
FUSÕES E AQUISIÇÕES TRANSFRONTEIRIÇAS: O SEU EFEITO NA PERFORMANCE DAS EMPRESAS

Um estudo do Continente Europeu

Marlene Raquel Vieira

Dissertação

Mestrado em Finanças e Fiscalidade

Orientado por

Prof. Dr. Samuel Cruz Alves Pereira (Orientador)

Prof. Dr. Elísio Fernando Moreira Brandão (Coorientador)

2018

Epígrafe

*“A tarefa não é tanto ver aquilo que ninguém viu, mas pensar o que ninguém ainda pensou sobre aquilo
que todo o mundo vê.”*

Arthur Schopenhauer

Agradecimentos

Este trabalho não ficaria completo sem agradecer a todos os que de uma forma direta ou indireta me ajudaram a concretizá-lo.

Em primeiro lugar quero agradecer a todos os Professores do Mestrado em Finanças e Fiscalidade que ao longo desta etapa transmitiram os seus conhecimentos fornecendo a base para que a realização deste trabalho fosse possível, o meu muito obrigado.

Ao Prof. Dr. Samuel Pereira o meu sincero agradecimento pela disponibilidade que sempre manifestou, pela sua ajuda, pelo encorajamento e motivação que em muito contribuíram para o enriquecimento deste trabalho.

Ao Prof. Dr. Elísio Brandão, pela partilha da sua sabedoria e experiência de vida que sem dúvida me influenciaram tanto na realização deste trabalho como na minha perspetiva de vida.

Quero ainda agradecer à minha família, que à sua maneira sempre me apoiou.

Por fim quero ainda dedicar um especial agradecimento ao Daniel, pelo seu amor e carinho, por estar ao meu lado não só na realização deste trabalho como ao longo de todo o meu percurso académico. Obrigada pela paciência, por acreditar sempre em mim e por me ter dado sempre os melhores conselhos sem os quais não teria conseguido chegar até ao fim.

Resumo

A atual conjuntura económica exige que as empresas tenham determinado nível de flexibilidade para que possam responder rapidamente às exigências do mercado. Este facto obriga a que muitas empresas repensem as suas estratégias e se reinventem à velocidade da luz. Num mercado global, fortemente competitivo e dinâmico, as fusões e aquisições surgem como um instrumento estratégico para a obtenção de vantagens competitivas e para a consolidação e crescimento das empresas. Perante isto, este estudo surge com o propósito de abordar a importância das fusões e aquisições transfronteiriças e analisa os seus efeitos no desempenho das empresas europeias ao longo de cinco anos. Esta análise é efetuada através da comparação entre o lucro realizado das empresas e o lucro estimado com base nas empresas da mesma indústria.

Os resultados demonstram que em geral, as fusões e aquisições transfronteiriças não trazem melhorias significativas nos lucros para as empresas quando comparado com as empresas da mesma indústria. No entanto, verificamos que a maioria das empresas da nossa amostra obtiveram lucros realizados superiores aos estimados ao longo dos cinco anos após as fusões e aquisições. Quanto à evolução dos resultados, verificamos que não ocorreu uma alteração significativa na evolução do EBIT ao longo dos cinco anos.

Palavras-chave: Fusões e aquisições transfronteiriças; Europa; Lucros.

Abstract

The current economy requires companies to have a certain level of flexibility, so that they can respond quickly to market demands. This forces many companies to rethink their strategies and reinvent themselves at the speed of light. In a global market, which is highly competitive and dynamic, mergers and acquisitions appears as a strategic tool for obtaining competitive advantages and for the consolidation and growth of companies. Therefore, this study emerges with the aim of addressing the importance of cross-border mergers and acquisitions and examines its effects on the performance of European companies over five years. This analysis is done by comparing the realized profit of the companies with the estimated profit based on the companies of the same industry.

The results show that in general, cross-border mergers and acquisitions do not bring significant improvements in profits for companies when compared to companies in the same industry. However, we found that most of the companies in our sample had realized profits in excess of those estimated over the five years after mergers and acquisitions. Regarding the evolution of the results, we verified that there was no significant change in EBIT evolution over the five years.

Keywords: Cross-border mergers and acquisitions; Europe; Profits.

Índice

Epígrafe.....	i
Agradecimentos	ii
Resumo	iii
Abstract.....	iv
Índice	v
Índice de Figuras.....	vi
Índice de Tabelas	vii
Abreviaturas e Siglas.....	viii
Introdução	1
1. Revisão da Literatura	3
1.1 Perspetivas teóricas sobre fusões e aquisições transfronteiriças	3
1.2 Porquê a Europa?.....	4
1.3 Tendências gerais das fusões e aquisições transfronteiriças	5
1.4 Performance pós-fusão e aquisição	8
2. Dados e Metodologia.....	11
2.1 Dados.....	11
2.2 Metodologia	14
2.3 Resumo Estatístico	16
3. Resultados	19
4. Conclusões	25
5. Limitações do Estudo e Perspetivas Futuras	27
Apêndice	28
Referências Bibliográficas.....	30
Anexos.....	34

Índice de Figuras

Figura 1: F&A transfronteiriças em valor na Europa (comprador e vendedor) e no Mundo, 1990-2016 (Milhões de dólares).....	7
Figura 2: Número de F&A transfronteiriças que ocorreram na Europa (comprador e vendedor) e no mundo, 2008-2015.....	11

Índice de Tabelas

Tabela 1: Estatística resumida dos valores dos negócios ocorridos entre 2008 e 2015	12
Tabela 2: Caracterização da amostra entre o período 2008-2015.....	13
Tabela 3: Resumo da Média, Desvio-Padrão, Mínimo e Máximo relativamente aos valores do EBIT realizado e estimado na ausência de fusão, entre o período 2008 a 2015	17
Tabela 4: Efeito das F&A transfronteiriças no desempenho das empresas entre o período 2008 a 2015.....	19
Tabela 5: Evolução do EBIT realizado ao longo dos cinco anos após as F&A transfronteiriças	22
Tabela 6: Efeito das F&A transfronteiriças no desempenho das empresas, uma comparação com e sem <i>outliers</i>	23

Abreviaturas e Siglas

CAR - Cumulative Abnormal Return

DP – Desvio Padrão

EBIT - Earnings Before Interest and Taxes

et al. - Abreviatura da expressão latina “Et alli”, que significa “e outros”

F&A – Fusões e Aquisições

IDE – Investimento Direto Estrangeiro

IHPC - Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor

M – Média

Máx. - Máximo

Min. – Mínimo

NACE - Nomenclature des Activités Économiques dans la Communauté Européenne

OECD - Organisation for Economic Co-operation and Development

SPSS - Statistical Package for Social Sciences

UE – União Europeia

UNCTAD - United Nations Conference on Trade And Development

vs. - Abreviatura da preposição latina “versus”

Introdução

Nas últimas décadas temos assistido a uma rápida globalização da atividade económica, que tem mudado significativamente a perspetiva da economia mundial. Um número cada vez maior de empresas, países e outros intervenientes económicos participam na economia global de hoje e todos eles se tornam cada vez mais interligados através das fronteiras. O comércio internacional e o investimento direto estrangeiro (IDE) são, ainda, os dois canais-chave para a integração económica através das fronteiras. Neste contexto as fusões e aquisições (F&A) transfronteiriças assumem uma grande importância representando a forma mais comum de IDE. Esta forma de investimento assume grande importância por vários motivos, sendo que permite aos investidores a possibilidade de explorarem os efeitos sinérgicos entre os seus próprios ativos e os ativos das empresas já estabelecidas, permite também eliminar concorrentes reais ou potenciais que, a nível internacional, estão-se a tornar cada vez mais importantes à medida que as barreiras ao comércio e ao investimento caem.

A década de 1990 assistiu a uma explosão e à ampliação geográfica em número e valor de megafusões entre várias multinacionais conhecidas. Vários autores sublinham que o volume de F&A transfronteiriças tem registado um aumento em todo o mundo atingindo, recentemente, os seus picos em 2000 e 2007. Esta temática tem sido abordada em várias vertentes da literatura e tem suscitado vários estudos empíricos desde o início do século passado. Apesar das F&A não serem um fenómeno novo, os seus motivos e características podem mudar ao longo do tempo. Quais as causas que conduzem as grandes explosões da atividade de fusão? Quais os seus efeitos? Estas são as duas principais questões analisadas na literatura. A nossa atenção prende-se principalmente na segunda questão, limitando o estudo a F&A transfronteiriças que ocorreram no continente Europeu entre os anos 2008 e 2015.

As F&A internacionais que são amplamente empreendidas para reestruturar as atividades das empresas contribuíram em particular, para o forte aumento dos fluxos de investimento internacional. Uma das motivações que levam à origem de F&A presume que os gestores das empresas que se envolvem em fusões procuram maximizar os lucros ou a riqueza dos acionistas. Sob esta hipótese, espera-se que qualquer fusão aumente o poder de mercado das empresas que se fundem ou reduza os seus custos. Na vasta literatura existente encontramos o trabalho de Gugler, Mueller, Yurtoglu, and Zulehner (2003) que são alguns dos pesquisadores que fizeram uma comparação internacional expondo os diferentes efeitos de F&A em países de todo o mundo. Estes autores tentaram determinar se as fusões

aumentam o poder ou a eficiência do mercado através da análise do seu impacto nas vendas e nos lucros da empresa. Para examinar os efeitos das F&A, os autores compararam o desempenho de empresas que se fundiram com grupos de controlo de empresas que não se envolveram em fusões. Contudo, estes autores, como tantos outros, não encontraram uma resposta decisiva.

Neste estudo propomos analisar o efeito das F&A transfronteiriças na performance das empresas, medindo este efeito pela variação nos Resultados Antes de Juros e Impostos (EBIT) ao longo de cinco anos após a fusão. Para a realização desta dissertação seguimos de perto o método usado por Gugler et al. (2003) tendo como objetivo reexaminar estudos internacionais focados no desempenho das empresas após as F&A. Pretendemos contribuir para a literatura existente usando um conjunto de dados mais recentes (2008-2015) e concentrando a nossa atenção no continente Europeu obedecendo a uma condição presente neste estudo que é de pelo menos um dos países envolvidos na F&A pertencer à União Europeia (UE). Por um lado, temos presente que os negócios de F&A transfronteiriças sofreram um declínio desde 2008 devido à crise financeira que se fez sentir em todo o mundo. Assim, estando a nossa amostra compreendida neste período temporal com sinais de fragilidade económica, o nosso estudo representa um importante contributo para a compreensão das variações dos resultados durante este período. Por outro lado, a política comercial da UE caracterizada pela livre circulação de pessoas, bens, serviços e capitais, cria um ambiente propício para as F&A transfronteiriças. Pois se uma união monetária aumenta a concorrência de bens entre os países (através de uma redução nos custos do comércio, a eliminação do risco da taxa de câmbio e uma melhor transparência de preços), então também pode desencadear ondas de fusão transfronteiriças. O aumento da competitividade no mercado único europeu e a globalização estão entre os fatores que o tornam atrativo para as empresas unirem forças, por este motivo o continente Europeu apresenta características que o tornam interessante para a análise do fenómeno que são as F&A.

Esta investigação está dividida em quatro partes. Na primeira parte apresentamos uma breve revisão da literatura existente sobre os efeitos das fusões no desempenho das empresas. A segunda parte descreve os dados e a metodologia utilizada. Na terceira parte são apresentados os resultados empíricos e por último, são apresentadas as conclusões.

1. Revisão da Literatura

1.1 Perspetivas teóricas sobre fusões e aquisições transfronteiriças

Quando uma empresa decide vender o seu produto no exterior tem duas opções distintas para atender a mercados estrangeiros: exportar ou produzir localmente (investimento direto estrangeiro). Se a empresa decidir produzir localmente, pode escolher entre construir o seu próprio estabelecimento (investimento em projetos *greenfield*) ou adquirir uma empresa existente (fusão e aquisição transfronteiriça) (Nocke & Yeaple, 2007). A importância do investimento direto estrangeiro (IDE) para a economia global desde o final da década de 80 é bastante óbvia, com volumes crescentes de IDE fluindo entre os países em desenvolvimento e a partir dele. Em 2010, pela primeira vez, as economias em desenvolvimento e em transição, juntas, atraíram mais da metade dos fluxos globais de IDE (UNCTAD, 2011). De acordo com Coeurdacier, De Santis, and Aviat (2009) a maior parcela do IDE, entre os países desenvolvidos, assume a forma de F&A transfronteiriças.

Klimek (2011) desenvolveu um estudo para definir as características das empresas que escolhem entre F&A e investimentos *greenfield* como modo de entrada em mercados estrangeiros. Uma das questões mais importantes que surge da escolha entre estes dois modos é qual o custo de cada um deles. A última opção é selecionada se o custo de transferência de conhecimento tácito para além-fronteiras não for muito alto. Caso contrário, a empresa escolhe a forma de F&A. De acordo com os resultados obtidos no estudo de Klimek (2011) o investimento em projetos *greenfield* é o modo de entrada preferencial para mercados com baixa pressão concorrencial. No entanto, para mercados com um maior número de empresas num determinado setor, é mais provável que os novos investidores escolham o modo de entrada por F&A, uma vez que estas podem ser implementadas de uma forma mais célere pois não envolvem uma fase de licenciamento demorada que normalmente acompanha novos projetos (especialmente em mercados emergentes).

