 0,1797 | 0,1850 | 0,0883 | 0,1820 | 0,2127 | 0,2385 | 0,2219 | 0,2254 | 0,1917 | 0,1510 | 0,2286 |
| SEMPERIT AG HOLDING | Áustria | -0,1081 | -0,1915 | 0,0432 | 0,0223 | 0,1610 | 0,1173 | 0,1724 | 0,1439 | 0,0451 | -0,0855 | 0,1445 |
| ZENITEL NV | Bélgica | 0,1156 | 0,1154 | 0,1148 | 0,0980 | 0,2662 | 0,0847 | 0,2727 | 0,1245 | 0,1490 | 0,1153 | 0,1606 |
| COIL SA/NV | Bélgica | 0,0355 | 0,0002 | 0,1325 | 0,1604 | 0,1864 | 0,0847 | -0,1659 | 0,1431 | 0,0721 | 0,0561 | 0,0206 |
| EVS BROADCAST EQUIPMENT SA | Bélgica | 0,1617 | 0,1989 | 0,3184 | 0,4714 | 0,4255 | 0,6656 | 0,7112 | 0,8934 | 0,4808 | 0,2263 | 0,7567 |
| MDXHEALTH SA | Bélgica | -2,2143 | -0,6234 | -0,2848 | -0,2519 | -0,3270 | -0,6417 | -0,6592 | -0,7214 | -0,7155 | -1,0408 | -0,6741 |
| ENVITEC BIOGAS AG | Alemanha | 0,0758 | 0,0722 | 0,0437 | 0,0227 | 0,0144 | 0,0253 | 0,0058 | 0,0161 | 0,0345 | 0,0639 | 0,0157 |
| MUEHLHAN AG | Alemanha | 0,1465 | 0,1238 | 0,0976 | 0,0792 | 0,0507 | 0,0600 | 0,0554 | 0,0396 | 0,0816 | 0,1226 | 0,0517 |
| DELTICOM AG | Alemanha | -5,2590 | 0,0087 | 0,0313 | 0,1129 | 0,1012 | 0,1246 | 0,3428 | 0,5187 | -0,5024 | -1,7397 | 0,3287 |
| HEISE GRUPPE GMBH & CO, KG | Alemanha | 0,4847 | 0,5073 | 0,6016 | 0,5169 | 0,4903 | 0,4295 | 0,5508 | 0,5997 | 0,5226 | 0,5312 | 0,5267 |
| KIENAST HOLDING GMBH & CO KG | Alemanha | 0,1664 | 0,1821 | 0,2053 | 0,1726 | 0,1545 | 0,2687 | 0,1804 | 0,2731 | 0,2004 | 0,1846 | 0,2407 |
| NORDEX SE | Alemanha | -0,1070 | -0,1328 | 0,0136 | 0,1509 | 0,2152 | 0,1398 | 0,0494 | -0,3049 | 0,0030 | -0,0754 | -0,0386 |
| 2G ENERGY AG | Alemanha | 0,2230 | 0,1825 | 0,1292 | 0,0679 | 0,0869 | 0,2116 | 0,0616 | 0,3475 | 0,1638 | 0,1782 | 0,2069 |
| SECUNET SECURITY NETWORKS AG | Alemanha | 0,4214 | 0,3832 | 0,3982 | 0,2907 | 0,2147 | 0,1833 | 0,1077 | 0,1854 | 0,2731 | 0,4009 | 0,1588 |
| NANOFOCUS AG | Alemanha | -0,5286 | -0,7342 | -0,8473 | -0,2392 | -0,1132 | 0,1352 | -0,1487 | 0,0187 | -0,3072 | -0,7034 | 0,0017 |
| KION GROUP AG | Alemanha | 0,1747 | 0,1650 | 0,1553 | 0,1338 | 0,1787 | 0,1568 | 0,0958 | 0,4704 | 0,1913 | 0,1650 | 0,2410 |
| STRATEC BIOMEDICAL AG | Alemanha | 0,1152 | 0,0926 | 0,1776 | 0,1605 | 0,2086 | 0,2147 | 0,1989 | 0,1750 | 0,1679 | 0,1285 | 0,1962 |
| PUMA SE | Alemanha | 0,2175 | 0,1820 | 0,1396 | 0,0690 | 0,0525 | 0,0753 | 0,0359 | 0,0703 | 0,1053 | 0,1797 | 0,0605 |
