
EFEITOS DAS AQUISIÇÕES NO MERCADO IBÉRICO: ANÁLISE
FINANCEIRA ÀS EMPRESAS

Pedro Miguel Monteiro Silva

Dissertação

Mestrado em Economia e Administração de Empresas

Orientado por

Prof. Doutor Abel Luís da Costa Fernandes

2019

Agradecimentos

A realização deste trabalho não seria possível sem a orientação, sem os conhecimentos, sem a disponibilidade, sem o apoio de todos que de uma forma direta ou indireta me ajudaram a concluir esta dissertação, merecendo da minha parte o mais sincero agradecimento.

Em primeiro lugar quero agradecer ao meu orientador Prof. Doutor Abel Luís da Costa Fernandes, por ter aceite a proposta de orientar esta dissertação, tendo sempre demonstrado uma enorme disponibilidade, interesse e empenho na mesma. Um agradecimento a todos os professores do Mestrado em Economia e Administração de Empresas que transmitiram os seus conhecimentos e experiências fornecendo-me bases para a concretização deste trabalho.

Agradeço a toda a minha família, grupo de trabalho e amigos que sempre me apoiaram incondicionalmente neste percurso. Um muito obrigado, pela paciência, pelas palavras de incentivo e por todo o apoio emocional que foi fundamental para alcançar este objetivo.

Um enorme obrigado a Cláudia dos Santos Teixeira, pela sua amizade, preocupação e persistência na continuação dos meus estudos num Mestrado, que me possibilitou a realização desta dissertação.

Resumo

Fusões e aquisições assumem-se como medidas estratégicas de expansão e diversificação de atividades por parte das empresas com o objetivo de alcançarem vantagens competitivas e consolidarem o seu crescimento, sendo que estas operações produzem diversas alterações nas empresas envolvidas e nos mercados em que se encontram.

Neste estudo examinamos e avaliamos as alterações que as F&A transfronteiriças têm na *performance* das empresas portuguesas e espanholas que realizaram operações deste género entre si, no período de 2007 a 2016, analisando o seu impacto através de dados contabilísticos com incidência nos indicadores de rentabilidade, liquidez e posição de alavancagem. São também analisados aspetos determinantes das F&A que possam determinar os resultados pós- fusão ou aquisição.

Para a realização deste estudo foram utilizados os dados contabilísticos disponibilizados pelas bases de dados *Amadeus*, *Sabi* e *Zephyr*. Tendo como amostra representativa um conjunto de 56 operações de aquisição no mercado ibérico com empresas de diversas indústrias. Foi feita a análise da evolução dos indicadores contabilísticos por um período de 3 anos antes e 3 anos após ocorrer a aquisição.

Os resultados demonstraram que as aquisições transfronteiriças no mercado ibérico permitem às empresas adquirentes obter ganhos de *performance* e verificou-se que a aquisição de empresas alvo relativamente pequenas apresentam ganhos inferiores às aquisições de empresas de média e grande dimensão. O impacto da crise financeira e económica fez sentir negativamente nos indicadores da liquidez e posição de alavancagem.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições transfronteiriças, Mercado Ibérico, Rentabilidade, Liquidez, Posição de Alavancagem

Abstract

Mergers and acquisitions are strategic measures for companies to expand and diversify their activities in order to achieve competitive advantages and consolidate their growth. These operations produce several changes in the companies involved and in the markets in which they are located.

In this study we examined and evaluated the changes that cross-border M&A have on the performance of Portuguese and Spanish companies that carried out transactions of this kind between 2007 and 2016, analyzing their impact through accounting data focusing on profitability, liquidity and leverage position indicators. Determinant aspects of M&A that may determine post-merger or acquisition results are also analyzed.

For this study we used the accounting data provided by the databases Amadeus, Sabi and Zephyr. Taking as a representative sample a set of 56 acquisition operations in the Iberian market with companies from various industries. The evolution of accounting indicators was analyzed for a period of 3 years before and 3 years after the acquisition.

The results showed that cross-border acquisitions in the Iberian market allow acquiring companies to achieve performance gains and it was found that the acquisition of relatively small target companies showed lower gains than acquisitions of medium and large companies. The impact of the financial and economic crisis had a negative impact on liquidity and leverage indicators.

Índice

Agradecimentos	i
Resumo	ii
Abstract.....	iii
Índice.....	iv
Índices de Tabelas	v
Índices de Figuras	vi
Índice de Anexos	vii
Acrónimos	viii
Introdução	1
1.Revisão da Literatura.....	4
1.1 Conceitos.....	4
1.2 Contexto Histórico	5
1.3 Determinantes e Motivações das F&A.....	7
1.4 Performance Operacional Pós-fusão e Aquisição.....	9
2. Dados	13
3. Metodologia	17
3.1 Hipóteses.....	21
4. Resultados Empíricos e Discussão	25
Considerações Finais.....	33
Bibliografia.....	35
Anexos.....	39

Índices de Tabelas

Tabela 1 Estatística resumida por país e indústria (NACE Rev.2)	16
Tabela 2 Estatística resumida por país e dimensão da empresa adquirente	16
Tabela 3 Estatísticas descritivas dos indicadores de <i>performance</i>	18
Tabela 4 Estatísticas descritivas dos indicadores de <i>performance</i> ajustados pela mediana da indústria.....	20
Tabela 5 Análise estatística da diferença entre a mediana ajustada pela indústria e da amostra	25
Tabela 6 Igualdade das medianas entre as variações dos períodos 1, 2 e 3 relativamente à mediana dos períodos -1,-2,-3 dos indicadores, e da própria mediana dos períodos -1, - 2 e - 3 relativamente a si mesmo	27
Tabela 7 Estatística descritiva das variáveis explicativas (dummy)	29
Tabela 8 Análise da performance pós-aquisição.....	31