Andrade, Mitchell, and Stafford (2001) mencionam que a teoria económica fornece várias possíveis razões para ocorrerem fusões: razões relacionadas com a eficiência que frequentemente envolvem economias de escala ou outras “sinergias”; tentativas de criação de poder de mercado, talvez formando monopólios ou oligopólios; disciplina de mercado, como no caso da remoção de gestores incompetentes nas empresas alvo; tentativas egoístas dos gestores das empresas adquirentes para "expandir demais" e outros custos de agência; e

aproveitar oportunidades de diversificação, como a exploração de mercados internos de capital e a gestão do risco para gestores não-diversificados.

Tal como refere Shimizu, Hitt, Vaidyanath, and Pisano (2004) na busca de F&A transfronteiriças, as empresas consideram várias condições, incluindo fatores a nível de país, indústria e empresa, que se relacionam tanto com a empresa adquirente quanto com a empresa adquirida. A nível nacional e industrial, fatores como capital, trabalho e recursos naturais, além de variáveis institucionais, como o ambiente legal, político e cultural, são altamente significativos. A nível da empresa, as organizações que buscam uma estratégia de internacionalização precisam identificar e avaliar possíveis alvos a serem adquiridos nos países anfitriões.

Tradicionalmente, os países desenvolvidos, e em particular os países desenvolvidos da UE e os Estados Unidos, foram os países com maior número de negócios de F&A.

1.2 Porquê a Europa?

Neary (2007) apresenta argumentos teóricos da razão pela qual os acordos comerciais regionais (como o exemplo da União Monetária Europeia) podem desencadear ondas de fusões transfronteiriças. Ele defende que, promovendo a concorrência, a liberalização do comércio pode favorecer um ambiente, pelo qual as empresas *low-cost* consideram lucrativo adquirir ou fundir-se com empresas *high-cost*. Coeurdacier et al. (2009) acrescenta que além do “canal de liberalização comercial”, uma união monetária facilita a movimentação do capital social das empresas, impulsionando a integração financeira, através da redução do custo de capital, eliminação do risco cambial, a partilha de plataformas de negociação comuns e a integração na infraestrutura do mercado pós-negociação. Além disso, se uma união monetária reduz a incerteza macroeconómica, removendo a volatilidade da taxa de câmbio e estabilizando a inflação, então o investimento de capital internacional seria considerado menos arriscado. Em suma, os acordos económicos e monetários regionais podem ter impacto nas F&A transfronteiriças através do aumento da sua rentabilidade, uma vez que os acordos regionais aumentam o tamanho do mercado, promovem a concorrência e uma redução nos custos das transações financeiras relacionadas com a integração financeira.

A liberalização dos movimentos internacionais de capitais, os novos incentivos ao investimento e a integração económica promoveram o rápido aumento e a disseminação de F&A transfronteiriças nos últimos anos. As F&A são vistas por muitos como uma maneira relativamente rápida e eficiente de se expandir para novos mercados, incorporar novas

tecnologias, *know-how* e melhores técnicas de gestão (Litavcova, Heckova, & Chapcakova, 2017). Mateev (2017) refere que embora as F&A originalmente transfronteiriças fossem mais comuns para as empresas americanas, as empresas europeias apresentam cada vez mais movimentos neste sentido. A desregulamentação, a reestruturação das indústrias e a crescente integração das economias individuais na Europa em direção a um mercado europeu comum tornam as F&A transfronteiriças menos arriscadas e menos dispendiosas (Campa & Hernando, 2004).

Visto que as empresas combinam as suas forças com o objetivo de expandir os mercados e trazer benefícios para a economia, permitindo assim, desenvolver novos produtos de forma mais eficiente ou reduzir os custos de produção ou distribuição. Através da sua maior eficiência, o mercado torna-se mais competitivo e os consumidores beneficiam com produtos de qualidade superior a preços mais justos. No entanto, algumas destas fusões podem reduzir a competitividade uma vez que possibilitam a criação de empresas que se tornam dominantes. Isto é suscetível de prejudicar os consumidores através de preços mais elevados, escolha reduzida ou menor inovação (Comissão Europeia, 2013). Neste sentido, as F&A que ocorram na Europa estão sujeitas a uma análise pela Comissão Europeia com o objetivo de prevenir efeitos nocivos sobre a competitividade. As fusões que ultrapassam as fronteiras nacionais de qualquer Estado-Membro são examinadas a nível europeu respeitando o Regulamento de controlo das F&A. O Regulamento original das fusões foi adotado em 1989¹ sendo mais tarde revogado e substituído pela versão atual do Regulamento das fusões, que entrou em vigor a 1 de maio de 2004². A Comissão, em princípio, examina apenas as maiores fusões com uma “dimensão da UE”, ou seja, depende se satisfaz determinados limiares de volume de negócios (Comissão Europeia, 2013).

1.3 Tendências gerais das fusões e aquisições transfronteiriças

Após o início da década de 1990, a globalização e, em particular, a integração do mercado de capitais aceleraram devido às crescentes operações das empresas multinacionais. Verificaram-se duas principais fases de expansão: a primeira entre 1993 e 1997, a segunda

¹ Council Reg. (EEC) 4064/89 (OJ 1989 L395/1, 30.12.1989), alterado por Council Reg. (EC) 1310/97 (OJ 1997 L180/1, 9.7.1997; retificação pelo OJ 1998 L40/17, 13.2.1998).

² Council Reg. (EC) 139/2004 (OJ 2004 L24/1, 29.1.2004).

entre 2003 e 2010. Estas duas fases de expansão foram caracterizadas por um elevado número de negócios de F&A e de novos projetos *greenfield* (UNCTAD, 2017).

Stoddard and Noy (2015) nos seus resultados encontraram apoio empírico que evidenciam o declínio do IDE logo após a crise financeira global de 2008-2010. Os efeitos de longo prazo desta crise permanecem visíveis até hoje, sendo acompanhada por um declínio acentuado nos fluxos de IDE em todo o mundo, cerca de 40% entre o pico de 2007 e o mínimo em 2009 (UNCTAD, 2011). Sendo as F&A transfronteiriças a forma mais comum de IDE verifica-se de igual modo um declínio de fusões nos mercados em desenvolvimento e emergentes: de \$258 mil milhões em 2011 para \$162 mil milhões em 2015. No entanto, apesar desta tendência geral, os países menos desenvolvidos mostraram-se relativamente bem nesta área, em grande parte graças a F&A internas nos setores extrativos. Enquanto que em 2005, os países menos desenvolvidos receberam apenas \$600 milhões em F&A transfronteiras, entre 2012 e 2014 receberam em média \$10 mil milhões por ano, representando cerca de 40% do total de *inflows* de IDE. No entanto, em 2015, as F&A transfronteiriças nos países menos desenvolvidos diminuíram acentuadamente, em 70%, para pouco mais de \$3 mil milhões (OECD, 2016).

Segundo dados da UNCTAD (2017) a recuperação do IDE continua irregular, com tendências divergentes entre as regiões. Em 2016, os fluxos globais de IDE diminuíram para \$1.746 mil milhões, cerca de 2%. O investimento das empresas multinacionais europeias, que cresceu em 2015, recuou significativamente em 2016 caindo 23%, para \$515 mil milhões (ver Figura 1). Estes resultados foram impulsionados por fortes reduções dos fluxos na Irlanda (queda de 73%, para \$45 mil milhões), na Suíça (queda de 71%, para \$31 mil milhões) e na Alemanha (queda de 63%, para \$35 mil milhões). No entanto, os fluxos de F&A pelas empresas multinacionais europeias aumentaram pelo terceiro ano consecutivo, atingindo o nível mais alto desde 2007 devido à atividade dinâmica nas economias desenvolvidas (UNCTAD, 2017).

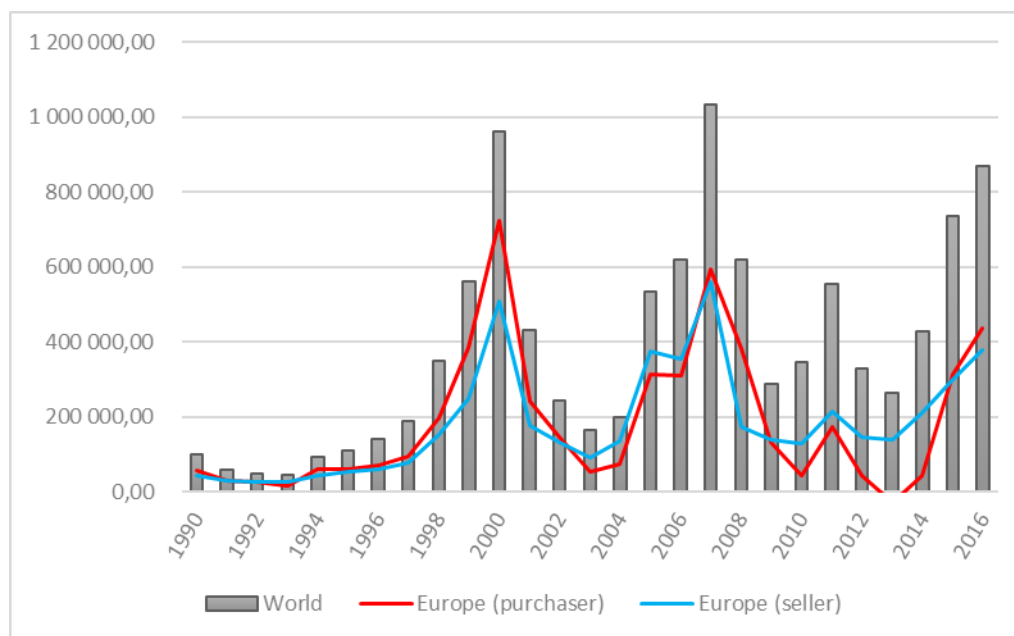


Figura 1: F&A transfronteiriças em valor na Europa (comprador e vendedor) e no Mundo, 1990-2016 (Milhões de dólares)

Fonte: Elaboração própria, baseado em dados obtidos em ©UNCTAD cross-border M&A database (www.unctad.org/fdistatistics).

A nível mundial registaram-se grandes negócios em 2016 que incluíram a aquisição da SABMiller PLC (Reino Unido) \$101 mil milhões pela Anheuser-Busch Inbev (Bélgica), a compra da unidade de medicamentos genéricos da Allergan PLC (Estados Unidos) \$39 mil milhões pela Teva Pharmaceutical Industries Ltd (Israel) e a aquisição da ARM Holdings (Reino Unido) pelo SoftBank Group (Japão) por \$32 mil milhões. Na Europa o ano 2016 foi marcado pela conclusão de uma série de meganegócios extraordinários realizados por empresas europeias, incluindo o negócio Anheuser-Busch Inbev - SABMiller, bem como a compra de \$69 mil milhões da BG Group PLC (Reino Unido) pela Royal Dutch Shell PLC (Países Baixos). A nível de sectores ou indústrias, em 2016 o valor total de vendas, envolvendo F&A transfronteiriças aumentou para \$869 mil milhões cerca de 18%, atingindo o nível mais alto desde o início da crise financeira global. As F&A transfronteiriças cresceram nos três sectores (primário, produção e serviços), mas particularmente em grandes indústrias, como a indústria eletrónica, alimentação e bebidas, petróleo e gás, atividades comerciais e serviços públicos. Pelo segundo ano consecutivo, a produção dominou em termos de valor dos negócios, impulsionada por alguns meganegócios, como o exemplo do negócio já mencionado entre Anheuser-Busch Inbev - SABMiller. As F&A transfronteiriças nas

indústrias extrativas aumentaram graças a uma onda de petróleo e gás, impulsionada pelo negócio entre BG Group PLC e Royal Dutch Shell PLC, o segundo maior negócio transfronteiriço de F&A do ano (UNCTAD, 2017).

1.4 Performance pós-fusão e aquisição

Vários estudos demonstram que as aquisições em geral criam valor económico (Jensen & Ruback, 1983). Uma razão intuitiva para esta criação de valor é que ela ocorre porque a entidade combinada pode desfrutar de custos reduzidos, cobrar preços mais altos pelos seus produtos ou ambos. Pesquisas nesta área sugerem que o aumento do valor resulta de uma oportunidade de utilizar um recurso especializado que surge apenas como resultado da fusão (Bradley, Desai, & Kim, 1983; Jensen & Ruback, 1983). Contudo, a maior parte do trabalho recente sobre F&A tem sido feito usando dados do mercado de capitais agregados a um grande número de empresas que se fundem. Esses estudos demonstram que, em média, há um ganho de riqueza que se acumula para os acionistas das empresas que se fundem, medido pelos retornos anormais acumulados (CAR) dos preços das ações das empresas durante o período do anúncio da fusão.