| ADIDAS AG | Alemanha | 0,3624 | 0,3737 | 0,3361 | 0,2237 | 0,1746 | 0,1488 | 0,2069 | 0,1608 | 0,2484 | 0,3574 | 0,1722 |
| GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA SA | Espanha | 0,8481 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | -1,8528 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | -0,1256 | 0,2827 | 0,0000 |
| SPONDA OYJ | Finlândia | 0,0516 | 0,0378 | 0,0643 | 0,0840 | 0,0815 | 0,0678 | 0,0661 | 0,1088 | 0,0702 | 0,0512 | 0,0809 |
| ORIOLA-KD OYJ | Finlândia | 0,0643 | 0,0933 | 0,1786 | 0,2638 | 0,2888 | -0,4850 | 0,0270 | 0,0683 | 0,0624 | 0,1121 | -0,1299 |
| EXEL INDUSTRIES SA | França | 0,0267 | 0,1521 | 0,1897 | 0,1588 | 0,1561 | 0,2080 | 0,1686 | 0,1765 | 0,1546 | 0,1228 | 0,1844 |
| GUERBET SA | França | 0,1313 | 0,1812 | 0,1953 | 0,1495 | 0,2056 | 0,1399 | 0,1163 | 0,1226 | 0,1552 | 0,1693 | 0,1263 |
| MEDIA 6 SA | França | 0,1089 | 0,1221 | 0,1320 | 0,0276 | -0,0067 | -0,0061 | 0,0140 | 0,0432 | 0,0544 | 0,1210 | 0,0170 |
| INTERPARFUMS SA | França | 0,1575 | 0,1514 | 0,1381 | 0,1245 | 0,1165 | 0,0932 | 0,1501 | 0,6104 | 0,1927 | 0,1490 | 0,2846 |
| GENERIX SA | França | 0,2221 | 0,1208 | 0,0451 | 0,0287 | 0,0568 | 0,1588 | 0,0745 | 0,0161 | 0,0904 | 0,1293 | 0,0831 |
| GLOBAL ECOPOWER SA | França | 0,0000 | 0,3821 | -0,0762 | 0,2384 | 0,2534 | 0,3735 | 0,4567 | 0,5218 | 0,2687 | 0,1020 | 0,4507 |
| LES HOTELS DE PARIS SA | França | 0,0000 | -1,0820 | -0,7912 | -0,2146 | -0,0468 | 0,2598 | 0,0154 | 0,2969 | -0,1953 | -0,6244 | 0,1907 |
| DIAGNOSTIC MEDICAL SYSTEMS SA | França | -0,2182 | -0,3050 | -0,1449 | -0,0465 | -0,1047 | -0,0486 | -0,0733 | -0,0337 | -0,1219 | -0,2227 | -0,0519 |
| SOCIETE FRANCAISE DE CASINOS SA | França | 0,2431 | -0,0653 | 0,0309 | 0,0409 | 0,0283 | 0,0760 | 0,0436 | 0,0338 | 0,0539 | 0,0696 | 0,0511 |
| LDLC.COM SA | França | 0,2589 | -0,1411 | 0,1270 | 0,2270 | 0,2666 | 0,3933 | 0,4873 | 0,4476 | 0,2583 | 0,0816 | 0,4427 |
| ONXEO SA | França | -2,0965 | -0,2458 | -1,3407 | -0,2349 | -0,2117 | -0,0455 | -2,0597 | -0,9835 | -0,9023 | -1,2277 | -1,0296 |

| Nome da empresa adquirente | Pais da empresa | ROE 2019 | ROE 2018 | ROE 2017 | ROE 2016 | ROE 2015 | ROE 2014 | ROE 2013 | ROE 2012 | Média ROE | Média ROE 2017-2019 | Média ROE 2012-2014 |
|--|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|---------------------|---------------------|
