



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

# Análise dos Benefícios da Especialização por Setor no Processo de M&A

Bruno Martins Seródio

Universidade Católica Portuguesa, Católica Porto Business School  
Maio 2025





UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

# Análise dos Benefícios da Especialização por Setor no Processo de M&A

Trabalho Final na modalidade de Relatório de Estágio  
apresentado à Universidade Católica Portuguesa  
para obtenção do grau de mestre em Finanças

por

Bruno Martins Serôdio

sob orientação de  
Professor Luís Pedro Krug Pacheco

Universidade Católica Portuguesa, Católica Porto Business School  
Maio 2025



# Agradecimentos

Gostaria de expressar a minha gratidão a todas as pessoas que contribuíram direta ou indiretamente para a realização desta dissertação.

Agradeço, em primeiro lugar, ao meu orientador, Professor Luís Pedro Krug Pacheco, pelo acompanhamento, pelo incentivo e pelas valiosas contribuições ao longo deste percurso académico. O seu conhecimento e orientação foram fundamentais para o desenvolvimento deste trabalho.

Um agradecimento especial à LGG Advisors, onde tive a oportunidade de realizar o meu estágio curricular. A experiência adquirida foi fundamental para o meu crescimento profissional e pessoal.

Aos meus familiares e amigos, que estiveram ao meu lado em todos os momentos, oferecendo apoio, paciência e motivação. O vosso suporte foi essencial para que eu conseguisse superar os desafios impostos e concluir esta etapa com sucesso.

Aos professores e colegas da universidade, pelas discussões enriquecedoras e pelo ambiente de aprendizagem que tornaram esta jornada ainda mais produtiva e estimulante.

Por fim, a minha gratidão mais profunda à minha namorada, Beatriz, que foi o meu maior suporte ao longo deste percurso. O seu apoio incondicional, paciência e incentivo constante foram essenciais para que eu conseguisse superar os desafios e manter-me focado nos meus objetivos. Este trabalho é também um reflexo do seu carinho e dedicação.



# Resumo

As fusões e aquisições (M&A) são uma modalidade privilegiada para a execução da estratégia empresarial de expansão ou reestruturação. Alguma literatura sugere que uma lógica de especialização dos consultores financeiros por setor pode impactar diferentes fases do processo de M&A, influenciando a eficiência das transações e a capacidade para criar valor para as partes envolvidas (Gaughan, 2017; DePamphilis, 2021).

Nesse contexto, este estudo pretende analisar a hipótese de a especialização setorial dos consultores financeiros poder gerar benefícios ao longo das diferentes etapas do processo de M&A, com especial destaque para o seu impacto na duração das transações. A análise utiliza dados da *Refinitiv Eikon* (2013-2023) e aplica testes de diferença de médias e regressões múltiplas para estimar o impacto da especialização dos consultores financeiros na eficiência das transações, utilizando como variável dependente o tempo de execução.

Os resultados indicam que a presença de consultores financeiros está associada a uma maior eficiência no processo de M&A, reduzindo o tempo de execução e potencialmente melhorando o *pricing* das transações. No entanto, a especialização setorial não pôde ser diretamente mensurada, o que representa uma oportunidade para investigações futuras.

Deste modo, pretende-se fornecer *insights* relevantes para empresas, investidores e reguladores, destacando a importância da assessoria financeira especializada na otimização dos processos de M&A.

Palavras-chave: Consultores financeiros; M&A; Especialização setorial; Tempo de execução; Fusões e Aquisições

**Número de Palavras:** 9786

# Abstract

Mergers and acquisitions (M&A) are a preferred method for executing a business expansion or restructuring strategy. Some literature suggests that a logic of specialization of financial advisors in the sector can impact different phases of the M&A process, influencing the efficiency of transactions and the ability to create value for the parties involved (Gaughan, 2017; DePamphilis, 2021).

In this context, this study aims to analyze the hypothesis that the sectoral specialization of financial advisors can generate benefits throughout the different stages of the M&A process, with special emphasis on the impact on the duration of transactions. The analysis uses data from Refinitiv Eikon (2013-2023) and applies difference of means tests and multiple regressions to estimate the impact of financial consultants on the efficiency of transactions, using execution time as the dependent variable.

The results indicate that the presence of financial advisors is associated with greater efficiency in the M&A process, reducing execution time and potentially improving transaction pricing. However, sector specialization could not be directly measured, which represents an opportunity for future research.

Therefore, the aim is to provide relevant insights for companies, investors and regulators, highlighting the importance of specialized financial advice in optimizing M&A processes.

**Keywords:** Financial Advisors; M&A; Industry Specialization; Execution Time; Mergers and Acquisitions

**Number of Words:** 9786

# Índice

Agradecimentos .....	v
Resumo.....	vii
Abstract .....	viii
Índice .....	ix
Índice de Figuras .....	xi
Índice de Tabelas .....	xii
Introdução.....	14
Capítulo 1.....	18
1. Enquadramento Teórico e Revisão de Literatura .....	18
1.1. Enquadramento Teórico.....	19
1.2. Teorias Financeiras Aplicadas a M&A.....	22
1.2.1 Teoria da Agência .....	22
1.2.2 Teoria dos Custos de Transação .....	23
1.2.3 Hipótese da Eficiência de Mercado .....	24
1.2.4 Questões Fiscais nas Operações de M&A.....	26
1.2.5 Assimetria de Informação e Estruturação da Operação.....	29
1.3. Revisão de Literatura sobre Especialização em M&A.....	31
1.3.1 Processo de M&A e o Papel dos Consultores Financeiros.....	32
1.3.2 Impacto da Especialização na Identificação de Oportunidades .....	34
1.3.3 Especialização na <i>Due Diligence</i> .....	35
1.3.4 Especialização na Negociação e Estruturação do Negócio .....	36
1.3.5 Impacto da Especialização na Integração Pós-Fusão.....	36
1.4. Conclusão Parcial.....	37
Capítulo 2.....	40
2. Metodologia.....	40
2.1. Fonte dos Dados e Seleção da Amostra .....	40
2.2. Definição de Variáveis.....	41
2.2.1 Variável Dependente .....	41
2.2.2 Variáveis Independentes.....	42
2.3. Ferramentas de Análise e <i>Software</i> Utilizado .....	43
2.4. Procedimentos de Análise .....	44
2.4.1 Estatísticas Descritivas .....	44
2.4.2 Teste de Diferença de Médias (t-Student e t de Welch).....	44
2.4.3 Modelo de Regressão Múltipla (OLS).....	45

2.4.4 Remoção de <i>Outliers</i> .....	46
2.4.5 Limitações da Metodologia .....	47
Capítulo 3.....	49
3. Análise de Dados e Resultados.....	49
3.1. Estatísticas Descritivas .....	49
3.2. Testes de Diferença de Médias (t-Student e t de Welch).....	50
3.2.1 Teste t-Student.....	50
3.2.2 Teste t de Welch .....	51
3.2.3 Interpretação dos Resultados .....	52
3.3. Regressão Linear Múltipla (OLS) .....	52
3.3.1 Modelo com Variável Dependente Original .....	52
3.3.2 Modelo com Transformação Logarítmica do Tempo de Execução .....	54
3.4. Visualizações Complementares .....	56
3.5. Síntese dos Resultados .....	60
Capítulo 4.....	61
4. Discussão dos Resultados e Considerações Finais.....	61
4.1. Discussão dos Resultados .....	61
4.1.1 Consultores Financeiros e Tempo de Execução.....	61
4.1.2 Resultados da Regressão Linear .....	62
4.1.3 Leitura Integrada.....	63
4.2. Contribuições do Estudo.....	63
4.3. Limitações do Estudo .....	64
4.4. Sugestões para Pesquisas Futuras .....	66
4.5. Considerações Finais .....	67
Declaração de IA generativa e tecnologia assistidas por IA no processo de redação .....	69
Bibliografia .....	70
Lista de Prompts.....	73
Anexos.....	74
Anexo A – Código Python Utilizado na Análise.....	74

# Índice de Figuras

<b>Figura 1:</b> Distribuição do Tempo de Execução por Presença de Consultores Financeiros.....	57
<b>Figura 2:</b> Coeficientes da Regressão Linear Múltipla com Variável Dependente Original .....	58
<b>Figura 3:</b> Distribuição do Tempo de Execução: Comparação entre Versão Original e Transformação Logarítmica .....	58
<b>Figura 4:</b> Coeficientes da Regressão Linear com Variável Dependente Logarítmica.....	59

# Índice de Tabelas

<b>Tabela 1:</b> Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas na análise .....	49
<b>Tabela 2:</b> Resultados do teste t-Student para o tempo de execução com e sem presença de consultores financeiros .....	51
<b>Tabela 3:</b> Resultados do teste t de Welch para o tempo de execução com e sem consultores .....	51
<b>Tabela 4:</b> Resultados da regressão múltipla (OLS) para o tempo de execução .....	53
<b>Tabela 5:</b> Resultados da regressão OLS com transformação logarítmica da variável dependente .....	55



# Introdução

As fusões e aquisições (M&A – *Mergers and Acquisitions*) desempenham um papel crucial na estratégia empresarial global, permitindo às empresas expandir operações, capturar sinergias e aumentar a competitividade. No entanto, a taxa de sucesso destas transações varia significativamente, sendo influenciada por fatores como a estrutura do negócio, o setor da empresa-alvo e a experiência dos profissionais envolvidos (Gaughan, 2017; DePamphilis, 2021).

A literatura atribui importância à especialização dos consultores financeiros na eficiência do processo de M&A, destacando a possibilidade de redução do tempo de execução como um dos principais benefícios da sua atuação. Os consultores desempenham funções essenciais, como assessoria na estruturação da operação, avaliação da empresa-alvo, condução de negociações e *due diligence* financeira. Assim, a presença de um consultor especializado pode acelerar a transação, reduzir riscos e melhorar a alocação de capital.

Contudo, nem sempre há consenso. Algumas pesquisas indicam que consultores especializados reduzem o tempo de execução e melhoram a qualidade da transação (Servaes & Zenner, 1996; Hunter & Jagtiani, 2003), enquanto outros estudos sugerem que a sua atuação pode não ser determinante face a fatores como a dimensão do negócio ou o ambiente regulatório (Erel, Liao & Weisbach, 2012).

Diante destas perspectivas, este estudo procura analisar empiricamente os benefícios da especialização setorial dos consultores financeiros ao longo das diferentes etapas do processo de M&A. Em particular, investiga-se se a atuação

de consultores especializados contribui para a identificação de empresas-alvo, negociação, estruturação da transação e, sobretudo, para a aceleração do tempo de execução, variável dependente da análise. Como tal, utilizamos dados extraídos da base de dados Refinitiv Eikon, abrangendo transações globais entre os anos de 2013 e 2023.

Além deste objetivo central, exploram-se as seguintes questões: a presença de consultores acelera a conclusão das transações? O valor da transação afeta a sua duração? A estrutura do negócio (tipo de M&A) e o setor da empresa-alvo influenciam essa relação?

Deste modo, o estudo visa contribuir para a literatura académica ao aprofundar o conhecimento sobre o papel dos consultores financeiros em M&A, por meio de uma análise quantitativa suportada por dados robustos. No âmbito prático, os resultados podem apoiar empresas e investidores na avaliação da utilidade da assessoria financeira e na compreensão dos seus potenciais benefícios.

Os resultados revelam que a presença de consultores pode estar associada a maior eficiência no processo de M&A, nomeadamente pela redução do tempo de execução em casos típicos. No entanto, quando se controlam variáveis como o valor da transação e os múltiplos de avaliação, a significância estatística do efeito da consultoria depende do modelo utilizado. No modelo original, esse efeito perde relevância; já no modelo com transformação logarítmica, a presença de consultores é estatisticamente significativa, ainda que associada a uma ligeira maior duração, possivelmente refletindo maior rigor ou complexidade do processo.