Os estudos de desempenho operacional tentam identificar as fontes de ganhos das fusões e determinar se os ganhos esperados no anúncio são realmente realizados. Se as fusões realmente criam valor para os acionistas, os ganhos devem eventualmente aparecer nos fluxos de caixa das empresas. Esses estudos concentram-se geralmente em medidas contabilísticas de lucratividade, como a rentabilidade dos ativos e as margens operacionais. De acordo com Ravenscraft and Scherer (1989) as sinergias operacionais resultam principalmente de economias de escala, de uma diminuição nos custos de agência e de uma transferência de conhecimento ou competência. A fusão de empresas de indústrias relacionadas tende a ter principalmente sinergias operacionais (Comment & Jarrell, 1995). Ravenscraft and Scherer (1989) e Healy, Palepu, and Ruback (1992) são dois ambiciosos estudos de desempenho operacional que têm contribuído para o reforço da percepção sobre os ganhos para as empresas adquirentes. No entanto, estes dois artigos chegam a diferentes conclusões sobre os ganhos nas fusões.

Ravenscraft and Scherer (1989) acreditam que as linhas de negócios da empresa adquirida sofrem uma perda de lucratividade após a fusão. A explicação residual para o declínio acentuado dos lucros das unidades adquiridas deve-se a uma perda de controlo devido a estruturas organizacionais mais complexas e a uma menor competência da

administração ou motivação. Por outro lado, Healy et al. (1992) encontraram um aumento significativo nos fluxos de caixa antes de impostos das empresas envolvidas nas 50 maiores fusões dos EUA entre 1979 e 1984, o que indica que as maiores fusões dos EUA durante o início dos anos 80, aumentaram o poder de mercado ou a eficiência das empresas que se fundiram. Estes autores descobriram que as empresas envolvidas em fusão apresentaram melhorias na produtividade dos ativos, levando a maiores fluxos de caixa operacionais quando comparado com a sua indústria. Concluíram ainda, que há uma forte relação positiva entre aumentos mais repentinos nos fluxos de caixa operacionais e os retornos anormais de ações nos anúncios de fusão, indicando que as expectativas de melhorias económicas explicam uma parcela significativa das reavaliações de capital das empresas que se fundem. Esta hipótese também é sublinhada por Gugler et al. (2003), que concluem que em geral as fusões resultam em aumentos de lucro para a empresa combinada.

Gugler et al. (2003) no seu estudo realizaram uma comparação internacional dos lucros e das vendas com o objetivo de examinar os efeitos pós-fusão. Estes autores descobriram que globalmente 56,7% de todas as F&A resultam em lucros acima dos estimados e que quase a mesma fração de F&A resultam em vendas abaixo das estimadas após cinco anos. Descobriram ainda, que os padrões pós-fusão de lucros e mudanças nas vendas são semelhantes entre os países. Embora na sua comparação a nível mundial Gugler et al. (2003) tenham encontrado resultados heterogêneos a nível de significância, nos EUA, no Reino Unido e na Europa, foram encontrados os padrões que indicam um efeito positivo no lucro e um efeito negativo nas vendas. As F&A no Japão, na Austrália, na Nova Zelândia e no Canadá parecem ter o efeito oposto no lucro, mas esse resultado provavelmente é afetado pelo reduzido tamanho da amostra.

Contudo, existe uma vasta literatura que declara o fracasso da maioria das F&A o que contradiz diretamente a conclusão tirada da reação do mercado de ações no período de anúncios, no entanto, as F&A podem fazer sentido se usarem as estratégias certas. Hopkins (2008) afirma que as fusões transfronteiriças são frequentemente malsucedidas, no entanto, o cuidado dado a dois elementos chave pode fazer toda a diferença para se obter o sucesso. O primeiro elemento é a estratégia e o segundo é a integração pós-fusão. Alguns estudos existentes sugerem que, com a estratégia certa e a abordagem correta para a integração pós-fusão, as aquisições internacionais podem criar valor para a empresa adquirente (Belcher & Nail, 2000; Benou, Gleason, & Madura, 2007; Colombo, Conca, Buongiorno, & Gnan, 2007; Seth, Song, & Pettit, 2000; Seth, Song, & Pettit, 2002). Dado o número crescente de F&A

transfronteiriças e a sua crescente importância no mercado global, é necessária uma melhor compreensão das oportunidades e desafios para as empresas, seguindo essa estratégia (Shimizu et al., 2004).

Segundo Kang and Johansson (2000) a existência de fusões não lucrativas também pode ser explicada pelo facto de que outros fatores além de maximizar o valor para o acionista influenciam as decisões estratégicas. Há uma literatura substancial sugerindo que os incentivos e objetivos por parte da gestão podem diferir dos objetivos dos acionistas. Por exemplo, embora a lucratividade diminua, as fusões podem ajudar a maximizar o tamanho ou a permanência da empresa e reduzir o risco do negócio, que tendem a ser objetivos importantes para os gerentes, e não para os acionistas. De facto, aquisições impulsionadas por motivos de diversificação e crescimento tendem a resultar em menor rentabilidade para o adquirente (Morck, Shleifer, & Vishny, 1990). Em suma, as F&A transfronteiriças podem ser realizadas por razões estratégicas sem ser do interesse da empresa ou da economia em geral.

Mediante o exposto podemos afirmar que os resultados dos estudos internacionais sobre os efeitos de F&A são distintos. Por conseguinte, verificamos que a integração económica, a desregulamentação das atividades económicas e as características do país e da indústria desempenham um importante papel no processo de F&A. Quanto aos efeitos das F&A no desempenho das empresas, encontramos um certo conflito de conclusões acerca dos seus efeitos fazendo com que este tema se torne ainda mais desafiador.

2. Dados e Metodologia

2.1 Dados

A base de dados que foi inicialmente analisada para o propósito deste estudo contém 16.202 negócios de F&A transfronteiriças, anunciadas e concluídas no continente Europeu, no período de 2008 a 2015. As duas principais fontes de informação utilizadas são dados estatísticos das bases de dados Zephyr (Bureau van Dijk, 2017) e da amadeus (Bureau van Dijk, 2017). O número total de negócios mencionado exclui todos os negócios de F&A domésticas e Spin offs/ cisões e, quanto à percentagem de participação, a empresa adquirente controla menos de 50% da empresa adquirida na data do anúncio e obtém mais de 50% após a transação. As empresas com múltiplas F&A durante o período da amostragem ou cujos dados não estejam completamente disponíveis foram excluídas da nossa amostra inicial, ficando assim, a amostra reduzida a 5.558 negócios. A Figura 2 ilustra o número de F&A transfronteiriças que ocorreram na Europa e no mundo entre 2008 e 2015.

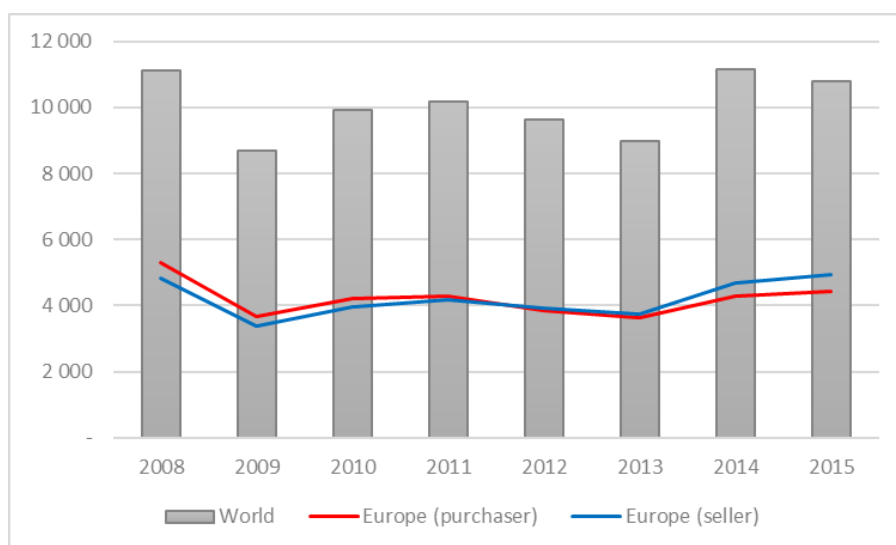


Figura 2: Número de F&A transfronteiriças que ocorreram na Europa (comprador e vendedor) e no mundo, 2008-2015

Fonte: Elaboração própria, baseado em dados obtidos em ©UNCTAD cross-border M&A database (www.unctad.org/fdistatistics).

Como demonstra a Figura 2 houve um declínio no número de negócios nos anos 2009 e 2013, no entanto, verifica-se uma inversão desta tendência nos dois anos seguintes.

Para obter a informação financeira sobre as empresas da nossa amostra recorremos à base de dados amadeus (Bureau van Dijk, 2017). Saliente-se que, a amadeus (Bureau van Dijk, 2017) é uma base de dados que contém apenas informação sobre empresas europeias o que provocou uma redução da nossa amostra inicial. Da amostra mencionada, apenas 178 negócios ocorreram entre empresas localizadas no continente Europeu obedecendo ao critério de que uma das empresas envolvidas no negócio (adquirente ou alvo) tem de pertencer a um dos 28 Estados-Membros da UE³. A Turquia, apesar de não pertencer à Europa, está presente na nossa amostra. Decidimos aceitar este negócio uma vez que é um país candidato que se encontram na fase de “transposição” da legislação europeia para o direito nacional e foi declarada como um país elegível para aderir à UE em 1997 (Comissão Europeia, 2013). Foram excluídas todas as empresas cuja informação financeira (EBIT e Total do Ativo) não esteja completamente disponível para todos os anos da nossa amostragem. A informação financeira foi obtida em milhões de euros. Dos 178 negócios da nossa amostra final, apenas são conhecidos os valores de transação⁴ de 42 negócios. O valor médio dos negócios ocorridos e conhecidos entre 2008 e 2015 ascende a €536,58 milhões (DP = 2.639,45), como se demonstra na Tabela 1.

Tabela 1: Estatística resumida dos valores dos negócios ocorridos entre 2008 e 2015

	N	M	DP	Min.	Máx.
Total	42	536,58	2639,45	0,57	16983,07
2008	6	449,75	1010,27	1,44	2509,90
2009	4	14,53	10,19	1,39	22,77
2010	6	33,96	26,89	7,27	71,30
2011	4	43,94	33,82	1,16	78,26
2012	3	6,28	3,06	3,95	9,75
2013	6	103,21	193,99	2,76	497,39
2014	6	3119,57	6822,66	4,97	16983,07
2015	7	6,36	6,14	0,57	17,05

Durante o período da nossa amostragem os valores de negócio conhecidos variaram entre os €0,57 milhões e os €16.983,07 milhões (Tabela 1), sendo que, o negócio de valor

³ Os 28 Estados-Membros da UE são: Alemanha, Áustria, Bélgica, Bulgária, Chipre, Croácia, Dinamarca, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Estónia, Finlândia, França, Grécia, Hungria, Irlanda, Itália, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Países Baixos, Polónia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Roménia e Suécia.

⁴ O valor do negócio inclui o valor real, se divulgado, mais o valor patrimonial, o valor da empresa, um valor da empresa modelado com base nos dados financeiros da empresa, valor da empresa alvo total mais a moeda nativa do negócio.

mais baixo ocorreu no ano 2015 entre a Dinamarca e a Noruega e o negócio de valor mais elevado ocorreu em 2014 entre a Noruega e o Reino Unido.

A Tabela 2 resume as características das F&A transfronteiriças ocorridas e concluídas entre 2008 e 2015. Da amostra total, 20% dos negócios ocorreram em 2015 com cerca de 36 negócios. Saliente-se a variação positiva observada, ainda relativamente ao número de negócios, do ano 2012 para 2013 em que se verifica um aumento de 10,7% para 16,3% da nossa amostra total. Os anos em que se verificaram um número mais reduzido de negócios foram os anos 2008 e 2009.

Tabela 2: Caraterização da amostra entre o período 2008-2015

	N	%		N	%
Ano de F&A					
2008	13	7,3			
2009	13	7,3			
2010	20	11,2			
2011	15	8,4			
2012	19	10,7			
2013	29	16,3			
2014	33	18,5			
2015	36	20,2			
País Alvo			País Adquirente		
Noruega	75	42,1	Noruega	45	25,3
Suécia	28	15,7	Suécia	37	20,8
Rússia	12	6,7	Finlândia	13	7,3
Ucrânia	11	6,2	Dinamarca	10	5,6
Dinamarca	9	5,1	Suíça	9	5,1
Sérvia	9	5,1	Outros	64	35,9
Outros	34	19,1			
NACE Code Alvo			NACE Code Adquirente		
46 - Comércio por grosso (inclui agentes), exceto de veículos automóveis e motociclos	36	20,2	70 - Atividades das sedes sociais e de consultoria para a gestão	29	16,3
71 - Atividades de arquitetura, e engenharia e técnicas afins	11	6,2	46 - Comércio por grosso (inclui agentes), exceto de veículos automóveis e motociclos	17	9,6
10 - Indústrias alimentares	9	5,1	10 - Indústrias alimentares	11	6,2
28 - Fabricação de máquinas e de equipamentos, n.e.	9	5,1	64 - Atividades de serviços financeiros, exceto seguros e fundos de pensões	11	6,2
62 - Consultoria e programação informática e atividades relacionadas	9	5,1	62 - Consultoria e programação informática e atividades relacionadas	10	5,6
Outros	104	58,3	Outros	100	56,1

Os países com maior número de empresas adquiridas e adquirentes foram a Noruega com 42% e 25%, respetivamente, e a Suécia com cerca de 15,7% e 20,8%, respetivamente. Quanto às indústrias observamos que o comércio por grosso (inclui agentes), exceto de veículos automóveis e motociclos (NACE Code 46) é a indústria com maior número de empresas adquiridas representando cerca de 20% da nossa amostra total. E a indústria com

maior número de empresas adquirentes são as atividades das sedes sociais e de consultoria para a gestão (NACE Code 70) com 16,3% da nossa amostra.