| NETBOOSTER SA | França | -0,1835 | 0,0022 | -0,1208 | 0,0786 | 0,2057 | 0,4504 | -0,0202 | 0,1060 | 0,0648 | -0,1007 | 0,1787 |
| BLUE SOLUTIONS SA | França | -0,9511 | -0,3727 | -0,1799 | 0,0091 | 0,0037 | -0,0409 | -0,2564 | 0,0000 | -0,2235 | -0,5012 | -0,0991 |
| EVOLIS SA | França | 0,1183 | 0,1376 | 0,1915 | 0,2211 | 0,2548 | 0,2085 | 0,1943 | 0,2269 | 0,1941 | 0,1491 | 0,2099 |
| ID LOGISTICS SAS | França | 0,1449 | 0,2149 | 0,1494 | 0,1640 | 0,2549 | 0,2784 | 0,2459 | 0,1245 | 0,1971 | 0,1697 | 0,2163 |
| DAMARTEX SA | França | -0,2051 | 0,0669 | 0,0971 | 0,0957 | 0,0000 | 0,0458 | 0,1039 | 0,0872 | 0,0364 | -0,0137 | 0,0790 |
| SOMFY SA | França | 0,1940 | 0,1854 | 0,2204 | 0,2666 | 0,3169 | 0,2729 | 0,1381 | 0,1397 | 0,2168 | 0,1999 | 0,1836 |
| GROUPE EUROTUNNEL SE | França | 0,0958 | 0,0644 | 0,0277 | 0,1289 | 0,0632 | 0,0320 | 0,0082 | 0,0148 | 0,0544 | 0,0626 | 0,0183 |
| SOCIETE ANONYME D'EXPLOSIFS ET DE PRODUITS | França | -0,0205 | 0,0911 | 0,1159 | 0,1338 | 0,0848 | 0,0545 | 0,0236 | 0,0448 | 0,0660 | 0,0622 | 0,0410 |
| FROMAGERIES BEL SA | França | 0,1009 | 0,0744 | 0,1040 | 0,1802 | 0,1761 | 0,1416 | 0,1811 | 0,1679 | 0,1408 | 0,0931 | 0,1635 |
| COMPAGNIE LEBON SA | França | 0,0919 | 0,0210 | 0,0865 | 0,0949 | 0,0805 | 0,0733 | 0,0754 | 0,0800 | 0,0754 | 0,0665 | 0,0762 |
| SOLOCAL GROUP SA | França | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| MANUTAN INTERNATIONAL SA | França | 0,1315 | 0,1315 | 0,1302 | 0,1262 | 0,1021 | 0,1055 | 0,1104 | 0,1153 | 0,1191 | 0,1311 | 0,1104 |
| COMPAGNIE INDUSTRIELLE ET FINANCIERE D'ENTREPRISES | França | 0,0687 | -0,0298 | -0,0580 | 0,0727 | 0,0802 | 0,0793 | 0,0814 | 0,0782 | 0,0466 | -0,0064 | 0,0796 |
| BRICORAMA SA | França | -0,0689 | 0,2746 | -0,1601 | 0,0604 | 0,0712 | 0,0710 | 0,0833 | 0,0879 | 0,0524 | 0,0152 | 0,0807 |
| LAMDA DEVELOPMENT SA | Grécia | 0,0768 | 0,1741 | -0,0601 | 0,0095 | -0,0405 | -0,0624 | -0,1850 | -0,3528 | -0,0551 | 0,0636 | -0,2001 |
| GREEK ORGANISATION of FOOTBALL PROGNOSTICS SA | Grécia | 0,3487 | 0,2843 | 0,2543 | 0,2210 | 0,2491 | 0,2474 | 0,1669 | 0,5477 | 0,2899 | 0,2958 | 0,3207 |
| TECHNICAL OLYMPIC SA | Grécia | -0,3503 | -0,0422 | -0,0511 | -0,0293 | -0,0441 | -0,0290 | -0,0903 | -0,0996 | -0,0920 | -0,1479 | -0,0730 |