A dissertação organiza-se em cinco capítulos. O primeiro, “Enquadramento Teórico e Revisão de Literatura”, apresenta um panorama teórico sobre M&A, discutindo a influência dos consultores financeiros na eficiência do processo. O segundo, dedicado à Metodologia, detalha os critérios de seleção da amostra, variáveis e métodos estatísticos. O terceiro aborda a “Análise de Dados e Resultados”, descrevendo estatísticas descritivas, comparação entre transações com e sem consultores e a apresentação dos resultados dos testes estatísticos e regressões múltiplas. O quarto capítulo, “Conclusões e Recomendações”, discute os principais resultados, implicações práticas e sugestões para pesquisas futuras.



# Capítulo 1

## 1. Enquadramento Teórico e Revisão de Literatura

É inegável que as fusões e aquisições representam uma das formas mais dinâmicas de reestruturação empresarial, permitindo que as empresas cresçam rapidamente, diversifiquem os seus negócios ou obtenham vantagens competitivas. Estas transações podem ocorrer por diversos motivos estratégicos, incluindo sinergias operacionais, expansão de mercado, aquisição de tecnologia, vantagens fiscais e eficiência financeira (Erel, Liao & Weisbach, 2012). No entanto, a complexidade inerente ao processo de M&A torna o papel dos consultores financeiros fundamental para o sucesso da transação.

A especialização dos consultores financeiros é um dos fatores que pode influenciar diretamente a eficiência e os resultados de uma transação de M&A. Neste sentido, a literatura existente sugere que consultores com conhecimento aprofundado do setor de atuação da empresa-alvo podem proporcionar avaliações mais precisas, negociações mais eficazes e menor risco operacional, conduzindo a uma maior probabilidade de sucesso (Servaes & Zenner, 1996). Todavia, há um debate contínuo sobre até que ponto a especialização dos consultores impacta o tempo de execução e os prémios pagos em transações de M&A.

A este propósito, o presente capítulo apresenta um enquadramento teórico detalhado sobre fusões e aquisições e analisa a literatura existente sobre a especialização dos consultores financeiros. Inicialmente, é abordada a

fundamentação teórica das M&A e as principais motivações para estas transações. Posteriormente, são analisadas as principais teorias financeiras que sustentam as fusões e aquisições. Por fim, é realizada uma revisão de literatura focada na especialização dos consultores financeiros e na sua influência no sucesso das transações.

## 1.1. Enquadramento Teórico

As operações de fusões e aquisições representam uma das formas mais emblemáticas de reestruturação empresarial, frequentemente utilizadas como instrumentos de transformação estratégica, crescimento acelerado e realinhamento de carteiras de negócio. No entanto, o seu enquadramento teórico ultrapassa a mera combinação de entidades. A disciplina de *Corporate Restructuring*, base deste trabalho, propõe um modelo analítico que posiciona as M&A dentro de um sistema mais amplo de decisões empresariais estruturais, financeiras e estratégicas.

Nesse contexto, as M&A integram um conjunto mais vasto de operações de reestruturação, como desinvestimentos, cisões, reorganizações e ofertas públicas. O ponto comum entre estas operações é o seu impacto direto na estrutura de controlo de ativos e capitais, com o objetivo último de criar valor ou responder a mudanças no ambiente competitivo. A reestruturação, assim, é entendida como um processo contínuo de otimização estratégica, operacional e financeira, e não apenas como resposta a crises.

Uma primeira dimensão teórica relevante refere-se à tipologia das operações de reestruturação. A aquisição de empresas pode assumir diversas

formas — desde fusões horizontais entre concorrentes diretos, a integrações verticais com fornecedores ou distribuidores, passando por operações de conglomerado com objetivos de diversificação. Cada tipo de operações implica diferentes desafios e potenciais de criação de valor. A natureza da transação — compra de ações ou ativos, integração total ou parcial, *joint ventures* ou alianças — afeta tanto os objetivos estratégicos como as complexidades de implementação.

Outra vertente essencial é a gestão de carteira de negócios. Cada unidade dentro de um grupo empresarial apresenta um posicionamento distinto no seu ciclo de vida — desde a fase de lançamento (com forte incerteza e dependência de inovação), até à maturidade (com procura de eficiência e estabilidade), passando por momentos de crescimento ou transformação. Neste contexto, a tomada de decisões de investimento ou desinvestimento — como uma aquisição estratégica ou a alienação de ativos não nucleares — deve considerar o contributo relativo de cada negócio para a estratégia global da empresa. Neste sentido, a gestão de carteira atua como instrumento de criação de valor e controlo de risco.

As motivações estratégicas das M&A agrupam-se em três categorias: crescimento, retorno e gestão de risco. Por um lado, a procura por crescimento pode traduzir-se na conquista de novos mercados, na aquisição de competências tecnológicas ou no acesso a canais de distribuição. Por outro lado, a orientação para o retorno está associada à melhoria operacional, ganhos de escala e desbloqueio de valor em ativos subvalorizados. Por fim, a gestão de risco envolve diversificação, transformação organizacional ou reposicionamento estratégico perante novas dinâmicas setoriais. Estas motivações frequentemente coexistem, reforçando a complexidade das decisões de M&A.

No âmbito da avaliação do sucesso de uma operação de M&A, um dos conceitos centrais é a criação de valor. Este valor pode advir de duas fontes distintas, que importa diferenciar: as sinergias e o chamado valor de controlo. As sinergias referem-se aos benefícios resultantes da combinação entre as empresas, nomeadamente economias de escala, aumentos de receita por acesso a novos mercados, reduções de custos redundantes ou melhor aproveitamento de ativos comuns. Estas podem ser de natureza operacional, financeira ou até fiscal. Já o valor de controlo está associado à possibilidade de melhorar a gestão da empresa adquirida. Mesmo na ausência de sinergias tangíveis, o simples facto de uma nova equipa de gestão conseguir implementar decisões mais eficazes, alinhar incentivos e reduzir ineficiências pode gerar um aumento significativo no valor económico da empresa.

A estrutura de integração pós-fusão é igualmente determinante. O grau de integração pode ir de uma fusão total à autonomia quase completa da empresa adquirida, sob uma estrutura de *holding*. A decisão depende do tipo de aquisição e da relação entre o porte das empresas. Operações com empresas maiores podem exigir integração gradual, ao passo que aquisições menores são, em regra, mais integráveis — embora com desafios como retenção de talento e alinhamento cultural.

Este enquadramento teórico fornece uma base abrangente para interpretar as operações de M&A como fenómenos multifacetados, marcados pela interseção de variáveis estratégicas, organizacionais e financeiras. Ao longo deste estudo, será essencial para analisar o papel dos consultores financeiros, a eficiência da execução e possíveis padrões setoriais associados à especialização.

## 1.2. Teorias Financeiras Aplicadas a M&A

Tal como é sabido, as operações de M&A representam, na prática, decisões estratégicas com elevada complexidade financeira, contratual e organizacional. Neste âmbito, têm sido objeto de análise por diversas correntes da teoria financeira, cada uma procurando explicar os motivos subjacentes à sua ocorrência, os fatores que influenciam o sucesso ou fracasso da transação e a forma como o valor é criado ou destruído no processo. A presente secção apresenta as principais abordagens teóricas que ajudam a compreender os determinantes financeiros das M&A, incluindo a teoria da agência, dos custos de transação, a hipótese da eficiência dos mercados, bem como teorias relacionadas com fiscalidade e assimetria de informação — aspetos centrais no desenho e execução destas operações.

### 1.2.1 Teoria da Agência

A Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) sugere que os conflitos de interesse entre gestores e acionistas podem influenciar significativamente as decisões estratégicas das empresas, incluindo as operações de fusão e aquisição. Os gestores, que atuam como agentes dos acionistas, nem sempre tomam decisões alinhadas com o objetivo principal dos investidores, que é a maximização do valor da empresa. Não raras vezes, os gestores perseguem objetivos próprios, como o crescimento da empresa a qualquer custo, o aumento do seu prestígio ou as compensações financeiras mais elevadas.

No contexto das fusões e aquisições, esta teoria argumenta que os gestores podem procurar transações que beneficiem mais a sua posição do que os

interesses dos acionistas. Aliás, uma prática comum associada a esse comportamento é o chamado *empire building*, onde gestores realizam aquisições para expandir a empresa e consolidar o seu poder, mesmo quando essas operações não criam valor para os acionistas (Roll, 1986).

Como tal, a presença de consultores financeiros especializados pode mitigar os problemas de agência ao fornecer análises detalhadas sobre o impacto real da transação na criação de valor. Estudos como o de Golubov, Petmezas & Travlos (2012) sugerem que as fusões assessoradas por consultores financeiros tendem a ser menos propensas a falhas associadas a decisões motivadas por interesses pessoais dos gestores, uma vez que esses especialistas trazem maior rigor técnico para a avaliação das oportunidades e riscos envolvidos.

Por outro lado, a literatura também sugere que os próprios consultores financeiros podem apresentar conflitos de interesse. Em alguns casos, consultores são incentivados a recomendar a conclusão da transação, pois as suas remunerações estão frequentemente connexionadas com o sucesso do negócio (Golubov, Petmezas & Travlos, 2012). Assim, apesar da sua importância, a presença de consultores não elimina completamente os problemas de agência, mas pode ajudar a reduzi-los quando os incentivos estão bem alinhados.

### 1.2.2 Teoria dos Custos de Transação

A Teoria dos Custos de Transação (Williamson, 1985) propõe que as empresas procuram minimizar os custos associados à negociação, coordenação e monitorização das suas operações. Esses custos podem ser classificados em

custos de procura de informação, custos de negociação e contrato, e custos de monitorização e cumprimento.

No contexto das fusões e aquisições, essa teoria argumenta que as empresas optam por adquirir ou fundir-se com outras quando os custos de transação do mercado são superiores aos custos internos de integração da nova empresa. Portanto, quando a coordenação de uma relação comercial por meio do mercado se torna demasiado dispendiosa ou ineficiente, a fusão pode ser a solução mais viável.

A presença de consultores financeiros pode reduzir os custos de transação ao longo de diferentes fases da operação. Durante a fase de *due diligence*, consultores especializados são capazes de minimizar assimetrias de informação entre as partes envolvidas, aumentando a eficiência da transação e reduzindo os riscos legais e financeiros. Além disso, os consultores podem desempenhar um papel crucial na estruturação da negociação, evitando litígios contratuais e reduzindo ineficiências que poderiam surgir da falta de experiência ou conhecimento das partes envolvidas (Hunter & Jagtiani, 2003).

### 1.2.3 Hipótese da Eficiência de Mercado

A Hipótese da Eficiência de Mercado (Fama, 1970) postula que os preços dos ativos financeiros refletem, de forma instantânea e completa, toda a informação disponível no mercado. Esta teoria distingue três níveis de eficiência: fraca, onde os preços refletem apenas informações passadas; semi-forte, onde os preços incorporam todas as informações públicas; e forte, onde os preços refletem todas as informações, incluindo as privadas.

Aplicada a M&A, a Hipótese da Eficiência de Mercado sugere que, caso o mercado seja eficiente na sua forma semi-forte ou forte, as aquisições só criarão valor para os acionistas se gerarem sinergias reais. Noutras palavras, se a empresa adquirente estiver a pagar um prémio por uma empresa-alvo cujo valor já está completamente refletido no preço de mercado, então a aquisição não trará ganhos adicionais para os investidores da adquirente, mas apenas para os acionistas da empresa-alvo.