2.2 Metodologia

No presente estudo, para determinar os efeitos das F&A transfronteiriças na performance das empresas procedemos à análise da evolução dos lucros (EBIT) ao longo dos cinco anos após as F&A. Para determinar se uma fusão aumentou os lucros começamos por prever os lucros que as duas empresas envolvidas na fusão teriam obtido na ausência da fusão. Pois, mesmo que se observe um aumento de 20% nos lucros após a fusão, isto pode significar um fracasso se o lucro das duas empresas, na ausência de fusão, pudesse ter aumentado em 35% por exemplo. A maioria dos estudos para resolver este problema, escolhe um grupo de empresas de referência e presume que o desempenho das empresas que se fundem teria sido semelhante ao do grupo de referência. Para a elaboração desta investigação seguimos de perto o método desenvolvido por Gugler et al. (2003) e uma vez que usamos dados contabilísticos, escolhemos como empresas de referência as que pertencem à mesma indústria das participantes nas F&A. Assumimos que os lucros teriam evoluído da mesma forma que a média dos lucros de um grupo de empresas de referência da mesma indústria. As empresas de referência são selecionadas por país e por código da Classificação Europeia das Atividades Económicas (NACE Code) a um nível de divisão de dois dígitos de agregação de forma a evitar problemas com amostras demasiado pequenas.

Desta forma para estimar os lucros das empresas que se fundem seguimos de perto o método desenvolvido por Gugler et al. (2003) e definimos: Π_{Gt+n} como os lucros da empresa adquirente no ano $t+n$; Π_{Dt} como os lucros da empresa adquirida no ano t ; Π_{Ct+n} como os lucros da concentração das empresas no ano $t+n$; Π_{IGt+n} como a média dos lucros da indústria da empresa adquirente no ano $t+n$; Π_{IDt+n} como a média dos lucros da indústria da empresa adquirida no ano $t+n$; K_{Gt+n} como os ativos da empresa adquirente no ano $t+n$; K_{Dt} como os ativos da empresa adquirida no ano t ; K_{IGt+n} como a média dos ativos da indústria da empresa adquirente no ano $t+n$; e K_{IDt+n} como a média dos ativos da indústria da empresa adquirida no ano $t+n$. Dado que os lucros podem assumir valores positivos, negativos ou nulos, e também, tendo em conta que usar rácios de lucros em diferentes momentos do tempo pode introduzir erros significativos. Como tal, são usadas mudanças nas relações de lucros para o total do ativo de forma a prever mudanças nos lucros das

empresas envolvidas na fusão. Onde definimos $\Delta_{IGt-1,t+n}$ como a projeção das mudanças na rentabilidade dos ativos da adquirente do ano t-1 para t+n utilizando a média das mudanças observadas na sua indústria, sendo calculada da seguinte forma:

$$\Delta_{IGt-1,t+n} = \frac{\Pi_{IGt+n}}{K_{IGt+n}} - \frac{\Pi_{IGt-1}}{K_{IGt-1}} \quad (1)$$

A projeção das mudanças na rentabilidade dos ativos da empresa adquirida do ano t para t+n, $\Delta_{IDt,t+n}$ é calculada de forma análoga. Decorrente do exposto, a equação de Gugler et al. (2003) para calcular os lucros previstos das empresas fundidas é a seguinte:

$$\Pi_{Ct+n} = \Pi_{Gt-1} + \frac{K_{IGt+n}}{K_{IGt-1}} K_{Gt-1} \Delta_{IGt-1,t+n} + \Pi_{Dt} + \frac{K_{IDt+n}}{K_{IDt}} K_{Dt} \Delta_{IDt,t+n} \quad (2)$$

Na equação (1) e (2), t corresponde ao ano em que ocorrem as F&A, n representa o número de anos após as F&A.

Assim, para o efeito, as equações (1) e (2) permitem prever que os lucros da empresa fundida no ano t+n sejam os lucros da empresa adquirente em t+1, mais o crescimento previsto dos seus lucros de t+1 para t+n, mais os lucros da empresa adquirida em t, mais o crescimento previsto dos seus lucros de t para t+n. Com a aplicação destas equações estimamos o desempenho previsto e comparamos com o desempenho efetivo da concentração das empresas, sendo assim possível determinar o efeito das F&A transfronteiriças sobre o EBIT. Quando o desempenho efetivo é superior ao desempenho previsto, o efeito das F&A transfronteiriça é positivo, e no caso de ser inferior é negativo. Para chegar a valores reais comparáveis deflacionamos as variáveis pelo índice harmonizado de preços ao consumidor (IHPC) usando como ano base os anos em que ocorreram as F&A.

Neste estudo usamos a data efetiva das F&A transfronteiriça em vez da data do anúncio, e uma vez que a fórmula de Gugler et al. (2003) usa dados do ano anterior à ocorrência das F&A, o ano 2007 é o primeiro ano usado para esta análise. Do mesmo modo, sendo o ano 2015 o último ano da nossa amostra usamos dados até 2016. Assim, as F&A transfronteiriças que ocorreram até 2011 terão dados disponíveis até t+5, as F&A transfronteiriças que ocorreram em 2012 terão dados disponíveis até t+4, as ocorridas em 2013 até t+3 e assim sucessivamente.

Na presente abordagem, ressaltamos que não foi possível obter os dados financeiros consolidados das empresas envolvidas nas F&A. De forma a contornar este entrave procedemos ao somatório do EBIT da empresa adquirente e da empresa adquirida e consideramos o resultado da soma como o EBIT real do grupo.

Para avaliar se as F&A transfronteiriças conseguem melhorar significativamente os resultados das empresas, mais do que na ausência de fusão, efetuou-se uma análise estatística à diferença entre médias recorrendo ao teste de *Wilcoxon*. Definimos:

H_0 : EBIT realizado $\geq$ EBIT estimado

H_1 : EBIT realizado $<$ EBIT estimado

O nível de significância é indicado por *p-value*. A análise estatística foi efetuada com o software SPSS Statistics (v. 25, IBM SPSS, Chicago, IL) com $\alpha=0,05$. O teste de *Wilcoxon* é um teste não paramétrico usado para comparar duas amostras relacionadas. Usamos este teste em alternativa ao teste *t-Student* uma vez que o pressuposto da normalidade não foi validado e também para o caso de amostras pequenas ($N < 30$).

2.3 Resumo Estatístico

A nossa amostra encontra-se caracterizada na Tabela 3. Apresentamos um breve resumo estatístico do EBIT realizado e do estimado na ausência de fusão, durante o período da nossa amostragem.

Sobre a amostra total, notamos que as empresas alcançam melhores resultados no segundo ano após as F&A, apresentando um EBIT médio realizado de €197,34 milhões (DP=2.186,33). No entanto, a partir de t+3 observa-se um declínio nos lucros médios realizados caindo para o EBIT médio de €44,00 milhões (DP=193,52) em t+5. De acordo com o EBIT estimado, na ausência de fusão, observamos que as empresas apresentam melhores resultados em t+1, em média o EBIT ascende a €128,72 milhões (DP = 1.654,36). Todavia observa-se um declínio nos resultados ao longo dos cinco anos de estudo, chegando mesmo a alcançar resultados negativos no ano t+5, ascendendo ao valor médio de €-37,92 milhões (DP = 541,86).

No geral observa-se que, em média as empresas envolvidas em F&A apresentam resultados satisfatórios ao longo dos cinco anos pós-fusão, o mesmo não se verifica nas empresas com ausência de fusão.

Tabela 3: Resumo da Média, Desvio-Padrão, Mínimo e Máximo relativamente aos valores do EBIT realizado e estimado na ausência de fusão, entre o período 2008 a 2015

Em Mn. €	N	EBIT Realizado				EBIT Estimado			
		M	DP	Min.	Máx.	M	DP	Min.	Máx.
Total									
t+1	178	160,72	1950,99	-1696,19	25958,70	128,72	1654,36	-2801,14	21878,64
t+2	142	197,34	2186,33	-1120,27	26029,75	121,98	1634,79	-4068,83	19012,07
t+3	109	161,18	1623,66	-847,08	16917,62	114,69	1137,76	-1092,13	11760,60
t+4	80	150,16	1232,78	-382,61	11015,91	84,01	576,11	-67,90	5140,89
t+5	61	44,00	193,52	-203,78	1411,78	-37,92	541,86	-4135,28	476,12
2008									
t+1	13	48,03	109,18	-33,23	371,40	36,69	91,01	-22,41	330,16
t+2	13	55,57	107,72	-0,63	342,51	41,13	94,51	-12,40	345,65
t+3	13	55,53	136,34	-61,50	445,30	45,52	95,73	-13,59	321,09
t+4	13	47,27	148,69	-244,35	384,39	53,63	94,35	-15,50	294,32
t+5	13	46,19	137,33	-203,78	358,86	40,04	94,35	-68,84	280,00
2009									
t+1	13	-2,85	51,70	-164,89	50,56	18,83	92,78	-112,35	305,07
t+2	13	-4,09	49,09	-159,86	44,79	19,59	92,78	-98,31	311,67
t+3	13	0,64	30,96	-87,89	54,38	31,39	133,72	-62,45	471,65
t+4	13	0,72	30,41	-87,29	52,84	12,50	73,79	-67,90	246,44
t+5	13	9,03	13,88	-3,83	44,5	32,23	126,35	-61,55	447,26
2010									
t+1	20	1330,88	5797,57	-18,50	25958,70	1118,44	4887,20	-66,48	21878,64
t+2	20	1317,74	5816,97	-81,28	26029,75	943,06	4253,25	-163,80	19012,07
t+3	20	846,64	3783,65	-309,18	16917,62	545,60	2644,55	-653,63	11760,60
t+4	20	567,64	2459,61	-8,90	11015,91	276,28	1147,85	-64,46	5140,89
t+5	20	87,33	320,22	-68,08	1411,78	-175,38	938,81	-4135,28	476,12
2011									
t+1	15	13,75	30,05	-14,28	96,19	11,37	27,16	-57,89	58,60
t+2	15	23,23	43,45	-21,32	146,35	15,91	26,44	-35,98	57,46
t+3	15	-8,53	92,89	-338,30	57,77	12,90	21,78	-32,11	57,25
t+4	15	-9,10	105,57	-382,61	71,61	13,33	19,12	-13,43	59,34
t+5	15	14,63	16,24	-1,06	56,34	16,98	20,98	-4,58	64,40
2012									
t+1	19	3,82	10,47	-10,13	42,27	3,62	16,03	-18,78	60,92
t+2	19	5,35	11,47	-1,36	47,87	3,21	14,82	-16,76	56,38
t+3	19	8,05	19,63	-4,03	82,37	4,62	13,02	-3,47	54,01
t+4	19	9,07	25,19	-13,08	104,55	7,14	14,85	-2,63	58,26
2013									
t+1	29	-32,8	323,06	-1696,19	189,9	-75,23	527,22	-2801,14	208,79
t+2	29	-13,94	217,32	-1120,27	177,19	-126,72	762,82	-4068,83	287,75
t+3	29	-4,13	169,19	-847,08	197,59	10,61	269,06	-1092,13	811,07
2014									
t+1	33	13,40	24,87	-7,28	112,19	20,57	51,99	-14,40	282,08
t+2	33	28,88	93,31	-9,32	532,21	31,70	110,68	-13,67	633,88
2015									
t+1	36	45,37	168,66	-6,55	974,84	30,12	81,45	-6,66	369,14

Na amostra completa, o EBIT realizado mais baixo ascende a €-1.696,19 milhões e corresponde a um negócio que ocorreu em 2013 entre a Noruega (empresa adquirida) e o Reino Unido (empresa adquirente), registrando estes resultados um ano após a fusão. Contudo, nos negócios com resultados mais baixos, verifica-se que há uma melhoria no EBIT realizado ao longo dos cinco anos após as F&A. Analisando as empresas na ausência de fusão observamos que o ano 2013 é, de igual modo, o ano que apresenta resultados mais negativos, registrando um EBIT estimado que ascende a €-4.135,28 milhões dois anos após a fusão.

Quanto às empresas que registaram resultados mais positivos, no geral, observamos uma melhoria no EBIT realizado durante o primeiro e segundo anos após as F&A transfronteiriças. O ano 2010 representa o ano com resultados mais positivos de toda a amostra, alcançando o EBIT máximo de €26.029,75 milhões em t+2 que corresponde a um negócio que ocorreu entre a Finlândia (empresa adquirida) e a Noruega (empresa adquirente). No entanto, como já referido, os resultados das empresas sofrem um declínio a partir de t+3, apresentando como EBIT máximo €1.411,78 milhões em t+5. Relativamente ao EBIT estimado na ausência de fusão, o valor máximo registado ocorreu em t+1 e ascende a €21.878,64 milhões. De forma semelhante, as empresas na ausência de fusão que registaram melhores resultados foram as que se fundiram em 2010.

