

Research Paper

Reestruturação: Análise do impacto do processo de aquisição no desempenho das empresas: uma visão geral

Restructuring: Analysis of the impact of the acquisition process on company performance: an overview

Submitted in 05, August 2022

Accepted in 08, March 2023

Evaluated by a double-blind review system

SUSANA CARREIRA RODRIGUES^{1*}
CÂNDIDO JORGE PERES M.²

RESUMO

Objetivo: Analisar o processo de F & A (Fusões & Aquisições), nomeadamente o processo de aquisição para empresas europeias. O objetivo principal é uma visão geral do impacto das aquisições no desempenho das empresas adquirentes e daqueles que são os indicadores e metodologias mais utilizados para esse fim.

Metodologia/abordagem: Neste estudo realizou-se uma visão geral sobre a revisão de literatura, que permitiu sistematizar as tipologias e práticas mais comuns na análise do tema em estudo. Foi realizada uma busca de evidências científicas publicados em artigos científicos entre 1987 e 2022 disponíveis nos idiomas inglês e português. Foi analisado e adicionado à pesquisa outras fontes científicas, tais como livros e *sites*. Estudos que não apresentaram relevância para a análise proposto foram excluídos.

Resultados: Os resultados apontam para diferentes conclusões e divergências quando se analisa a *performance* de um processo de F & A. Estes diferentes resultados estão relacionados por vezes com o período em análise, crises económicas e financeiras envolventes, dimensão da amostra, medidores de *performance* ou meios envolventes.

Originalidade: Nos últimos anos verificou-se uma instabilidade económica e financeira que poderá resultar num maior número de processos de reestruturação, pondo o tema na ordem do dia.

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

ABSTRACT

^{1*} Corresponding author. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Portugal. Email: susanarodrigues@outlook.pt

² Instituto Jean Piaget e Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Portugal. Email: cjperes@iscal.ipl.pt

Purpose: This study aims to analyze the M & A (Mergers & Acquisitions) process, especially the acquisition process for European companies. The main objective is to do an overview to the impact of acquisitions on the performance of acquiring companies and which are the most frequently used indicators and methodologies for this purpose.

Methodology: In this study, an overview and review to the literature was carried out, to systematize the most common typologies and practices in the analysis of the theme under study. A search was conducted for scientific evidence published in scientific articles between 1987 and 2022 available in English and Portuguese. Other scientific sources, such as books and websites, were analyzed and added to the search. Studies that were not relevant to the proposed study were excluded.

Results: The results have shown different conclusions and divergences when analyzing the performance of an M & A process. These different results are sometimes related to the period under analysis, economic and financial crises, sample size, performance measures, or different environments.

Originality: In recent years there has been economic and financial instability that may result in a greater number of restructuring processes, putting the topic on the agenda.

Keywords: Restructuring; Mergers, Acquisitions; Performance

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 percepção 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 processos de F & A.

Ao longo dos anos e após a análise de diversos dados, Martynova e Renneboog (2006) 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, adoptando assim novas estratégias de atuação. O início de cada onda de F & A coincide com alterações económicas, financeiras, políticas e de regulamentação.

Após um período de pandemia e início de guerra na europa várias empresas de diferentes setores recorrem individualmente a reestruturações pondo 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 2.453 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 um estudo mais aprofundado dos processos de F & A, de modo a perceber as suas dinâmicas e como estes processos poderão ajudar as empresas que enfrentam necessidades de uma reestruturação.

1.2 Objectivo e estrutura do estudo

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, 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 deste estudo pretende-se analisar com maior profundidade o processo de F & A como forma de reestruturação. O objetivo central é analisar o impacto das aquisições na *performance* das empresas. Assim recorreu-se à literatura disponível para se estudar esta temática.

Este estudo está estruturado em 3 blocos principais. Neste primeiro bloco introdutório, aborda-se a relevância do tema, apresenta-se o objetivo e estrutura do estudo.

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 aprofunda-se a temática das fusões e aquisições. Esta secção termina com uma abordagem aos medidores de *performance*/desempenho das empresas e com uma análise da *performance* de empresas após processos de F & A.

Apresentam-se as conclusões no último capítulo fazendo-se ainda uma breve abordagem às perspectivas futuras.

2. Fundamentação teórica

2.1 Reestruturação

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. As reestruturações são categorizadas em diversos grupos na literatura como exposta na tabela 1.

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 conjugação 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). Sugerem 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 maneo. 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.

Tabela 1: Categorização da reestruturação

Autores	Categorização da reestruturação
Gibbs, P. A. (1993)	<ul style="list-style-type: none"> • Reestruturação financeira; • Reestruturação de portfólio; • Reestruturação operacional;
Bowman, E. H., & Singh, H. (1993)	<ul style="list-style-type: none"> • A venda de linhas de negócio, • Aquisições; • Alterações à estrutura de capital de empresa;
Vyas, K. K. (1997)	<ul style="list-style-type: none"> • Reestruturação operacional; • Reestruturação financeira; • Reestruturação do investimento;
Schweizer, L., & Nienhaus, A. (2017)	<ul style="list-style-type: none"> • Reestruturação financeira; • Reestruturação operacional; • Reestruturação da gestão/administração; • Reestruturação de portfólio

Fonte: Elaboração própria

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.