A este propósito, os consultores financeiros desempenham um papel essencial dentro desta teoria, pois ajudam a identificar oportunidades mal precificadas e potenciais ganhos de sinergia que o mercado pode não ter capturado corretamente. Além disso, podem auxiliar na avaliação de múltiplos de mercado, garantindo que o prémio pago pela empresa-alvo seja justificado por ganhos reais de eficiência e não apenas pelo excesso de otimismo dos gestores.

Contudo, estudos indicam que fusões e aquisições frequentemente resultam em destruição de valor, pois os gestores podem superestimar a capacidade de integração da empresa adquirida ou não conseguir capturar as sinergias esperadas (Moeller, Schlingemann & Stulz, 2005). Nestes casos, mesmo que os consultores forneçam uma análise detalhada, o sucesso da operação dependerá de fatores internos à organização e não apenas da precificação de mercado.

Deste modo, esta visão otimista da eficiência de mercado é cada vez mais contestada quando aplicada ao *market for corporate control*, onde as operações ocorrem em ambientes privados, pouco líquidos e com forte assimetria de

informação. Ao contrário do mercado financeiro tradicional, estas transações não envolvem milhões de compradores e vendedores, mas sim um número limitado de participantes, muitas vezes em mercados locais ou regionais. Esta realidade é particularmente visível em operações com empresas não cotadas ou nos segmentos *middle to lower markets*, onde a informação é escassa, os preços de referência inexistem e o contexto negocial é altamente específico.

Assim, surgem nichos de ineficiência que podem ser explorados por empresas com melhor acesso à informação, experiência setorial ou competências técnicas — ou, mais frequentemente, por consultores financeiros especializados. A sua intervenção permite não apenas avaliar com maior precisão os ativos, mas também estruturar operações mais eficazes em termos fiscais, negociais e contratuais.

Em suma, a hipótese sugere que consultores criam valor ao corrigir falhas de mercado ou identificar ativos subavaliados. Contudo, se o mercado for totalmente eficiente, o seu papel pode ser mais limitado.

#### 1.2.4 Questões Fiscais nas Operações de M&A

As considerações fiscais têm um papel central na estruturação de operações de M&A, influenciando diretamente a escolha da forma jurídica da transação, os instrumentos de pagamento, a calendarização do processo e os incentivos das partes envolvidas. Cumpre referir que uma estrutura fiscal eficiente pode maximizar o valor líquido recebido pelos acionistas e minimizar as obrigações tributárias, tornando a operação mais atrativa e financeiramente viável (Gaughan, 2017).

Um dos primeiros aspetos a considerar é a escolha entre a aquisição de ações (*share deal*) e a aquisição de ativos (*asset deal*).

Na aquisição de ações, o comprador adquire a titularidade da sociedade como um todo, incluindo todos os seus ativos, passivos e contingências. Esta opção tende a ser preferida pelo vendedor, uma vez que, em muitos regimes fiscais, permite beneficiar da *participation exemption*, ou seja, isenção ou redução significativa da tributação sobre as mais-valias obtidas na venda (DePamphilis, 2021). Para o comprador, contudo, esta estrutura pode implicar riscos adicionais, pois herda todos os passivos da empresa, incluindo eventuais passivos ocultos ou contingentes.

Na aquisição de ativos, o comprador seleciona os ativos e passivos que pretende adquirir, o que oferece maior controlo sobre o objeto da transação e permite, em certos casos, beneficiar de uma nova base de amortização fiscal sobre os ativos adquiridos. Esta estrutura é, no entanto, mais complexa do ponto de vista operacional e legal, podendo implicar reavaliação de contratos, licenciamentos e relações laborais. Do ponto de vista fiscal, o vendedor poderá estar sujeito a uma tributação mais elevada sobre os ganhos obtidos, o que pode exigir compensações na negociação do preço (Gaughan, 2017).

Outro elemento fundamental é a estrutura do pagamento. Por um lado, o pagamento em numerário é simples e direto, mas pode representar um esforço significativo de tesouraria para o comprador, sobretudo em operações de grande dimensão. Do lado do vendedor, este formato permite liquidez imediata, mas pode também gerar uma obrigação fiscal imediata sobre as mais-valias. Por seu turno, o pagamento com ações da empresa adquirente pode ser utilizado para

diferir a tributação (em regimes de *rollover relief*) e preservar liquidez. Além disso, pode ser um mecanismo para manter os antigos acionistas da empresa-alvo envolvidos no capital da nova entidade, o que é particularmente relevante em situações de integração gradual (DePamphilis, 2021).

As implicações fiscais da forma de financiamento também devem ser consideradas. Em muitos países, os encargos com juros são dedutíveis fiscalmente, tornando o financiamento por dívida mais eficiente do que o financiamento por capitais próprios. Esta vantagem, no entanto, pode ser limitada por regras de subcapitalização, *thin capitalization rules* e limites à dedutibilidade dos juros (como o EBITDA cap) (Brealey, Myers & Allen, 2020). Ademais, o excesso de endividamento pode aumentar o risco financeiro da entidade adquirente, afetando a sua sustentabilidade pós-transação.

Por fim, as operações de M&A podem ser planeadas de forma a otimizar o impacto fiscal global, através de estruturas como *holdings*, *step-up in basis*, fusões reversas, *tax loss carryforwards* ou utilização de veículos internacionais. Estas estruturas devem ser analisadas caso a caso, tendo em conta a legislação aplicável, tratados para evitar a dupla tributação e riscos de requalificação por parte das autoridades fiscais (DePamphilis, 2021).

Dada a sua relevância, a fiscalidade deve ser considerada desde o início da operação com apoio especializado. Um planeamento fiscal adequado melhora a rentabilidade, reduz riscos legais e facilita a execução, sendo uma dimensão estratégica fundamental no sucesso das M&A.

## 1.2.5 Assimetria de Informação e Estruturação da Operação

A teoria da assimetria de informação, com contributos fundamentais de Akerlof (1970), Myers & Majluf (1984), e mais recentemente Ross, Westerfield & Jaffe (2013), descreve situações em que uma das partes numa transação possui mais informação relevante do que a outra. Este desequilíbrio informacional pode levar a problemas de seleção adversa, sinalização imperfeita e comportamentos oportunistas, comprometendo a eficiência e o sucesso das transações.

Nas operações de M&A, a assimetria de informação manifesta-se em várias frentes. Em primeiro lugar, o vendedor conhece melhor do que o comprador os riscos operacionais, legais e financeiros da empresa-alvo. Esta assimetria pode conduzir à sobreavaliação dos ativos adquiridos ou à omissão de passivos relevantes, com consequências negativas para o adquirente. A existência de assimetrias também afeta o comportamento do comprador, que tenderá a ser mais conservador na avaliação e mais exigente nas garantias contratuais.

Outro impacto relevante verifica-se ao nível do financiamento da operação. Myers & Majluf (1984) demonstraram que, perante informação assimétrica, as empresas seguem uma hierarquia de preferência no financiamento (teoria do *pecking order*), optando primeiro por recursos internos, depois por dívida, e por fim por emissão de ações. Isto porque a emissão de novas ações pode ser interpretada pelos investidores como um sinal de que a empresa está sobreavaliada, conduzindo a uma reavaliação negativa no mercado. Assim,

mesmo quando o financiamento por capitais próprios seria financeiramente justificável, pode ser evitado devido à percepção negativa que gera.

Além disso, a assimetria de informação também influencia a estrutura contratual da transação. De modo a mitigar os riscos associados à informação incompleta, os contratos de M&A incluem frequentemente mecanismos como *earn-outs* (pagamentos variáveis baseados em desempenho futuro), representações e garantias detalhadas, e acordos de ajustamento de preço. Estes instrumentos servem para equilibrar os incentivos entre as partes e proteger o comprador de surpresas negativas após o fecho da operação (DePamphilis, 2021).

A realização de uma due diligence minuciosa é outra ferramenta essencial para reduzir a assimetria informacional. Este processo envolve a análise detalhada da situação financeira, fiscal, legal, comercial e laboral da empresa-alvo. O papel dos consultores financeiros e jurídicos é, neste contexto, determinante, isto porque, não só auxiliam na identificação de riscos ocultos, como também propõem estruturas de transação adaptadas à real exposição da empresa adquirida.

Por fim, é importante sublinhar que a assimetria de informação não é apenas um obstáculo, mas também uma oportunidade estratégica para empresas e consultores experientes. Aqueles que possuem melhor capacidade de interpretação da informação, maior acesso a redes de conhecimento setorial e ferramentas de análise sofisticadas estão em vantagem para identificar ativos subavaliados e estruturar operações com maior probabilidade de sucesso (Gaughan, 2017).

Neste sentido, a teoria da assimetria de informação é essencial para compreender os desafios e as oportunidades das M&A, sendo particularmente relevante no contexto deste estudo, que analisa o impacto da especialização dos consultores na eficiência do processo de transação.

### 1.3. Revisão de Literatura sobre Especialização em M&A

A especialização dos consultores financeiros nas transações de fusões e aquisições tem sido amplamente discutida na literatura, uma vez que diferentes fases do processo podem beneficiar do conhecimento específico do setor em que a transação ocorre. Os consultores financeiros podem desempenhar um papel determinante na seleção de oportunidades, na avaliação da empresa-alvo, na negociação e na estruturação do negócio, bem como na integração pós-fusão.

Neste contexto, a literatura tem investigado o impacto da especialização dos consultores em diversas etapas do processo de M&A, procurando compreender se o seu envolvimento contribui para aumentar a eficiência e o sucesso da transação.

Portanto, de seguida, serão analisadas as principais fases do processo de M&A e a forma como a especialização dos consultores financeiros pode influenciar cada uma delas.

### 1.3.1 Processo de M&A e o Papel dos Consultores Financeiros

O processo de M&A é complexo e envolve múltiplas fases que requerem um alto grau de planeamento, análise e coordenação. De acordo com alguma literatura, uma transação de M&A pode ser dividida em cinco fases principais: identificação da oportunidade; *due diligence*; negociação e estruturação do negócio; aprovação regulatória e integração pós-fusão (Bruner, 2004; DePamphilis, 2021). Cada uma destas fases apresenta desafios distintos e pode ser diretamente impactada pela presença e especialização de consultores financeiros (Bao & Edmans, 2011; Golubov, Petmezas & Travlos, 2012).

Primeiramente, na fase de identificação da oportunidade, as empresas adquirentes procuram alvos estratégicos para fusão ou aquisição. Esta etapa requer um conhecimento profundo do setor, incluindo tendências de mercado, avaliações financeiras e potenciais sinergias. Nesta fase, a especialização dos consultores pode ser um diferencial crítico, visto que profissionais com experiência no setor específico podem identificar empresas-alvo mais adequadas, antecipar riscos e melhorar a seleção dos investimentos (Bruner, 2004; Bain & Company, 2022).

A *due diligence* é uma das etapas mais críticas do processo de M&A, uma vez que envolve a análise detalhada das finanças, contratos, ativos e riscos da empresa-alvo. Ora, consultores financeiros especializados podem melhorar significativamente a eficiência deste processo ao detetar problemas que poderiam comprometer o sucesso da transação, como passivos ocultos, fraudes contabilísticas ou riscos regulatórios (Gaughan, 2017; DePamphilis, 2021).

Posteriormente, durante a negociação e estruturação do negócio, a experiência dos consultores pode determinar a obtenção de condições mais vantajosas para os seus clientes. Esta fase inclui a definição do preço da aquisição, a estrutura do pagamento e as cláusulas contratuais, sendo fundamental a presença de consultores com experiência no setor para garantir uma avaliação justa e estratégica (Servaes & Zenner, 1996).

