



# **Fusões e Aquisições no setor imobiliário**

## **Impacto na performance operacional dos fundos adquirentes**

por

**Nátalia Marlene Maciel de Sousa**

**Dissertação de Mestrado em Finanças**

**Orientador**

**Professor Doutor Miguel Augusto Gomes Sousa**

**2013**

*Há um tempo em que é preciso abandonar as roupas usadas, que já têm a forma do nosso corpo, e esquecer os nossos caminhos, que nos levam sempre aos mesmos lugares. É o tempo da travessia: e, se não ousarmos fazê-la, teremos ficado, para sempre, à margem de nós mesmos.*

Fernando Pessoa

## **Nota biográfica**

Natália Marlene Maciel de Sousa nasceu a 1 de Novembro de 1987 em Barcelos, Portugal.

Em 2005 concluiu o ensino secundário no Colégio Didálvi, ano em que iniciou a Licenciatura em Economia na Faculdade de Economia da Universidade do Porto, concluída em 2009.

Em 2011 iniciou o Mestrado em Finanças na Faculdade de Economia da Universidade do Porto, concluindo a componente curricular em 2012.

Ao nível profissional, ingressou na Sonae Sierra em Agosto de 2009, exercendo funções de Analista Financeira no Departamento de Controlo de Projetos e Investimentos e no Departamento de Planeamento e *Reporting* de Gestão.

## **Agradecimentos**

A todos aqueles que desde o primeiro momento estiveram presentes nesta etapa da minha vida e que agora me acompanham nos passos finais para alcançar mais um objetivo, e porque esta caminhada só foi possível devido ao apoio de todos vós, gostaria de expressar a minha gratidão e apreço.

Ao meu orientador, Professor Doutor Miguel Augusto Gomes Sousa, agradeço o apoio e a confiança depositada ao ter aceitado o desafio de orientar esta dissertação e pela forma como me orientou, em especial, pela disponibilidade sempre manifestada.

Aos meus pais, por se terem sacrificado ao longo da sua vida para eu poder chegar onde estou hoje. Em especial, à minha mãe pelo carinho, compreensão e paciência com que me apoiou neste período controverso e de ausência, mas sobretudo pelo exemplo de vida que sempre me incutiu. Espero que se sintam orgulhosos.

Aos meus sobrinhos, pelos momentos em que me interromperam o estudo para me fazerem florescer um sorriso.

Ao meu amigo Júlio Gomes, pelo apoio, motivação e disponibilidade sempre demonstrados, pela paciência, por tudo aquilo que me ensinou e pela sua opinião sempre pertinente que em muito contribuíram para o sucesso desta etapa.

A todos os meus amigos, pelas palavras de incentivo, pela preocupação, amizade, por me recordarem na minha ausência, mas sobretudo por acreditarem no meu potencial.

Aos meus colegas do Mestrado em Finanças, que deixaram o seu marco ao longo deste percurso. Em especial, às amigas de árduas horas de trabalho e estudo, Ana Fernandes, Margarida Catarino e Marta Pinho.

Às minhas chefias e aos meus colegas de trabalho pelo apoio e compreensão.

Obrigada, a todos os que estiveram presentes nos momentos de angústia, de insegurança, de ansiedade, de exaustão e de satisfação!

## **Resumo**

A literatura sobre os efeitos dos processos de Fusões e Aquisições (F&A) é diversificada e as conclusões são contraditórias. Nesta dissertação avaliamos a performance operacional de um *Real Estate Investment Trusts* (REIT) nos três anos posteriores à aquisição de um outro REIT. Foram analisadas as aquisições realizadas entre 2000 e 2009 e utilizadas seis diferentes medidas de performance operacional de forma a permitir superar uma série de limitações mencionadas na literatura existente. Encontramos evidência empírica de que o desempenho operacional dos REIT diminui após a transação. Essa deterioração mantém-se mesmo quando essa performance é ajustada pela performance verificada na indústria. Verificamos também que quanto maior a dimensão do fundo adquirido relativamente à dimensão do fundo adquirente melhores são os resultados.

**Palavras-Chave:** Real Estate Investment Trust, Fusões & Aquisições, performance operacional, ROA, ROE, ROIC, CFR, margem EBITDA, LTV.

## ***Abstract***

The literature about the effects of Mergers & Acquisitions (M&A) transactions is well diversified and the conclusions are most of times contradictory. In this paper, we examine the operating performance in the three years after a corporate takeover of which the acquiring and target companies are Real Estate Investment Trusts (REIT). Our sample comprises transaction occurred between 2000 and 2009 and we employ six different measures of operating performance that allow us to overcome a number of measurement limitations mentioned in the existing literature. We find evidence that the operating performance of the acquiring REIT decreases after the transaction, even when adjusted by the industry performance during the same period. We also document that the larger the fund acquired is (relative to the acquirer fund size) the better are the results.

**Keywords:** Real Estate Investment Trust, Mergers & Acquisitions, operational performance, ROA, ROE, ROIC, CFR, EBITDA margin, LTV.

# Índice

Nota biográfica .....	iii
Agradecimentos .....	iv
Resumo .....	v
<i>Abstract</i> .....	vi
Índice .....	vii
Índice de tabelas.....	ix
Índice de gráficos.....	ix
1. Introdução.....	1
2. Revisão de literatura.....	3
2.1 Processos de Fusões e Aquisições.....	3
2.2 Performance operacional.....	6
2.3 Sector imobiliário: o caso dos <i>Real Estate Investment Trusts</i> (REIT).....	8
3. Definição e caracterização da amostra .....	17
3.1 Definição .....	17
3.2 Caracterização .....	18
4. Metodologia.....	21
5. Resultados empíricos.....	24
5.1 Variáveis.....	24
5.2 Performance Operacional .....	26
5.3 Variações absolutas .....	28
5.4 Variações ajustadas pelo <i>benchmark</i> .....	30
5.5 Motivo do (in) sucesso das operações (análise multivariada).....	32
6. Conclusões, limitações e investigação futura.....	36
Bibliografia .....	38
ANEXOS .....	41

ANEXO 1 – Resumo das ondas de F&A.....	41
ANEXO 2 - Performance Operacional Após F&A .....	42



## Índice de tabelas

Tabela 1 - Tipos de transações de F&A.....	5
Tabela 2 - N.º de transações por país.....	18
Tabela 3 - N.º de transações por ano.....	19
Tabela 4 - Parâmetros das transações e dos fundos à data de anúncio.....	20
Tabela 5 - Parâmetros dos fundos adquirentes no ano antes da operação.....	20
Tabela 6 - Variação das variáveis – amostra global.....	25
Tabela 7 - Variação das variáveis – amostra reduzida.....	26
Tabela 8 – Performance Operacional - amostra global.....	27
Tabela 9 – Performance Operacional - amostra reduzida.....	28
Tabela 10 - Variação da Performance Operacional – amostra global.....	29
Tabela 11 - Variação da Performance Operacional – amostra reduzida.....	30
Tabela 12 - Variação da Performance Operacional, ajustada pelo <i>benchmark</i> – amostra global.....	31
Tabela 13 - Variação da Performance Operacional, ajustada pelo <i>benchmark</i> – amostra reduzida.....	32
Tabela 14 - Fatores influenciadores dos resultados – amostra global.....	34
Tabela 15 - Fatores influenciadores dos resultados – amostra reduzida.....	35

## Índice de gráficos

Gráfico 1 – Crescimento do número de REIT, 1972 - 2002.....	10
Gráfico 2 - Evolução da capitalização bolsista de REIT.....	10
Gráfico 3 – Retorno de REIT.....	11



# 1. Introdução

Os estudos teóricos e empíricos sobre Fusões e Aquisições (F&A) são numerosos, sendo que a sua maioria foca nos efeitos sobre a riqueza dos acionistas. Em particular, variadíssimos estudos de eventos (*event studies*) têm documentado que as F&A tendem a criar valor especialmente para os acionistas da empresa alvo. Enquanto uma boa operação de F&A pode levar a um crescimento significativo e à criação de valor, uma má operação de F&A pode gerar perdas massivas para os acionistas da empresa adquirente. No entanto, existe ainda uma grande diversidade de questões em aberto neste âmbito e a investigação sobre o porquê das operações de F&A ocorrerem é muito menos desenvolvida e inconclusiva.

A pesquisa empírica sobre F&A permanece confinada ao Reino Unido e aos Estados Unidos e tende, sobretudo, a analisar a performance financeira das ações das empresas envolvidas ou no período em redor do anúncio da operação ou após a concretização da mesma. Os estudos com vista a analisar a performance operacional após a operação permanecem bastante limitados e as suas conclusões são contraditórias. A análise assente na performance operacional torna-se pertinente dada a extrema volatilidade a que assistimos nos mercados hoje em dia, a incapacidade da metodologia dos *event studies* para determinar se as aquisições criam reais ganhos económicos e a identificação das suas fontes, assim como devido ao pressuposto da Eficiência dos Mercados (Fama, 1970) implícito nesta metodologia. Por sua vez, e apesar do setor imobiliário assumir um peso relevante nas economias sobretudo devido aos movimentos assistidos na última década, este sector não tem merecido a devida atenção ao nível de estudos científicos. Por estes motivos optamos pelo estudo da performance operacional após operações de F&A entre *Real Estate Investment Trusts (REIT)* ocorridas a nível mundial.

Este estudo é motivado pela observação de que o setor imobiliário, em especial os REIT, é bastante diferente da maioria dos outros setores. Exemplos disso são: a quase inexistência de aquisições hostis (Campbell, 2002; Allen e Sirmans, 1987; Campbell et al., 2001; Campbell et al., 2005; Eichholtz et al., 2008 e Campbell et al., 2009b), a diferença no sinal e na amplitude dos resultados face a transações ocorridas noutros setores (Ling e Petrova, 2011; Eichholtz et al., 2008; McIntosh et al., 1989; Campbell et

al., 2001; Elayan e Young, 1994; Sahin, 2005), assim como as particularidades dos REIT que permitem abordagens e conclusões distintas. De referir, ainda, o choque sofrido nos valores das propriedades de investimento e no mercado de hipotecas em 2008 e 2009 após a crise do *Subprime*, que possibilita a investigação da ocorrência de F&A potencialmente únicas em relação a períodos anteriores, devido a fatores como capitais próprios negativos, falências, incapacidade de refinar hipotecas, reportes fiscais e uma nova regulação que poderá substituir a *Inefficient Management Hypothesis* como a principal motivação subjacente em ondas de F&A do setor imobiliário.

A nossa análise contribui para a literatura utilizando uma amostra mais recente de processos de F&A e incidindo sobre transações ao nível da economia mundial, usando uma amostra que inclui não só os Estados Unidos, mas também outros importantes mercados imobiliários, como a Europa e a Austrália. Assim, iremos averiguar a criação de valor em processos de F&A ocorridos entre 2000 e 2009, envolvendo REIT, com base na análise da performance operacional antes e após as aquisições, através da observação de indicadores operacionais pertinentes. Averiguaremos quais as variáveis subjacentes às empresas envolvidas que possam influenciar a evolução dos indicadores de performance operacional. Pretendemos ainda verificar se existe diferença no volume de transações antes e após a crise do *Subprime*, que afetou de forma particular este sector.

O capítulo 2 fornece uma visão geral da literatura existente sobre processos de F&A. O capítulo 3 descreve o nosso processo de seleção da amostra e as suas características. O capítulo 4 apresenta a metodologia utilizada para medir a performance operacional, assim como uma avaliação dos possíveis influenciadores dos resultados obtidos. O capítulo 5 revela os principais resultados da nossa análise quanto às alterações na performance operacional das empresas após a aquisição e os possíveis fatores subjacentes a esse desempenho. O capítulo 6 resume as conclusões da nossa análise, expõe as suas limitações implícitas e sugere alguns caminhos para investigação futura neste âmbito.

## **2. Revisão de literatura**

### **2.1 Processos de Fusões e Aquisições**

Muitos estudos têm sido realizados em torno dos processos de fusões e aquisições (F&A). Contudo permanecem ainda muitas questões em aberto, sobre o valor criado para os acionistas das empresas envolvidas ou a magnitude dos efeitos na riqueza dos mesmos, sobre os motivos que levam a que as aquisições aconteçam, a identificação das características mais comuns das empresas que se envolvem neste tipo de operações e, ainda, como é que as características das empresas envolvidas e do processo podem influenciar os resultados obtidos após a aquisição.

O impacto das F&A para os acionistas das empresas envolvidas tem sido exaustivamente estudado recorrendo à metodologia dos estudos de eventos (*event studies*). Apesar dos resultados controversos em relação ao retorno para os acionistas das empresas adquirentes, daqueles estudos resultou um consenso generalizado de que os acionistas das empresas alvo obtêm ganhos consideráveis com estas operações, particularmente quando o pagamento é realizado em *cash*. Este resultado é explicado pelo prémio oferecido pela empresa adquirente, em geral substancialmente superior ao valor de mercado das ações da empresa alvo, procurando assegurar o sucesso da operação. Existe, ainda, evidência empírica considerável que aponta para que, no curto prazo, o mercado de capitais tende a sobrestimar o impacto das fusões na riqueza dos acionistas, Rodrigues (1998).

Também a investigação sobre o impacto das F&A na performance operacional das empresas envolvidas oferece conclusões muito variadas. Contudo, os estudos mais recentes apontam para um impacto positivo. Ambas as abordagens apresentam uma grande variabilidade dos resultados destas operações.