Desta forma, verificamos que os negócios que ocorreram em 2010 foram os que apresentaram melhores resultados ao longo dos cinco anos, enquanto que, os que ocorreram em 2013 foram os que apresentaram resultados mais baixos de toda a amostra. Contudo, observa-se que as empresas apresentam um declínio nos seus resultados ao longo dos cinco anos após as F&A transfronteiriças.

3. Resultados

Nesta secção, apresentamos os principais resultados da nossa amostra completa e também, para os diferentes anos em que ocorreram as F&A transfronteiriças. O nosso principal objetivo é verificar se em média, as F&A transfronteiriças conseguem melhorar os resultados das empresas mais do que na ausência de fusão.

O tamanho da amostra diminui à medida que os anos vão avançando, como já referido anteriormente, sendo o ano 2015 o último ano da nossa amostra, as F&A transfronteiriças que ocorreram até 2011 terão dados disponíveis até t+5, as F&A transfronteiriças que ocorreram em 2012 terão dados disponíveis até t+4 e assim sucessivamente. O desempenho das empresas é medido através dos lucros, que no nosso estudo, representamos pelo EBIT.

A Tabela 4 ilustra as nossas descobertas relativamente aos efeitos das F&A transfronteiriças no desempenho das empresas.

Tabela 4: Efeito das F&A transfronteiriças no desempenho das empresas entre o período 2008 a 2015

Anos após F&A	N	EBIT		Teste Wilcoxon		Anos após F&A	N	EBIT		Teste Wilcoxon	
		Diferença em Mn. €	% Positivo	Z	p			Diferença em Mn. €	% Positivo	Z	p
Total						2011					
t+1	178	32,00	55,06	-0,949	0,343	t+1	15	2,38	66,67	-1,022	0,307
t+2	142	75,37	53,52	-1,577	0,115	t+2	15	7,31	66,67	-1,533	0,125
t+3	109	46,49	55,96	-1,622	0,105	t+3	15	-21,43	66,67	-0,625	0,532
t+4	80	66,14	61,25	-1,482	0,138	t+4	15	-22,44	73,33	-1,193	0,233
t+5	61	81,92	52,46	-0,506	0,613	t+5	15	-2,35	60,00	-0,398	0,691
2008						2012					
t+1	13	11,33	46,15	-0,105	0,917	t+1	19	0,20	57,89	-0,040	0,968
t+2	13	14,44	53,85	-0,454	0,650	t+2	19	2,14	52,63	-0,966	0,334
t+3	13	10,01	61,54	-0,594	0,552	t+3	19	3,43	47,37	-0,805	0,421
t+4	13	-6,36	46,15	-0,035	0,972	t+4	19	1,92	73,68	-1,529	0,126
t+5	13	6,16	46,15	-0,314	0,753						
2009						2013					
t+1	13	-21,68	61,54	-0,175	0,861	t+1	29	42,43	48,28	-0,335	0,738
t+2	13	-23,68	53,85	-0,314	0,753	t+2	29	112,79	41,38	-0,032	0,974
t+3	13	-30,75	61,54	-0,105	0,917	t+3	29	-14,75	44,83	-0,357	0,721
t+4	13	-11,77	61,54	-0,035	0,972	2014					
t+5	13	-23,20	61,54	-0,804	0,422	t+1	33	-7,17	60,61	-0,849	0,396
						t+2	33	-2,81	48,48	-0,152	0,879
2010						2015					
t+1	20	212,45	45,00	-0,336	0,737	t+1	36	15,24	55,56	-0,408	0,683
t+2	20	374,68	70,00	-2,203**	0,028						
t+3	20	301,04	65,00	-1,717*	0,086						
t+4	20	291,36	50,00	-0,709	0,478						
t+5	20	262,71	45,00	-0,187	0,852						

* Estatisticamente significativo ao nível de 10%.

** Estatisticamente significativo ao nível de 5%.

*** Estatisticamente significativo ao nível de 1%.

A diferença em Mn. € representa a diferença entre o EBIT realizado e o estimado através das Equações (1) e (2) em milhões de euros. Um número positivo significa que a fusão fez com que aumentassem os lucros, um número negativo implica que a fusão diminuiu os lucros. O *p-value* é a probabilidade de as diferenças observadas serem iguais a zero (teste bilateral) e a “% positivo” representa a percentagem de diferenças positivas entre os valores reais e os estimados.

Para a nossa amostra total, verificamos que a diferença média entre o EBIT realizado e o estimado é positiva nos cinco anos após as F&A transfronteiriças o que significa que as F&A permitiram um aumento dos lucros para as empresas. Contudo, para $\alpha=0,05$, não se observou uma melhoria estatisticamente significativa do EBIT realizado quando comparado com o EBIT na ausência de fusão. Em suma, observa-se uma melhoria no EBIT das empresas que se envolveram em F&A transfronteiriças, no entanto esta melhoria não é significativa. Diante do exposto podemos afirmar que as F&A transfronteiriças em geral, não trazem melhorias nos resultados quando comparado com as empresas da mesma indústria. Este achado não vai de encontro aos resultados obtidos por Gugler et al. (2003) que no seu estudo obteve diferenças médias significativamente diferentes de zero.

As percentagens de rentabilidade com base no EBIT apresentam-se acima dos 50% ao longo dos cinco anos após as F&A transfronteiriças, o que significa que a maioria das empresas da nossa amostra obtiveram lucros realizados superiores aos estimados com base nas empresas da mesma indústria. Os resultados encontrados relativamente à percentagem de positivos, vão de encontro aos resultados obtidos por Gugler et al. (2003).

A análise por ano de F&A transfronteiriças demonstra que as diferenças médias apenas são estatisticamente significativas para as F&A que ocorreram em 2010 para t+2 e t+3 a um nível de significância de 5% e 10%, respetivamente, apresentando uma diferença média que ascende a €374,68 milhões em t+2 e a €301,04 milhões em t+3. O ano 2010 é o ano que apresenta, ao longo dos cinco anos, uma diferença média positiva mais elevada, em valor absoluto, entre o EBIT realizado e o estimado. Deste modo podemos dizer que as F&A transfronteiriças que ocorreram em 2010 conseguem melhorar significativamente os resultados das empresas, em t+2 e em t+3, mais do que na ausência de fusão. Pelo contrário em contraste, o ano 2009 apresenta uma diferença média ente o EBIT realizado e estimado negativa aumentando gradualmente, em valor absoluto, nos três primeiros anos. No entanto, o EBIT realizado não é significativamente inferior ao EBIT estimado. No ano t+5 a diferença média negativa ascende a €23,20 milhões.

O período da nossa amostragem, como já referido anteriormente, coincide com o período da última crise financeira sentida a nível mundial. Como mencionam alguns autores as F&A ocorrem em ondas seguindo de perto os desenvolvimentos cíclicos na economia mundial (Coeurdacier et al., 2009; Gort, 1969), de facto esta crise financeira influenciou o comportamento das F&A durante este período o que se reflete nos nossos resultados. Por este motivo, podemos afirmar pelos resultados obtidos em 2009 sugerem o declínio sentido após a queda livre em que entraram o comércio mundial, a produção industrial, os preços dos ativos e a disponibilidade de crédito a nível mundial. Todavia em 2010 os resultados obtidos sugerem uma inversão desta tendência, observando-se uma recuperação e crescimento da economia mundial.

Quanto às percentagens de positivos realçamos o ano de F&A 2011, que apesar de apresentar uma diferença média positiva apenas nos dois primeiros anos pós-fusão (não representando uma melhoria significativa), regista uma percentagem igual ou superior a 60% durante os cinco anos após as F&A transfronteiriças, chegando a registar uma percentagem de 73% de empresas com lucros realizados superiores aos estimados em $t+4$. Em contrapartida as empresas que se fundiram em 2013 apresentaram uma percentagem de resultados positivos inferiores a 50% em todos os anos após as F&A transfronteiriças. Tal facto significa que a maioria das empresas obtiveram lucros realizados inferiores aos estimados com base nas empresas da mesma indústria.

Mediante o exposto não podemos dizer que as F&A transfronteiriças em geral, conseguem melhorar significativamente os resultados das empresas mais do que na ausência de fusão. Este achado confirma os resultados obtidos por Mueller (1997) que na sua investigação resumiu os resultados de vinte estudos e concluiu que a maioria dos estudos encontra resultados estatisticamente insignificantes ao investigar a lucratividade das F&A transfronteiriças. Em suma, os resultados encontrados não são estatisticamente significativos, no entanto as diferenças entre o EBIT realizado e o estimado tendem a ser positivas.

Nesta secção recorreremos ainda ao teste de *Friedman* para analisar a evolução do EBIT realizado ao longo dos cinco anos após as F&A transfronteiriças (Tabela 5).

Tabela 5: Evolução do EBIT realizado ao longo dos cinco anos após as F&A transfronteiriças

	N	Classificações Médias EBIT realizado					Teste de Friedman	
		t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	χ^2	p
Total	61	2,77	2,92	2,93	3,00	3,38	5,023	0,285
2008	13	2,31	2,92	2,62	3,31	3,85	7,508	0,111
2009	13	3,08	2,77	2,77	3,08	3,31	1,108	0,893
2010	20	2,90	3,25	3,05	2,85	2,95	0,800	0,938
2011	15	2,73	2,60	3,20	2,87	3,60	3,893	0,421
2012	19	2,26	2,26	2,68	2,79	-	2,621	0,454
2013	29	2,03	1,97	2,00	-	-	0,069	0,966

* Estatisticamente significativo ao nível de 10%.

** Estatisticamente significativo ao nível de 5%.

*** Estatisticamente significativo ao nível de 1%.

Na Tabela 5 podemos observar que a evolução do EBIT realizado das empresas da nossa amostra, em geral apresentam uma melhoria ao longo dos cinco anos após as F&A transfronteiriças. No entanto, não se observam resultados estatisticamente significativos o que nos leva a concluir que não ocorreu uma alteração significativa na evolução do EBIT ao longo dos cinco anos.

No presente estudo, os resultados estão apresentados sem a eliminação de *outliers*⁵. Alguns autores defendem que não devemos rejeitar os dados simplesmente porque são inconsistentes com os restantes, acrescentam que a eliminação de *outliers* apenas faz sentido em certos casos (Figueira, 1998). Argumentam que ao rejeitar dados que saem da normalidade estamos a enviesar a amostra para o que se considera como normal. A principal variável usada no presente estudo é o EBIT das empresas envolvidas em F&A transfronteiriças durante o período de 2008 a 2015. Dado que esta variável representa um valor financeiro real declarado pelas respetivas empresas consideramos que não faz sentido estar a eliminar da amostra empresas que obtiveram ou resultados muito positivos ou resultados muito negativos. Uma razão que nos levaria a ponderar a eliminação de *outliers* seria o facto de existirem acontecimentos que afetam certas empresas, mas que não afetam as restantes. No entanto, tendo em conta que o nosso período da amostragem abrange o

⁵ *Outliers* são observações que apresentam um grande afastamento das restantes ou são inconsistentes com elas, também são designadas por observações "anormais", contaminantes, estranhas, extremas ou aberrantes. A definição de *outlier* não é fácil como se pode verificar pelas definições dadas por alguns autores (Anscombe & Guttman, 1960; Beckman & Cook, 1983; Grubbs, 1969; Mu, 1990; Garcia, Moreno-Rebollo, & Pascual-Acosta, 1990; Rousseeuw & van Zomeren, 1990).

período da recente crise que se fez sentir a nível mundial, consideramos que os acontecimentos que ocorreram neste período afetaram de uma forma negativa ou positiva as empresas em geral. Por este motivo consideramos que seria interessante analisar a amostra total sem excluir as empresas que saem da normalidade.

Contudo, apresentamos ainda nesta secção uma comparação dos resultados obtidos da nossa amostra com e sem *outliers*, com o objetivo de demonstrar as diferenças encontradas. Os *outliers* foram identificados por observação dos gráficos de Boxplot (ver Anexos). Na amostra completa foram detetados cinco negócios considerados *outliers* em que três deles ocorreram em 2008 e dois ocorreram em 2010. Procedemos à eliminação dos *outliers* ficando assim, a nossa amostra reduzida a 173 negócios.

Na Tabela 6 apresentamos uma comparação dos resultados obtidos pelo teste de *Wilcoxon* apenas para os anos em que se verificaram as diferenças devido à eliminação dos *outliers*. As restantes tabelas que apresentam um breve resumo estatístico da amostra e o teste de *Friedman* sem *outliers* encontram-se no apêndice.