A aprovação regulatória representa outro ponto crítico, especialmente em setores altamente regulados, como o financeiro e o energético. Embora a influência dos consultores nesta fase possa ser limitada, a sua experiência pode ajudar na preparação da documentação necessária e na comunicação com os órgãos reguladores (PwC, 2023).

Finalmente, a integração pós-fusão é um dos principais desafios enfrentados após a conclusão da transação. A este propósito, vários estudos indicam que diversas aquisições falham devido a problemas de integração, como diferenças culturais, perda de talentos e dificuldades na unificação de processos operacionais (Homburg & Bucerius, 2006). Na verdade, consultores financeiros especializados podem auxiliar na definição de planos de integração mais eficazes, minimizando as dificuldades associadas a esta fase (Cartwright & Schoenberg, 2006; Bain & Company, 2022).

## 1.3.2 Impacto da Especialização na Identificação de Oportunidades

A identificação de oportunidades de M&A é uma das fases mais estratégicas do processo, pois define quais empresas serão consideradas alvos para aquisição ou fusão. A literatura sugere que consultores financeiros especializados desempenham um papel crucial nesta etapa, pois possuem conhecimento aprofundado do setor e das dinâmicas de mercado (Bruner, 2004; Bao & Edmans, 2011).

Posto isto, consultores especializados conseguem avaliar com maior precisão se a aquisição faz sentido do ponto de vista estratégico e financeiro, comparando múltiplos de avaliação do setor, tendências de mercado e potenciais sinergias (Golubov, Petmezas & Travlos, 2012). Além disso, são capazes de prever desafios regulatórios ou de integração que poderiam afetar a viabilidade da transação (DePamphilis, 2021).

Aliás, estudos empíricos mostram que transações assessoradas por consultores com experiência no setor tendem a ter um maior grau de sucesso, uma vez que as empresas adquirentes evitam alvos problemáticos ou sobrevalorizados (Servaes & Zenner, 1996; Gaughan, 2017). Assim, a especialização na identificação de oportunidades pode resultar em fusões e aquisições mais bem-sucedidas e menos propensas a fracassos operacionais ou financeiros.

### 1.3.3 Especialização na *Due Diligence*

A *due diligence* é uma fase essencial no processo de M&A, pois é nela que os adquirentes avaliam em detalhe os ativos, passivos e riscos da empresa-alvo. Neste âmbito, a literatura sugere que a presença de consultores especializados melhora significativamente esta etapa, uma vez que esses profissionais possuem um conhecimento mais aprofundado sobre os fatores críticos do setor específico (Gaughan, 2017; DePamphilis, 2021).

Um dos principais desafios da *due diligence* é identificar riscos ocultos que podem comprometer o valor da transação, tais como passivos laborais, problemas jurídicos, questões fiscais e distorções contabilísticas. Deste modo, consultores financeiros especializados são capazes de detetar sinais de alerta mais rapidamente, reduzindo o risco de que a empresa adquirente pague um preço excessivo ou enfrente problemas inesperados após a conclusão da aquisição (Servaes & Zenner, 1996; Bain & Company, 2022).

Além disso, a experiência do consultor no setor permite-lhe interpretar os dados financeiros de forma mais precisa, ajustando as expectativas do adquirente e recomendando ajustes no valor da transação (Golubov, Petmezas & Travlos, 2012; PwC, 2023).

### 1.3.4 Especialização na Negociação e Estruturação do Negócio

A fase de negociação é uma das mais críticas para determinar o sucesso da transação, pois envolve a definição do preço de compra, os termos do pagamento e as condições contratuais. Torna-se claro que consultores financeiros especializados desempenham um papel determinante nesta etapa, uma vez que podem negociar melhores condições para os seus clientes (Golubov, Petmezas & Travlos, 2012; DePamphilis, 2021).

Estudos indicam que empresas que recorrem a consultores especializados tendem a pagar prémios de aquisição mais baixos e a obter contratos mais vantajosos (Bao & Edmans, 2011). Isso ocorre porque consultores com experiência no setor sabem como justificar um preço mais justo, baseando-se em múltiplos de mercado, *benchmarkings* do setor e análise de riscos (Gaughan, 2017).

Ademais, a especialização também permite que os consultores antecipem riscos futuros associados à transação, como cláusulas contratuais que poderiam ser desfavoráveis para o adquirente. Dessa forma, a sua presença pode reduzir a probabilidade de litígios e falhas na negociação (Golubov, Petmezas & Travlos, 2012; PwC, 2023).

### 1.3.5 Impacto da Especialização na Integração Pós-Fusão

A integração pós-fusão é frequentemente citada como a fase mais desafiante das transações de M&A, existindo estudos indicam que até 60% das

fusões falham devido a problemas de integração, tais como diferenças culturais, resistência dos colaboradores e dificuldades na unificação dos processos operacionais (Homburg & Bucerius, 2006; Cartwright & Schoenberg, 2006).

A presença de consultores financeiros especializados pode contribuir para um planejamento mais eficaz da integração, reduzindo atritos e garantindo que as sinergias esperadas sejam efetivamente capturadas. Além disso, consultores com experiência no setor conhecem os desafios típicos da integração em cada indústria, permitindo a adoção de estratégias mais adequadas para cada caso (Bain & Company, 2022; PwC, 2023).

Importa considerar que estudos de mercado mostram ainda que empresas com equipas dedicadas à integração pós-fusão (*post-merger integration*) apresentam melhores resultados operacionais e maior retenção de talentos-chave após a transação, sobretudo quando o processo é liderado por *advisors* com histórico comprovado em *Post Merger Integration* (Gaughan, 2017; DePamphilis, 2021).

## 1.4. Conclusão Parcial

A revisão de literatura procurou abordar as principais teorias financeiras que explicam o processo de M&A, bem como o impacto da especialização dos consultores financeiros em diferentes fases do processo.

Tendo tomado como ponto de partida a análise de diferentes teorias presentes na literatura, verificou-se, por um lado, que a Teoria da Agência sugere que a presença de consultores pode mitigar conflitos de interesse entre gestores

e acionistas, garantindo que as aquisições sejam conduzidas com um foco maior na criação de valor. Além disso, a Teoria dos Custos de Transação argumenta que consultores financeiros especializados podem reduzir assimetrias de informação e melhorar a eficiência da transação, embora o custo da sua contratação deva ser ponderado. Já a Hipótese da Eficiência de Mercado, apesar de reconhecer o papel dos consultores na identificação de sinergias e na correção de falhas de *pricing*, revela limitações importantes no contexto das M&A, especialmente em mercados menos líquidos e pouco transparentes como o *market for corporate control*, onde existem nichos de ineficiência que podem ser explorados por empresas e intermediários financeiros.

Para além destas abordagens clássicas, a revisão integrou também teorias complementares, como a fiscalidade — que influencia a estrutura jurídica e financeira das transações — e a assimetria de informação, particularmente relevante na forma de financiamento e nos mecanismos contratuais utilizados para reduzir o risco entre as partes.

Adicionalmente, foi analisado o processo de M&A e as diversas fases onde a especialização dos consultores financeiros pode ter um impacto direto. A literatura indica que consultores especializados podem melhorar significativamente a identificação de oportunidades, ajudando empresas adquirentes a selecionar alvos mais adequados e a evitar transações desvantajosas. No processo de *due diligence*, a sua presença pode reduzir o risco de surpresas negativas, garantindo uma avaliação financeira e jurídica mais rigorosa da empresa-alvo. Já durante a negociação e estruturação do negócio, consultores especializados demonstram ser eficazes na obtenção de melhores condições contratuais e na redução dos prémios pagos pelos adquirentes. No entanto, uma das fases mais desafiantes de M&A é a integração pós-fusão, e

estudos indicam que um acompanhamento adequado por parte de consultores pode minimizar riscos associados a choque cultural, perda de talentos e dificuldades operacionais.

A revisão da literatura mostra também que a especialização dos consultores financeiros pode impactar significativamente o sucesso das transações de M&A, mas ainda há lacunas na medição quantitativa desse impacto. Os estudos empíricos apresentam resultados mistos, sugerindo que a especialização pode ser determinante em algumas fases do processo, mas menos relevante noutras. Assim, esta pesquisa pretende contribuir para a investigação do tema ao analisar empiricamente se a presença de consultores financeiros especializados reduz o tempo de execução das transações de M&A, utilizando dados reais e métodos estatísticos robustos.

No próximo capítulo, será apresentada a metodologia da pesquisa, incluindo a descrição dos dados utilizados, as variáveis analisadas e os modelos estatísticos aplicados para testar a relação entre a presença de consultores e a duração das transações de M&A.

# Capítulo 2

## 2. Metodologia

O presente capítulo descreve em detalhe o processo metodológico adotado para avaliar os benefícios da especialização por indústria nas diferentes etapas do processo de fusões e aquisições (M&A), centrando-se no papel dos consultores financeiros. Através de uma abordagem quantitativa, foi construída uma base de dados robusta e aplicadas análises estatísticas rigorosas, com o objetivo de investigar se a presença desses profissionais influencia o tempo de execução das transações — sendo este utilizado como *proxy* para aferir a eficiência do processo.

### 2.1. Fonte dos Dados e Seleção da Amostra

Os dados utilizados foram extraídos da plataforma *Refinitiv Eikon*, uma das bases de dados internacionais mais completas sobre transações de M&A. A extração foi realizada em fevereiro de 2025 e envolveu os seguintes critérios de seleção:

- Período de análise: Transações concluídas entre 2013 e 2023.
- Valor da transação: Apenas operações com valor igual ou superior a 16 milhões de USD foram incluídas, de forma a garantir uma amostra composta por transações de dimensão relevante.
- Localização geográfica: Foram incluídas apenas operações envolvendo empresas localizadas na Europa e nos Estados Unidos, por representarem mercados maduros com suposto maior grau de comparabilidade.

- Setores de atividade: A seleção foi restrita aos seguintes setores, identificados com maior incidência de consultoria financeira e padrões consolidados de atuação:
  - Aerospace and Aircraft
  - Chemicals and Allied Products
  - Commercial Banks, Bank Holding Companies
  - Communications Equipment
  - Computer and Office Equipment
  - Credit Institutions
  - Drugs
  - Electric, Gas, and Water Distribution
  - Electronic and Electrical Equipment
  - Health Services
  - Investment & Commodity Firms/Dealers/Exchanges
  - Machinery
  - Oil and Gas; Petroleum Refining
  - Telecommunications

Após a aplicação destes critérios e a limpeza inicial dos dados, foi obtido um total de 2.686 observações válidas, que serviram de base para as análises estatísticas subsequentes.

## 2.2. Definição de Variáveis

### 2.2.1 Variável Dependente

A variável dependente é o tempo de execução da transação. Esta representa o número total de dias entre a data de anúncio e a data de conclusão

de cada transação. Esta variável foi selecionada como *proxy* para a eficiência do processo de M&A, com o pressuposto de que um menor tempo de execução poderá refletir maior fluidez, estruturação ou previsibilidade da operação.

## 2.2.2 Variáveis Independentes

As variáveis independentes foram selecionadas com base na literatura existente sobre os fatores determinantes na duração e eficiência das transações de M&A, como discutido por autores como Servaes & Zenner (1996), Bao & Edmans (2011) e Erel, Liao & Weisbach (2012). Além disso, a escolha baseia-se na lógica de controlo estatístico aplicada em estudos empíricos sobre o impacto da consultoria financeira e das características da operação no desempenho do processo de fusão ou aquisição.

### 1. Presença de Consultores Financeiros (binária 0/1)

Variável binária que assume valor 1 quando pelo menos um consultor financeiro está envolvido na transação (do lado do comprador ou do vendedor), e 0 caso contrário. A presença de consultores financeiros tem sido identificada como um fator relevante na literatura, com potencial impacto na eficiência e nos resultados das transações (Servaes & Zenner, 1996; Bao & Edmans, 2011).