#### **2.1.1. Os motivos e as ondas**

A teoria sugere que os processos de F&A são explicados por uma variedade de motivos que influenciam simultaneamente o comportamento das partes envolvidas, entre os quais: as sinergias, o realinhamento estratégico, os choques externos à indústria, a criação de poder de mercado, a diversificação, o preço subavaliado das ações, as

considerações financeiras e fiscais, os custos de agência e ainda fatores de *corporate governance* (Ling e Petrova, 2011; Agrawal e Jaffe, 2003).

A literatura documenta que as fusões ocorrem em ondas sendo estas agregadas por sector (Mitchell e Mulherin, 1996; Zheng, 2008<sup>1</sup>; Andrade et al., 2001), o que sugere que as F&A podem resultar de choques inesperados sobre a estrutura e a regulação de determinadas indústrias. Estes choques exógenos incluem inovações tecnológicas, choques na oferta, alterações da procura e desregulação. Podemos assim afirmar que as F&A ocorrem em ciclos. Nas últimas décadas assistimos a um elevado volume de transações, nomeadamente, entre 1998-2000 que terminou com a bolha da Internet e, ainda mais recentemente, em 2006 que terminou em meados de 2007 com o despoletar da crise do *subprime*. Alguns autores argumentam que as F&A são uma resposta eficiente aos choques exógenos (Mitchell e Mulherin, 1996; Andrade e Stafford, 2004), outros explicam as ondas das fusões com ineficiências de mercado e incentivos da gestão (Morck et al., 1990; Schleifer e Vishny, 2003). Apresentamos no Anexo 1 um resumo das ondas dos processos de F&A.

### **2.1.2. Classificação das transações de F&A**

É ainda possível identificar várias classificações para estas operações. Alguns dos critérios para esta classificação são, por exemplo, o facto de se tratar de um acordo amigável ou não (*hostis*), ou se a aquisição é efetuada por investidores individuais ou por empresas. Numa fusão, as equipas de gestão de ambas as empresas concordam em fundir e procuram a aprovação dos acionistas para a operação, a empresa alvo deixa de existir, passa a fazer parte da empresa adquirente e este acordo tende a ser amigável. Enquanto na aquisição uma das empresas envolvidas mantém a sua identidade jurídica, numa consolidação há a criação de uma nova empresa. Todos estes pressupostos são importantes e podem definir e conduzir a uma boa ou má aquisição. A Tabela 1 permite uma clarificação dos diferentes tipos de F&A existentes.

---

<sup>1</sup> “*The profitability of any merger is predicted to increase with the number of mergers having already taken place. Thus, mergers tend to occur in waves in industries that have experienced exogenous shocks affecting firms’ cost or demand. We also show some mergers that are not profitable for merged firms in the short-run may take place in the early stage of a wave*”.

**Tabela 1 - Tipos de transações de F&A**

Uma empresa pode ser adquirida:	Por outra Empresa	Fusão	A empresa alvo torna-se parte da empresa adquirente. É necessária a aprovação dos acionistas de ambas as empresas.
		Consolidação	As empresas, alvo e adquirente, tornam-se numa nova empresa. É necessária a aprovação dos acionistas de ambas as empresas.
		Oferta Pública de Aquisição	A empresa alvo continua a existir, enquanto houver acionistas que não vendam as suas posições. OPAs bem-sucedidas acabam por se tornar fusões. Não é necessária a aprovação dos acionistas.
		Compra de Ativos	A empresa alvo continua a existir, ainda que apenas como “fachada”, mas os seus ativos são transferidos para a empresa adquirente. Em última análise, a empresa alvo acaba por ser liquidada.
	Pelos seus próprios Administradores e/ou investidores externos	<i>Buy Out</i>	A empresa-alvo continua a existir, como uma empresa privada <sup>2</sup> . É normalmente realizada através de uma OPA.

Fonte: Adaptado de Damodaran (2008)

Uma aquisição pode ainda assumir a forma horizontal, vertical ou em conglomerado. Uma aquisição horizontal ocorre quando as empresas têm o mesmo ramo de atividade e são geralmente concorrentes diretas, atuando no mesmo negócio. A aquisição vertical verifica-se quando as empresas fazem parte da mesma cadeia produtiva ou para cima (montante) em direção aos fornecedores, ou para baixo (jusante) em direção aos distribuidores. A aquisição em conglomerado é a combinação de empresas que atuam em negócios não relacionados.

<sup>2</sup> Privada no sentido Anglo-saxónico do termo - empresa não pública, ou seja, não cotada em bolsa.

## 2.2 Performance operacional

Os estudos empíricos existentes que analisam a performance operacional das empresas após uma aquisição podem assim ser divididos em três grupos: estudos que relatam uma melhoria significativa no desempenho pós-aquisição, aqueles que documentam uma deterioração significativa e aqueles que não encontram alterações significativas na performance operacional. O Anexo 2 fornece uma síntese geral desses estudos.

Os estudos baseados na performance operacional tentam identificar as fontes da criação de valor das F&A e verificar se os ganhos expetáveis no momento do anúncio se realizam efetivamente. Também estes estudos possuem algumas fraquezas, em particular, porque os resultados são uma medida imperfeita da rentabilidade económica da empresa pois não refletem o custo de capital. O facto dos dados contabilísticos serem afetados por decisões e manipulações da gestão tem sido também mencionado na literatura.

Estes estudos têm ainda outra lacuna, ao incidirem predominantemente sobre a rentabilidade das empresas envolvidas na fusão e na sua comparação com a situação pré-fusão ou com um grupo de empresas não envolvidas em fusões, não permitem constatar se um impacto positivo na rentabilidade das empresas se deve a ganhos de eficiência ou, pelo contrário, a um aumento do poder de mercado. Já um impacto negativo é normalmente interpretado como resultado de uma degradação nos níveis de eficiência das empresas envolvidas, uma vez que não parece plausível que de um processo de F&A resulte uma diminuição do poder de mercado (Rodrigues, 1998). Comparar a performance da empresa com o período antes da fusão revela-se insuficiente caso a fusão seja motivada por choques à indústria que alterem significativamente as perspectivas das empresas desse setor, tornando-se assim crucial a escolha de um *benchmark* adequado para realizar esta análise (Healy et al., 1992).

Martynova et al. (2006) analisaram quatro medidas de performance operacional de 155 processos de F&A de empresas europeias ocorridos entre 1997 e 2001 concluindo que, quer as adquirentes quer as empresas alvo, superavam a performance da indústria antes dos processos de F&A, observando ainda que a rentabilidade da empresa combinada diminuiu significativamente após a aquisição. Contudo, essa diminuição revela-se



insignificante quando ajustada pela indústria, o que sugere que esse decréscimo é causado por razões macroeconómicas não relacionadas com as aquisições. Os autores encontraram evidência de que nenhuma das características da aquisição, tais como meios de pagamento, cobertura geográfica ou indústria, explicam a performance operacional pós-aquisição. No entanto, encontraram diferenças na performance operacional de longo prazo entre aquisições amigáveis ou hostis, concluindo que a performance deteriora após aquisições hostis e *tender offers*. A alavancagem da adquirente antes da aquisição parece não ter impacto sobre o desempenho após a operação, enquanto a detenção de elevados níveis de *cash* pelo adquirente é negativamente relacionado com este desempenho, o que sugere que empresas com excesso de *cash* sofrem de ineficiência na utilização do *free cash flow* e são mais propensas a fazer aquisições pobres. Os autores concluíram ainda que aquisições de grandes empresas alvo resultam em melhor rentabilidade da empresa combinada enquanto a aquisição de pequenas empresas alvo leva a um declínio de rentabilidade.

A investigação acima referida está em linha com estudos empíricos anteriores, tais como Mueller (1980), Ghosh (2001), Moeller e Schlingemann (2004), Ravenscraft e Scherer (1987) (citados no Anexo 2) que documentam uma insignificante alteração da performance operacional após processos de F&A.

Dickerson et al. (1997)<sup>3</sup> encontraram evidência empírica de um declínio ao nível da performance operacional após F&A num estudo baseado no Reino Unido. Na Europa, Gugler et al. (2003)<sup>4</sup> documentaram um significativo declínio das vendas após a aquisição e um insignificante aumento dos resultados da empresa combinada.

Healy et al. (1992) analisaram o desempenho operacional pós-aquisição das empresas combinadas usando como amostra as 50 maiores fusões entre empresas industriais cotadas dos EUA, concluídas entre 1979 e 1984, e encontraram evidência empírica de que as empresas combinadas apresentam melhorias significativas na rentabilidade dos ativos relativamente às empresas da sua indústria, levando a retornos do *cash flow* operacional superiores após a operação. As empresas mantiveram o seu nível de investimento comparativamente à sua indústria, o que indica que as empresas

---

<sup>3</sup> Citado no Anexo 2.

<sup>4</sup> Citado no Anexo 2.

combinadas não diminuem o seu investimento, que poderia colocar em causa o crescimento de longo prazo. Assistiram a uma relação positiva entre os aumentos dos *cash flows* operacionais e os retornos anormais em torno do anúncio da fusão, o que indica que a reação do preço das ações às fusões é impulsionada pela expectativa de ganhos económicos após a transação. Os resultados mostraram ainda que os *cash flows* das empresas caíram face à média apresentada antes das operações, mas as empresas não envolvidas em fusões apresentam uma diminuição consideravelmente superior. Assim, a performance operacional após processos de F&A melhora relativamente ao *benchmark*.

Outros autores, como Linn e Switzer (2001)<sup>5</sup> nos EUA ou Powell e Stark (2005)<sup>6</sup> no Reino Unido, documentam melhorias significativas na performance operacional pós-aquisição.

### **2.3 Sector imobiliário: o caso dos *Real Estate Investment Trusts* (REIT)**

O número de estudos sobre F&A entre *Real Estate Investment Trusts* (REIT) é naturalmente mais reduzido, uma vez que se trata de um setor específico de atividade. Dada a relevância para o presente estudo, enunciaremos de seguida algumas das conclusões obtidas neste âmbito.

#### **2.3.1. Características e evolução dos REIT**

Os REIT são uma realidade nos Estados Unidos há já mais de um século e são conhecidos como sendo veículos fiscalmente transparentes. Existem três tipos de REIT: os *Equity* REIT que investem e detêm diretamente as propriedades, sendo a receita proveniente diretamente da detenção e gestão dos imóveis; os *Mortgage* REIT que investem em hipotecas sobre bens imóveis sob duas formas, ou comprando uma hipoteca já existente ou emprestando dinheiro aos proprietários, sendo que a receita deste tipo de veículos advém do juro cobrado ou do diferencial de juros (no caso da compra de hipotecas); e os *Hybrid* REIT que investem tanto em *equity* como em *mortgage*.

---

<sup>5</sup> Citado no Anexo 2.

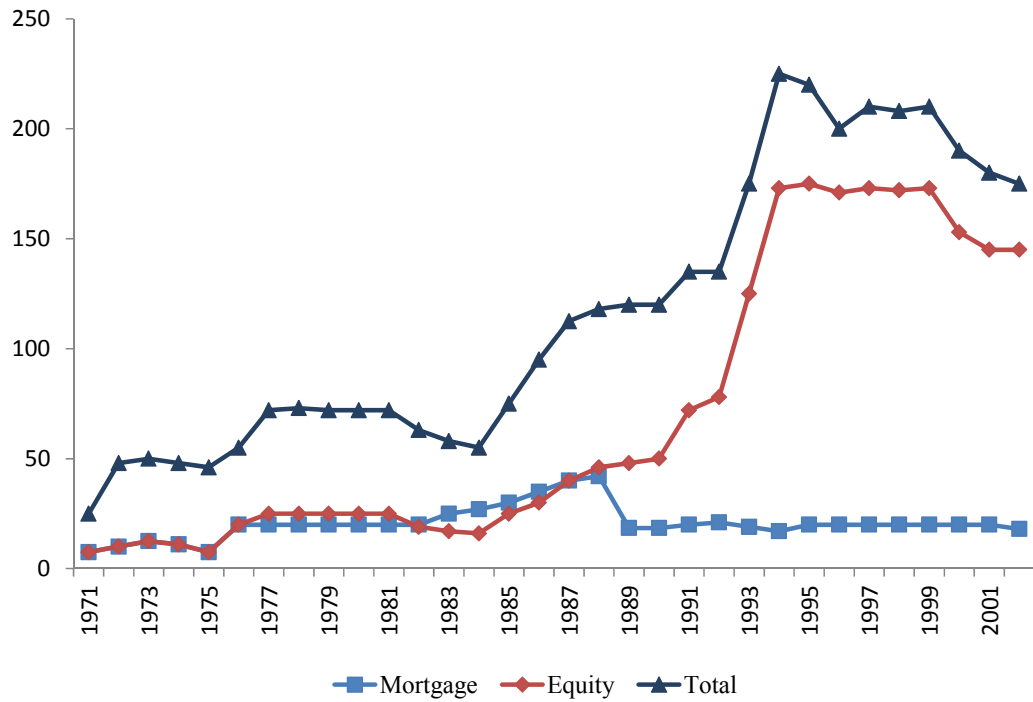
<sup>6</sup> Citado no Anexo 2.