Tabela 6: Efeito das F&A transfronteiriças no desempenho das empresas, uma comparação com e sem *outliers*

Anos após F&A	N	EBIT (com outliers)		Teste Wilcoxon		Anos após F&A	N	EBIT (sem outliers)		Teste Wilcoxon	
		Diferença em Mn. €	% Positivo	Z	p			Diferença em Mn. €	% Positivo	Z	p
Total						Total					
t+1	178	32,00	55,06	-0,949	0,343	t+1	173	30,95	54,91	-0,834	0,404
t+2	142	75,37	53,52	-1,577	0,115	t+2	137	73,36	52,55	-1,166	0,244
t+3	109	46,49	55,96	-1,622	0,105	t+3	104	40,39	54,81	-1,258	0,208
t+4	80	66,14	61,25	-1,482	0,138	t+4	75	73,97	61,33	-1,463	0,144
t+5	61	81,92	52,46	-0,506	0,613	t+5	56	88,02	51,79	-0,383	0,701
2008						2008					
t+1	13	11,33	46,15	-0,105	0,917	t+1	10	-2,52	40,00	-0,561	0,575
t+2	13	14,44	53,85	-0,454	0,650	t+2	10	-2,21	50,00	-0,255	0,799
t+3	13	10,01	61,54	-0,594	0,552	t+3	10	2,46	60,00	-0,357	0,721
t+4	13	-6,36	46,15	-0,035	0,972	t+4	10	-3,90	40,00	-0,459	0,646
t+5	13	6,16	46,15	-0,314	0,753	t+5	10	-7,85	40,00	-0,051	0,959
2010						2010					
t+1	20	212,45	45,00	-0,336	0,737	t+1	18	226,62	44,44	-0,327	0,744
t+2	20	374,68	70,00	-2,203**	0,028	t+2	18	391,74	66,67	-1,764*	0,078
t+3	20	301,04	65,00	-1,717*	0,086	t+3	18	292,20	61,11	-1,198	0,231
t+4	20	291,36	50,00	-0,709	0,478	t+4	18	335,55	50,00	-0,806	0,420
t+5	20	262,71	45,00	-0,187	0,852	t+5	18	296,92	44,44	-0,196	0,845

* Estatisticamente significativo ao nível de 10%.

** Estatisticamente significativo ao nível de 5%.

*** Estatisticamente significativo ao nível de 1%.

A nossa amostra completa sem *outliers* continua a apresentar uma diferença média positiva entre o EBIT realizado e o estimado nos cinco anos após as F&A transfronteiriças, demonstrando que se verifica um aumento dos lucros para as empresas. Contudo, verifica-se que esta melhoria do EBIT realizado quando comparado com o EBIT na ausência de fusão não é estatisticamente significativa como já tínhamos observado na análise com *outliers*.

As percentagens de rentabilidade com base no EBIT na amostra sem *outliers* continua acima dos 50% ao longo dos cinco anos após as F&A transfronteiriças, demonstrando que sem *outliers* a maioria das empresas da nossa amostra continuam a apresentar lucros realizados superiores aos estimados com base nas empresas da mesma indústria.

No que diz respeito aos resultados obtidos por ano de F&A notamos algumas diferenças na amostra sem *outliers* no ano 2008. Verificamos que as diferenças médias entre o EBIT realizado e o estimado são negativas na maioria dos anos após as F&A transfronteiriças o que demonstra um declínio nos lucros, enquanto que a amostra com *outliers* apresenta resultados positivos na maioria dos anos após as F&A transfronteiriças.

Desta forma podemos dizer que no geral, não se verificaram alterações relevantes nos resultados obtidos com a eliminação dos *outliers*. Confirmamos que as F&A transfronteiriças em geral, não trazem melhorias nos resultados quando comparado com as empresas da mesma indústria, mas que as diferenças entre o EBIT realizado e o estimado tendem a ser positivas.

4. Conclusões

As F&A transfronteiriças têm assumido grande importância nas últimas décadas devido ao rápido crescimento do comércio global e ao forte aumento dos fluxos de investimento internacional. Com a realização deste estudo, o nosso principal objetivo é analisar os efeitos que as F&A transfronteiriças têm na performance das empresas, ou seja, analisar se as empresas que se envolvem em fusões aumentam os seus lucros mais do que na ausência de fusão. Desta forma, examinamos os negócios de F&A transfronteiriças, anunciadas e concluídas no continente Europeu, no período de 2008 a 2015 e para determinar os efeitos das F&A transfronteiriças na performance das empresas analisamos a evolução dos lucros através do EBIT ao longo de cinco anos após as F&A transfronteiriças. Deste modo, começamos por calcular os lucros que as duas empresas envolvidas na fusão teriam obtido na ausência da fusão e, posteriormente, procedemos à sua comparação com o EBIT realizado pelas empresas envolvidas na fusão.

O método que usamos no nosso estudo foi desenvolvido por Gugler et al. (2003) que na sua investigação realizou uma comparação a nível mundial dos lucros e das vendas com o objetivo de determinar os efeitos das fusões na eficiência e no poder de mercado. Estes autores descobriram que a maioria das F&A resultam em lucros acima dos estimados. Os nossos resultados mostram que a diferença média entre o EBIT realizado e o estimado é positiva nos cinco anos após as F&A transfronteiriças o que significa que as F&A são geralmente lucrativas pelo menos nos cinco primeiros anos após as F&A transfronteiriças. No entanto, a maioria das diferenças entre médias não são estatisticamente significativas cujo *p-value* do teste foi superior a 0,05 o que indica uma melhoria que não é estatisticamente significativa do EBIT das empresas que se fundiram quando comparado com o EBIT na ausência de fusão. Assim para $\alpha=0,05$ não rejeitamos a hipótese nula de inexistência de diferenças entre as duas distribuições EBIT realizado vs. EBIT estimado ou, de forma equivalente, que as diferenças médias não são significativamente diferentes de zero. Os resultados encontrados relativamente à percentagem de positivos indicam que a maioria das empresas da nossa amostra obtiveram lucros realizados superiores aos estimados, uma vez que ao longo dos cinco anos após as F&A transfronteiriças as percentagens de rentabilidade com base no EBIT apresentam-se acima dos 50%.

Na nossa análise por ano de F&A podemos realçar o ano 2010 por ser o ano que apresenta ao longo dos cinco anos após as F&A transfronteiriças uma diferença média

positiva mais elevada, em valor absoluto, entre o EBIT realizado e o estimado de toda a amostra. Verifica-se ainda que as diferenças médias são estatisticamente significativas para $t+2$ e $t+3$ a um nível de significância de 5% e 10%, respetivamente. Podemos assim afirmar que as F&A transfronteiriças que ocorreram em 2010 conseguem melhorar significativamente os resultados das empresas, em $t+2$ e em $t+3$, mais do que na ausência de fusão.

Os resultados obtidos pelo teste de *Friedman* indicam que a evolução do EBIT realizado das empresas da nossa amostra, em geral apresentam uma melhoria ao longo dos cinco anos após as F&A transfronteiriças. No entanto, também não se observam resultados estatisticamente significativos o que indica que não ocorreu uma alteração significativa na evolução do EBIT ao longo dos cinco anos.

Podemos finalmente concluir que as F&A transfronteiriças em geral, não trazem melhorias significativas nos lucros para as empresas quando comparado com as empresas da mesma indústria, portanto os nossos resultados não confirmam os resultados obtidos por Gugler et al. (2003) que no seu estudo obteve diferenças médias significativamente diferentes de zero. Todavia os resultados encontrados relativamente à percentagem de positivos, vão de encontro aos resultados obtidos pelo autor.

Em suma, não podemos afirmar que as F&A transfronteiriças conseguem melhorar significativamente os resultados das empresas mais do que na ausência de fusão o que confirma os achados de Mueller (1997) que resumiu os resultados de vinte estudos e concluiu que a maioria dos estudos encontra resultados estatisticamente insignificantes ao investigar a lucratividade das F&A. Face ao exposto podemos dizer que os resultados encontrados não são estatisticamente significativos, no entanto as diferenças entre o EBIT realizado e o estimado tendem a ser positivas.

Os resultados obtidos neste trabalho podem estar influenciados pelo efeito da crise e pelo reduzido tamanho da amostra. Possivelmente utilizando outro período temporal e uma amostra maior, os resultados poderiam ser mais significativos. Contudo este estudo constitui uma importante contribuição para a literatura existente na medida que nos permite perceber a existência de outros fatores, além da maximização do valor para o acionista, que influenciam as decisões estratégicas. Pois se as F&A transfronteiriças não conseguem melhorar significativamente os resultados das empresas mais do que na ausência de fusão, significa que existem outros incentivos e objetivos estratégicos por parte da gestão que impulsionam a ocorrência de F&A transfronteiriças.

5. Limitações do Estudo e Perspetivas Futuras

Com a realização desta investigação analisamos os efeitos das F&A transfronteiriças na performance das empresas através da evolução do EBIT, contudo existem algumas limitações neste estudo que podem influenciar os resultados e que poderão ser consideradas em estudos adicionais. A principal dificuldade encontrada foi a impossibilidade de obter os dados financeiros consolidados das empresas da nossa amostra. Existem transações entre as empresas do grupo que influenciam o EBIT e como tal, deveriam ser anuladas para que os resultados das empresas fossem apresentados de forma mais rigorosa. Com dados financeiros consolidados seria possível complementar a análise de uma forma mais precisa. Além desta dificuldade deparamo-nos com um número limitado de observações devido aos critérios impostos principalmente quando especificámos a amostra por anos de F&A.

Estudos posteriores poderão usar um conjunto de dados diferente de forma a contornar o problema de amostras pequenas, talvez usando um período temporal mais alargado ou analisando um maior número de países. Seria interessante usar outros períodos de estimativa excluindo o período de crise ou reexaminar os resultados comparando os efeitos das F&A durante um período de crise e de não crise. Seria ainda interessante examinar indústrias específicas em diferentes países. Relativamente à metodologia recorreremos à fórmula de Gugler et al. (2003) mas também se poderiam usar outros métodos, nomeadamente métodos econométricos, dos quais se poderiam obter resultados mais significativos.

Em suma, as F&A transfronteiriças envolvem muitos desafios tanto a nível da economia global como a nível estratégico e apesar de pesquisas anteriores revelarem resultados importantes, com a crescente globalização as suas características e motivos alteram ao longo do tempo. Ainda existem muitas áreas dentro do tema das F&A que exigem mais desenvolvimento teórico e empírico. Considerando os resultados obtidos neste estudo, seria interessante desenvolver um estudo mais exaustivo no sentido de perceber melhor os incentivos e objetivos estratégicos por parte da gestão que impulsionam a ocorrência de F&A transfronteiriças. Acreditamos que mais pesquisas nesta área podem trazer contribuições significativas para estudiosos e profissionais.

Apêndice

Nesta secção apresentamos a caracterização sem *outliers* da amostra total e dos anos de F&A transfronteiriças em que se procedeu à eliminação dos *outliers* (2008 e 2010). Fornecemos um breve resumo estatístico do valor de negócio e do EBIT realizado e estimado na ausência de fusão, entre o período de 2008 a 2015.

1. Estatística resumida dos valores dos negócios, sem *outliers*

	N	M	DP	Min.	Máx.
Total	37	537,42	2792,51	0,57	16983,07
2008	3	42,74	67,56	1,44	120,71
2010	4	30,57	23,17	7,27	62,39

2. Resumo da Média, Desvio-Padrão, Mínimo e Máximo relativamente aos valores do EBIT realizado e estimado, na ausência de fusão, sem *outliers*

	N	EBIT Real				EBIT Estimado			
		M	DP	Min.	Máx.	M	DP	Min.	Máx.
Total									
t+1	173	160,27	1978,96	-1696,19	25958,7	129,32	1678,10	-2801,14	21878,64
t+2	137	197,46	2226,05	-1120,27	26029,75	124,10	1664,22	-4068,83	19012,07
t+3	104	160,42	1662,18	-847,08	16917,62	120,03	1162,35	-1092,13	11760,60
t+4	75	151,64	1272,53	-382,61	11015,91	77,67	593,97	-67,90	5140,89
t+5	56	32,44	188,91	-68,08	1411,78	-55,58	559,47	-4135,28	447,26
2008									
t+1	10	11,50	19,29	-3,81	62,65	14,02	22,56	-12,59	67,77
t+2	10	11,88	14,48	-0,63	43,00	14,09	23,26	-12,40	69,52
t+3	10	9,46	9,96	-2,28	23,94	7,00	13,54	-1,36	24,72
t+4	10	21,97	43,65	-1,09	144,55	25,87	64,95	-15,50	207,30
t+5	10	16,97	23,19	0,53	80,35	24,82	62,02	-14,08	197,61
2010									
t+1	18	1458,07	6114,94	-18,50	25958,70	1231,44	5153,57	-66,48	21878,64
t+2	18	1443,74	6135,89	-81,28	26029,75	1052,00	4482,28	-65,27	19012,07
t+3	18	926,43	3991,57	-309,18	16917,62	634,23	2777,46	-256,04	11760,60
t+4	18	617,13	2595,22	-8,90	11015,91	281,58	1212,87	-64,46	5140,89
t+5	18	72,78	335,04	-68,08	1411,78	-224,14	977,02	-4135,28	158,68

Apresentamos ainda a evolução do EBIT realizado ao longo dos cinco anos após as F&A transfronteiriças recorrendo ao teste de *Friedman*.