### 2. Valor da Transação (USD, milhões)

Valor anunciado da operação. Serve como *proxy* para a dimensão e complexidade da transação, assumindo que transações de maior valor tendem a envolver maior diligência, estruturação e, potencialmente, mais tempo de execução. Este fator é amplamente utilizado em estudos sobre M&A como variável de

controlo (Moeller, Schlingemann & Stulz, 2005; Erel, Liao & Weisbach, 2012).

### 3. Enterprise Value-to-EBITDA

Rácio entre o Enterprise Value e o EBITDA da empresa-alvo, extraído diretamente da base de dados como “Ratio of Enterprise Value to EBITDA”. Este múltiplo é amplamente utilizado como métrica de avaliação de empresas e pode refletir expectativas do mercado quanto à qualidade dos ativos adquiridos (Damodaran, 2012; DePamphilis, 2021). Valores extremos desta variável foram mantidos apenas se consistentes e as observações em branco foram removidas da análise.

## 2.3. Ferramentas de Análise e *Software* Utilizado

A totalidade das análises foi realizada em Python, por se tratar de uma linguagem estatística altamente flexível, com elevada capacidade de manipulação de dados e integração de visualizações, além de permitir maior reprodutibilidade analítica.

As principais bibliotecas utilizadas foram:

- pandas e numpy para manipulação e limpeza de dados;
- scipy.stats para testes estatísticos inferenciais
- statsmodels.api para estimação de modelos econométricos (regressão OLS);
- matplotlib.pyplot e seaborn para a criação de gráficos e visualizações estatísticas.

## 2.4. Procedimentos de Análise

### 2.4.1 Estatísticas Descritivas

A análise iniciou-se com a obtenção de medidas descritivas básicas (média, mediana, mínimo, máximo e desvio padrão) para cada uma das variáveis. Essa etapa permitiu uma compreensão geral da amostra e serviu para identificar eventuais valores extremos ou inconsistentes.

### 2.4.2 Teste de Diferença de Médias (t-Student e t de Welch)

Para avaliar se a presença de consultores financeiros está associada a diferenças no tempo de execução das transações, foram aplicados testes de diferença de médias para duas amostras independentes. O objetivo foi verificar se há diferenças estatisticamente significativas entre transações com e sem consultores.

Inicialmente, recorreu-se ao teste t clássico de Student, que assume igualdade de variâncias entre os grupos comparados. Considerando a assimetria da variável “Tempo de Execução” e a elevada variabilidade dos dados, aplicou-se também o teste t de Welch, uma versão mais robusta que não assume homogeneidade de variâncias.

Ambos os testes foram aplicados em três cenários distintos:

- Sem qualquer remoção de *outliers*;

- Após remoção do percentil 99% (removendo os 1% com tempos de execução mais extremos);
- Após remoção do percentil 95% (remoção dos 5% com tempos de execução mais extremos).

Esta abordagem dupla permitiu validar a robustez dos resultados e reduzir o risco de conclusões enviesadas devido à violação das premissas estatísticas. A utilização combinada dos dois testes e de diferentes níveis de remoção de *outliers* assegura uma análise estatística mais fiável e representativa da realidade das transações analisadas.

### 2.4.3 Modelo de Regressão Múltipla (OLS)

A terceira etapa consistiu na estimação de um modelo de regressão linear múltipla com mínimos quadrados ordinários (OLS), de forma a analisar o impacto conjunto e isolado das variáveis independentes no tempo de execução das transações.

O modelo é representado pela seguinte equação:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1(\text{ConsultorPresente}_i) + \beta_2(\text{Deal Value}_i) + \beta_3(\text{EV/EBITDA}_i) + \epsilon_i$$

Onde:

- $Y_i$  representa o tempo de execução da transação  $i$ ;
- $\beta_0$  é o termo constante da equação, representando o tempo base estimado quando todas as variáveis independentes são iguais a zero;
- $\beta_1$  estima o efeito da presença de consultores;
- $\beta_2$  controla pelo tamanho do negócio;

- $\beta_3$  considera a avaliação relativa da empresa-alvo;
- $\epsilon_i$  representa o erro aleatório

Considerando a elevada dispersão e assimetria da variável dependente “Tempo de Execução”, foi também estimado um segundo modelo com transformação logarítmica da variável dependente ( $\log(Y_i)$ ). Esta abordagem visa melhorar a robustez da regressão e a adequação dos pressupostos estatísticos do modelo.

A significância estatística dos coeficientes foi avaliada pelos respectivos p-valores (com significância a 1%, 5% e 10%).

#### 2.4.4 Remoção de *Outliers*

A presença de *outliers* pode distorcer os resultados da análise estatística, particularmente no caso de distribuições assimétricas como a do tempo de execução. Para lidar com isso, foi adotado o seguinte procedimento:

- a) Foram calculados os percentis da distribuição da variável “Tempo de Execução (dias)”;
- b) Observações acima do percentil 99% e, posteriormente, do percentil 95% foram removidas seletivamente nas análises de diferença de médias, de forma a testar a sensibilidade dos resultados.

Além disso, de forma complementar, foi aplicada uma transformação logarítmica à variável dependente no modelo de regressão, com o objetivo de melhorar a robustez estatística e corrigir a assimetria da distribuição. Esta estratégia permitiu comparar os resultados da regressão original com os do

modelo transformado, assegurando maior fiabilidade na interpretação dos coeficientes.

## 2.4.5 Limitações da Metodologia

Apesar da solidez da abordagem estatística e da representatividade da amostra, é importante destacar algumas limitações do estudo. Em primeiro lugar, a ausência de uma variável observável que identifique diretamente a especialização setorial dos consultores financeiros impediu avaliar esse efeito de forma objetiva. A análise assume que, ao atuar em setores específicos, os consultores incorporam um nível de especialização implícita.

Em segundo lugar, variáveis qualitativas não observadas — como reputação dos consultores, complexidade legal, ambiente regulatório ou resistência à venda — não foram incluídas no modelo devido à ausência de dados padronizados na base utilizada.

Além disso, o  $R^2$  do modelo OLS é relativamente baixo ( $\approx 6\%$ ), o que, embora comum em estudos com variáveis dependentes operacionais como o tempo, indica que uma parte relevante da variação não é explicada pelas variáveis consideradas. Para mitigar esta limitação, testou-se um modelo com transformação logarítmica da variável dependente, visando melhorar a robustez estatística e o cumprimento dos pressupostos do modelo.

Por fim, a decisão de utilizar o tempo de execução como proxy de eficiência parte do pressuposto de que prazos menores refletem melhores práticas, o que

pode não se aplicar em todos os contextos — por exemplo, em processos deliberadamente prolongados por razões estratégicas.

# Capítulo 3

## 3. Análise de Dados e Resultados

Neste capítulo são apresentados os principais resultados obtidos a partir da análise estatística da base de dados compilada, com foco na investigação da relação entre a presença de consultores financeiros especializados e o tempo de execução das operações de M&A. A secção estrutura-se em três grandes blocos: estatísticas descritivas, testes de diferença de médias e análise de regressão linear múltipla.

### 3.1. Estatísticas Descritivas

A Tabela 1 resume as principais estatísticas descritivas das variáveis utilizadas na análise. Os valores são referentes à base completa, sem remoção de *outliers* nesta fase inicial.

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-Padrão
Tempo de Execução (dias)	143.4	106.0	0	3160	170.1
Deal Value (USD, Milhões)	1820.6	317.7	16.3	79376.8	5531.5
EV/EBITDA	65.0	13.4	0	33420.2	928.9
Consultor Presente (0/1)	0.7	1.0	0	1	0.4

**Tabela 1:** Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas na análise

A variável “Tempo de Execução” apresenta elevada dispersão, com um tempo mínimo de 0 dias e um máximo de 3.160 dias. A média é de 143,4 dias, enquanto a mediana é de 106 dias, sugerindo a presença de valores muito baixos (incluindo zeros) e altos que afetam a distribuição.

A variável binária "Consultor Presente" indica que 70% das transações analisadas envolveram a presença de um consultor financeiro, refletindo a predominância de aconselhamento especializado nas operações da amostra.

## 3.2. Testes de Diferença de Médias (t-Student e t de Welch)

Com o objetivo de avaliar se a presença de consultores financeiros influencia significativamente o tempo de execução das transações de M&A, foram aplicados dois testes estatísticos para comparação de médias entre dois grupos independentes: um com consultores financeiros presentes e outro sem.

### 3.2.1 Teste t-Student

O teste t-Student foi utilizado como abordagem inicial, assumindo igualdade de variâncias entre os grupos. Os resultados obtidos são os seguintes:

Cenário	T-Stat	p-value
Sem remover <i>outliers</i>	1.21	0.277
Remover Top 1%	6.04	1.79e-09
Remover Top 5%	10.07	2.02e-23

**Tabela 2:** Resultados do teste t-Student para o tempo de execução com e sem presença de consultores financeiros

Sem a remoção de valores extremos, a diferença entre os grupos não é estatisticamente significativa. Contudo, após a exclusão dos *outliers*, o teste indica que há uma diferença significativa nos tempos de execução, sugerindo que os valores extremos mascaravam o padrão geral da amostra.

### 3.2.2 Teste t de Welch

Considerando a elevada assimetria na variável “Tempo de Execução (dias)” e a possibilidade de variâncias distintas entre os grupos, foi também aplicado o teste t de Welch, que não assume homogeneidade de variâncias.

Cenário	T-Stat	p-value
Sem remover <i>outliers</i>	0.92	0.356
Remover Top 1%	5.42	7.48e-08
Remover Top 5%	9.26	1.21e-19

**Tabela 3:** Resultados do teste t de Welch para o tempo de execução com e sem consultores

Os resultados do teste de Welch confirmam a tendência observada no teste t-Student: sem remoção de outliers, não há diferença significativa entre os

grupos. No entanto, ao remover os 1% e 5% superiores, a diferença torna-se altamente significativa.

### 3.2.3 Interpretação dos Resultados

A análise dos dois testes revela que os valores extremos têm um impacto substancial nos resultados estatísticos, podendo ocultar padrões relevantes. A remoção de *outliers* permitiu identificar uma diferença significativa no tempo de execução entre transações com e sem consultores. Além disso, a consistência dos resultados obtidos tanto no teste t-Student como no teste de Welch reforça a robustez da evidência empírica, indicando que, em transações mais típicas (isto é, excluindo valores extremos), a presença de consultores financeiros está associada a uma execução significativamente distinta — possivelmente mais estruturada e, por isso, mais demorada.

## 3.3. Regressão Linear Múltipla (OLS)

### 3.3.1 Modelo com Variável Dependente Original

Para controlar pelo efeito de outras variáveis relevantes (nomeadamente o valor da transação e o múltiplo EV/EBITDA), foi estimado um modelo de regressão linear múltipla com mínimos quadrados ordinários (OLS). A Tabela 3 apresenta os coeficientes obtidos:

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	t-Stat	p-value
Intercepção	131.47	6.2	21.19	0
Consultor Presente (0/1)	-2.25	7.26	-0.31	0.757
Deal Value (USD, Milhões)	0.0076	0.001	13.14	0
EV/EBITDA	-0.0045	0.003	-1.32	0.189

**Tabela 4:** Resultados da regressão múltipla (OLS) para o tempo de execução

A única variável com forte significância estatística é o valor da transação (*Deal Value*), com um coeficiente positivo, indicando que transações maiores tendem a demorar mais, o que é um resultado aparentemente razoável, mesmo que possam ocorrer algumas economias de escala.