Um REIT investe no setor imobiliário e de hipotecas e usufrui de um tratamento fiscal especial quando qualificado como tal, podendo deduzir os dividendos que distribui aos seus acionistas. No entanto, na existência de um prejuízo, este não pode ser considerado como um crédito fiscal para os acionistas (Allen e Sirmans, 1987). Para usufruir desta isenção fiscal, a empresa tem de cumprir determinados requisitos, como sejam requisitos de organização, de distribuição de dividendos, do tipo de receitas e de ativos, entre outros. Os requisitos variam com a geografia, contudo os mais importantes são que os REIT têm que distribuir pelo menos 95 por cento dos resultados como dividendos; são obrigados a manter uma base acionista relativamente diversificada, estão proibidos de ser detidos em 50 por cento ou mais das suas ações por cinco ou menos acionistas; têm que ter um mínimo de 100 acionistas; não podem ser fundos fechados (*closely held funds*); 75 por cento dos seus ativos devem ser hipotecas, ações de imóveis, dinheiro ou títulos de dívida pública; o resultado de rendas, hipotecas e ganhos da venda de imóveis deve constituir no mínimo 75 por cento da renda bruta; não devem ter lucros acumulados dos anos em que não eram qualificados; devem contratar profissionais imobiliários independentes para a realização de atividades específicas de gestão e, finalmente, a propriedade real não deve ser detida primeiramente para venda no curso ordinário dos negócios (Allen e Sirmans, 1987; Li et al., 2001).

Deste modo, se o REIT satisfaz as condições de qualificação é isento de impostos e os seus acionistas evitam a dupla tributação. De acordo com Li et al. (2001), o crescimento dos REIT como veículos de investimento imobiliário comprova que muitos investidores acreditam que esta qualificação confere um benefício fiscal líquido para os acionistas.

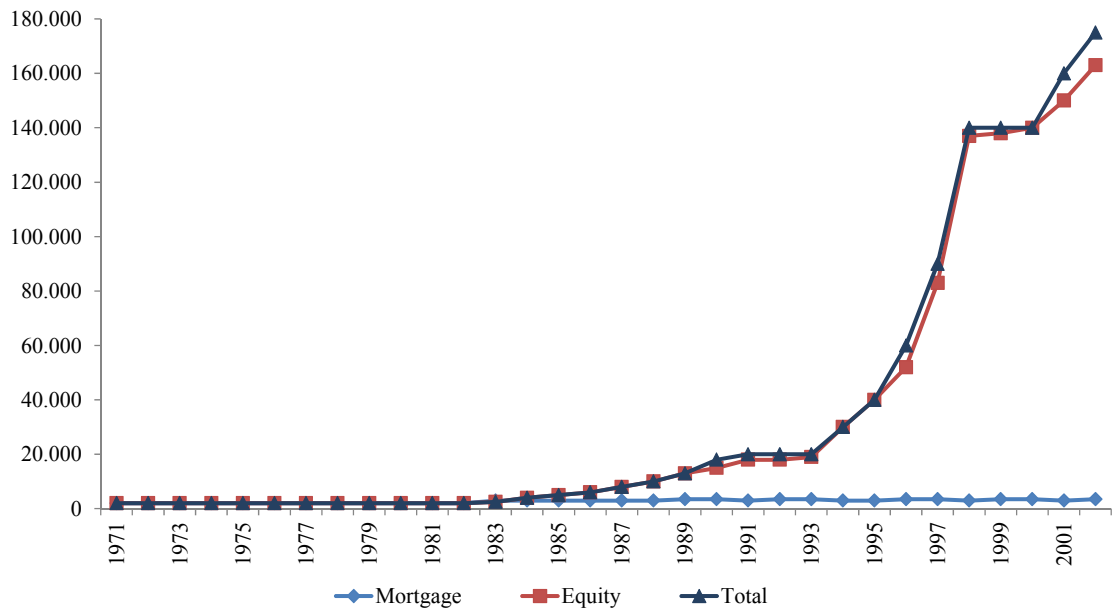
A evolução deste tipo de fundos ao longo das últimas décadas pode ser observada no Gráfico 1 onde é apresentada a evolução do número de REIT entre 1972 e 2002, no Gráfico 2 onde é evidenciada a capitalização bolsista deste tipo de fundos durante o mesmo período e, finalmente, no Gráfico 3 onde se pode constatar o retorno total anual composto deste tipo de veículos em comparação com o retorno de outros ativos durante o mesmo período.

**Gráfico 1 – Crescimento do número de REIT, 1972 - 2002**



Fonte: NAREIT <sup>7</sup>

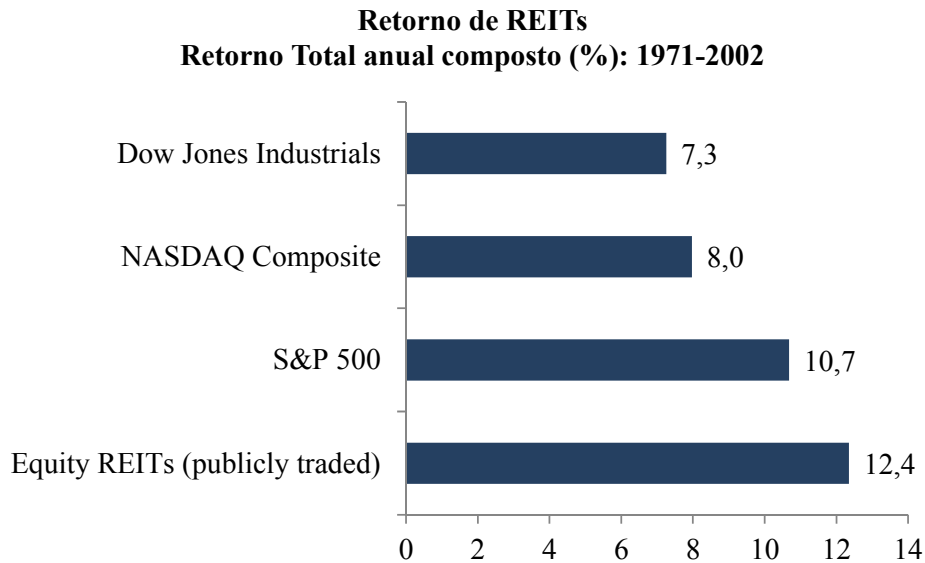
**Gráfico 2 - Evolução da capitalização bolsista de REIT**



Fonte: NAREIT

<sup>7</sup> National Association of Real Estate Trusts (<http://www.reit.com>), acessado em Março de 2013.

**Gráfico 3 – Retorno de REIT**



Fonte: NAREIT<sup>8</sup>

### **2.3.2. Porque ocorrem F&A neste setor?**

Segundo Womack (2012) e Eichholtz et al. (2008), as F&A no sector imobiliário ocorrem porque empresas com melhor capacidade de gestão adquirem outras que possuem oportunidades não exploradas para reduzir custos e aumentar ganhos (*Inefficient Management Hypothesis*). Se a ineficiência é o principal motivo apresentado, deveríamos observar um melhor desempenho a longo prazo após estes processos. Contudo, Campbell et al. (2009a) demonstraram um declínio de performance a longo prazo após fusões de REIT.

Um requisito fundamental para que os fundos de investimento imobiliário (REIT) mantenham o seu *status* de isenção fiscal é que 95 por cento dos seus resultados sejam distribuídos como dividendos. Contudo, embora evitando a dupla tributação, o recebimento deste dividendo implica uma carga adicional de Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Singulares (IRS) para os acionistas. Se, por um lado, alguns autores argumentam que razões fiscais não serão um motivo para as F&A, dada a isenção fiscal dos REIT (Allen e Sirmans, 1987); por outro lado, outros autores

---

<sup>8</sup> *National Association of Real Estate Trusts* (<http://www.reit.com>), acessido em Março de 2013.

argumentam que as fusões podem ser motivadas pela tentativa da gestão em reduzir o IRS para os seus investidores, utilizando investimentos em F&A que reduzam os resultados antes de imposto e, por sua vez, os dividendos e que simultaneamente aumentem os *cash flows* e alcancem ganhos futuros através do aumento do preço das ações (Li et al., 2001). Estes autores constataram que o período anterior à *Economic Recovery Act* (ERA) nos EUA de 1981, com taxas de imposto relativamente mais altas, está associado a reações de mercado ao anúncio de F&A mais positivas e significativas em relação ao período pós ERA, com taxas de imposto mais baixas. Os seus resultados mostram ainda que os REIT adquirentes se focavam em alvos REIT em oposição aos não REIT. Estes resultados são consistentes com os argumentos dos motivos fiscais, os quais sugerem que REIT com prejuízos fiscais são alvos atraentes.

Se para as F&A em geral a redução do risco através da diversificação se apresenta como uma explicação para estes processos, no caso dos REIT este motivo já não parece tão válido dada a restrição dos ativos em que podem investir. Deste modo, subsistem ainda motivos como a tentativa de captar economias de escala e expandir o crescimento ou a explicação baseada no excesso de confiança dos adquirentes (*Hubris Hypothesis* proposto por Roll (1986)). Para Shen et al. (2011) estes dois últimos motivos possuem alguma importância. Dadas as restrições dos REIT, a aquisição de bens imóveis ou de outras empresas apresenta-se como a opção mais conveniente para crescer, sendo que fusões horizontais aparentam ser um investimento legítimo. Contudo, o declínio de performance demonstrado por Campbell et al. (2009a) e a legitimidade do investimento em F&A horizontais sugerem que os gestores dos REIT podem sofrer de excesso de confiança e envolver-se em processos de destruição de valor para satisfazer o seu próprio ego.

Ling e Petrova (2011) analisaram quais as características com mais probabilidade para que um REIT esteja num processo de F&A encontrando evidência de que são mais suscetíveis de se tornarem empresas alvo quando relativamente pequenos, se não operam como uma *umbrella operating partnership* (UPREIT)<sup>9</sup>, se têm pouca liquidez

---

<sup>9</sup> Um UPREIT consiste numa estrutura que se tornou popular na década de 1990 e que permite diferir ou evitar completamente impostos sobre ganhos de capital quando um indivíduo ou empresa pretende vender imóveis. Alternativamente à venda do imóvel, o proprietário contribui para uma UPREIT em troca de títulos denominados "unidades de parcerias operacionais" ou "unidades de sociedade limitada". As unidades de parceria são avaliadas pelo mesmo valor com que a propriedade contribuiu para o fundo.

mas um elevado *dividend yield* e se detidas por investidores institucionais. Os autores analisaram ainda diferenças entre as características das empresas cotadas e não cotadas concluindo que adquirentes não cotados são mais propensos a adquirir REIT menos alavancados e com baixo desempenho operacional. Por outro lado, adquirentes cotados estão mais focados na aquisição de REIT altamente alavancados, com maior participação institucional e com resultados operacionais superiores. Os determinantes dos retornos anormais também diferem entre acordos de empresas cotadas ou não cotadas, suportando a hipótese dos autores de que adquirentes cotados, normalmente mais focados em aumentar a dimensão e o poder de mercado, tendem a adquirir REIT que são altamente alavancados e rentáveis.

Campbell (2002) argumenta que questões de *corporate governance* são menos importantes em F&A de REIT dado o seu ambiente de regulação e de investimento específico. O autor prova ainda a quase inexistência de aquisições hostis entre REIT, também documentada por Allen e Sirmans (1987), Campbell et al. (2001), Campbell et al. (2005), Shen et al. (2011), Eichholtz et al. (2008)<sup>10</sup> e Campbell et al. (2009b).

### **2.3.3. Performance financeira**

A análise empírica sobre a criação de valor das F&A para o setor imobiliário é na sua maioria assente na metodologia dos *event studies*.

Em termos gerais, a literatura do setor imobiliário documenta que o retorno anormal para as empresas alvo deste setor apresenta uma magnitude inferior comparada com empresas de outras indústrias (Eichholtz et al., 2008; McIntosh et al., 1989; Campbell et al., 2001; Elayan e Young, 1994; Sahin, 2005). Para Campbell (2002)<sup>11</sup> este resultado pode ser justificado pela uniformidade da composição dos ativos dos REIT que impede

---

Contrariamente à venda do imóvel, essa transação não cria um evento tributável. A maioria dos grandes REITs são UPREITs. Na estrutura básica UPREIT, todas as propriedades REIT são adquiridas e detidas, direta ou indiretamente, pela sua *umbrella partnership*. A *umbrella partnership* é a entidade através da qual o REIT opera e recolhe toda a renda das propriedades, razão pela qual a *umbrella partnership* é comumente referida como a parceria operacional. Assim, o REIT não possui diretamente quaisquer imóveis na estrutura UPREIT, mas possui interesses substanciais na parceria operacional.

<sup>10</sup> “An explanation for the absence of hostile takeovers in the listed real estate sector might be that the transparency created by the REIT-structure leads to a reduction of agency problems. Lower agency problems will diminish the necessity for the presence of strong governance and monitoring mechanisms for example the pressure of the market for corporate control through hostile takeovers”.

a integração vertical e ainda pela difusão da propriedade por um grande número de proprietários. Outra explicação possível está na inexistência de aquisições hostis bem-sucedidas de REIT (Campbell et al., 2001).

Apesar da consonância relativamente à magnitude inferior do retorno, assiste-se também neste setor a uma divergência nos resultados encontrados quanto ao desempenho após a operação. De seguida, enunciamos alguns estudos para as três naturezas de resultados observados, aqueles que documentam uma melhoria significativa no desempenho pós-aquisição, outros que relatam uma deterioração significativa e ainda aqueles que não encontram alterações significativas no desempenho.