Índices de Figuras

Figura 1 Número de F&A transfronteiriças no mundo e o seu respetivo valor.....	5
Figura 2 Número de F&A entre Portugal e Espanha, 2007-2016	14

Índice de Anexos

Anexo 1 Resumen de estudios analizados	39
---	----

Acrónimos

EUA – Estados Unidos da América

F&A – Fusões e Aquisições

IDE – Investimento Direto Estrangeiro

NACE - *Statistical classification of economic activities in the European Community*

NIPC - Número de Identificação de Pessoa Coletiva

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

UE – União Europeia

UNCTAD – Conferência das Nações Unidas sobre o Comércio e Desenvolvimento

USD - *United States Dollar*

Introdução

No mundo dos negócios as empresas têm de se esforçar para alcançar qualidade e excelência em todos os seus campos de atuação, uma vez que, o mercado se encontra em rápida e constante mudança. Perante estes desafios as empresas, de forma a obterem vantagens competitivas face às concorrentes, necessitam de promover um constante espírito de inovação, diversificação de processos e produtos.

Para Levine (2017) as Fusões e Aquisições apresentam-se como uma das medidas estratégicas mais rápidas, rentáveis e eficazes que permitem às empresas o desenvolvimento de novos produtos, assim como a ampliação da sua capacidade de produção e melhoria sustentada das vendas. É uma estratégia que permite às empresas a possibilidade de explorarem os efeitos sinérgicos entre os seus próprios ativos e os ativos das empresas já estabelecidas, alcançar capacidades adicionais de fabrico e competências complementares que permitem tornarem-se mais competitivas no mercado mundial.

F&A podem ser implementadas com o intuito de atuar em novas áreas geográficas, sendo uma formas bastante importantes de crescimento externo (Nocke e Yeaple, 2007). Erel, *et al.* (2012) no seu estudo identificaram que as F&A transfronteiriças ocorrem por razões idênticas às domésticas: duas empresas vão se fundir quando a sua combinação aumentar o valor ou utilidade, tendo por base a perceção dos gestores da empresa adquirente. Bertrand e Betschinger (2012) acrescentam que as principais razões para as empresas se mudarem para o exterior passam pela tentativa de adquirir recursos e habilidades adicionais que não estão disponíveis no seu mercado interno, aumentando deste modo a eficiência das operações comerciais dentro e fora das fronteiras, bem como descobrir novas oportunidades de crescimento. Segundo Shimizu, *et al.* (2004) as F&A transfronteiriças devido à sua natureza internacional, envolvem ainda desafios únicos, já que os países têm diferentes estruturas económicas, institucionais e culturais, existindo um maior número de fatores que pode influenciar positiva ou negativamente as operações.

Contudo, na economia globalizada e altamente tecnológica dos dias de hoje, as F&A transfronteiriças são cada vez mais usadas em todo o mundo. Para Coeurdacier, *et al.*, (2009) este aumento resulta das crescentes políticas de liberalização financeira, políticas governamentais e acordos regionais. De acordo com a UNCTAD (2018) a maior parcela de IDE assume mesmo a forma de F&A e embora o mercado global deste tipo de operações tenha uma natureza cíclica, o número total de F&A em todo o mundo tem aumentando.

Resultado desse aumento, esta temática tem vindo a ser abordada nas mais diversas vertentes da literatura, suscitando cada vez mais uma série de estudos empíricos. Quais as determinantes das F&A? e quais os efeitos das F&A? são as principais questões analisadas na literatura. Trabalhos de Erel, *et al.* (2012), Ahern, *et al.* (2015), Yaghoubi, (2016) representam alguns dos estudos realizados no âmbito dos aspetos determinantes para as F&A. Gugler, *et al.* (2003), Al-Hroot (2016), Changqi e Ningling (2010), Andreou, *et al.* (2012) Rashid e Nacem (2017), Bertrand e Betschinger (2012) e Singh e Mogla (2008) são alguns dos estudos que expõem os diferentes efeitos destas operações em diversos mercados e países.

Tendo por base estes estudos já realizados, nesta dissertação propomos analisar e compreender os efeitos nas *performances* das empresas que realizaram operações de F&A transfronteiriças no mercado ibérico. Esta temática apresenta-se muito pouco desenvolvida em termos empíricos para o mercado em questão, surgindo neste contexto uma particular relevância na abordagem deste tema. Pretende-se determinar o impacto das F&A na rentabilidade, liquidez e posição de alavancagem das empresas que participaram dessas operações. Para a realização deste estudo serão utilizados os dados contabilísticos disponibilizados pelas bases de dados *Amadeus*¹, *Sabi*² e *Zephyr*³, sendo realizado um estudo quantitativo e baseado em dados secundários.

Com o recurso ao *software EVines* testamos a significância das variações dos indicadores de *performance* ajustados e não ajustados pela tendência da indústria onde a empresa adquirente se insere, por um período de 3 anos antes e 3 anos após a operação. A amostra deste estudo contempla somente operações de aquisições sendo constituída por 56 operações deste género. Posteriormente foi estimado um modelo de regressão linear que

¹ A *Amadeus* apresenta-se como uma base de dados com informação comparável para o setor público e privado de empresas em toda a europa. As informações financeiras presentes nesta base de dados estão em formato padronizado permitindo a realização de pesquisas e análises transfronteiriças, e além disso contém também informações complementares, como notícias, atividades da empresa, solidez financeira por entre outros aspetos que auxiliam na análise das empresas.