3. Evolução do EBIT realizado ao longo dos cinco anos após as F&A transfronteiriças, sem *outliers*

	N	Classificações Médias EBIT real					Teste de Friedman	
		t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	χ^2	p
Total	56	2,77	2,93	2,91	3,02	3,38	4,657	0,324
2008	10	2,20	3,00	2,30	3,40	4,10	10,000	0,040**
2010	18	2,89	3,28	3,11	2,89	2,83	1,022	0,906

* Estatisticamente significativo ao nível de 10%.

** Estatisticamente significativo ao nível de 5%.

*** Estatisticamente significativo ao nível de 1%.

Referências Bibliográficas

- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120. doi:10.1257/jep.15.2.103
- Anscombe, F. J., & Guttman, I. (1960). Rejection of Outliers. *Technometrics*, 2(2), 123-147. doi:10.2307/1266540
- Beckman, R. J., & Cook, R. D. (1983). Outlier.....s. *Technometrics*, 25(2), 119-149. doi:10.1080/00401706.1983.10487840
- Belcher, T., & Nail, L. (2000). Integration problems and turnaround strategies in a cross-border merger a clinical examination of the Pharmacia-Upjohn merger. *International Review of Financial Analysis*, 9(2), 219-234. doi:[https://doi.org/10.1016/S1057-5219\(00\)00034-X](https://doi.org/10.1016/S1057-5219(00)00034-X)
- Benou, G., Gleason, K. C., & Madura, J. (2007). Impact of visibility and investment advisor credibility on the valuation effects of high-tech cross-border acquisitions. *Financial Management*, 36(1), 69-89.
- Bradley, M., Desai, A., & Kim, E. H. (1983). The rationale behind interfirm tender offers - Information or synergy. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 183-206. doi:10.1016/0304-405x(83)90010-7
- Campa, J. M., & Hernando, I. (2004). Shareholder value creation in European M&As. *European Financial Management*, 10(1), 47-81. doi:doi:10.1111/j.1468-036X.2004.00240.x
- Coeurdacier, N., De Santis, R. A., & Aviat, A. (2009). Cross-border mergers and acquisitions and European integration. *Economic Policy*(57), 51. doi:10.1111/j.1468-0327.2009.00218.x
- Colombo, G., Conca, V., Buongiorno, M., & Gnan, L. (2007). Integrating cross-border acquisitions: A process-oriented approach. *Long Range Planning*, 40(2), 202-222. doi:<https://doi.org/10.1016/j.lrp.2007.04.004>
- Comissão Europeia (2013). Mergers. Retrieved from http://ec.europa.eu/competition/mergers/overview_en.html
- Comment, R., & Jarrell, G. A. (1995). Corporate focus and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 67-87. doi:10.1016/0304-405x(94)00777-x
- Figueira, M. M. C. (1998). Identificação de outliers. *Millenium - Journal of Education, Technologies, and Health*.

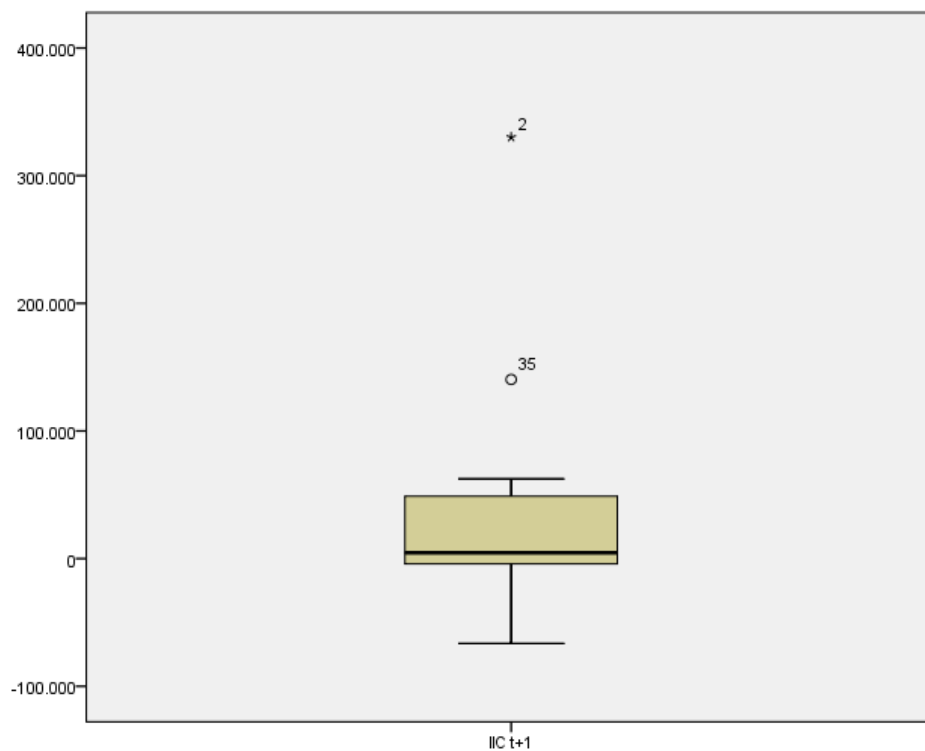
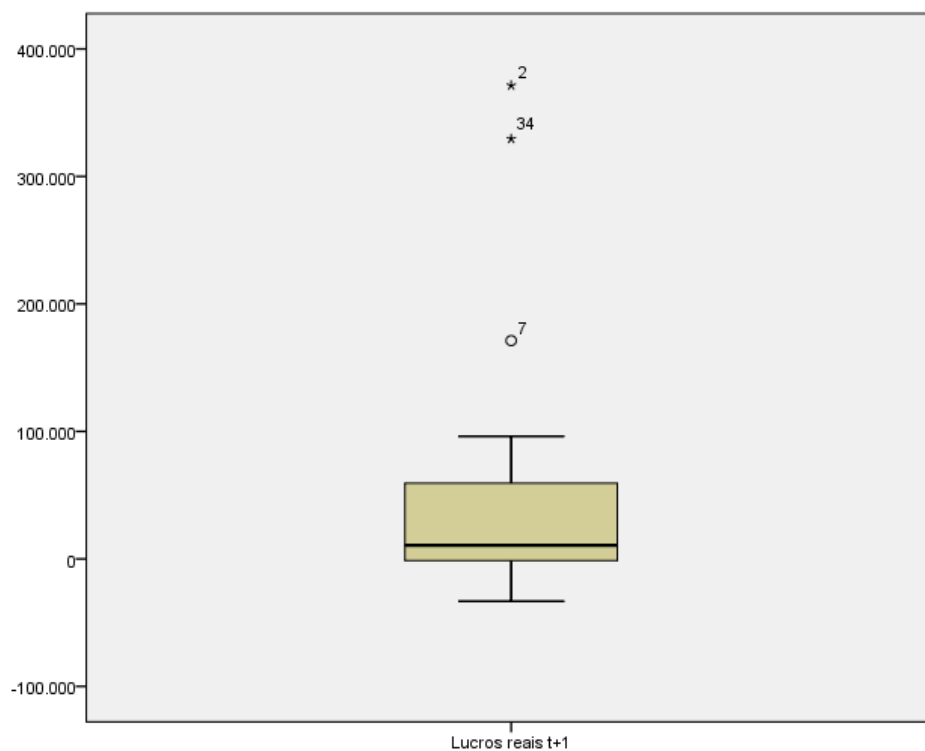
- Gort, M. (1969). An economic disturbance theory of mergers. *The Quarterly Journal of Economics*, 83(4), 624-642. doi:10.2307/1885453
- Grubbs, F. E. (1969). Procedures for detecting outlying observations in samples. *Technometrics*, 11(1), 1-21. doi:10.1080/00401706.1969.10490657
- Gugler, K., Mueller, D. C., Yurtoglu, B. B., & Zulehner, C. (2003). The effects of mergers: An international comparison. *International Journal of Industrial Organization*, 21(5), 625-653. doi:10.1016/s0167-7187(02)00107-8
- Harford, J. (2005). What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*, 77(3), 529-560. doi:10.1016/j.jfineco.2004.05.004
- Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers. *Journal of Financial Economics*, 31(2), 135-175. doi:10.1016/0304-405x(92)90002-f
- Hopkins, H. D. (2008). Cross-border mergers and acquisitions: Do strategy or post-merger integration matter? *International Management Review*, 4(1), 5-10.
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 5-50. doi:[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90004-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90004-1)
- Kang, N., & Johansson, S. (2000). *Cross-border mergers and acquisitions*: OECD Publishing.
- Klimek, A. (2011). Greenfield foreign direct investment versus cross-border mergers and acquisitions the evidence of multinational firms from emerging countries. *Eastern European Economics*, 49(6), 60-73. doi:10.2753/eee0012-8775490604
- Litavcova, E., Heckova, J., & Chapcakova, A. (2017). Cross-border mergers and acquisitions as efficient management tool of capital allocation within European area. *Polish Journal of Management Studies*, 16(1), 94-104. doi:10.17512/pjms.2017.16.1.08
- Marôco, J. (2014). *Análise Estatística com o SPSS Statistics. 6.ª edição* (L. ReportNumber Análise e Gestão de Informação Ed. 6.ª edição ed.).
- Mateev, M., & Andonov, K. (2016). Do cross-border and domestic bidding firms perform differently? New evidence from continental Europe and the UK. *Research in International Business and Finance*, 37, 327-349. doi:10.1016/j.ribaf.2016.01.001
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions. *Journal of Finance*, 45(1), 31-48. doi:10.2307/2328808

- Mu, X. F., Oz-Garcia, J., Moreno-Rebollo, J. L., & Pascual-Acosta, A. (1990). Outliers: A formal approach. *International Statistical Review / Revue Internationale de Statistique*, 58(3), 215-226. doi:10.2307/1403805
- Mueller, D. C. (1997). Merger policy in the United States: A reconsideration. *Review of Industrial Organization*, 12(5/6), 655-685.
- Neary, J. P. (2007). Cross-border mergers as instruments of comparative advantage. *Review of Economic Studies*, 74(4), 1229-1257. doi:10.1111/j.1467-937X.2007.00466.x
- Nocke, V., & Yeaple, S. (2007). Cross-border mergers and acquisitions vs. greenfield foreign direct investment: The role of firm heterogeneity. *Journal of International Economics*, 72(2), 336-336-365. doi:10.1016/j.jinteco.2006.09.003
- OECD. (2016). *Development Co-operation Report 2016: The sustainable development goals as business opportunities*. In. Retrieved from <http://dx.doi.org/10.1787/dcr-2016-en>
doi:<http://dx.doi.org/10.1787/dcr-2016-en>
- Ravenscraft, D. J., & Scherer, F. M. (1989). The profitability of mergers. *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), 101-116. doi:10.1016/0167-7187(89)90048-9
- Rousseeuw, P. J., & van Zomeren, B. C. (1990). Unmasking multivariate outliers and leverage points. *Journal of the American Statistical Association*, 85(411), 633-639. doi:10.2307/2289995
- Seth, A., Song, K. P., & Pettit, R. (2000). Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of U.S. firms. *Journal of International Business Studies*, 31(3), 387-405.
- Seth, A., Song, K. P., & Pettit, R. R. (2002). Value creation and destruction in cross-border acquisitions: An empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms. *Strategic Management Journal*, 23(10), 921-940. doi:doi:10.1002/smj.264
- Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D., & Pisano, V. (2004). Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. *Journal of International Management*, 10(3), 307-353. doi:<https://doi.org/10.1016/j.intman.2004.05.005>
- Stoddard, O., & Noy, I. (2015). Fire-sale FDI? The impact of financial crises on foreign direct investment. *Review of Development Economics*, 19(2), 387-399. doi:10.1111/rode.12149