Em alguns estudos, a pesquisa empírica demonstrou que a reação do mercado ao anúncio de F&A neste setor é positiva e significativa, sendo geralmente eventos de criação de riqueza para o acionista, Womack (2012), Allen e Sirmans (1987), Li et al. (2001), Ling e Petrova (2011), Sahin (2005), Campbell et al. (2003), Campbell et al. (2005)<sup>12</sup> e McIntosh et al. (1989).

Womack (2012) documenta que as transações que envolvem empresas não qualificadas como REIT apresentam um retorno anormal superior dada a maior probabilidade do uso de *cash* como forma de pagamento. Para Li et al. (2001) este retorno anormal é mais consistente com vantagens fiscais da aquisição do que com ganhos de poder de mercado. Já Allen e Sirmans (1987) concluíram que o retorno anormal positivo para os acionistas da empresa adquirente resulta de melhorias de gestão uma vez que o valor criado é superior em aquisições entre REIT do mesmo tipo. Campbell et al. (2003) explicaram o retorno anormal positivo como resultado do prémio recebido pela confirmação do foco geográfico, pela informação positiva transmitida pelo uso de financiamento diretamente alocado ao projeto e por um sinal positivo dado ao mercado quando a transação é financiada por participações tomadas por instituições financeiras.

---

<sup>12</sup> “*We find that wealth effects from central managerial changes are positively related to the degree to which payment takes the form of convertible equity units of UPREIT subsidiaries, and to the minimum lock-up period for those units prior to conversion. The positive effects of longer lock-ups are evidence that financing structure can be used to reduce agency and information costs related to managerial restructuring in public-private mergers*”.



Por outro lado, existe também evidência empírica que revela uma reação negativa do mercado a estas operações, Campbell et al. (2001), Campbell et al. (2006), Campbell et al. (2009a), Campbell et al. (2009b), Shen et al. (2011) e Sahin (2005).

Shen et al. (2011) e Sahin (2005) demonstraram que a resposta do mercado tende a ser negativa para os REIT adquirentes apresentando no longo prazo uma performance inferior ao mercado ou à indústria. Contudo observaram um efeito do anúncio negativo e significativo para alvos cotados e um efeito positivo e significativo para empresas alvo não cotadas. Estes dois resultados em conjunto são consistentes com a *hubris hypothesis*, onde os gestores se baseiam no seu ego pessoal e não na criação de valor para os acionistas. Campbell et al. (2001) atribuíram este resultado negativo ao sinal que o financiamento da operação através de ações fornece ao mercado de que as ações estão sobreavaliadas. Campbell et al. (2006)<sup>13</sup> argumentam que este efeito no caso de REIT não será tão válido já que esta forma de financiamento é expectável dada a condição que estas empresas têm de distribuir dividendos e portanto de não acumulação de *cash* que lhes permita financiar F&A.

Outros autores estudaram este setor e documentaram um retorno não significativo para a empresa adquirente. Segundo Eichholtz et al. (2008), as *stock bids* resultam em efeitos na riqueza da empresa alvo insignificantes explicados pela homogeneidade dos ativos das empresas do setor imobiliário que não permite a criação de sinergias substanciais em F&A e ainda pela transparência dos REIT que permite avaliar com maior precisão os impactos da fusão levando a reações de menor amplitude no preço das ações.

#### **2.3.4. Performance operacional**

No campo da análise da performance operacional para o setor imobiliário, em especial para os REIT, nota-se alguma escassez de estudos comparativamente com aqueles que utilizam a metodologia dos *event studies*.

Eichholtz et al. (2008) analisaram medidas de performance operacional e financeira de empresas alvo deste setor antes de F&A e encontraram evidência empírica de que as

---

<sup>13</sup> “Because stock financing is expected, the signal that is sent by the choice of stock financing in conventional firms is cancelled for the case of REITs. (...) We find evidence that post-merger underperformance is related to a signal of asymmetric information sent by management’s decision to use stock financing, and does not result from the structural implications of stock financing itself”.

empresas alvo apresentavam um *return on equity* (ROE) e um *return on assets* (ROA) significativamente inferior ao das empresas adquirentes antes da operação. Esta constatação é consistente com a *Inefficient Management Hypothesis* e com a expectativa de que as empresas adquirentes são mais capazes de gerar receita com os ativos e mais eficientes na utilização do capital. Os autores verificaram que as empresas alvo pagam um nível inferior de dividendos e, uma vez que não retêm o *cash*, já que apresentam um nível *cash* também inferior, concluíram que esta evidência resulta de uma performance inferior. Os autores verificaram ainda que as empresas alvo são significativamente mais alavancadas o que, combinado com as conclusões anteriores, demonstra alguma fragilidade financeira.

A escassez de estudos baseados na análise da performance operacional para REIT, comparativamente aos estudos que utilizam a metodologia dos *event studies* ou estudos de performance operacional para outros setores, assim como as desvantagens dos pressupostos implícitos na utilização dos *event studies*, motivaram o desenvolvimento desta dissertação.

Esta dissertação vai estudar a performance operacional dos REIT após a aquisição de outros REIT e avaliar a conformidade dos resultados empíricos com a literatura anteriormente exposta, analisando se a performance operacional indicia criação ou destruição de valor após processos de F&A e os possíveis fatores subjacentes a esse desempenho.

### 3. Definição e caracterização da amostra

#### 3.1 Definição

Com o objetivo de analisar a performance operacional de um *Real Estate Investment Trust* (REIT) após a aquisição de um outro REIT, foi selecionada, na base de dados *Capital IQ*<sup>14</sup>, uma amostra contendo aquisições envolvendo REIT ocorridas entre 2000 e 2009.

Sendo assim, foram selecionadas as aquisições concluídas com êxito entre 2000 e 2009 em que, tanto a adquirente como a adquirida, fossem REIT e a adquirente fosse cotada de forma a garantir o fácil acesso à informação necessária para esta dissertação. Foram apenas consideradas as F&A que resultaram na aquisição de mais de 50% do capital da empresa adquirida, obtendo um total de 75 transações. Destas transações foram mantidas aquelas cujo peso do ativo da adquirida representasse pelo menos 10% do ativo da empresa adquirente na data de anúncio da transação, de forma a garantir a relevância da operação, excluindo deste modo 17 transações. O período considerado (2000 e 2009) teve como objetivo permitir a análise de transações mais recentes, constringido, no entanto, à necessidade da existência de informação de três anos após a data de conclusão da aquisição para ser possível medir o impacto da aquisição na performance operacional da adquirente.

Para analisar o impacto da aquisição na performance operacional do fundo adquirente foi observada a evolução de indicadores de performance operacional entre o ano anterior à transação (ano -1) e os 3 anos posteriores à data de conclusão da mesma (ano +3), por considerarmos ser o espaço temporal relevante para refletir os impactos de uma operação e, também, de acordo com os estudos referidos na revisão de literatura.

Tornou-se ainda pertinente analisar se a mesma empresa adquirente esteve presente em mais do que uma operação e qual o intervalo temporal entre as mesmas. Daqui resultou a análise de duas amostras, uma amostra global que considera todas as operações relevantes de acordo com os critérios acima expostos e uma amostra reduzida que, à anterior, exclui as operações realizadas por uma mesma adquirente suficientemente

---

<sup>14</sup> A *Capital IQ* ([www.capitaliq.com/home.aspx](http://www.capitaliq.com/home.aspx)) é uma base de dados gerida e comercializada pela *Standards & Poors*.

próximas no tempo para que os efeitos da aquisição anterior ainda se façam sentir. Deste modo, na amostra reduzida só serão consideradas as aquisições de um mesmo adquirente que ocorreram no mínimo quatro anos após a aquisição anterior, excluindo assim da amostra global um total de 21 transações.

Assim, baseamos a análise sobre duas amostras, a amostra global composta por 58 transações e, por forma a avaliar potenciais efeitos de sinergias implícitas numa segunda transação, uma subamostra, a amostra reduzida, que apenas considera operações isoladas no tempo entre o ano -3 e o ano +3 para uma mesma adquirente, composta por 37 transações.

Dado que a amostra assenta em operações ao nível mundial, tornou-se crucial recolher os dados numa mesma unidade monetária de forma a serem comparáveis. Tendo em consideração a importância da moeda e que a maioria das operações ocorreu nos Estados Unidos da América, foi utilizado o dólar americano (USD) à sua cotação histórica, na recolha dos dados das demonstrações financeiras.

### 3.2 Caracterização

A Tabela 2 revela que a amostra contempla transações ocorridas em sete países diferentes, sendo a sua maioria nos EUA, que representam um dos mais desenvolvidos mercados cotados do sector imobiliário. Quanto aos grandes mercados cotados do sector imobiliário da Ásia, como Japão, Hong Kong e Coreia do Sul, não foram encontradas operações que cumprissem os critérios assumidos.

**Tabela 2 - N.º de transações por país**

<b>N.º de transações por país</b>	<b>Amostra global</b>	<b>Amostra reduzida</b>
Austrália	7	4
França	4	4
EUA	42	24
Reino Unido	1	1
Canadá	2	2
África do Sul	1	1
Nova Zelândia	1	1
<b>Total</b>	<b>58</b>	<b>37</b>

A amostra inclui apenas 4 acordos transfronteiriços, dois entre Austrália e EUA, um entre EUA e Canadá e outro entre dois países europeus (França e Holanda). A

diversificação internacional continua a ter uma escala relativamente pequena possivelmente devido ao mau desempenho de empresas imobiliárias com larga dispersão geográfica em comparação com as empresas que investem localmente (Eichholtz et al., 2001).

Na Tabela 3 pode ser observado o número de operações ocorridas em cada um dos anos considerados neste estudo. De salientar o elevado número de transações ocorridas em 2003 e ainda em torno de 2007, altura de elevada liquidez e elevados movimentos que desencadearam a crise do *subprime* que afetou particularmente este sector, podendo indiciar a ocorrência de ondas de F&A conforme descrito na revisão de literatura.

**Tabela 3 - N.º de transações por ano**

<b>Ano de conclusão</b>	<b>Amostra global</b>		<b>Amostra reduzida</b>	
	<b>N</b>	<b>%</b>	<b>N</b>	<b>%</b>
2000	4	7%	2	5%
2001	7	12%	2	5%
2002	3	5%	1	3%
2003	11	19%	7	19%
2004	5	9%	2	5%
2005	3	5%	2	5%
2006	8	14%	7	19%
2007	13	22%	11	30%
2008	2	3%	2	5%
2009	2	3%	1	3%
<b>Total</b>	<b>58</b>		<b>37</b>	

Na Tabela 4 são apresentados dados, com referência à data do anúncio, sobre a dimensão da transação assim como do fundo adquirente. O valor médio das transações foi de, aproximadamente, 2 mil milhões de dólares<sup>15</sup> (1,8 mil milhões se retirarmos as operações cujas adquirentes participaram em várias operações). Relativamente à receita média das adquirentes na mesma data era de 462 milhões de dólares (339 milhões quando retiradas as operações realizadas por uma mesma adquirente). O total do ativo era em média igual a 4 mil milhões de dólares. Mais uma vez se excluirmos as operações realizadas por uma mesma adquirente o valor médio do ativo diminui para 3,6 mil milhões de euros. Os diferentes valores obtidos para as duas amostras permitem

<sup>15</sup> 2 biliões de dólares na terminologia anglo-saxónica.

concluir que as empresas que participaram em mais do que uma aquisição eram empresas de maior dimensão, com receitas superiores e que participaram em operações de valor superior.

O ativo total dos REIT adquiridos era em média cerca de 89% do ativo total dos REIT adquirentes. Neste caso, quando observamos a amostra reduzida, verificamos que em média o total do ativo das empresas adquiridas era superior ao ativo total das empresas adquirentes. Conforme exposto anteriormente, este aumento deve-se a uma diminuição da dimensão das empresas adquirentes que compõe a amostra já que a média e mediana do ativo dos REIT adquiridos se mantém constante. De forma a eliminar o efeito dos *outliers* são também apresentadas as medianas dos referidos parâmetros.

**Tabela 4 - Parâmetros das transações e dos fundos à data de anúncio**

Parâmetros (Milhões de dólares)	Amostra global		Amostra reduzida	
	Média	Mediana	Média	Mediana
Valor total da transação	2 021	902	1 832	733
Receita total adquirentes	462	367	339	217
Ativo total adquirentes	4 024	2 662	3 582	1 913
Peso do activo das adquiridas no total do ativo das adquirentes	89,0%	46,5%	115,1%	53,3%

Finalmente, na Tabela 5 são apresentados dados que permitem caracterizar em mais pormenor os fundos adquirentes no ano anterior à transação (ano -1). Observamos que na amostra global as empresas apresentam um valor médio do EBITDA igual a 251 milhões de dólares (mediana igual a 146 milhões), de capitais próprios igual a 1.624 milhões de dólares (821) e de dívida igual a 1.767 milhões de dólares (1.060). Estes valores são inferiores para a amostra reduzida, o que sugere mais uma vez que as empresas que incorrem em mais do que uma operação num curto espaço de tempo são de maior dimensão.

**Tabela 5 - Parâmetros dos fundos adquirentes no ano antes da operação**

Parâmetros (Milhões de dólares)	Amostra global		Amostra reduzida	
	Média	Mediana	Média	Mediana
EBITDA	251	146	157	69
Capital Próprio	1 624	821	1 325	610
Dívida	1 767	1 060	1 504	682

## 4. Metodologia

Tendo como objetivo a análise da performance operacional dos *Real Estate Investment Trusts* (REIT) após a aquisição de um outro REIT, iremos averiguar o desempenho dos mesmos antes de tais operações e a evolução de médio prazo após a operação.