² *Sabi* é uma base de dados com informação empresarial sobre entidades portuguesas e espanholas. Contém informação atual e histórica sobre um número elevado de empresas. De referir que a utilização desta base de dados só permite a utilização de dados relativo às empresas portuguesas, uma vez que a subscrição da FEP não inclui as empresas espanholas. Além das contas das empresas, inclui notícias relacionadas, informações sectoriais, indicadores de solidez financeira, informação sobre F&A.

³ *Zephyr* apresenta informação atualizada de operações de F&A, abrangendo mais de dez anos de história para negócios em todo o mundo, e uma história ainda mais longa para acordos que envolvam empresas europeias. Na base de dados *Zephyr* podemos ter acesso a acordos que incluem resumos financeiros, podendo também visualizar-se algumas das estruturas corporativas.

engloba um conjunto de características da empresa e do mercado de forma a nos permitir identificar fatores determinantes para o sucesso das operações realizadas.

Abordando um período temporal recente de 2007 a 2016, de particular interesse uma vez que, inclui nele a crise financeira e económica que afetou todos os mercados mundiais, tendo esta grandes repercussões nas economias portuguesa e espanhola, resultando deste modo, num declínio das operações de F&A. Com o impacto da recuperação económica que se tem verificado desde 2014 o ritmo das F&A teve tendência a intensificar-se entre os países.

Portugal e Espanha sendo membros da União Europeia, onde a política comercial se caracteriza pela livre circulação de bens, pessoas, serviços e capitais associado à utilização de uma moeda única na zona euro permitiu que o sistema financeiro europeu se tornasse um mercado de maior dimensão à escala mundial. Com a criação do Mercado Único, foram removidas centenas de barreiras técnicas burocráticas e jurídicas que até então bloqueavam o livre comércio entre países da UE. Esta situação permitiu a expansão dos negócios das empresas, reforçando a concorrência. Os custos associados ao comércio reduziram, passou a existir uma maior transparência dos preços e foi eliminado o risco das taxas de câmbio. Este ambiente acaba também por fomentar processos de F&A transfronteiriças entre os estados membros.

De forma a executar a investigação proposta, este estudo apresenta-se estruturado da seguinte forma: No primeiro capítulo é apresentada a revisão da literatura, iniciando-se este com a apresentação de alguns conceitos relacionados com o tema em estudo, seguindo-se uma revisão sobre os determinantes e efeitos das F&A na *performance* das empresas. No segundo capítulo apresentamos e descrevemos o processo de seleção da nossa amostra. No terceiro capítulo é apresentada a metodologia de estudo e as hipóteses a testar. No quarto capítulo são apresentados e discutidos os resultados, sendo analisados os fatores que possam ter impacto na *performance* das empresas após realizarem a operação de aquisição.

1.Revisão da Literatura

1.1 Conceitos

Em geral, segundo Erel, *et al.* (2012), as fusões ocorrem quando uma empresa adquirente percebe que o valor da empresa combinado com outra empresa é maior do que a soma dos valores das empresas separadas. Para Gupta, (2012) a fusão é assim, definida como uma transação de troca de títulos após a qual apenas uma empresa passa a existir. Este processo é designado na literatura anglo-saxônica por *amalgamation* quando da fusão emerge uma nova empresa. Por outro lado, se é uma empresa que sobrevive e as outras perdem a sua identidade estamos perante uma fusão por absorção. Uma aquisição representa a obtenção do controlo efetivo por parte de uma empresa, através de uma compra total ou parcial do capital de outra empresa, processo no qual apenas uma das empresas mantém a identidade jurídica.

De acordo com Rashid e Naeem (2017), os acordos de fusão de empresas não financeiras podem ocorrer entre as empresas de setores semelhantes, bem como em diferentes indústrias. Com base nessa realidade, as F&A têm basicamente três tipos: horizontais, verticais ou conglomerado. Uma fusão horizontal incorpora duas ou mais empresas que operam e competem no mesmo tipo de atividade, sendo geralmente concorrentes e oferecem produtos ou serviços muito idênticos, o seu principal objetivo passa por aumentar a quota de mercado ainda que possam ser realizados em mercados geográficos diferentes. As F&A verticais ocorre com a concentração de empresas do mesmo setor que estavam envolvidas em diferentes fases de produção e visam com isto a obtenção de ganhos substanciais de competitividade. Deste modo são caracterizadas pela expansão de uma empresa a montante (fornecedores) ou a jusante (clientes). Existem ainda as F&A em conglomerados com vista à diversificação do negócio e à diminuição de exposição ao risco que envolvem empresas que operam em atividades específicas. Regra geral, englobam a entrada em um novo mercado de trabalho ou num novo segmento de negócios podendo observar-se as duas situações em simultâneo. Inseridas nos conglomerados existem ainda as F&A concêntricas e estas ocorrem quando as empresas envolvidas não atuam no mesmo ramo de atividade, mas possuem determinados segmentos relacionados ao ponto de existir transferência de funções específicas com um certo grau de complementaridade, no horizonte de médio e longo prazo.

1.2 Contexto Histórico

Os processos de F&A começaram a ganhar importância desde os finais do sec. XIX, sendo atualmente bastante frequentes apesar de o mercado global de F&A apresentar uma natureza cíclica, tendo por base estudos presentes na literatura. De acordo com a UNCTAD (2018) a nível mundial foram anunciadas mais de 5000 operações de F&A transfronteiriças no ano de 2018 com um valor total de 815 726 Milhões de Dólares (USD). Na figura 1 estão presentes o número de operações e o seu valor monetário em dólares (USD) associado, sendo visível neste gráfico a existência de ciclos relativamente ao número de operações de F&A a nível mundial com o ano de 2000 e 2007 a marcarem os picos mais altos deste tipo de operações, tendo no de 2007 o valor associado às mesmas ultrapassado os 1 000 000 Milhões de Dólares (USD).