| BREMBO SPA | Itália | 0,2171 | 0,2648 | 0,3152 | 0,3539 | 0,3542 | 0,3075 | 0,2432 | 0,2073 | 0,2829 | 0,2657 | 0,2527 |
| ASTM SPA | Itália | 0,0872 | 0,1292 | 0,1240 | 0,0996 | 0,1187 | 0,1094 | 0,1063 | 0,2818 | 0,1320 | 0,1135 | 0,1658 |
| CENTRALE DEL LATTE DI TORINO & C SPA | Itália | -0,1188 | -0,0063 | -0,0049 | 0,1803 | 0,0148 | 0,0445 | 0,0515 | -0,0297 | 0,0164 | -0,0433 | 0,0221 |
| TERNA - RETE ELETTRICA NAZIONALE SPA | Itália | 0,2546 | 0,2486 | 0,2582 | 0,2625 | 0,2634 | 0,2810 | 0,3188 | 0,3136 | 0,2751 | 0,2538 | 0,3045 |
| APRANGA APB | Lituânia | 0,1878 | 0,1632 | 0,2825 | 0,2490 | 0,2535 | 0,2895 | 0,3081 | 0,3153 | 0,2561 | 0,2112 | 0,3043 |
| PANEVEZIO STATYBOS TRESTAS AB | Lituânia | 0,0254 | -0,1149 | 0,0211 | 0,0948 | 0,0736 | -0,1049 | 0,0092 | 0,0571 | 0,0077 | -0,0228 | -0,0129 |
| LIETUVOS ENERGIJOS GAMYBA AB | Lituânia | 0,1235 | 0,1082 | 0,0444 | 0,1359 | 0,0017 | 0,1256 | 0,0729 | 0,0363 | 0,0811 | 0,0920 | 0,0783 |
| GRAND CITY PROPERTIES SA | Luxemburgo | 0,1238 | 0,1496 | 0,2041 | 0,2530 | 0,2118 | 0,2761 | 0,3938 | 0,5920 | 0,2755 | 0,1592 | 0,4206 |
| SES SA | Luxemburgo | 0,0319 | 0,0392 | 0,0765 | 0,1643 | 0,1869 | 0,2085 | 0,2338 | 0,2213 | 0,1453 | 0,0492 | 0,2212 |
| LATVIJAS BALZAMS AS | Letónia | 0,0813 | 0,0823 | 0,0911 | 0,0988 | 0,1010 | 0,1195 | 0,0906 | 0,0985 | 0,0954 | 0,0849 | 0,1029 |
| MIDI PLC | Malta | 0,1080 | 0,1833 | -0,0582 | -0,0314 | 0,1327 | -0,0531 | -0,0251 | -0,0395 | 0,0271 | 0,0777 | -0,0392 |
| 6PM HOLDINGS PLC | Malta | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,1657 | 0,1156 | 0,0866 | 0,0460 | 0,0000 | 0,1226 |
| BETER BED HOLDING NV | Países Baixos | -0,9496 | -0,6323 | 0,1998 | 0,3366 | 0,4046 | 0,3314 | 0,1996 | 0,4176 | 0,0385 | -0,4607 | 0,3162 |
| CORE LABORATORIES NV | Países Baixos | 0,3694 | 0,4966 | 0,4353 | 0,3042 | 3,3543 | 2,1868 | 1,4030 | 1,2246 | 1,2218 | 0,4338 | 1,6048 |
| FRANK'S INTERNATIONAL NV | Países Baixos | -0,1809 | -0,1439 | -0,1388 | -0,1320 | 0,0976 | 0,2084 | 0,2952 | 0,5092 | 0,0644 | -0,1545 | 0,3376 |
| JERONIMO MARTINS SGPS SA | Portugal | 0,2464 | 0,2786 | 0,2806 | 0,3739 | 0,2980 | 0,2617 | 0,3052 | 0,3242 | 0,2961 | 0,2685 | 0,2970 |
| INAPA - INVESTIMENTOS PARTICIPACOES E GESTAO SA | Portugal | -0,0285 | -0,0205 | 0,0014 | 0,0028 | 0,0090 | 0,0128 | 0,0099 | -0,0236 | -0,0046 | -0,0159 | -0,0003 |