A presença de consultores financeiros não se revelou significativa na regressão, sugerindo que, quando se controla pela dimensão da transação e pelo múltiplo de avaliação, o efeito da consultoria sobre o tempo de execução diluiu-se.

O EV/EBITDA também não se mostrou estatisticamente relevante, o que pode ser resultado da grande variabilidade dessa métrica.

O modelo apresentou um  $R^2$  de 0.062, o que indica que cerca de 6,2% da variabilidade no tempo de execução é explicada pelas variáveis incluídas. Embora baixo, este valor é expectável dada a natureza altamente heterogénea das transações de M&A.

Apesar de o modelo com a variável dependente original oferecer uma primeira abordagem, o seu reduzido poder explicativo ( $R^2 = 0.062$ ) e a ausência de significância estatística para variáveis-chave motivaram a exploração de uma alternativa. Assim, na subsecção seguinte é estimado um modelo com transformação logarítmica da variável dependente, com o objetivo de melhorar o ajustamento do modelo e reduzir a assimetria da distribuição do tempo de execução.

### 3.3.2 Modelo com Transformação Logarítmica do Tempo de Execução

Considerando a assimetria observada na distribuição da variável dependente — “Tempo de Execução (dias)” — foi aplicada uma transformação logarítmica à variável, com o objetivo de testar a robustez do modelo. A função utilizada foi  $\log(1+x)$ , comum em estatística para lidar com valores próximos de zero, mantendo interpretabilidade e reduzindo o impacto de outliers.

A nova regressão, estimada pelo mesmo método OLS, utiliza a variável  $\log(\text{Tempo de Execução})$  como dependente e mantém as mesmas variáveis explicativas.

A Tabela 5 apresenta os resultados da regressão após transformação.

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	t-Stat	p-value	Significância
Interceção	3.12	0.066	47.02	0	$p < 0.01$
Consultor Presente (0/1)	1.17	0.078	15.05	0	$p < 0.01$
Deal Value (USD, Milhões)	5.458e-05	6.18e-06	8.83	0	$p < 0.01$
EV/EBITDA	-0.0001	3.66e-05	-2.80	0.005	$p < 0.05$

**Tabela 5:** Resultados da regressão OLS com transformação logarítmica da variável dependente

O  $R^2$  do modelo aumentou ligeiramente para 0.115, comparativamente ao modelo com a variável original, refletindo um melhor ajustamento da regressão aos dados.

Importa destacar que, com a transformação, a variável Consultor Presente passou a ser estatisticamente significativa ( $p < 0.01$ ), com coeficiente positivo. Este resultado sugere que a presença de consultores financeiros está associada a um maior logaritmo do tempo de execução, ou seja, a uma duração ligeiramente superior, quando controladas as restantes variáveis. Embora contraintuitivo, tal pode refletir que transações com consultoria envolvem processos mais complexos, planeados ou rigorosos.

As variáveis *Deal Value* e *EV/EBITDA* mantêm-se estatisticamente significativas, reforçando a consistência do modelo sob transformação.

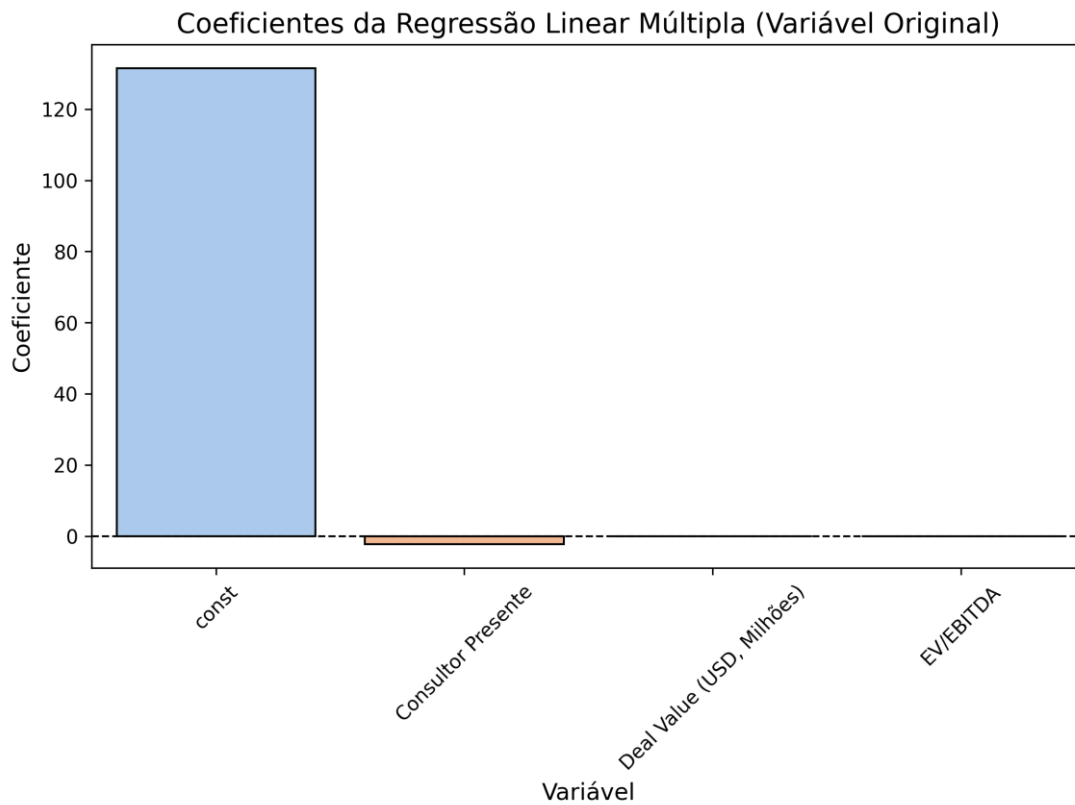
### 3.4. Visualizações Complementares

Além das análises estatísticas tabulares, foram desenvolvidas quatro visualizações gráficas com o objetivo de facilitar a interpretação dos resultados e reforçar a análise quantitativa da investigação:

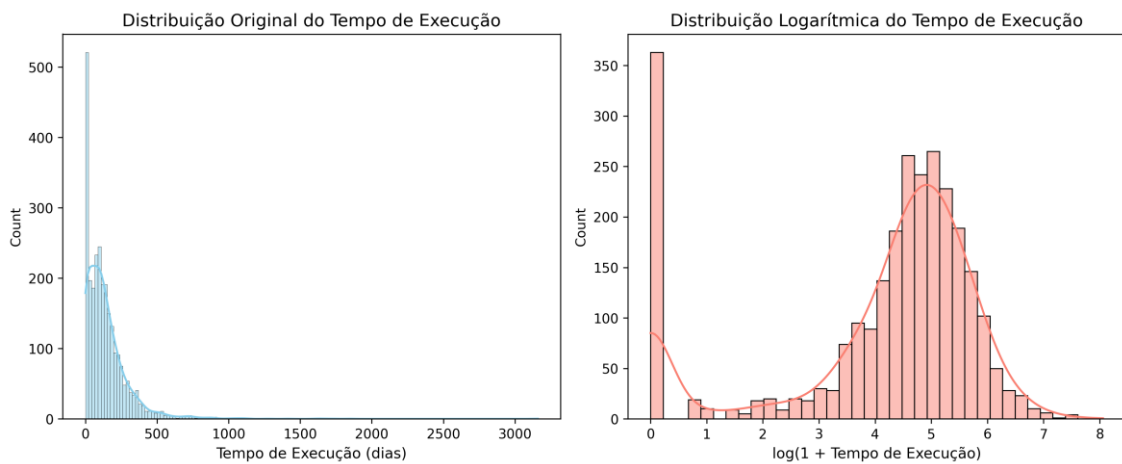
- Figura 1: Boxplot do tempo de execução por presença de consultores financeiros;
- Figura 2: Coeficientes do modelo de regressão linear com variável dependente original;
- Figura 3: Comparação da distribuição do tempo de execução (original vs. logarítmica);
- Figura 4: Coeficientes do modelo com transformação logarítmica da variável dependente.

Estas visualizações reforçam os padrões identificados nas análises estatísticas.





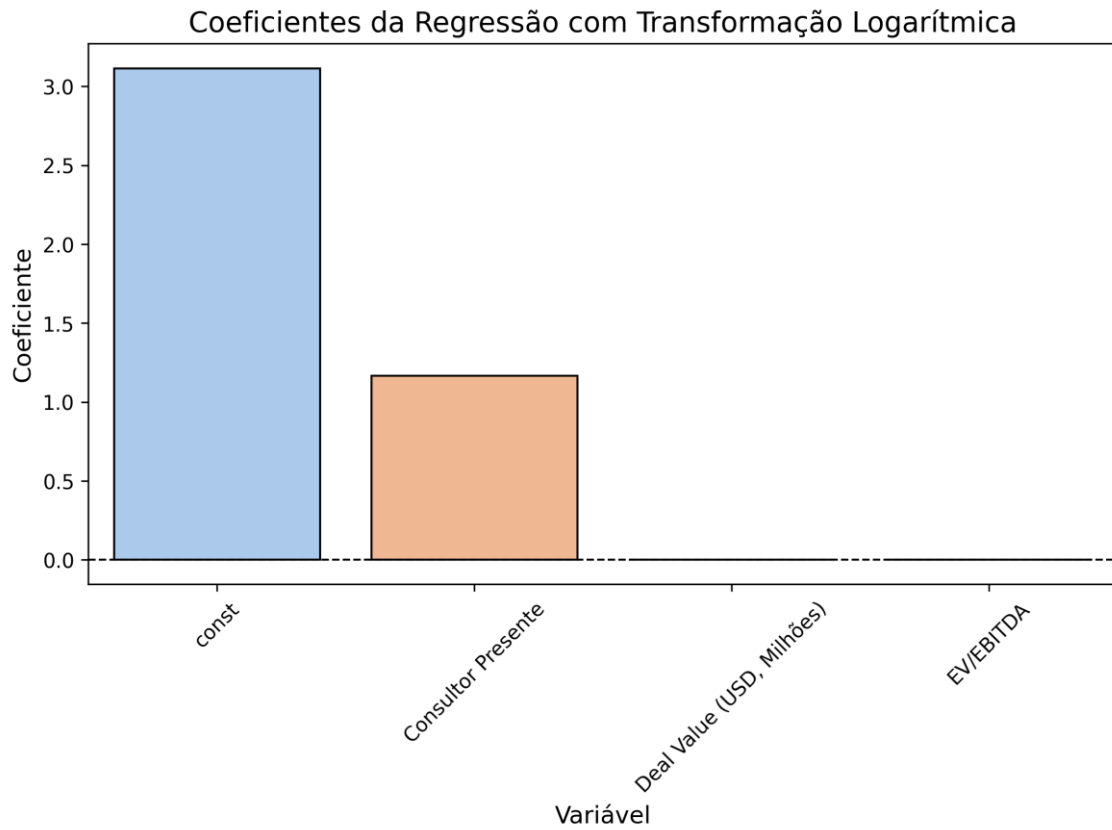
**Figura 2:** Coeficientes da Regressão Linear Múltipla com Variável Dependente Original



**Figura 3:** Distribuição do Tempo de Execução: Comparação entre Versão Original e Transformação Logarítmica

A Figura 3 demonstra que a transformação logarítmica reduz significativamente a assimetria da variável dependente, justificando a sua aplicação na regressão robusta. A comparação entre as distribuições original e

transformada evidencia uma distribuição mais simétrica e ajustada no segundo caso.