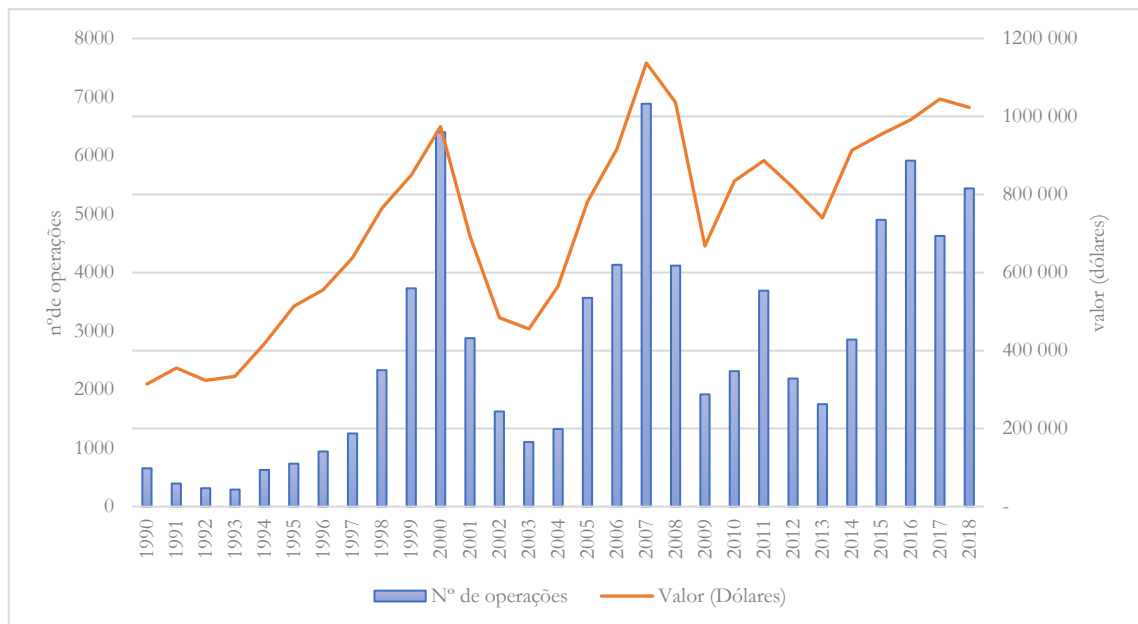


Figura 1 Número de F&A transfronteiriças no mundo e o seu respetivo valor

Fonte: UNCTAD (2018) cross-border M&A database (www.unctad.org)

A grande maioria da literatura documenta que estes processos ocorrem em ondas. Martynova e Renneboog (2008) sugerem que o início de cada onda de F&A pode resultar da combinação de choques económicos, tecnológicos e regulatórios. Quando ocorre um choque, os *clusters* de atividade de fusão resultam da reação simultânea das empresas para combinar com os melhores ativos, o que melhora a eficiência (Xu, 2017). No seu estudo, Harford (2005) também concluiu que choques específicos da indústria induzem ondas de fusão. No entanto, os seus resultados sugerem que apenas os choques económicos não são

suficientes para criar ondas de fusão, a menos que sejam acompanhados de liquidez de capital.

Segundo Yaghoubi (2016), existiram seis principais ondas de fusão, conforme evidenciado na literatura existente. Essas ondas ocorreram principalmente nos EUA e na Grã-Bretanha desde o final da década de 1890, mas as mais recentes envolveram os países mais industriais do mundo, representando assim, o aumento das operações transfronteiriças. As décadas de 1920, 1960, 1980 e 1990 e mais recentemente início dos anos 2000 evidenciam as restantes principais ondas de fusão.

Na perspectiva de Martynova e Renneboog (2008) a primeira, também chamada de Grande onda de fusão, começou no final da década de 1890, um período de mudanças radicais em tecnologia, expansão económica e inovação nos processos industriais. A onda foi amplamente caracterizada pela consolidação horizontal da produção industrial levando à criação de muitas empresas gigantescas que conquistaram a maior parte do poder de mercado em suas respectivas indústrias. A onda chegou ao fim por volta de 1903-1905 devido à recessão económica justificada pela crise no mercado de ações e encerramento de uma série de bancos.

Stigler (1950) considera a segunda onda, década de 1920, como um movimento em direção a oligopólios porque no final da onda as indústrias não eram mais dominadas por uma empresa gigante, mas por duas ou mais empresas. A maioria das fusões da década de 1920 foi entre pequenas empresas deixadas fora dos grandes grupos criados durante a onda anterior. Por meio da fusão, essas empresas pretendiam obter economias de escala e construir forças para competir com a empresa dominante na sua indústria. O colapso do mercado de ações e a consequente depressão económica em 1929 iniciaram o fim da segunda onda de fusões.

A terceira onda iniciada na década de 1950 após a passagem da grande depressão e da segunda guerra mundial, caracteriza-se por um elevado número de aquisições diversificadas que levaram ao desenvolvimento de grandes conglomerados. Ao construir conglomerados, as empresas pretendiam beneficiar de oportunidades de crescimento em novos mercados de produtos que não estavam relacionados com o seu negócio principal. Isso permitiu que as empresas aumentassem o valor, reduzissem a volatilidade dos lucros e superassem as imperfeições dos mercados de capitais externos. Esta onda atingiu o seu pico em 1968 e entrou em colapso no ano 1973, quando a crise petrolífera levou a economia mundial a uma recessão. (Martynova e Renneboog, 2008)

A quarta onda de F&A surgiu em 1981. Para Yaghoubi (2016), essa onda é geralmente caracterizada como altamente alavancada e hostil. O surgimento de novos métodos de financiamento, baseados principalmente em dívidas bancárias, mudanças nas políticas de defesa da concorrência e desregulamentações na indústria de serviços financeiros, juntamente com inovações na indústria eletrônica, desencadearam a atividade de aquisição ocorrida durante a década de 1980.