Tendo em consideração os estudos mencionados anteriormente, em especial Martynova et al. (2006), analisamos a evolução acumulada da performance operacional, desde o ano anterior à transação (ano -1) até aos 3 anos após a transação (ano 1, 2 e 3), por ser o período considerado pertinente para refletir os impactos das F&A. O ano de transação (ano 0) é excluído da análise por ser afetado por vários fatores aliados à operação e incluir períodos antes e após a mesma que poderiam distorcer os resultados.

Deste modo, a evolução de cada uma das variáveis consideradas nos anos posteriores à operação, para cada uma das empresas, foi medida através da seguinte fórmula:

$$\frac{x_i^{t+j} - x_i^{t-1}}{x_i^{t-1}} \quad (1)$$

onde x corresponde a uma variável de performance operacional, i à empresa, t ao ano da transação (ano 0) e j ao ano para o qual se calcula a evolução da variável (ano 1, 2 ou 3). Portanto, no 1º, 2º e 3º ano observamos a variação acumulada desde o ano -1.

No entanto, no caso da variável que mede a performance operacional se tratar de um rácio (y), por se tratar já de uma percentagem, foi utilizada a seguinte fórmula:

$$y_i^{t+j} - y_i^{t-1} \quad (2)$$

No geral, os indicadores de desempenho económico baseados em dados contabilísticos apresentam limitações e desvantagens. De forma a contornar estes problemas e a abranger várias medidas de performance, utilizamos diversos indicadores referidos nos estudos analisados e citados no Anexo 2, como Mueller (1980) e Ghosh (2001). Os indicadores utilizados para avaliar o desempenho das empresas envolvidas em operações de F&A foram os seguintes:

- *Return on Assets* (ROA), ou Rendibilidade do Ativo, obtido pela divisão do EBITDA pelo Ativo Total, como medida de produtividade;
- *Return on Equity* (ROE), ou Rendibilidade dos Capitais Próprios, obtido pela divisão do Resultado Líquido pelo Capital Próprio, como medida do desempenho económico;
- *Return on Invested Capital* (ROIC), ou Retorno do Capital Investido, obtido pela divisão do EBITDA pelo Total do Capital, como medida da eficiência do Total do Capital Empregue;
- *EBITDA Margin*, ou Margem EBITDA, obtido pela divisão do EBITDA pelo Total das Receitas, como medida de rendibilidade;
- *Cash Flow Return* (CFR), ou Retorno de Fluxo de Caixa, obtido pela divisão do Fluxo de Caixa Operacional pelo Total do Ativo, como medida da eficiência da empresa em utilizar os seus ativos para gerar valor;
- *Loan to Value* (LTV), obtido pela divisão do Total da Dívida pelo Total do Ativo, como medida do grau de endividamento.

A nossa análise fundamentou-se na observação da evolução da cada uma das variáveis acima mencionadas através da sua variação percentual. Posteriormente, foram calculados os rácios de desempenho económico e igualmente observada a sua evolução.

Uma vez que esta evolução pode ser explicada pela variação do próprio setor de atividade e de forma a isolar o efeito da aquisição, procedemos ao cálculo da variação dos rácios ajustada pelo *benchmark*, subtraindo a variação do *benchmark* à variação da amostra, para cada ano e para cada empresa avaliando apenas o impacto do evento, conforme Healy et al. (1992).

Os dados do *benchmark* foram igualmente obtidos com recurso à base de dados *Capital IQ*, através de uma pesquisa de todas as empresas qualificadas como REIT, da qual resultou um total de 1.691 empresas, muitas das quais não puderam ser consideradas por falta de dados que permitissem o cálculo dos rácios a que nos propusemos analisar. Contudo o *benchmark* foi representado em média por 330 empresas para cada um dos rácios.



De forma a averiguar a significância estatística das variações dos rácios e dos rácios ajustados pelo *benchmark*, recorreremos ao teste *Wilcoxon signed rank test (t-test)* de forma a testar se as medianas (médias) destas variações são estatisticamente diferentes de zero.

Após a análise da evolução do desempenho económico, realizou-se uma investigação aos fatores subjacentes às empresas que possam influenciar esta evolução, procedendo-se à estimação da seguinte regressão:

$$Y = \alpha + \beta_1.X_1 + \beta_2.X_2 + \beta_3.X_3 \quad (3)$$

Como variáveis dependentes (Y) definimos a variação acumulada no ano 3 após a operação para cada um dos rácios, ajustados e não ajustados.

Como variáveis independentes, ou seja, aquelas que podem influenciar a evolução do desempenho após a operação, foram utilizadas o peso do total do ativo da adquirida no total do ativo da adquirente na data de anúncio, o *Loan to Value* no ano anterior à transação e o logaritmo do total do ativo da adquirente no ano anterior à transação. Estas variáveis afiguram-se cruciais pois permitem averiguar até que ponto o grau de endividamento, a dimensão da empresa e o peso relativo da adquirida na adquirente podem impactar os resultados observados, conduzindo à criação ou à destruição de valor após operações desta natureza.

As regressões lineares foram sujeitas ao teste de *White* de forma a validar a significância estatística dos coeficientes.

## 5. Resultados empíricos

O nosso estudo fundamentou-se na análise das médias e medianas das variações acumuladas absolutas e percentuais das variáveis e dos rácios descritos anteriormente. De salientar que os resultados baseados em médias são mais voláteis do que aqueles baseados em medianas devido à influência dos *outliers*. Assim, iremos focar a descrição dos resultados nas medianas, embora não deixando de apresentar os resultados das médias que, por norma, seguem a mesma tendência.

### 5.1 Variáveis

Tal como pode ser observado na Tabela 6, a maioria das variáveis apresenta um crescimento sustentado ao longo dos anos posteriores à operação. Observando o comportamento das medianas das variações acumuladas absolutas, apenas o total do ativo e o total do capital (considerado como a soma da dívida e do capital próprio) apresentam um ligeiro decréscimo no final do segundo ano após a transação, enquanto a média das variações acumuladas absolutas apenas é negativa no caso do *cash flow* operacional.

No final do terceiro ano após a operação, o total da dívida e o total do ativo apresentam as variações (medianas) mais significativas, sendo que o crescimento da dívida é superior ao crescimento do ativo, o que sugere que estes processos são acompanhados por um aumento do endividamento das empresas adquirentes. A relação entre a evolução do total da dívida e do total do ativo irá ser aprofundada posteriormente. Por outro lado, os resultados líquidos apresentam a menor variação percentual três anos após a operação o que, face ao exposto, parece confirmar um aumento de custos com o serviço de dívida.

De forma geral, assistimos a um aumento acentuado das variáveis do balanço que indiciam um aumento de dimensão, o que não é necessariamente refletido em termos de resultados.

**Tabela 6 - Variação das variáveis – amostra global**

		Amostra global					
		Δ Absoluta (Milhões de dólares)			Δ Percentual		
		Ano1	Ano 2	Ano 3	Ano1	Ano 2	Ano 3
<b>Ativo Total</b>	Mediana	2 028	1 966	2 442	81,2%	87,6%	134,1%
	Média	3 596	3 884	4 436	190,9%	217,0%	233,2%
<b>EBITDA</b>	Mediana	90	110	121	62,2%	76,8%	100,3%
	Média	174	223	238	207,4%	280,7%	252,1%
<b>EBIT</b>	Mediana	49	58	82	47,5%	70,7%	90,0%
	Média	105	147	154	219,3%	218,8%	163,3%
<b>Cashflow Operacional</b>	Mediana	75	88	96	62,9%	95,5%	82,7%
	Média	226	184	196	169,5%	168,1%	174,1%
<b>Receitas totais</b>	Mediana	161	201	239	66,4%	92,5%	110,0%
	Média	295	343	399	146,1%	174,0%	182,9%
<b>Resultado líquido</b>	Mediana	30	35	55	67,8%	103,9%	77,2%
	Média	25	36	115	266,4%	337,6%	356,5%
<b>Total da Dívida</b>	Mediana	1 022	1 155	1 217	91,4%	105,5%	165,8%
	Média	2 214	2 524	2 762	2175,1%	2542,5%	2432,3%
<b>Capital Próprio</b>	Mediana	550	631	730	76,8%	85,8%	95,8%
	Média	1 161	1 164	1 427	135,5%	165,4%	228,3%
<b>Capital Total</b>	Mediana	1 886	1 847	2 251	84,3%	85,5%	119,8%
	Média	3 375	3 650	4 157	198,9%	226,8%	243,7%

A Tabela 7 mostra a evolução das mesmas variáveis quando são excluídas da análise as empresas adquirentes que participaram em várias operações relevantes num curto período de tempo e pode ser observado que de forma geral a tendência se mantém face ao exposto acima.

Contudo, devemos salientar que para a maioria das variáveis a amplitude do crescimento diminui significativamente, com exceção da variação da dívida cuja variação percentual é bastante superior nos dois primeiros anos após a operação, mantendo-se a variação percentual acumulada no terceiro ano em 166%, tal como na amostra global, o que indicia que empresas que participam em várias operações terão, por norma, uma dimensão superior que as capacita de recorrer em menor escala à dívida externa.

Ao contrário do observado na amostra global, assistimos na amostra reduzida a uma diminuição da mediana da variação absoluta acumulada do *cash flow* operacional e do total da dívida no último ano em análise.

**Tabela 7 - Variação das variáveis – amostra reduzida**

		Amostra reduzida					
		Δ Absoluta (Milhões de dólares)			Δ Percentual		
		Ano1	Ano 2	Ano 3	Ano1	Ano 2	Ano 3
<b>Ativo Total</b>	<b>Mediana</b>	1 952	1 719	1 858	88,8%	90,1%	114,2%
	<b>Média</b>	3 372	3 146	3 457	243,7%	262,6%	259,7%
<b>EBITDA</b>	<b>Mediana</b>	88	99	114	84,4%	74,6%	73,8%
	<b>Média</b>	160	163	179	304,3%	363,5%	350,5%
<b>EBIT</b>	<b>Mediana</b>	44	47	52	45,0%	56,7%	76,7%
	<b>Média</b>	98	104	136	309,6%	215,6%	201,4%
<b>Cashflow Operacional</b>	<b>Mediana</b>	62	78	60	79,0%	110,5%	76,2%
	<b>Média</b>	265	179	191	219,4%	203,7%	189,2%
<b>Receitas totais</b>	<b>Mediana</b>	151	177	180	104,0%	111,7%	103,6%
	<b>Média</b>	255	253	288	195,0%	221,0%	216,6%
<b>Resultado líquido</b>	<b>Mediana</b>	14	15	29	81,1%	120,0%	77,2%
	<b>Média</b>	3	18	148	374,3%	473,3%	474,0%
<b>Total da Dívida</b>	<b>Mediana</b>	976	1 018	941	110,8%	109,6%	165,8%
	<b>Média</b>	1 990	1 888	1 864	3326,9%	3998,9%	3723,2%
<b>Capital Próprio</b>	<b>Mediana</b>	563	580	701	81,9%	95,0%	85,4%
	<b>Média</b>	1 190	1 149	1 468	138,1%	150,7%	167,6%
<b>Capital Total</b>	<b>Mediana</b>	1 789	1 583	1 666	94,7%	91,0%	112,3%
	<b>Média</b>	3 181	3 006	3 305	254,7%	277,5%	275,8%

## 5.2 Performance Operacional

A Tabela 8 apresenta os principais indicadores das empresas que participam neste tipo de operações no ano anterior à transação.

Em média (e mediana) os rácios de desempenho económico e endividamento são superiores ao do sector. Este resultado indicia que as empresas com melhor performance operacional dispõem de mais capacidade para realizar este tipo de operações. Este resultado é consistente com a *Inefficient Management Hypothesis* em que as melhores empresas adquirem empresas pior geridas e, ainda, com os resultados observados por Martynova et al. (2006) de que as empresas adquirentes superavam a performance da indústria antes dos processos de F&A.

Tabela 8 – Performance Operacional - amostra global

		Amostra global		
Ano -1		Performance operacional	Performance operacional benchmark	Mann-Whitney U test
ROA	Mediana	8,1%	6,3%	(4,17) ***
	Média	8,6%	6,3%	
ROE	Mediana	9,8%	7,9%	(2,20) **
	Média	17,2%	8,1%	
ROIC	Mediana	8,2%	6,7%	(3,79) ***
	Média	7,9%	6,9%	
CFR	Mediana	5,3%	4,9%	(1,68) *
	Média	6,7%	5,0%	
Margem EBITDA	Mediana	66,1%	51,0%	(5,59) ***
	Média	65,3%	49,8%	
LTV	Mediana	51,1%	47,9%	(1,73) *
	Média	49,9%	48,4%	

\*, \*\*, \*\*\* significa que ambas as amostras são estatisticamente diferentes para um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.<sup>16</sup>

Os resultados são semelhantes se analisarmos unicamente a amostra reduzida (Tabela 9). Embora neste caso o *return on equity* (ROE) e o *cash flow return* (CFR) não sejam estatisticamente diferentes entre as empresas adquirentes e as restantes empresas do sector.

<sup>16</sup> O teste de *Mann-Whitney U* foi utilizado por forma a testar se as amostras (amostra global e *benchmark*) são estatisticamente diferentes.