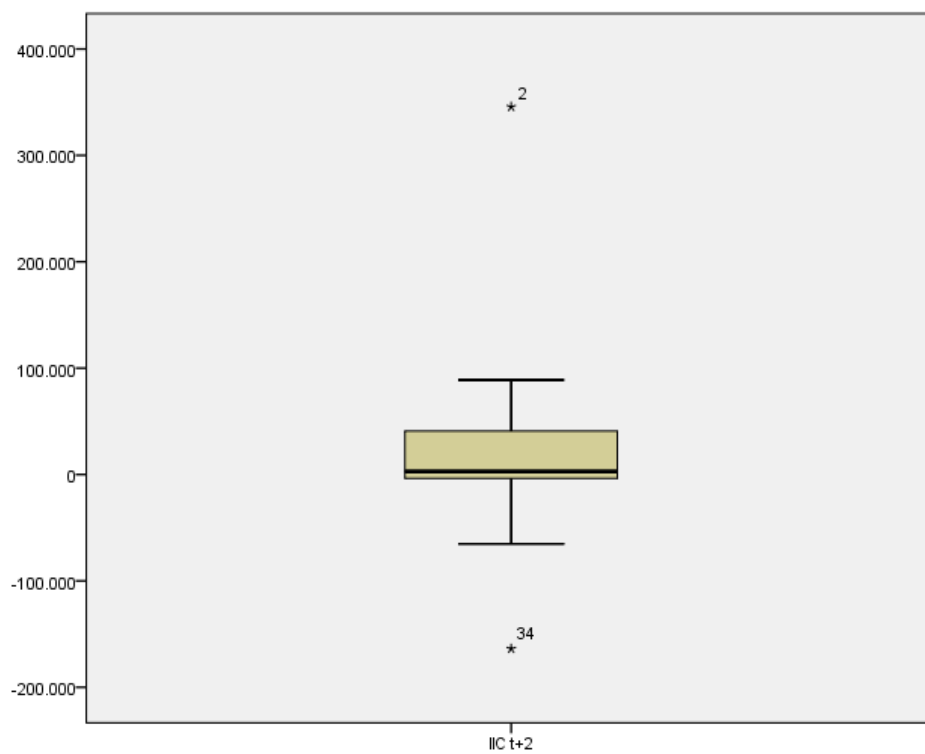
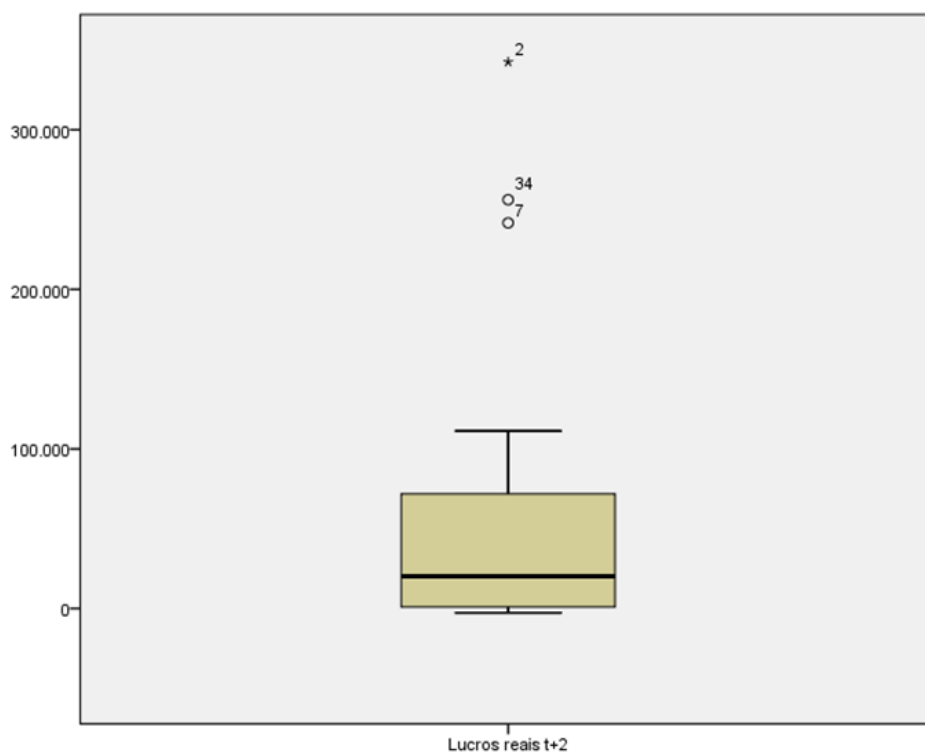
- UNCTAD. (2011). *World Investment Report 2011: Non-equity modes of international production and development*. In. Retrieved from <http://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=84>
- UNCTAD. (2017). *World Investment Report 2017: Investment and the digital economy*. In. Retrieved from http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2017_en.pdf
- Voesenek, A. A. (2014). *The effects of mergers and acquisitions on firm performance: An international comparison between the non-crisis and crisis period*. (Master Thesis Finance), Tilburg School of Economics and Management, Retrieved from <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=134581>

Anexos

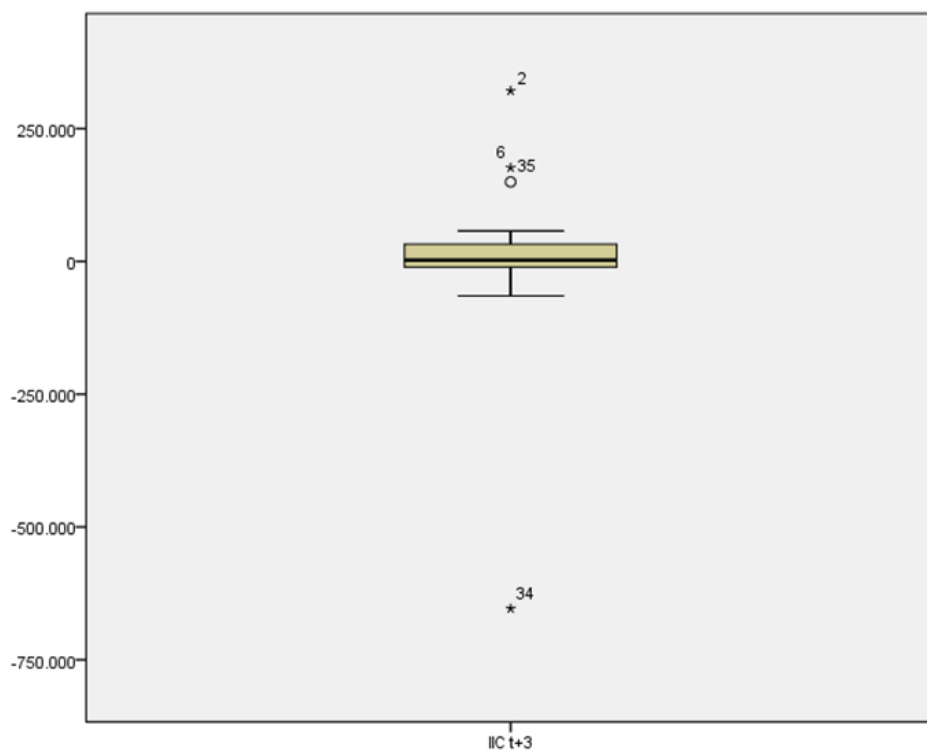
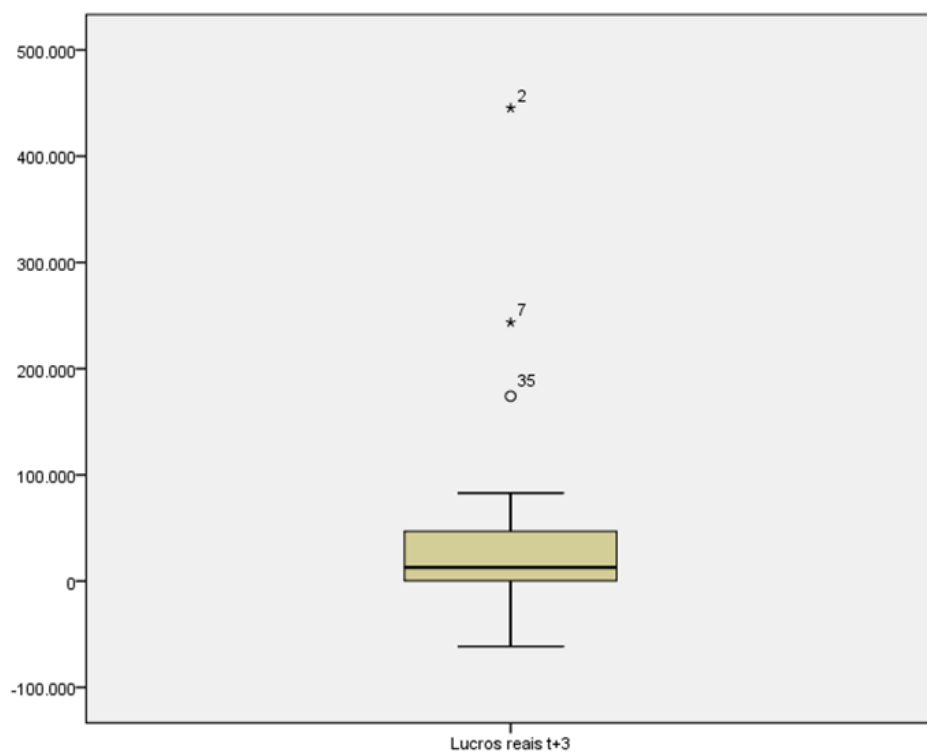
Anexo 1: Gráficos de Boxplot do EBIT realizado e do estimado na ausência de fusão, no ano $t+1$



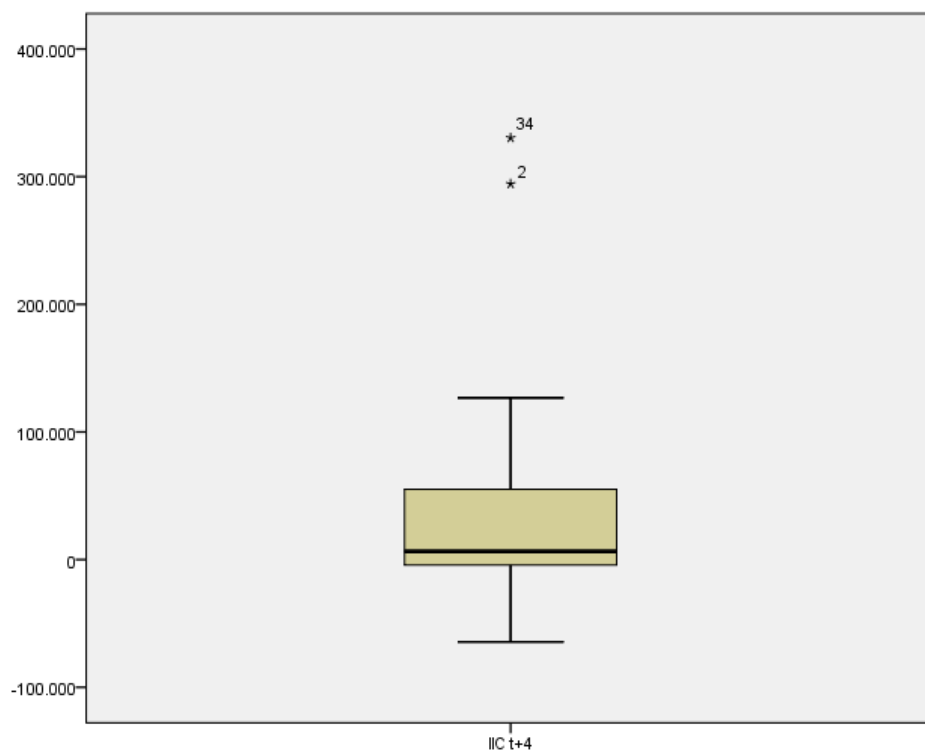
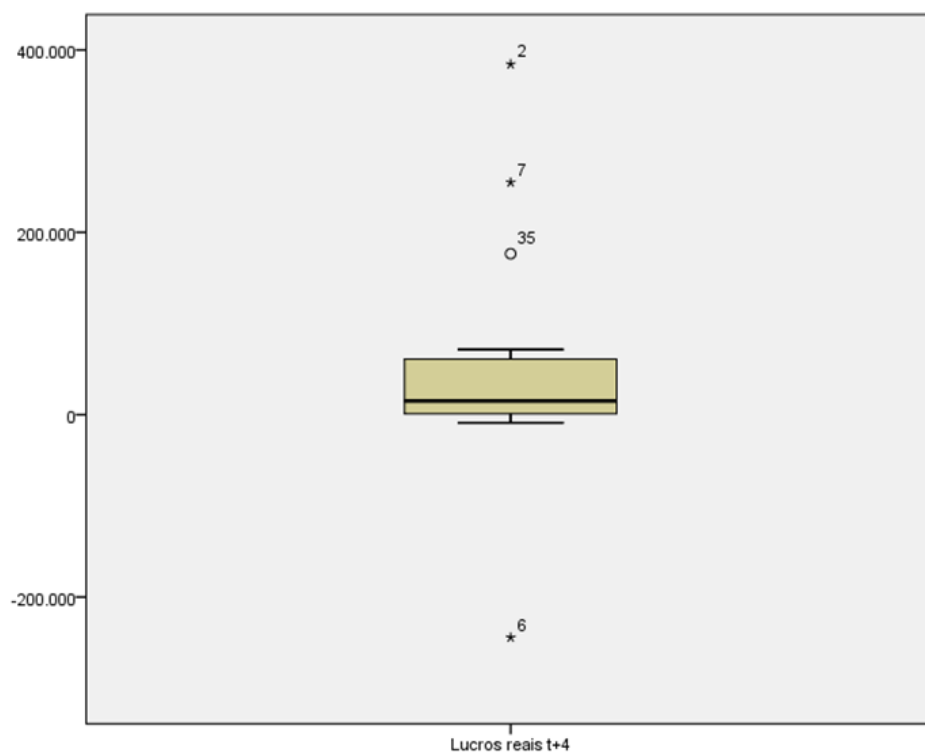
Anexo 2: Gráficos de Boxplot do EBIT realizado e do estimado na ausência de fusão, no ano t+2



Anexo 3: Gráficos de Boxplot do EBIT realizado e do estimado na ausência de fusão, no ano t+3



Anexo 4: Gráficos de Boxplot do EBIT realizado e do estimado na ausência de fusão, no ano t+4



Anexo 5: Gráficos de Boxplot do EBIT realizado e do estimado na ausência de fusão, no ano t+5