A quinta onda de F&A surgiu juntamente com a crescente globalização econômica, inovação tecnológica, desregulamentação e privatização, bem como com o *boom* econômico e financeiro dos mercados no início dos anos 90. Para Holmstrom e Kaplan (2001) esta onda de F&A começou por ser muito idêntica à dos anos 80, no entanto verificaram um declínio do número de aquisições hostis, concluindo os autores que estas já não eram necessárias uma vez que as empresas adotavam uma perspetiva de valor para os acionistas e reestruturavam-se voluntariamente. A característica marcante desta onda é assim, a sua natureza internacional, com grande destaque para o mercado de aquisições na europa, emergindo também nessa altura um mercado de aquisições asiático (Martynova e Renneboog, 2008). Em todos os países (desenvolvidos e em desenvolvimento) e nas mais diversas indústrias, as F&A transfronteiriças tornaram-se mais populares (Xu, 2017).

A sexta onda de aquisições começou em 2003 após a crise econômica do início do século XXI. As aquisições foram em sua maioria concluídas por meio de negociações amigáveis e com grande incidência nas operações transfronteiriças. Esta última onda de aquisições terminou com o início da recessão econômica em 2008 (Yaghoubi, 2016).

1.3 Determinantes e Motivações das F&A

A compreensão dos motivos das F&A é fundamental para a análise deste tipo de operações. Para Ling e Petrova (2011) F&A são impulsionadas por uma série de fatores estando neles incluídos: choques externos às indústrias, a criação de poder de mercado, a diversificação, a criação de sinergias, o desejo de minimizar as obrigações tributárias, bem como uma variedade de fatores de agência e *coporate governance*. De acordo com os estudos analisados, a obtenção de sinergias apresenta-se como o motivo mais vezes apresentado para a decisão de empresas não financeiras se fundirem. A entidade combinada não é apenas uma empresa maior, mas sim a conjugação de duas empresas que criam benefícios de forma a aumentarem o valor da nova organização.

Segundo Yaghoubi, (2016) as F&A podem também ser explicadas por decisões individuais. Existem estudos que atribuem a realização de operações de F&A aos dirigentes das empresas adquirentes que têm o objetivo de criar valor para os acionistas, para os seus interesses próprios ou por causa de seu excesso de confiança. Para Bertrand e Betschinger (2012) os principais canais através dos quais as F&A podem aumentar o desempenho dos adquirentes são economias de escala, assim como uma melhor utilização da capacidade e custos de transação inferiores em comparação com outras empresas do mercado. Sendo que uma fonte de criação de valor para as empresas também reside no aumento do poder de mercado que uma empresa pode obter. As F&A transfronteiriças podem ter um efeito ainda maior, já que as principais razões para as empresas se mudarem para o exterior são adquirir recursos adicionais que não estão disponíveis no mercado interno, aumentando a eficiência das operações comerciais dentro e fora das fronteiras, bem como descobrir novas oportunidades de crescimento.

F&A transfronteiriças não estão isentas de desafios. Shimizu, *et al.* (2004) defendem que as empresas envolvidas em F&A transfronteiriças se deparam com riscos únicos. Diferenças na cultura presente nos diferentes países, nas preferências dos clientes, nas práticas comerciais, taxas de câmbio e nas forças institucionais, como as regulamentações governamentais, podem impedir que as empresas realizem na plenitude os seus objetivos estratégicos. A incerteza e a assimetria de informação nos mercados externos criam dificuldades para as empresas se ajustarem ao mercado local. As empresas consideram várias condições, incluindo fatores ao nível de país, indústria e empresa, que se relacionam tanto com a empresa adquirente quanto com a empresa alvo. 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. De certo modo, são as empresas com maior valor e capacidade financeira que dispõem de um maior número de recursos que se apresentam como adquirentes nas operações transfronteiriças e as empresas de menores valias são os alvos de aquisição.

Erel, *et al.*, (2012) no seu estudo concluíram que as fusões transfronteiriças não devem ser consideradas como uma arbitragem financeira pura. Uma vez que, os países têm as suas próprias identidades culturais, apresentam idiomas diferentes, têm religiões diferentes e às vezes têm feudos de longa data, os quais aumentam os custos de contratação associados à combinação de duas empresas através das fronteiras. Por outro lado, a distância física pode aumentar os custos de combinar duas empresas. O nível de desenvolvimento do mercado é

outro fator que pode afetar as F&A transfronteiriças. Em particular, as empresas adquirentes de mercados desenvolvidos provavelmente beneficiarão mais de ambientes de contratação mais fracos nos mercados emergentes.

Ahern, *et al.* (2015) acrescentam que os ganhos de sinergia em fusões exigem coordenação pós-fusão entre os funcionários de cada empresa. Se os funcionários não compartilham valores culturais semelhantes, poderão surgir impedimentos como desconfiança, incompreensão ou uma série de metas incompatíveis que levarão a uma redução da coordenação entre os diversos departamentos da empresa. Sem um trabalho de equipa eficiente e efetivo, as empresas operariam como duas entidades separadas sob propriedade comum e nenhum valor, muito provavelmente, seria criado. Em praticamente todos os casos, quer as sinergias sejam impulsionadas por custos reduzidos ou maiores receitas, o núcleo da integração envolve funcionários da empresa adquirente e da empresa alvo trabalhando, tendo estes que agir de forma coordenada e com os mesmos objetivos. Segundo Parentea e Weston (2003) de forma a que a probabilidade de sucesso das operações de F&A sejam superiores estas devem seguir uma série de fase. É necessário que as empresas definam a estratégia, após essa delineação é preciso encontrar no mercado as empresas alvo que preencham os requisitos definidos, com isto é necessário investigar as oportunidades negócios e executá-las e por fim integrar as empresas.