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 decide

implementar uma 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 podem ser a chave para a sobrevivência da empresa (Cefis & Marsili, 2005).

A reestruturação da gestão/administração é mais um tipo de reestruturação. Sobre este tipo de reestruturação a literatura 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.

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*.

Numa óptica de investimento, as fusões e aquisições, abordadas neste estudo, são um dos casos mais estudados no âmbito da reestruturação de portfólio.

2.2 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.

2.2.1 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 numa 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.

2.2.2 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.

2.2.2.1 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).

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).

2.2.2.2 Fusão e aquisição vertical

As fusões/aquisições verticais resulta da união entre empresas que fazem parte da mesma cadeia produtiva, podendo ser para cima (montante), em direção aos fornecedores, ou para baixo (jusante), em direção aos distribuidores. (Do Nascimento, 2022). 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 as F & A a jusante permitem controlar a distribuição dos produtos.

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 valiosa, perante o aparecimento de concorrentes como a Yahoo e a Google.

2.2.2.3 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 de oportunidades (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.

2.2.2.4 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 nas F & A transfronteiriças há o envolvimento de empresas com sede noutros países, ou seja, envolve o investimento direto estrangeiro (Marion Filho & Knorst, 2009).

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).

2.2.2.5 *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.

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).

Num contexto mais nacional, em 2016, existiu uma oferta pública de aquisição (OPA) do Banco Comercial Português (BCP) sobre o Banco BPI (BPI). O preço proposto pelo BCP no anúncio da OPA oferecia um prémio sobre as ações do BPI, com este a classificar a OPA de hostil, dando início a uma rivalidade de poder entre os dois bancos (Rodrigues & Cabral, 2020).

2.2.3 *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. 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,

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

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).

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 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.

A nível europeu 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).

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

2.3 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 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).

2.3.1 Medição da performance através de rácios

Na literatura são mencionadas várias formas de determinar a *performance* da empresa após um processo de F & A. No subcapítulo seguinte será mencionado vários indicadores financeiros e operacionais usados em estudos empíricos anteriores. Para melhor compreender o uso desses rácios será conveniente uma breve abordagem a esses indicadores.

Diversos autores usam o ROA - Rendibilidade do Ativo, ROE - Rendibilidade do capital próprio e ROS – Rendibilidade das Vendas como medidores de rendibilidade das organizações. Estes rácios descrevem a rendibilidade da empresa em termos de fonte de lucros (Mações, 2017). O ROA representa o que a empresa ganha dos seus investimentos totais, calcula-se através do quociente entre os resultados antes de impostos e o activo total. 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. O ROS relaciona os resultados com as vendas ou como uma grandeza de capital (Leite, 2020).

A literatura menciona como indicadores operacionais a margem de vendas que mede o valor remanescente quando o custo operacional total é deduzido das vendas (Hilkevics & Semakina, 2019).

No que refere a medidas de *cash flow* vários estudos usam o rácio EBITDA –*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* e a EBIT –*Earnings Before*

Interest, Taxes. O 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 o lucro da empresa e quanto maior for este valor melhor. Muito semelhante apresenta-se o indicador 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.

2.3.2 *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 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 F & A hostis. Como medidores de *performance* foi utilizado o EBITDA e EBITDA corrigidos por alterações no fundo de maneio. 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 maneoio. 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.

Mais recentemente, Borodin, Sayabek, Islyam & Panaedova (2020) usaram para o seu estudo uma amostra de 138 operações de F & A transacionadas no mercado americano e europeu entre o período de 2014 e 2018. Como indicadores usaram o ROS e o rácio EV *Enterprise Equity*. O estudo mostra que, as empresas em ambas as regiões eram rentáveis antes e após o processo de F & A. No entanto, estas empresas mostraram uma deterioração significativa nas ROS após a implementação de F&A. Os autores observaram que não existe uma melhoria significativa da *performance* da empresa após o processo.

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 manuseio. Medidor idêntico foi utilizado no estudo de Martynova e Renneboog (2006) e Grigorieva e Petrunina (2015) realçam ainda que usam os valores contábilísticos e não os valores de mercado no seu estudo. Na análise observou-se 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 Altiok-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.

3. Conclusões e Perspetivas Futuras

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 são as F & A de outra empresa.

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

O estudo feito por Healy, Palepu e Ruback (1992), que foi a base de diversos outros estudos, concluí uma tendência negativa na *performance* das empresas. Os autores utilizaram o fluxo de caixa operacional como medidor da *performance*. Os autores Powell e Stark (2005) chegaram às mesmas conclusões usando o mesmo rácio.

Outros autores como Pervan et al. (2015) concluíram que a *performance* após um processo de F & A não é estatisticamente significativa. Para esse estudo usaram o ROA, ROE e margem de lucro para medir a *performance* da amostra.