**Figura 4:** Coeficientes da Regressão Linear com Variável Dependente Logarítmica

Por fim, a Figura 4 apresenta os coeficientes ajustados após a transformação logarítmica. Nota-se que a variável Consultor Presente passa a ser estatisticamente significativa, sugerindo que a presença de consultores está associada a uma maior duração (logarítmica) do processo de execução. Além disso, todas as variáveis incluídas no modelo apresentam significância estatística, o que indica um melhor ajuste e maior poder explicativo da regressão transformada.

### 3.5. Síntese dos Resultados

Após a remoção dos valores extremos (top 1% e 5%), os testes t-Student e Welch revelaram diferenças estatisticamente significativas no tempo de execução entre transações com e sem consultores financeiros.

A análise de regressão linear múltipla (OLS) indicou que o valor da transação é um dos principais determinantes da duração, sendo estatisticamente significativo no modelo com a variável dependente original. A transformação logarítmica da variável dependente melhorou o ajuste do modelo e revelou a presença de consultores como variável significativa.

As visualizações incluídas (Figuras 1 a 4) ilustram as diferenças na distribuição do tempo de execução e os coeficientes dos modelos estimados.

A discussão detalhada e a interpretação dos resultados serão desenvolvidas no capítulo seguinte.

# Capítulo 4

## 4. Discussão dos Resultados e Considerações Finais

O presente capítulo incide sobre a interpretação dos resultados obtidos à luz da literatura existente e dos objetivos inicialmente propostos na investigação. Além disso, pretende-se desenvolver uma reflexão crítica sobre as limitações do estudo, bem como oferecer sugestões para investigações futuras.

### 4.1. Discussão dos Resultados

Os resultados obtidos procuraram responder com rigor à questão central desta investigação: a especialização por setor dos consultores financeiros traduz-se em benefícios concretos no processo de fusões e aquisições, nomeadamente na fase de execução?

Através da análise estatística realizada sobre uma amostra de 2.686 transações, foi possível constatar o seguinte:

#### 4.1.1 Consultores Financeiros e Tempo de Execução

O teste t-Student e t de Welch, quando aplicados sem remoção de *outliers*, não revelaram evidências estatísticas de diferença significativa no tempo médio de execução entre transações com e sem consultores financeiros.

No entanto, em ambos os testes, ao remover os 1% e 5% dos casos mais extremos, passou a verificar-se diferenças estatisticamente significativas, com as transações com consultores apresentando, em média, tempos de execução diferentes das demais.

Estes resultados sugerem que a presença de consultores pode estar associada a um padrão distinto de execução em transações mais típicas, sendo os valores extremos um fator de distorção considerável.

#### 4.1.2 Resultados da Regressão Linear

A análise de regressão múltipla reforçou a importância de controlar por variáveis adicionais na explicação do tempo de execução das transações. Entre os principais resultados, destaca-se o "Valor da Transação", que demonstrou ser o principal determinante do tempo de execução, com forte significância estatística e coeficiente positivo, corroborando a ideia de que transações de maior dimensão tendem a ser mais complexas, exigindo maior diligência e negociação.

No modelo com a variável dependente original, a presença de consultores financeiros não apresentou significância estatística. Contudo, ao aplicar uma transformação logarítmica à variável dependente, esta passou a ser significativa, sugerindo que a presença de consultores está associada a uma ligeira maior duração, possivelmente refletindo maior complexidade, rigor ou planejamento nos processos em que participam.

Já o múltiplo EV/EBITDA não apresentou relevância estatística em nenhum dos modelos. Uma possível explicação para este resultado é a elevada

dispersão dos seus valores entre transações, ou ainda as limitações da métrica como *proxy* para complexidade.

### 4.1.3 Leitura Integrada

Os resultados apontam para um cenário em que a especialização por setor, inferida pela presença de consultores, pode ter implicações operacionais importantes. Embora o impacto direto sobre a redução do tempo de execução não seja consistente em todos os modelos, a análise logarítmica revela que a consultoria está associada a diferenciação estatisticamente significativa na dinâmica das transações, o que poderá refletir práticas mais estruturadas, mesmo que ligeiramente mais prolongadas.

É possível que a contribuição dos consultores esteja mais associada à mitigação de riscos, à estruturação financeira ou à identificação de sinergias, do que à aceleração do processo propriamente dito.

## 4.2. Contribuições do Estudo

A presente investigação foi desenvolvida com o intuito de apresentar contribuições relevantes para a literatura académica e para a prática empresarial.

Em primeiro lugar, foi possível proporcionar evidência empírica quantitativa sobre o papel dos consultores financeiros em processos de M&A, com especial ênfase numa dimensão operacional concreta — o tempo de execução e com a aplicação de métodos estatísticos robustos, como o teste t de

Welch e modelos de regressão com transformação logarítmica, que permitiram captar padrões que não eram evidentes em abordagens convencionais. Esta abordagem permite avançar na compreensão dos fatores que afetam a eficiência temporal das transações.

Em segundo lugar, o estudo introduz uma perspectiva centrada na especialização setorial dos consultores, alinhando-se com a literatura mais recente que destaca os potenciais benefícios dessa especialização no desempenho das operações. Ao considerar o setor de atuação dos *advisors*, a análise contribui para um entendimento mais granular do seu impacto.

Adicionalmente, a investigação baseia-se numa amostra robusta de mais de 2.600 transações internacionais extraídas da base de dados *Refinitiv Eikon*, o que reforça a validade e a generalização dos resultados, especialmente no contexto de mercados ocidentais.

Por fim, o estudo elaborado demonstra a importância da remoção de *outliers* em análises estatísticas aplicadas à realidade empresarial. A presença de valores extremos, que são comuns neste tipo de dados, pode distorcer os resultados e dificultar a interpretação adequada dos efeitos estimados. A sua exclusão revelou-se fundamental para alcançar significância estatística em alguns dos testes realizados.

### 4.3. Limitações do Estudo

Como em qualquer investigação, algumas limitações devem ser reconhecidas.

Em primeiro lugar, a ausência de uma variável explícita que identifique a especialização setorial dos consultores impediu a avaliação direta desse fator. A especialização foi assumida de forma implícita com base na atuação por setor, o que pode limitar a precisão das conclusões.

Embora o tempo de execução seja uma variável mensurável e objetiva, pode não refletir totalmente a qualidade ou a eficácia do processo de M&A. Fatores como o ambiente regulatório, estratégias de negociação ou a dinâmica interna das empresas envolvidas podem influenciar significativamente a duração da transação, sem que isso signifique maior ou menor eficiência.

Vários fatores qualitativos — como a reputação dos consultores, experiência prévia ou resistência dos vendedores — não estavam disponíveis na base de dados e, portanto, não foram incluídos no modelo. A ausência destes elementos pode impactar na interpretação dos resultados.

Os modelos estatísticos utilizados apresentaram valores de  $R^2$  relativamente baixos, mesmo após a transformação logarítmica da variável dependente. Embora esta tenha melhorado o ajuste e reduzido a assimetria também dificulta a interpretação direta dos coeficientes em unidades reais de tempo. Tal aspecto deve ser tido em conta ao interpretar os efeitos estimados.

Os testes t-Student e de Welch, embora úteis para identificar diferenças médias entre grupos, assumem normalidade dos dados e são sensíveis a valores extremos. Apesar da remoção dos outliers ter evidenciado padrões estatisticamente significativos, é importante reconhecer que tal decisão pode influenciar a representatividade da amostra.

Assim, os resultados devem ser interpretados com cautela, reconhecendo a provável existência de fatores não incluídos — quantitativos e qualitativos — que influenciam significativamente o fenômeno estudado.

#### 4.4. Sugestões para Pesquisas Futuras

Com base nas limitações identificadas e nos resultados obtidos, é possível sugerir algumas direções para investigações futuras.

Primeiramente, recomenda-se o desenvolvimento de estudos que consigam isolar de forma mais direta o efeito da especialização dos consultores financeiros, idealmente através da inclusão de uma variável específica que caracterize o seu histórico ou foco setorial.

Adicionalmente, investigações futuras poderiam aprofundar o papel de fatores qualitativos na duração do processo de M&A. Tal como já referido, elementos como a experiência prévia dos consultores, a reputação percebida pelas partes, a complexidade negocial subjetiva e a resistência à venda por parte dos gestores da empresa-alvo poderão contribuir significativamente para a compreensão da dinâmica temporal das transações.

Complementarmente, seria relevante explorar outros fatores que potencialmente aceleram o tempo de execução das transações, como a existência de relações prévias entre comprador e vendedor, a atuação de múltiplos consultores especializados, ou a utilização de tecnologias que simplificam processos de *due diligence* e comunicação entre as partes.

Dado o impacto observado da assimetria da variável dependente nos modelos de regressão, investigações futuras devem considerar abordagens robustas de tratamento de dados, como transformações logarítmicas, bem como a utilização de testes estatísticos que acomodem heterogeneidade de variâncias, como o teste t de Welch. Estas metodologias mostraram-se particularmente úteis na identificação de padrões que permaneciam ocultos sob abordagens tradicionais.

Por fim, o aprofundamento da análise em contextos regionais ou setoriais específicos poderá ajudar a compreender se os resultados aqui encontrados se mantêm em ambientes com diferentes graus de maturidade de mercado, regulação ou práticas empresariais.

## 4.5. Considerações Finais

O presente estudo procurou compreender de forma empírica o impacto da presença de consultores financeiros — e, por inferência, da sua especialização — no tempo de execução de transações de M&A.

Embora o modelo de regressão com a variável dependente original não tenha identificado significância estatística para a presença de consultores, a regressão com transformação logarítmica revelou um impacto significativo. Esta evidência é complementada pelos resultados dos testes t-Student e Welch, que, após a exclusão dos *outliers*, identificaram diferenças estatisticamente significativas entre os grupos. Estes resultados reforçam a importância de

considerar abordagens alternativas na modelação estatística, sobretudo em contextos com elevada dispersão, como o tempo de execução em M&A.

Mais do que acelerar o processo, os consultores especializados podem reduzir a variabilidade e aumentar a previsibilidade, o que, embora menos visível nas métricas clássicas, constitui um benefício relevante para compradores, vendedores e *stakeholders* envolvidos.

## Declaração de IA generativa e tecnologia assistidas por IA no processo de redação

Durante a elaboração do meu trabalho escrito/dissertação, *Análise dos Benefícios da Especialização por Setor no Processo de M&A*, foi utilizada a OpenAI - ChatGPT para as tarefas de revisão bibliográfica, sugestão de métodos estatísticos adequados, auxílio na interpretação de resultados e otimização de redação, tendo sido utilizadas as *prompts* listadas no final do documento na secção Lista de *Prompts*. Após a utilização desta ferramenta/serviço, revi e editei o conteúdo conforme necessário e assumo total responsabilidade pelo conteúdo do trabalho apresentado.