1.4 Performance Operacional Pós-fusão e Aquisição

Com as pesquisas realizadas foi possível verificar que existem muitas ferramentas e técnicas para a análise de F&A e que os indicadores contabilísticos são amplamente utilizados para determinar os seus efeitos nas empresas, sendo que estes se concentram essencialmente em medidas contabilísticas de rentabilidade, como as margens operacionais e rentabilidade dos ativos. Para Bertrand e Betschinger (2012) a literatura conclui que as F&A aumentam o valor das empresas alvo, enquanto o resultado é menos claro para as empresas adquirentes. A maioria dos estudos evidenciam que o valor da empresa é reduzido ou que as F&A não causam impacto algum. No entanto, estudos mais recentes concluem que as aquisições podem gerar valor para as empresas adquirentes. Segundo Dutta e Jog (2009) a razão para esta criação de valor é atribuída principalmente aos fatores e características do negócio das empresas envolvidas. Para Gugler *et al.* (2003) qualquer fusão que aumente o poder de mercado de uma empresa deve, portanto, aumentar sua capacidade de controlar e elevar o preço dos seus produtos e reduzir os seus custos.

Em geral, as aquisições transfronteiriças ainda são pouco exploradas em comparação com as fusões e aquisições domésticas. Os resultados empíricos existentes tendem a mostrar que, nos negócios transnacionais, as empresas alvo atingem um maior valor do que nos acordos domésticos. Mais uma vez, os resultados das empresas adquirentes são mistos, mas sugerem que, sob certas condições, estas podem beneficiar mais do que quando fazem aquisições domésticas. (Bertrand e Betschinger, 2012). Segundo Grigorieva e Petrunina (2015) as diferenças dos resultados entre os diversos estudos pode estar diretamente relacionado com as dimensões das amostras estudadas, o período de amostragem, metodologia e indicadores contabilísticos utilizados, assim como o ambiente onde as empresas estão inseridas poderá determinar o sucesso ou insucesso deste tipo de operações.

Os estudos realizados podem assim, ser divididos de acordo com os diferentes impactos que as F&A apresentam na performance das empresas. São vários os estudos que relatam uma melhoria significativa no desempenho pós-fusão e aquisição, tal como se pode verificar no estudo realizado por Gugler *et al.* (2003), em que foi realizada uma comparação internacional dos lucros e das vendas com o objetivo de analisar os efeitos das operações de fusões. Com a análise da evolução da *performance* de 14 269 empresas entre os anos de 1981 e 1998, os autores obtiveram resultados que mostram que globalmente mais de metade de todas as fusões resultavam em aumentos significativos dos lucros e que por outro lado, também umas grandes percentagens de fusões apresentavam vendas abaixo das estimadas nos anos seguintes. Além disso, eles descobriram que o poder de mercado e a eficiência são a razão para resultados diferentes para lucro e venda tendo por base o mesmo conjunto de dados.

Healy *et al.* (1992) analisaram, entre 1979 e 1984, o desempenho das 50 maiores empresas industriais dos EUA após operações de fusão, segundo os autores estas empresas mostraram melhorias significativas na produtividade de ativos em relação às outras empresas, levando a maiores retornos de fluxo de caixa operacional. No estudo realizado também foi possível verificar uma forte relação positiva entre os aumentos posteriores nos fluxos de caixa operacionais e os retornos anormais de ações nos anúncios de fusão, isto indicou que a reação do preço das ações às fusões é estimulada pela expectativa de ganhos económicos após a transação. De forma a não comprometerem o crescimento a longo prazo, as empresas que se fundiram em comparação com a sua indústria mantiveram o seu nível de investimento, procurando sempre aumentar a sua eficiência e poder de mercado em resultado do processo de F&A.

Num estudo de um setor específico como é o caso do setor dos transportes Andreou, Louca e Panayides (2012) investigaram os efeitos das operações de fusão em 59 amostras no período de 1980-2009. Os autores descobriram que as fusões criaram ganhos sinérgicos, especialmente quando a fusão tinha ocorrido com esse objetivo, em vez do desejo da administração em construir um império, por si só, ou alcançar benefícios próprios. Na sua visão e tal como outros autores concluíram que os acionistas da empresa alvo desfrutaram da maior parte dos ganhos sinérgicos embora ambos os tipos de acionistas (acionistas da empresa alvo e da empresa adquirente) estejam em melhor situação. Além disso, eles descobriram que as fusões verticais têm maiores efeitos de valorização do que as fusões horizontais.

Existe, por sua vez, uma série de diversos estudos que apresentam resultados menos favoráveis ou a ausência de alterações na *performance* das empresas após processos de F&A. Bhabra e Huang (2013) examinaram 136 operações de F&A no período de 1997 a 2007 iniciados por empresas chinesas listadas nas Bolsas de Valores de Xangai e Shenzhen. No seu estudo investigaram aquisições domésticas e internacionais, contudo as transações transnacionais representaram apenas 10% da amostra. Os autores concluíram que os adquirentes experimentaram retornos de ações anormais positivos significativos nas datas próximas da conclusão da operação e nos três anos após a aquisição. No longo prazo, as evidências mostraram que a aquisição do desempenho operacional da empresa permanece estatisticamente inalterada após a aquisição.