Tabela 9 – Performance Operacional - amostra reduzida

		Amostra reduzida		
Ano -1		Performance operacional	Performance operacional benchmark	Mann - Whitney U test
ROA	Mediana	7,5%	4,8%	(2,96) **
	Média	7,3%	5,9%	
ROE	Mediana	9,2%	7,9%	(1,08)
	Média	11,5%	8,1%	
ROIC	Mediana	7,2%	5,4%	(2,72) **
	Média	6,1%	6,4%	
CFR	Mediana	4,9%	4,3%	(1,34)
	Média	6,9%	4,8%	
Margem EBITDA	Mediana	63,0%	43,9%	(3,29) **
	Média	61,4%	48,0%	
LTV	Mediana	52,8%	47,9%	(1,98) **
	Média	49,6%	48,4%	

\*, \*\*, \*\*\* significa que ambas as amostras são estatisticamente diferentes para um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.<sup>17</sup>

### 5.3 Variações absolutas

A Tabela 10 apresenta as variações acumuladas dos rácios entre o ano anterior à transação (ano -1) e os 3 anos posteriores à transação.

A evolução dos indicadores de performance operacional, ROA, ROIC, CFR e margem EBITDA, no período posterior à aquisição é negativa. Esta evolução é negativa para todos os anos em análise, sendo que se agrava no último ano. A margem EBITDA foi o indicador económico que apresentou uma variação negativa superior, chegando no terceiro ano a uma queda acumulada de 2,7%.

O indicador de endividamento (LTV – *Loan to Value*) apresenta uma variação (média e mediana) acumulada positiva e com tendência crescente, indicando um aumento de endividamento. Estes resultados sugerem uma degradação da atividade operacional dos REIT após processos de F&A.

<sup>17</sup> O teste de *Mann-Whitney U* foi utilizado por forma a testar se as amostras (amostra reduzida e *benchmark*) são estatisticamente diferentes.

Consistente com os resultados obtidos por Martynova et al. (2006) e Dickerson et al. (1997), verificámos que nos anos subseqüentes à operação assiste-se a uma redução do desempenho face ao ano anterior à operação (ano -1), especialmente evidente no terceiro ano após a aquisição, o que coloca em causa a criação de valor após processos de F&A.

**Tabela 10 - Variação da Performance Operacional – amostra global**

		Amostra global		
		Δ (p.p.)		
		Ano 1	Ano 2	Ano 3
ROA	Mediana	-0,9 ***	-0,7 **	-1,2 ***
	Média	-1,3 **	-1,1 **	-1,7 ***
ROE	Mediana	-0,8	-1,6	-1,2
	Média	-5,4	-4,6	-5,0
ROIC	Mediana	-0,9 ***	-0,8 **	-1,1 ***
	Média	-1,5 **	-1,2 **	-1,9 **
CFR	Mediana	-0,4 *	-0,6 *	-0,8 **
	Média	-0,4	-0,7 *	-1,2 **
Margem	Mediana	-1,2 **	-1,7 **	-2,7 **
EBITDA	Média	-3,3 *	-2,5	-5,5 **
LTV	Mediana	2,1 **	2,1 **	3,0 *
	Média	4,7 **	4,8 **	4,8 **

\*, \*\*, \*\*\* significa estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.<sup>18</sup>

Na Tabela 11 constam as variações acumuladas dos indicadores para a amostra reduzida. Também aqui se verifica uma variação acumulada negativa face ao ano anterior à transação, para o ROA, ROIC e CFR. Estes resultados são inferiores aos resultados obtidos na amostra global, indiciando que as empresas que efetuam menos transações apresentam uma menor diminuição da performance operacional.

Mais uma vez, assiste-se a um aumento significativo (e superior ao verificado na amostra global) do nível de endividamento, que atinge os 4,9% e 4%, respetivamente no

<sup>18</sup> O teste *Wilcoxon signed rank test (t-test)* foi utilizado para testar se as medianas (médias) das variações dos rácios são estatisticamente diferentes de zero.

1º e 2º ano após a aquisição, o que indicia que estas empresas terão maior necessidade de recorrer a dívida externa como método de financiamento das operações de F&A.

De um modo geral, também na amostra reduzida se observa uma deterioração da performance operacional, colocando em causa a criação de valor através de processos de F&A.

**Tabela 11 - Variação da Performance Operacional – amostra reduzida**

		Amostra Reduzida		
		$\Delta$ (p.p.)		
		Ano 1	Ano 2	Ano 3
ROA	Mediana	-0,5 **	-0,3	-0,4 *
	Média	-0,7 **	-0,4	-0,6 *
ROE	Mediana	-0,6	-1,6	-2,6
	Média	0,2	3,4	0,5
ROIC	Mediana	-0,7 **	-0,4	-0,4 *
	Média	-0,7 **	-0,5	-0,8 *
CFR	Mediana	-0,7 **	-0,7	-0,8 **
	Média	-0,2	-0,5	-1,0 **
Margem	Mediana	-1,2	-1,3	-1,3
EBITDA	Média	-1,9	-1,7	-1,6
LTV	Mediana	4,9 **	4,0 **	3,2 *
	Média	6,5 **	6,2 **	6,2 **

\*, \*\*, \*\*\* significa estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.<sup>19</sup>

#### 5.4 Variações ajustadas pelo *benchmark*

De modo a isolar a evolução da performance operacional da tendência da própria indústria, apresentamos na Tabela 12, as variações ajustadas pelo *benchmark*.

A análise da variação ajustada pela evolução da indústria (*benchmark*) mostra que, para o ROA, ROIC e CFR, no terceiro ano, os rácios apresentam ainda variações negativas mas de menor amplitude, o que significa que a evolução do setor só parcialmente explica a diminuição de desempenho operacional das empresas adquirentes. No caso do

<sup>19</sup> O teste *Wilcoxon signed rank test (t-test)* foi utilizado para testar se as medianas (médias) das variações dos rácios são estatisticamente diferentes de zero.



indicador do endividamento, esta variação é praticamente nula pelo que os resultados indiciam que o próprio setor recorreu a um maior endividamento durante o período em análise, pelo que não se pode afirmar que o aumento do endividamento verificado nas empresas adquirentes se deve à aquisição realizada.

O decréscimo apresentado ao longo dos anos subsequentes à operação, mesmo quando corrigido pela evolução da própria indústria, sugere uma degradação da performance operacional das empresas envolvidas em F&A, colocando em causa a criação de valor através destas operações.

**Tabela 12 - Variação da Performance Operacional, ajustada pelo *benchmark* – amostra global**

		<b>Amostra global</b>		
		<b>Δ ajustada pelo <i>benchmark</i> (p.p.)</b>		
		<b>Ano 1</b>	<b>Ano 2</b>	<b>Ano 3</b>
<b>ROA</b>	<b>Mediana</b>	-0,8 **	-0,6 *	-0,4 **
	<b>Média</b>	-1,2 **	-0,8 *	-1,2 **
<b>ROE</b>	<b>Mediana</b>	-0,5	-0,8	-1,7
	<b>Média</b>	-5,4	-4,5	-4,8
<b>ROIC</b>	<b>Mediana</b>	-1,0 **	-0,6 *	-0,4 **
	<b>Média</b>	-1,4 **	-1,0 *	-1,4 **
<b>CFR</b>	<b>Mediana</b>	-0,3	-0,1	-0,6 **
	<b>Média</b>	-0,3	-0,5	-0,8 **
<b>Margem EBITDA</b>	<b>Mediana</b>	-0,1	0,4	-0,4
	<b>Média</b>	-2,2	-0,9	-3,6
<b>LTV</b>	<b>Mediana</b>	1,1	-0,3	0,1
	<b>Média</b>	2,7	2,0	2,3

\*, \*\*, \*\*\* significa estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.<sup>20</sup>

Quando analisada a amostra reduzida, presente na Tabela 13, verifica-se que a tendência se repete. O CFR apresenta uma evolução negativa, em linha com a apresentada na amostra global, sugerindo uma degradação da performance operacional destas empresas e a ineficiência na utilização dos recursos, apenas em parte justificada pela evolução do *benchmark*.

<sup>20</sup> O teste *Wilcoxon signed rank test (t-test)* foi utilizado para testar se as medianas (médias) das variações dos rácios são estatisticamente diferentes de zero.

Contudo, para outros indicadores, essa diminuição revela-se insignificante quando ajustada pela indústria, o que sugere que esse decréscimo é causado por razões macroeconómicas não relacionadas com as aquisições, consistente com Martynova et al. (2006).

**Tabela 13 - Variação da Performance Operacional, ajustada pelo *benchmark* – amostra reduzida**

		<b>Amostra Reduzida</b>		
		<b><math>\Delta</math> ajustada pelo <i>benchmark</i> (p.p.)</b>		
		<b>Ano 1</b>	<b>Ano 2</b>	<b>Ano 3</b>
<b>ROA</b>	<b>Mediana</b>	-0,4 **	-0,3	0,0
	<b>Média</b>	-0,7 **	-0,3	-0,3
<b>ROE</b>	<b>Mediana</b>	-0,4	-0,9	-2,0
	<b>Média</b>	0,2	3,6	0,9
<b>ROIC</b>	<b>Mediana</b>	-0,4 **	-0,5	-0,1
	<b>Média</b>	-0,8 **	-0,5	-0,5
<b>CFR</b>	<b>Mediana</b>	-0,6 *	-0,3	-0,6 *
	<b>Média</b>	-0,1	-0,3	-0,7 *
<b>Margem EBITDA</b>	<b>Mediana</b>	-1,2	-0,3	-0,3
	<b>Média</b>	-1,1	-0,4	-0,1
<b>LTV</b>	<b>Mediana</b>	1,5	-0,1	0,1
	<b>Média</b>	4,2 *	2,9	3,7

\*, \*\*, \*\*\* significa estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.<sup>21</sup>

### **5.5 Motivo do (in) sucesso das operações (análise multivariada)**

Neste capítulo serão analisados os fatores que possam influenciar a evolução de desempenho após a aquisição. Tal como referido no Capítulo 4, o peso do total do ativo da empresa adquirida no total do ativo da empresa adquirente na data de anúncio, o nível de endividamento (medido pelo *Loan to Value*) das empresas adquirentes no ano anterior à transação e a dimensão da empresa adquirente, representada pelo logaritmo do total do ativo no ano anterior à transação, serão testados como possíveis explicações para a evolução do desempenho após a aquisição.

<sup>21</sup> O teste *Wilcoxon signed rank test (t-test)* foi utilizado para testar se as medianas (médias) das variações dos rácios são estatisticamente diferentes de zero.

A Tabela 14 apresenta o resultado da estimação das regressões e, consistente com estudos anteriores, todas as variáveis de desempenho operacional, com exceção do *return on equity* (ROE) e do *cash flow return* (CFR), têm um melhor comportamento quanto maior a dimensão da empresa adquirida, em relação à dimensão da empresa adquirente. O efeito é, no entanto, oposto em relação ao CFR. A variação da performance ajustada pela evolução do setor apresenta resultados semelhantes. A dimensão da empresa adquirente influencia positivamente a margem EBITDA, enquanto o nível de endividamento no ano anterior ao da aquisição não tem qualquer impacto na performance operacional das empresas adquirentes após a aquisição. Estes resultados são consistentes com as evidências encontradas por Martynova et al. (2006).

Tabela 14 - Fatores influenciadores dos resultados – amostra global

Amostra Global						
Variações acumuladas no ano 3 - não ajustadas						
Variáveis	ROA	ROE	ROIC	CFR	Margem EBITDA	LTV
Log (Activo ano -1)	<b>0,008</b> (0,007)	<b>0,119</b> (0,104)	<b>0,010</b> (0,009)	<b>-0,001</b> (0,006)	<b>0,083*</b> (0,045)	<b>0,042</b> (0,032)
LTV Ano -1	<b>-0,045</b> (0,038)	<b>-0,695</b> (0,626)	<b>-0,051</b> (0,046)	<b>-0,044</b> (0,031)	<b>-0,117</b> (0,125)	<b>-0,172</b> (0,140)
% ativo adquirida/ativo adquirente	<b>0,003**</b> (0,001)	<b>0,017</b> (0,020)	<b>0,003**</b> (0,002)	<b>-0,004***</b> (0,001)	<b>0,042***</b> (0,009)	<b>0,040***</b> (0,007)
Constante	-0,025 (0,023)	-0,120 (0,293)	-0,032 (0,028)	0,016 (0,026)	-0,311 (0,192)	-0,046 (0,137)
Observações	43	49	43	49	43	49
R-squared	<b>12,9%</b>	<b>10,4%</b>	<b>11,7%</b>	<b>12,1%</b>	<b>29,9%</b>	<b>36,0%</b>

Variações acumuladas no ano 3 - ajustadas pelo benchmark						
Variáveis	ROA	ROE	ROIC	CFR	Margem EBITDA	LTV
Log (Activo ano -1)	<b>0,009</b> (0,008)	<b>0,123</b> (0,104)	<b>-0,050</b> (0,047)	<b>-0,002</b> (0,007)	<b>0,077*</b> (0,043)	<b>0,044</b> (0,032)
LTV Ano -1	<b>-0,043</b> (0,039)	<b>-0,705</b> (0,629)	<b>0,009</b> (0,009)	<b>-0,044</b> (0,031)	<b>-0,120</b> (0,125)	<b>-0,190</b> (0,147)
% ativo adquirida/ativo adquirente	<b>0,003**</b> (0,001)	<b>0,018</b> (0,020)	<b>0,003*</b> (0,001)	<b>-0,004***</b> (0,001)	<b>0,041***</b> (0,008)	<b>0,039***</b> (0,007)
Constante	-0,023 (0,026)	-0,127 (0,292)	-0,021 (0,028)	0,023 (0,026)	-0,270 (0,183)	-0,066 (0,136)
Observações	42	49	43	49	43	49
R-squared	<b>12,2%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,4%</b>	<b>12,5%</b>	<b>29,2%</b>	<b>35,6%</b>

Desvio padrão dentro de parênteses.