Declaro ainda conhecer e respeitar o Código de Conduta de Inteligência Artificial da Católica Porto Business School

# Bibliografia

- Akerlof, G. A. 1970. The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3): 488–500.
- Bain & Company. 2022. *Global M&A Report 2022*. Disponível em [www.bain.com](http://www.bain.com) (2025/04/20).
- Bao, J. & Edmans, A. 2011. Do investment banks matter for M&A returns? *Review of Financial Studies*, 24(7): 2286–2315.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). New York: McGraw-Hill Education.
- Bruner, R. F. (2004). *Applied Mergers and Acquisitions*. New York: John Wiley & Sons.
- Cartwright, S. & Schoenberg, R. 2006. Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities. *British Journal of Management*, 17(S1): S1–S5.
- Damodaran, A. 2012. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- DePamphilis, D. 2021. *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities* (11th ed.). Burlington, MA: Academic Press.
- Erel, I., Liao, R. C., & Weisbach, M. S. 2012. Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Finance*, 67(3): 1045–1082.
- Fama, E. F. 1970. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2): 383–417.
- Gaughan, P. A. 2017. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (7th ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

- Golubov, A., Petmezas, D., & Travlos, N. G. 2012. When it pays to pay your investment banker: New evidence on the role of financial advisors in M&As. *Journal of Finance*, 67(1): 271–312.
- Homburg, C. & Bucerius, M. 2006. Is speed of integration really a success factor of mergers and acquisitions? *Strategic Management Journal*, 27(4): 347–367.
- Hunter, W. C. & Jagtiani, J. 2003. An analysis of advisor choice, fees, and effort in mergers and acquisitions. *Review of Financial Economics*, 12(1): 65–81.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305–360.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. 2005. Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. *Journal of Finance*, 60(2): 757–782.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187–221.
- PwC. 2023. *Global M&A Industry Trends: 2023 Mid-Year Update*. Disponível em [www.pwc.com](http://www.pwc.com) (2025/04/20).
- Roll, R. 1986. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59(2): 197–216.
- Ross, S. A., Westerfield, R., & Jaffe, J. 2013. *Corporate Finance* (10th ed.). New York: McGraw-Hill Education.
- Servaes, H. & Zenner, M. 1996. The role of investment banks in acquisitions. *Review of Financial Studies*, 9(3): 787–815.

Williamson, O. E. 1985. *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York: Free Press.

## Lista de *Prompts*

"Sugere autores e fontes académicas relevantes sobre a especialização de consultores financeiros em processos de M&A."

"Quais são os principais temas abordados na literatura recente sobre fusões e aquisições?"

"Indica métodos estatísticos adequados para analisar o impacto de variáveis explicativas no tempo de execução de transações de M&A."

"Explica de forma resumida o funcionamento do teste t-Student e da regressão linear múltipla aplicados a dados financeiros."

"Sugere boas práticas para a apresentação de resultados estatísticos em trabalhos académicos."

"Ajuda-me a melhorar a redação deste parágrafo para maior clareza e rigor científico."

"Sugere formas de melhorar a ligação e transição entre os diferentes capítulos."

"Que limitações metodológicas devem ser consideradas ao utilizar regressões em análises de M&A?"

"Apoia na interpretação dos resultados de regressões múltiplas: como explicar o significado dos coeficientes e dos p-valores em estudos de M&A?"

"Indica potenciais causas para um  $R^2$  baixo em modelos de regressão aplicados a tempos de execução em processos de fusões e aquisições."

# Anexos

## Anexo A – Código Python Utilizado na Análise

```
# Bibliotecas para análise de dados, estatística e visualização
import pandas as pd
import numpy as np
import statsmodels.api as sm
import matplotlib.pyplot as plt
import seaborn as sns
from scipy import stats

# Carregamento do ficheiro Excel com os dados extraídos da Refinitiv Eikon
file_path = r"C:\Users\serod\OneDrive\Ambiente de Trabalho\Krug Correções\Extração Refinitiv Eikon.xlsx"
df = pd.read_excel(file_path, sheet_name="Current Screen Template")

# Variável binária: 1 se houver consultor financeiro presente, 0 caso contrário
df["Consultor Presente"] = df[["Target Financial Advisor Name\n('|)\"",
                              "Acquiror Financial Advisor Name\n('|)\""]].notna().any(axis=1).astype(int)

# Conversão das colunas principais para formato numérico
df["Deal Value (USD, Milhões)"] = pd.to_numeric(df["Deal Value\n(USD, Millions)"], errors='coerce')
df["EV/EBITDA"] = pd.to_numeric(df["Ratio of Enterprise Value to EBITDA"], errors='coerce')
df["Tempo de Execução (dias)"] = pd.to_numeric(df["Tempo de Execução (dias)"], errors='coerce')

# Remoção de observações com valores nulos nas variáveis relevantes
df = df.dropna(subset=["Tempo de Execução (dias)", "Consultor Presente", "Deal Value (USD, Milhões)", "EV/EBITDA"])

# Tabela de Estatísticas Descritivas
variaveis = {
    'Tempo de Execução (dias)': 'Tempo de Execução (dias)',
    'Deal Value (USD, Milhões)': 'Deal Value (USD, Milhões)',
    'EV/EBITDA': 'EV/EBITDA',
    'Consultor Presente (0/1)': 'Consultor Presente'
}
```

```

estatisticas = {
    "Variável": [],
    "Média": [],
    "Mediana": [],
    "Mínimo": [],
    "Máximo": [],
    "Desvio-Padrão": []
}

for nome_visivel, nome_coluna in variaveis.items():
    serie = df[nome_coluna].dropna()
    estatisticas["Variável"].append(nome_visivel)
    estatisticas["Média"].append(round(serie.mean(), 1))
    estatisticas["Mediana"].append(round(serie.median(), 1))
    estatisticas["Mínimo"].append(round(serie.min(), 1))
    estatisticas["Máximo"].append(round(serie.max(), 1))
    estatisticas["Desvio-Padrão"].append(round(serie.std(), 1))

tabela_estatisticas = pd.DataFrame(estatisticas)
print("\nTabela de Estatísticas Descritivas:\n", tabela_estatisticas)

# Separação da amostra com e sem consultores
grupo_com_consultor = df[df["Consultor Presente"] == 1]["Tempo de
Execução (dias)"]
grupo_sem_consultor = df[df["Consultor Presente"] == 0]["Tempo de
Execução (dias)"]

# Teste t-Student sem remoção de outliers
resultado_t_student_0 = stats.ttest_ind(grupo_com_consultor,
grupo_sem_consultor, nan_policy='omit')
print("t-Student - Sem remoção:", resultado_t_student_0)

# Teste com remoção dos 1% superiores
limite_99 = df["Tempo de Execução (dias)"].quantile(0.99)
grupo_com_consultor_99 = grupo_com_consultor[grupo_com_consultor <=
limite_99]
grupo_sem_consultor_99 = grupo_sem_consultor[grupo_sem_consultor <=
limite_99]
resultado_t_student_99 = stats.ttest_ind(grupo_com_consultor_99,
grupo_sem_consultor_99, nan_policy='omit')
print("t-Student - Remoção top 1%:", resultado_t_student_99)

# Teste com remoção dos 5% superiores
limite_95 = df["Tempo de Execução (dias)"].quantile(0.95)
grupo_com_consultor_95 = grupo_com_consultor[grupo_com_consultor <=
limite_95]

```

```

grupo_sem_consultor_95 = grupo_sem_consultor[grupo_sem_consultor <=
limite_95]
resultado_t_student_95 = stats.ttest_ind(grupo_com_consultor_95,
grupo_sem_consultor_95, nan_policy='omit')
print("t-Student - Remoção top 5%:", resultado_t_student_95)


# Teste t-Student (Welch) sem remoção de outliers
resultado_welch = stats.ttest_ind(grupo_com_consultor,
grupo_sem_consultor, equal_var=False, nan_policy='omit')
print("Teste t (Welch) - Sem remoção de outliers:", resultado_welch)

# Teste t-Student (Welch) com remoção dos 1% superiores
resultado_welch_99 = stats.ttest_ind(grupo_com_consultor_99,
grupo_sem_consultor_99, equal_var=False, nan_policy='omit')
print("Teste t (Welch) - Com remoção do top 1%:", resultado_welch_99)

# Teste t-Student (Welch) com remoção dos 5% superiores
resultado_welch_95 = stats.ttest_ind(grupo_com_consultor_95,
grupo_sem_consultor_95, equal_var=False, nan_policy='omit')
print("Test t (Welch) - Com remoção do top 5%:", resultado_welch_95)

# Preparação das variáveis dependente (y) e independentes (X)
X = df[["Consultor Presente", "Deal Value (USD, Milhões)", "EV/EBITDA"]]
X = sm.add_constant(X) # Adiciona o termo constante (intercepção)
y = df["Tempo de Execução (dias)"]

# Estimação do modelo OLS
modelo = sm.OLS(y, X).fit()
print(modelo.summary())

#  Modelo com transformação logarítmica da variável dependente
df["Log_Tempo_Execucao"] = np.log1p(df["Tempo de Execução (dias)"])
y_log = df["Log_Tempo_Execucao"]
modelo_log = sm.OLS(y_log, X).fit()
print(modelo_log.summary())

# ===== EXPORTAÇÃO DAS FIGURAS =====

# Figura 1 - Boxplot: Tempo de Execução por Consultores
plt.figure(figsize=(8,6))
sns.boxplot(x=df["Consultor Presente"], y=df["Tempo de Execução (dias)"],
palette="pastel", width=0.6, linewidth=1.2)
plt.title("Distribuição do Tempo de Execução por Presença de
Consultores")
plt.xlabel("Consultor Presente (0 = Não, 1 = Sim)", fontsize=12)
plt.ylabel("Tempo de Execução (dias)", fontsize=12)
plt.tight_layout()

```

```

plt.savefig("Figura_1_Boxplot_Consultores.png", dpi=300,
bbox_inches="tight")
plt.show()

# Figura 2 - Barplot: Coeficientes da Regressão Original
coef_df = pd.DataFrame({"Variável": modelo.params.index, "Coeficiente":
modelo.params.values})
plt.figure(figsize=(8,6))
sns.barplot(data=coef_df, x="Variável", y="Coeficiente",
palette="pastel", edgecolor='black') #hue="Variável", legend=False,
palette="pastel")
plt.axhline(0, color='black', linestyle='--', linewidth=1)
plt.title("Coeficientes da Regressão Linear Múltipla (Variável
Original)", fontsize=14)
plt.xlabel("Variável", fontsize=12)
plt.ylabel("Coeficiente", fontsize=12)
plt.xticks(rotation=45)
plt.tight_layout()
plt.savefig("Figura_2_Coeficientes_Modelo_Original.png", dpi=300,
bbox_inches="tight")
plt.show()

# Figura 3 - Histogramas: Original vs Log
plt.figure(figsize=(12, 5))

# Distribuição original
plt.subplot(1, 2, 1)
sns.histplot(df["Tempo de Execução (dias)"], kde=True, color="skyblue",
edgecolor='black')
plt.title("Distribuição Original do Tempo de Execução", fontsize=13)
plt.xlabel("Tempo de Execução (dias)", fontsize=11)

# Distribuição logarítmica
plt.subplot(1, 2, 2)
sns.histplot(df["Log_Tempo_Execucao"], kde=True, color="salmon",
edgecolor="black")
plt.title("Distribuição Logarítmica do Tempo de Execução", fontsize=13)
plt.xlabel("log(1 + Tempo de Execução)", fontsize=11)

plt.tight_layout()
plt.savefig("Figura_3_Distribuicao_Original_vs_Log.png", dpi=300,
bbox_inches="tight")
plt.show()

# Figura 4 - Barplot: Coeficientes do Modelo Log
coef_log_df = pd.DataFrame({"Variável": modelo_log.params.index,
"Coeficiente": modelo_log.params.values})

```

```
plt.figure(figsize=(8,6))
sns.barplot(data=coef_log_df, x="Variável", y="Coeficiente",
palette="pastel", edgecolor='black') #hue="Variável", legend=False,
palette="pastel")
plt.axhline(0, color='black', linestyle='--', linewidth=1)
plt.title("Coeficientes da Regressão com Transformação Logarítmica",
fontsize=14)
plt.xlabel("Variável", fontsize=12)
plt.ylabel("Coeficiente", fontsize=12)
plt.xticks(rotation=45)
plt.tight_layout()
plt.savefig("Figura_4_Coeficientes_Modelo_Log.png", dpi=300,
bbox_inches="tight")
plt.show()

import os
print("📁 As imagens foram guardadas em:", os.getcwd())
```