Ghosh (2001) no seu estudo não encontrou evidências de melhorias no desempenho operacional de empresas que se fundiram após aquisições. Em particular, a fusão do fluxo de caixa operacional das empresas pós-fusão e aquisição não aumenta quando as empresas combinadas são comparadas a nível de *performance* com os anos anteriores à operação. O autor refere que os possíveis aumentos no desempenho operacional após aquisições resultam de uma melhor gestão dos recursos das empresas incorporadas, acrescentado que esses resultados de desempenho tendem a ser tendenciosos porque as empresas adquirentes realizam aquisições após um período de desempenho superior e geralmente são maiores do que a média das outras empresas da indústria.

Doytch e Cakan (2011) analisaram o impacto das operações de fusão sobre o crescimento económico recorrendo a uma amostra dos países da OCDE. A análise foi realizada nos setores primário, secundário e de serviços, sendo que os autores não encontraram nenhuma evidência significativa ao nível do crescimento económico resultante

das operações de fusões, além de um ligeiro crescimento do setor de serviços. O impacto negativo das fusões sobre o crescimento também foi encontrado no nível económico agregado.

Com a análise dos vários estudos realizados, ao nível das F&A, é visível que estes apontam para resultados de *performance* nas empresas bastante distintos existindo uma série de circunstâncias que fazem com que existam resultados positivos e também resultados não tão favoráveis para as empresas.

2. Dados

Com este estudo pretende-se analisar as alterações na *performance* das empresas ibéricas que realizaram operações de F&A transfronteiriças entre si, para isso iremos averiguar o desempenho das mesmas através do recurso a dados contabilísticos. Foram selecionadas operações compreendidos entre os anos de 2007 e 2016, sendo usados dados contabilísticos de 2004 a 2018. A determinação deste período temporal permite assegurar a existência de dados, uma vez que nele constam as operações mais recentes e apresenta particular relevância, pois enquadra nele a crise financeira e económica, iniciada em 2008 e a recuperação económica, iniciada em 2014, de onde se espera ser possível verificar as influências das mesmas nas F&A transfronteiriças do mercado em análise. Serão ainda identificados e avaliados outros fatores que possam influenciar a *performance* pós F&A.

A recolha de dados para a realização deste estudo foi feita através das bases de dados *Amadeus*, *Sabi* e *Zephyr* sendo todas fornecidas pelo Bureau Van Dijk. Uma vez que, todas as bases de dados apresentam informações diferentes, é necessária uma análise rigorosa na obtenção de dados das empresas pré e pós-fusões e aquisições. A amostra inicial, resultante da recolha de dados da base de dados *Zephyr*, contém 237 operações de F&A transfronteiriças entre empresas do mercado ibérico. Este valor demonstra que operações de F&A transfronteiriças entre empresas do mercado ibérico ainda são pouco frequentes. A esta amostra inicial, para que seja possível realizar um estudo cuidadoso, foram retiradas todas as operações de F&A que possam transmitir dados constatáveis ou que não contenham toda a informação necessária para a realização do mesmo.

Desta forma, 58 operações foram eliminadas devido à sua conclusão ter sido realizada nos anos de 2017 e 2018, não sendo possível obter os efeitos resultantes das operações de F&A. 68 empresas adquirentes foram removidas, pois o seu (NIPC) encontrava-se associado a um país diferente daqueles que são alvo de estudo e em certas situações não estava disponível. 26 operações foram retiradas por serem operações de F&A em que a empresa adquirente aumentava a sua percentagem de participação na empresa alvo, não sendo possível auferir o real impacto desta operação na *performance* da empresa adquirente. Foram ainda retiradas mais 2 operações, uma por envolver empresas financeiras e a outra por a empresa adquirente representar uma percentagem inferior a 50% da empresa alvo, pois pretendemos que a empresa adquirente possa influenciar as decisões estratégicas da empresa alvo. Na figura 2 está representado as 83 operações de F&A presentes na nossa

amostra retirada da base de dados *Zephyr* que ocorreram no Mercado Ibérico no período de 2007 a 2016.

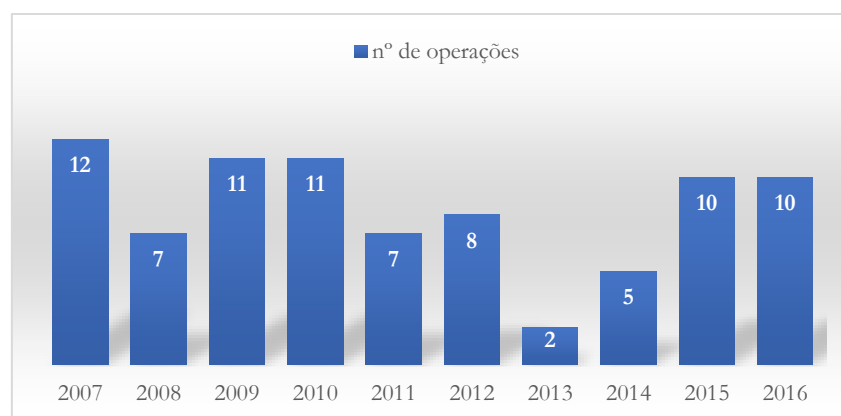


Figura 2 Número de F&A entre Portugal e Espanha, 2007-2016

Fonte: Adaptado de *Zephyr* (Bureau Van Dijk)

Sendo esta uma amostra de reduzida dimensão, a mesma acompanha a tendência do mercado das F&A a nível global para os anos em análise (UNCTAD, 2018). Como demonstra a figura houve um declínio de operações de F&A logo no ano de 2008, altura em que surge a crise financeira, verificando-se uma redução de operações deste género, passando de 12 para 7 entre o ano de 2007 e 2008. O elevado número de operações realizadas nos anos de 2009 e 2010 pode ser parcialmente explicado por negócios que foram iniciados anteriormente e que ficaram somente concluídos nestes anos. No período de 2011 a 2014, foi quando se verificaram de uma forma geral o menor número de operações, estando de certa forma ligado ao facto de que Portugal por esta altura era alvo de um resgate financeiro com o intuito de equilibrar as suas contas públicas, tendo a Espanha pedido um resgate financeiro para o setor bancário, encontrando-se os países numa situação de crise financeira e económica. De salientar o aumento verificado nos anos de 2015 e 2016 que representam 24% das operações desta amostra.