\*, \*\*, \*\*\* significa estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.<sup>22</sup>

<sup>22</sup> O teste de *White* foi utilizado para testar a significância estatística dos coeficientes.

Tal como pode ser observado na Tabela 15, os resultados para a amostra reduzida são em tudo idênticos aos obtidos anteriormente.

**Tabela 15 - Fatores influenciadores dos resultados – amostra reduzida**

<b>Amostra reduzida</b>						
<b>Variações acumuladas no ano 3 - não ajustadas</b>						
<b>Variáveis</b>	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>	<b>ROIC</b>	<b>CFR</b>	<b>Margem EBITDA</b>	<b>LTV</b>
Log (Activo ano -1)	<b>0,008</b> (0,005)	<b>0,021</b> (0,055)	<b>0,009</b> (0,006)	<b>-0,002</b> (0,007)	<b>0,114*</b> (0,062)	<b>0,010</b> (0,039)
LTV Ano -1	<b>0,002</b> (0,014)	<b>0,128</b> (0,230)	<b>0,005</b> (0,018)	<b>-0,001</b> (0,025)	<b>-0,019</b> (0,090)	<b>-0,050</b> (0,149)
% ativo/ativo	<b>0,003</b> (0,001)	<b>0,024</b> (0,015)	<b>0,004***</b> (0,001)	<b>-0,003*</b> (0,001)	<b>0,045***</b> (0,009)	<b>0,039***</b> (0,008)
Constante	-0,038 (0,020)	-0,153 (0,240)	-0,042 (0,028)	0,000 (0,027)	-0,427 (0,239)	0,003 (0,173)
Observações	25	31	25	31	25	31
R-squared	<b>25,5%</b>	<b>10,8%</b>	<b>19,1%</b>	<b>11,3%</b>	<b>52,4%</b>	<b>52,6%</b>
<b>Variações acumuladas no ano +3 - ajustadas pelo benchmark</b>						
<b>Variáveis</b>	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>	<b>ROIC</b>	<b>CFR</b>	<b>Margem EBITDA</b>	<b>LTV</b>
Log (Activo ano -1)	<b>0,006</b> (0,005)	<b>0,027</b> (0,055)	<b>0,005</b> (0,006)	<b>-0,003</b> (0,007)	<b>0,102*</b> (0,058)	<b>0,011</b> (0,038)
LTV Ano -1	<b>0,002</b> (0,015)	<b>0,120</b> (0,230)	<b>0,005</b> (0,018)	<b>-0,002</b> (0,024)	<b>-0,023</b> (0,086)	<b>-0,053</b> (0,158)
% ativo/ativo	<b>0,003***</b> (0,001)	<b>0,025</b> (0,015)	<b>0,003**</b> (0,001)	<b>-0,003*</b> (0,001)	<b>0,043***</b> (0,008)	<b>0,039***</b> (0,008)
Constante	-0,028 (0,022)	-0,166 (0,240)	-0,026 (0,026)	0,009 (0,027)	-0,369 (0,224)	-0,025 (0,173)
Observações	24	31	25	31	25	31
R-squared	<b>24,2%</b>	<b>11,4%</b>	<b>16,0%</b>	<b>12,4%</b>	<b>53,7%</b>	<b>50,9%</b>

Desvio padrão dentro de parênteses.

\*, \*\*, \*\*\* significa estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.<sup>23</sup>

<sup>23</sup> O teste de *White* foi utilizado para testar a significância estatística dos coeficientes.

## 6. Conclusões, limitações e investigação futura

Um grande número de estudos tem sido realizado em torno das operações de F&A, incidindo em particular sobre os efeitos na riqueza dos acionistas envolvidos. Contudo muitas questões permanecem em aberto e as conclusões permanecem inconsistentes. As diferentes medidas de performance e a escolha do *benchmark* são parcialmente responsáveis pela inconsistência nas conclusões dos diversos estudos existentes.

Este estudo teve como objetivo a análise da criação de valor em processos de fusões e aquisições (F&A) entre *Real Estate Investment Trusts* (REIT). Com esse objetivo foi analisada a evolução nas empresas adquirentes de diversos indicadores, como *return on assets* (ROA), *return on equity* (ROE), *return on invested capital* (ROIC), *cash flow return* (CFR), margem EBITDA e *loan to value* (LTV) após a aquisição.

A amostra foi restringida à avaliação de F&A entre REIT ocorridas entre 2000 e 2009, cuja aquisição representou a parte maioritária do capital e cujo peso do total do ativo da adquirida representasse pelo menos 10% do total do ativo da empresa adquirente na data de anúncio da transação. A análise dos resultados sugere que estas aquisições resultaram numa degradação da performance operacional ao longo dos três anos subsequentes às transações. Os indicadores de performance operacional apresentam uma variação acumulada negativa ao longo dos três anos quer para a amostra global quer para a amostra reduzida (que exclui operações realizadas pela mesma empresa adquirente num horizonte de 3 anos), com exceção do nível de endividamento que apresenta uma variação positiva e com tendência crescente, indicando um aumento de endividamento por parte das empresas adquirentes. Estes resultados colocam em causa a criação de valor com processos de F&A.

A evolução dos mesmos indicadores quando ajustada pela evolução do sector é menos negativa, o que indica que a degradação da performance operacional das empresas adquirentes, no período subsequente à aquisição, é apenas em parte justificada pela evolução do sector durante o mesmo período.

Os resultados mostram ainda, como seria expectável, um aumento da dimensão das empresas adquirentes, no entanto, esse aumento da dimensão não é necessariamente refletido nos resultados. De referir ainda que, quando comparamos a amostra global

com a amostra reduzida, se assiste a uma diminuição da amplitude das variações (médias e medianas), o que aponta para que as empresas que participam em vários processos de F&A sejam empresas de maior dimensão, com maior capacidade de gerar receitas e com menor necessidade de recorrer a dívida como forma de financiamento das operações.

As empresas que participam neste tipo de operações apresentam, no ano anterior à transação, uma performance operacional superior ao sector, sugerindo que empresas com melhor performance face ao *benchmark* têm tendência a participar neste tipo de operação.

Quando averiguámos quais as características das empresas envolvidas nestes processos que possam influenciar a evolução da performance operacional após a aquisição, encontramos evidência empírica (estatisticamente significativa) de que quanto maior a dimensão relativa da empresa adquirida (face à adquirente) mais positiva (ou menos negativa) é a evolução da performance operacional após a aquisição. Este resultado verifica-se para os rácios ajustados e não ajustados pelo *benchmark*, indiciando que quanto maior o peso da adquirida maiores serão as sinergias alcançadas com a operação.

Em termos de investigação futura, sugerimos uma análise sobre uma amostra mais ampla (considerando REIT adquiridos não cotados ou mesmo o alargamento a empresas não qualificadas como REIT), assim como a quantificação do retorno da empresa combinada. Seria igualmente interessante o estudo simultâneo de um *event study* com base na evolução das cotações de mercado.

Poderia ainda ser examinada a evolução a longo prazo, de forma a verificar se os resultados de curto prazo são alcançados à custa de uma diminuição de investimento que coloque em causa, no longo prazo, a sustentabilidade das empresas.

## Bibliografia

Agrawal, A. e J. F. Jaffe (2003), “Do Takeover Targets Underperform? Evidence from Operating and Stock Returns”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, p.721-746

Allen, P.R. e C.F. Sirmans (1987), “An Analysis of Gains to Acquiring Firm’s Shareholders: The Special Case of REITs”, *Journal of Financial Economics* 18:1, p. 175-184

Andrade, G., M. Mitchell, e E. Stafford (2001), “New Evidence and Perspectives on Mergers”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, N°2, p. 103-120

Andrade, G. e E. Stafford (2004), “Investigating the Economic Role of Mergers”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.10, p. 1–36

Campbell, Robert D., Chinmoy Ghosh, e C. F. Sirmans (2001), “The Information Content of Method of Payment in Mergers: Evidence from Real Estate Investment Trusts (REITs)”, *Real Estate Economics*, Vol. 29, N° 3, p. 361-87

Campbell, R. (2002) “Shareholder Wealth Effects in Equity REIT Restructuring Transactions: Sell-offs, Mergers and Joint Ventures”, *Journal of Real Estate Literature* 10, p. 205-222

Campbell, Robert D., Milena Petrova e C.F. Sirmans (2003), “Wealth Effects of Diversification and Financial Deal Structuring: Evidence from REIT Property Portfolio Acquisitions”, *Real Estate Economics*, Vol. 31, N° 3, p. 347–366

Campbell, Robert D., Chinmoy Ghosh e C. F. Sirmans (2005), “Value creation and Governance Structure in REIT Mergers”, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 31(2), p. 225–239

Campbell, Robert D., Erasmo Giambona e C.F. Sirmans (2006), “The Post-Merger Underperformance Anomaly: Evidence from REITs”, SSNR Working Papers Series

Campbell, Robert D., Erasmo Giambona, e C.F. Sirmans (2009a), “The Long-Horizon Performance of REIT Mergers”, *Journal of Real Estate Finance and Economics* 38, p. 105-114



- Campbell, Robert D., Chinmoy Ghosh, Milena Petrova e C. F. Sirmans (2009b), “Corporate Governance and Performance in the Market for Corporate Control: The Case of REITs”, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol.29, p. 360-387
- Damodaran, A. (2008), “Acquisitions and Takeovers”, *Handbook of Finance*, John Wiley & Sons, Inc
- Eichholtz, P., Koedijk, K., Schweitzer, M. (2001), “Global Property Investment and the Cost of International Diversification”, *Journal of International Money and Finance* 20, p. 349-366
- Eichholtz, Piet M.A. e Nils Kok (2008), “How Does the Market for Corporate Control Function for Property Companies?”, *Journal of Real Estate Finance and Economics* 36, 141-163
- Elayan, F.A. e P. J. Young (1994), “The Value of Control: Evidence from Full and Partial Acquisitions in the Real Estate Industry”, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol .8, p. 167-182
- Fama, Eugene (1970), “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, Vol.25, No.2, p.383-417
- Healy, Paul M., Krishna G. Palepu, Richard S. Ruback (1992), “Does Corporate Performance Improve after Mergers?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, p. 135-75
- Li, Jingyu, Fayez A. Elayan e Thomas O. Meyer (2001), “Acquisitions by Real Estate Investment Trusts as a Strategy for Minimisation of Investor Tax Liability”, *Journal of Economics and Finance*, Vol. 25, N° 1, p. 115-134
- Ling, David C. e Milena Petrova (2011), “Why Do REITs Go Private? Differences in Target Characteristics, Acquirer Motivations, and Wealth Effects in Public and Private Acquisitions”, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 43, N° 1-2, p. 99-129
- Martynova, Marina, Sjoerd Oosting, Luc Renneboog (2006), “The Long-Term Operating Performance of European Mergers and Acquisitions”, *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, Finance Working Paper N° 137

- Martynova, Marina e Luc Renneboog (2008), “A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand?”, *Journal of Banking & Finance*, Vol.32, N° 10, p. 2148-2177
- McIntosh, W., D.T. Officer e J.A. Born, (1989), ‘The Wealth Effects of Merger Activities: Further Evidence from Real Estate Investment Trusts’, *Journal of Real Estate Research* 4(3), p. 141-155
- Mitchell, M.L. e J.H. Mulherin (1996), “The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity”, *Journal of Financial Economics*, Vol.41, p. 193-229
- Morck, R., A. Schleifer, e R. Vishny (1990), “Do managerial Objectives Drives Bad Acquisitions?”, *Journal of Finance*, Vol. 45, p. 31–48
- Rodrigues, Vasco (1998), “Fusões e Aquisições: A Evidência Empírica”, *Economics Working Papers*, N° 3, Faculdade de Economia e Gestão, Universidade Católica Portuguesa (Porto)
- Roll, Richard (1986), “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, *Journal of Business*, Vol.59, N° 2, p. 197-216
- Sahin, O. (2005), “The Performance of Acquisitions in the Real Estate Investment Trust Industry,” *The Journal of Real Estate Research*, Vol.27, p. 321-342
- Schleifer, A. e R. Vishny (2003), “Stock market driven acquisitions”, *Journal of Financial Economics* 70, p. 295–311
- Shen, Yangpin, Tzujui Mao, Chiuling Lu (2011), “Beyond Friendly Mergers - the Case of REITs”, *The 19th Annual Conference on Pacific Basin Finance, Economics, Accounting, and Management*
- Womack, Kiplan S. (2012), “Real Estate Mergers: Corporate Control & Shareholder Wealth”, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 44, N° 4, p. 446-471
- Zheng, Bingyong (2008), “A Theory of Mergers and Merger Waves”, *SSNR Working Papers Series*