Em anos mais recentes Akben-Selcuk e Altiok-Yilmaz (2011) e Rao-Nicholson et al. (2016) observam a ausência de tendências positivas. No estudo de Akben-Selcuk e Altiok-Yilmaz (2011) foram usados dados baseados no valor de mercado e dados contabilísticos: ROA, ROE e ROS (*Return on Sales*), e Altiok-Yilmaz (2011) usou o ROA e a margem de vendas para medir a *performance* do processo de F & A.

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 suas congéneres. 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 (53%) estavam a ter resultados inferiores às suas congéneres. Isto reforça a necessidade de trazer alguns líderes à realidade, como realçado por Maccoby (2004) quando abordou o tema dos líderes narcisistas.

O tema das fusões e aquisições oferece múltiplas vias de estudo. Considerando os aspectos económicos vividos nos últimos anos, torna-se de especial relevância estudar qual o impacto dos processos de F & A na *performance* das empresas, sendo esse o objectivo central deste estudo. Aprofundou-se o tema das reestruturações bem como das

F & A. Acrescentou-se ainda uma vasta pesquisa de como medir o desempenho das empresas após a implementação de uma estratégia empresarial. O ponto fulcral deste estudo foi uma análise aprofundada a estudos empíricos, mencionados na literatura, que realçam o impacto dos processos de F&A.

Em estudos futuros sugere-se uma pesquisa mais detalhada dos maiores processos de F & A tanto a nível Mundial como Europeu. Essa pesquisa poderá passar por perceber o impacto desses processos nas organizações tanto a nível económico e financeiro. Perceber em que anos se verifica um maior número de transações de processos de F & A, em valores monetários, e relacionar com o período económico vivido.

Sugere-se ainda, e partindo dos conceitos teóricos mencionados neste trabalho, que se elabore um estudo empírico à *performance* das empresas após um processo de F & A. Para a elaboração do estudo empírico e para medir o impacto da implementação de um processo de F&A sugere-se, segundo a literatura, o uso de indicadores de *performance* financeira e operacional. Como indicadores de *performance* financeira recomenda-se o ROA - Rendibilidade do Ativo, ROE - Rendibilidade do capital próprio, cobertura de Juro e rácio de liquidez. Como indicadores de *performance* operacional propõem-se MEBITDA e a MEBIT. Não obstante, o uso destes rácios só será viável caso seja possível a obtenção dos dados necessários para cálculo dos mesmos.

Além destas sugestões, estando a economia mundial a atravessar dinâmicas novas, 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.

Referências Bibliográficas

- Akben-Selcuk, E., & Altiock-Yilmaz, A. (2011). The impact of mergers and acquisitions on acquirer performance: Evidence from Turkey. *Business and Economics Journal*, 22, 1-8.
- 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.
- Borodin, A., Sayabek, Z. S., Islyam, G., & Panaedova, G. (2020). Impact of mergers and acquisitions on companies' financial performance. *Journal of International Studies*, 13(2).
- Bowman, E. H., & Singh, H. (1993). Corporate restructuring: Reconfiguring the firm. *Strategic Management Journal*, 14(S1), 5-14.

- Camargos, M. A. D., & Barbosa, F. V. (2010). Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. *REGGE Revista de Gestão*, 10(2).
- Cefis, E., & Marsili, O. (2005). A matter of life and death: innovation and firm survival. *Industrial and Corporate change*, 14(6), 1167-1192.
- 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.
- Do Nascimento, S. L. (2022). *Fusões e Aquisições: impacto da governança corporativa sobre o gerenciamento de resultado em períodos pré e pós (M&A)*. São Paulo: Editora Dialética.
- 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*.
- 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.
- 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.
- Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers?. *Journal of Financial Economics*, 31(2), 135-175.
- Higgins, R. (2007). *Análise para administração financeira*. McGraw-Hill. ISBN: 9788580553192
- Hilkevics, S., & Semakina, V. (2019). The classification and comparison of business ratios analysis methods. *Insights into Regional Development*, 1(1), 47-56.
- Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Hoskisson, R. E. (2002). *Administração estratégica*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. ISBN: 9788522102709
- 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
- Leite, C. S. F. (2020). *Determinantes da Rendibilidade e Estrutura de Capitais: Evidência nas Empresas da Euronext Lisboa* [Master's Thesis]. ISAG-EBS.
- Maccoby, M. (2004). Narcissistic leaders: The incredible pros, the inevitable cons. *Harvard Business Review*, 82(1), 92-92.

- Mações, M. (2017). *Estratégias e processos de Internacionalização* (E. Almedina, Ed.). Lisboa: Conjuntura Actual Editora.
- 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.
- 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.
- 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* [Master's Thesis. Universidade de Évora.
- Nagasha, S., Bananuka, J., Musimenta, D., & Lulu, G. (2017). *The impact of merger and acquisition on firm performance in East Africa*.
- 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.
- 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.
- Rodrigues, J., & Cabral, H. (2020). Concentração bancária: A OPA falhada do banco BCP ao banco BPI, em 2006, Portugal. *European Journal of Management and Marketing Studies*, 5, 1-24.
- Schweizer, L., & Nienhaus, A. (2017). Corporate distress and turnaround: integrating the literature and directing future research. *Business Research*, 10(1), 3-47.
- 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.
- 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.
- 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.