# ANEXOS

## ANEXO 1 – Resumo das ondas de F&A

	Onda 1	Onda 2	Onda 3	Onda 4	Onda 5	Nova Onda (6?)
<b>Período</b>	1890s-1903	1910s-1929	1950s-1973	1981-1989	1993-2001	2003-presente
<b>Zona Geográfica</b>	EUA	EUA	EUA, RU, Europa	EUA, RU, Europa, Ásia	EUA, RU, Europa, Ásia	EUA, RU, Europa, Ásia
<b>Resultado F&amp;A</b>	Formação de Monopólios	Formação de Oligopólios	Crescimento pela diversificação	Eliminação de ineficiências	Ajustamento aos processos de globalização	Expansão Global
<b>Relacionamento</b>	Concentração	Concentração	Diversificação	Concentração	Concentração	Concentração
<b>Setores industriais</b>	Hidráulica, Têxteis, Ferro	Motores a vapor, Aço, Caminho-de-ferro	Eletricidade, Química, Motores de Combustão	Petroquímica, Aviação, Eletrónica, Tecnologias de Comunicação	Comunicação, Tecnologias de informação	n.a.
<b>Fontes de financiamento dominantes / meios de pagamento</b>	Dinheiro	Capital Próprio	Capital Próprio	Dívida financiada / <i>Net cash</i>	Capital Próprio	Dívida e Dinheiro Financiados / <i>Net cash</i>
<b>Atividade de F&amp;A Hostis</b>	n.a.	n.a.	Nenhuma (EUA, RU) Nenhuma (Europa) Nenhuma (Ásia)	Alta (EUA, RU) Nenhuma (Europa) Nenhuma (Ásia)	Alguma (EUA, RU) Alta (Europa) Nenhuma (Ásia)	Alguma (EUA, RU) Alguma (Europa) Alguma (Ásia)
<b>Atividade de F&amp;A Transfronteiriça</b>	n.a.	n.a.	n.a.	Alguma	Média	Alta
<b>Outras especificidades</b>				<i>LBO's, MBO's, Going-private deals</i> e alienações	Mega Negócios, Alienações	Negócios por fundos de <i>Private-Equity</i>
<b>Eventos coincidentes com o início da onda</b>	Expansão económica; processos de industrialização; introdução de nova legislação sobre sociedades; desenvolvimento das transações da Bolsa de valores de Nova Iorque; Mudanças radicais em tecnologia.	Recuperação económica após <i>crash</i> do mercado e do fim da Primeira Guerra Mundial; Reforço das leis anti monopolistas.	Recuperação económica após a Segunda Guerra Mundial; Reforço da regulação sobre concorrência em 1950.	Recuperação económica após a recessão; alterações na política de concorrência; Desregulamentação do sector financeiro; Novos mercados e instrumentos Financeiros (ex. <i>Junk Bonds</i> ); Progresso tecnológico da eletrónica.	O “Boom” económico e financeiro dos mercados; Processos de globalização, inovação tecnológica, desregulamentação e privatização.	Recuperação económica após a recessão em 2000-01.
<b>Eventos coincidentes com o fim da onda</b>	<i>Crash</i> bolsista; estagnação económica; Início da Primeira Guerra Mundial.	<i>Crash</i> bolsista; Início da denominada “Grande Depressão”	<i>Crash</i> bolsista; Crise petrolífera, Abrandamento económico.	<i>Crash</i> da bolsista.	<i>Crash</i> da bolsista. O ataque terrorista do 11 de Setembro.	n.a. (Podíamos acrescentar a crise financeira a partir de 2007)

Fonte: Traduzido e adaptado de Martynova e Renneboog (2008)

## ANEXO 2 - Performance Operacional Após F&A

Nesta tabela apresentamos a performance operacional das empresas adquirentes (ou agrupadas). Os resultados referem-se a aquisições domésticas bem-sucedidas entre empresas não financeiras.

Tipos de Fusões e Aquisições: **OPA** – Oferta Pública de Aquisição; **F** – Fusão; **F&A** – Fusões e Aquisições; **FH** – Fusões horizontais; **FV** – Fusões verticais; **FC** – Fusões de conglomerado; **FAR** (OPAR) – F&A relacionadas (OPA); **FANR** (OPANR) – F&A não relacionadas (OPA); 2 e 3 grau de relacionamento é baseado em 2 ou 3 dígitos do CAE (Código de Atividade Económica); **A** – Aquisição; **AA** – aquisição amigável; **AH** – Aquisição hostil; **Ações** – Pagamento em ações na totalidade; **Dinheiro**: Pagamento em dinheiro na totalidade; **EP** – Aquisição relacionada com expansão de produto; **EPN** – Aquisições por outras razões que não expansão de produto.

Resultados: “↑” – Medida de performance aumenta face ao seu *benchmark*; “=” – Medida de performance não é significativamente diferente do seu *benchmark*; “↓” – Medida de performance decresce face ao seu *benchmark*.

Janela de evento: 0 – O ano ou o dia do anúncio; (0, nA) – O período de n anos a partir do anúncio; Fecho – o dia de conclusão da aquisição; (Fecho, +nD) – O período de n dias após conclusão a aquisição; (1950, 1972) – O período de 1950 a 1972; Nível de significância: \* - Significância não reportada; a/b/c - Estatisticamente significativa ao nível de 1%/5%/10% respetivamente.

Estudo	Período Amostra	Dimens. Amostra	Janela de Evento	Tipo de F&A's	Medida de Performance Operacional	Medida de Performance ajustada por:	Result. ↑, =, ↓
Mueller (1980), EUA	1962-72	247 132 124 40 33	(0, +3A) (0, +5A) (0, +5A) (0, +5A) (0, +5A)	F&A – Todas	ROE, ROA, ROS % Crescim. VN % Crescim. Ativo total % Crescim. Alavanca % Crescim. Emprego	Setor	↓ <sup>b</sup> , ↓, ↓ ↓ <sup>b</sup> ↓ <sup>b</sup> ↑ ↓
Mueller (1985), EUA	1950-72	123	Média Anual (1950, 1972)	FH FV	Quota de mercado	Dimensão e Setor	↓ <sup>a</sup> ↓ <sup>a</sup>
Ravenscraft e Scherer (1987), EUA	1975-77	62	(0, +3A)	OPA	Res. Oper. / Ativo Cash Flow / Ativo	Setor	↓ <sup>c</sup> ↓
Seth (1990), EUA	1962-79	102 52 50 102 52 50	(Fecho, 100D)	OPA – Todas OPAR OPANR OPA – Todas OPAR OPANR	Cash Flow esperado Cash Flow esperado Cash Flow esperado % Retorno exigida % Retorno exigida % Retorno exigida	Performance antes da Fusão	↑ <sup>a</sup> ↑ <sup>a</sup> ↑ <sup>a</sup> ↓ ↓ <sup>b</sup> ↓ <sup>b</sup>
HealA, Palepu e Ruback (1992), EUA	1979-84	50	(0, +5A)	As maiores	Produtividade ativo CF Operacional Margem CF Vendas Rotação Ativo % I&D	Setor	↑ <sup>a</sup> ↑ <sup>a</sup> = ↑ <sup>a</sup> =
Clark e Ofek (1994), EUA	1981-88	25 19	(0, +2A) (0, +3A)	F&A alvo em dificuldades	EBITDA / Receitas	Setor	↓ <sup>a</sup> ↓
Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997), EUA	1948-77	2914	(0, +5A)	F&A – Todas	% Retorno ativos (diferentes medidas)	Dimensão da empresa e efeitos específicos de tempo	↓ <sup>a</sup>
Linn e Switzer (2001), EUA	1967-87	413 152 ND	(0, +5A)	OPA e F Ações FAR	Cash Flow / Capit. Bolsista	Setor	↑ ↓ ↓
Ghosh (2001), EUA	1981-95	315	(0, +3A)	F&A – Todas F&A – Todas F&A – Todas F&A – Todas Dinheiro Ações FAR AA	CF / Ativo Crescim. VN (CVN) Margem CF (MCF) Empr. / VN (E/VN) CVN, MCF, E/VN CVN, MCF, E/VN CVN, MCF, E/VN CVN, MCF, E/VN	Setor, Dimensão e M/B	↑ <sup>a</sup> = = ↓ ↑ <sup>c</sup> , ↑ <sup>a</sup> , ↓ <sup>b</sup> , ↑ <sup>a</sup> ↓, ↓, ↓ <sup>a</sup> ↓, ↓, ↓ <sup>b</sup> ↑, =, ↑ <sup>a</sup>
Meeks (1977), EUA	1964-72	161 73	(0, +3A), (0, +5A) (0, +3A), (0, +5A) (0, +3A), (0, +5A) (0, +3A), (0, +5A)	Todos Negóc. FAR (3 dig) FANR (3 dig) FANR (2 dig)	EBIT / Ativo Liq.	Setor e enviesamentos contabilísticos	↓, ↓ <sup>b</sup> ↓ <sup>a</sup> , ↓ <sup>b</sup> ↓ <sup>a</sup> , ↓ <sup>a</sup> ↑, ↓
Cosh, Hughes e Singh (1980), RU	1967-69	109 116 225 109, 116 109, 116	(0, +3A), (0, +5A)	FV FNR Todos FH, FNR FH, FNR	Res. Liq. / Ativo Liq Res. Liq. / Ativo Liq Res. Liq. / Ativo Liq Crescim. Ativo Liq. Racio Alavancagem	Dimensão e Setor	↓, ↓ ↑, ↑ ↑, ↑ ↑ <sup>b</sup> , ↑ <sup>a</sup> ↑ <sup>b</sup> , ↑ <sup>a</sup>

Estudo	Período Amostra	Dimens. Amostra	Janela de Evento	Tipo de F&A's	Medida de Performance Operacional	Medida de Performance ajustada por:	Result. ↑, =, ↓
Powell e Stark (2005), RU	1985-93	nd	(0, +3A)	F&A – Todas	CF/Valor Temp Dinh. CF/BV CF/Vendas	Setor, Dimensão e M/B	↑ <sup>a</sup> ↑ ↑ <sup>c</sup>
Carline, Linn e Yadav (2002), RU	1985-94	81	(0, +5A)	F&A – Todas Ações FH	Perform. Operacion. (EBITDA/VM)	Setor	↑ <sup>a</sup> ↓ <sup>b</sup> ↑ <sup>a</sup>
Gugler, Mueller, Yurtoglu e Zulehner (2003), Mundial	1981-98	1250 889 181 87 15	(0, +5A)	Todos Negóc. EUA RU EUR Cont. Japão Todos Negóc. EUA RU EUR Cont. Japão	Resultado/Ativo Resultado /Ativo Resultado /Ativo Resultado /Ativo Vendas/Ativo Vendas/Ativo Vendas/Ativo Vendas/Ativo	Setor	↑ <sup>b</sup> ↑ <sup>c</sup> ↑ ↑ ↓ <sup>a</sup> ↓ <sup>a</sup> ↓ <sup>b</sup> ↓
Martynova, Oosting e Renneboog (2007), Europa	1997-01	155 78 10 22 6 104 42 68 34 40	(0, +3A)	Todos Negóc. Dinheiro Ações Mix HA F&AA OPA F FAR (4 dig) FANR (4 dig)	(EBITDA-WC)/BV	Setor, Dimensão e EBITDA/Ativ	= ↑ ↓ ↓ ↓ ↑ ↑ ↓ ↑ = =
Kumps e Wtterwulghe (1980), Bélgica	1962-74	21	(0, +5A)	F	Resultado Liq./C. P. Result. Liq./Ativo % Crescim. Ativo %Crescim. Alavanc.	Dimensão e Setor	↑ ↑ ↑ ↓
Cable, Palfrey e Runge (1980), Alemanha (RFA)	1964-74	134	(0, +5A)	F	ROA, ROE, ROS % Crescim. Ativo % Crescim. Vendas	Dimensão e Setor	↑ = =
Buehner (1991), Alemanha	1973-85	31 43 19 17	(0, +3A)	FH-EP FH-EPN FV FC	ROA, ROE	Performance antes da Fusão	↑, ↓ ↓ <sup>b</sup> , ↓ <sup>c</sup> ↓, ↓ ↓, ↓ <sup>a</sup> ↓, ↓
Janny e Weber (1980), França	1962-72	40 40 40 27 43	(0, +4A)	F&A – Todas	Proveit./Capit. próp. Proveitos/Ativo Proveitos/Vendas % Crescim. Ativo % Crescim. Vendas	Dimensão e Setor, rácio Vendas/Ativ.	↓ ↓ ↓ ↑ ↓
Peer (1980), Holanda	1962-73	35	Nd	FH e FC	ROS, ROE, ROC % Crescim. Ativo %Crescim. Alavanc.	Dimensão e Setor	↓, ↓, ↓ ↓ ↓
Ryden e Edberg (1980), Suécia	1962-76	25 22 22 22 22	(0, +3A)	F&A – Todas	ROE, ROA, ROS % Crescim. Vendas % Crescim. Ativo %Crescim. Alavanc. % Crescim. Empreg.	Dimensão e Setor	↓ <sup>b</sup> , ↓, ↓ ↑ ↑ ↑ <sup>c</sup> ↑
Ikeda e Doi (1983), Japão	1964-75	44	(0, +3A)	F&A – Todas	ROE, ROA Custos/Vendas Vendas/Ativo Vendas/Empregados Crescimento Vendas	Performance dos principais concorrentes do setor	↓, = = = = =
Odagiri e Hase (1989), Japão	1980-87	33	(0, +3A)	F&A – Todas F&A – Todas FHA FHA	Result. Bruto/Ativo Crescimento Vendas Result. Bruto/Ativo Crescimento Vendas	Dimensão e Setor	↑ ↑ ↓ <sup>a</sup> ↓

Fonte: Martynova e Renneboog (2008)