Das 83 operações de F&A resultantes da base de dados *Zephyr*, apenas são conhecidos os valores de 23 operações. O valor total conhecido dos negócios ocorridos entre 2007 e 2016 foi de 1,354 Milhões Euros, apresentando um valor médio de 58 Milhões Euros, com o maior negócio a ser realizado pela Heineken Espana SA que adquiriu 100% da SCC – Central Cervejas e Bebidas SA por 583 Milhões de Euros no ano de 2011.

Para analisar o impacto destas operações na *performance* das empresas foi necessário recorrer às bases de dados *Amadeus* e *Sabi* que contém informação contabilística das empresas

envolvidas. Foi nos possível obter o acesso a dados contabilísticos de 56 empresas adquirentes que se encontram ativas, sendo utilizados dados não consolidados de forma a nos concentrarmos apenas na *performance* das empresas adquirentes. As fusões ocorridas foram excluídas da nossa análise, uma vez que, do reduzido número de operações deste género da nossa amostra inicial, não nos é possível auferir o seu real impacto nas empresas através do recurso aos indicadores contabilísticos. Segundo Bertrand e Betschinger, (2012) estas operações induzem a uma mudança positiva nos indicadores contabilísticos da nova empresa incorporada mesmo que nenhum ganho da fusão tenha sido realizado nos primeiros anos após a fusão. Foram também excluídas todas as empresas em que a informação necessária não estava disponível. O nosso estudo será então aplicado a 56 empresas que realizaram operações de aquisição transfronteiriças entre Portugal e Espanha.

A seguinte tabela resume as principais características da nossa amostra final tendo em conta o país da empresa adquirente, assim como, a indústria onde se inserem, tendo por base o (NACE Rev. 2)

INDÚSTRIA (NACE REV.2)	PORTUGAL	ESPANHA	TOTAL
A: agricultura, silvicultura e pesca	1	0	1
C: indústrias transformadoras;	3	14	17
E: captação, tratamento e distribuição de água;	0	1	1
F: construção;	0	1	1
G: comércio por grosso e a retalho;	1	6	7
I: atividades de alojamento e restauração	1	0	1
J: informação e comunicação	1	1	2
K: atividades financeiras e de seguros	1	2	3
L: atividades imobiliárias;	1	0	1
M: atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares;	8	5	13
N: atividades administrativas e dos serviços de apoio;	3	3	6
Q: atividades de saúde humana e apoio social;	0	1	0
S: outras atividades de serviços;	0	2	2
TOTAL:	20	36	56

Tabela 1 Estatística resumida por país e indústria (NACE Rev.2)

Fonte: Adaptado de *Amadeus* (Bureau Van Dijk)

Da nossa amostra constam 20 empresas com (NIPC) registado em Portugal e as restantes 36 empresas apresentam (NIPC) registado em Espanha. Tendo em conta que o mercado espanhol é substancialmente maior que o mercado português, era expectável que o maior número de empresas adquirentes se situasse nesse mesmo Mercado. Quanto à indústria é a secção C das indústrias transformadores que se destaca com aproximadamente 31% das empresas da nossa amostra, sendo que das 17 empresas dessa indústria 14 são espanholas. De realçar que na segunda secção com maior número de empresas adquirentes, a secção M das atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares é no mercado português que se encontra o maior número de empresas. Representado esta secção 40% das empresas portuguesas que realizaram aquisições no mercado espanhol.

De acordo com os dados contabilísticos mais recentes da base de dados *Amadeus* obtivemos a seguinte tabela, que representa a distribuição das empresas adquirentes de acordo com a sua dimensão ao nível da receita operacional.

RECEITA OPERACIONAL	PORTUGAL	ESPAÑA	TOTAL
Menos de 10 000 000€	2	5	7
De 10 000 000 € a 20 000 000 €	0	3	3
De 20 000 000 € a 50 000 000 €	3	10	13
Mais de 50 000 000 €	15	18	33
TOTAL	20	36	56

Tabela 2 Estatística resumida por país e dimensão da empresa adquirente

Fonte: Adaptado de *Amadeus* (Bureau Van Dijk)

Das empresas da nossa amostra quase 60% apresentou resultados operacionais acima dos 50 Milhões de Euros demonstrando, desta forma, que foram as empresas de maiores dimensões as principais responsáveis pelas aquisições transfronteiriças entre empresas do mercado ibérico. Em Portugal este valor mostra-se ainda mais significativo com apenas 5 das 19 empresas adquirentes a não apresentarem receitas operacionais abaixo dos 50 Milhões de Euros.

3. Metodologia

Na vasta literatura analisada encontra-se um padrão no que diz respeito ao estudo da *performance* das empresas que realizaram operações de F&A. Em estudos como os de Schoenberg (2006), Healy *et al.* (1992) e Pervan *et al.* (2015) recorreram a vários indicadores contábilísticos capazes de revelar mudanças na eficiência operacional ao longo de um determinado período de tempo, resultante das operações de F&A. Grande parte dos autores incidem os seus estudos sobre a rentabilidade que este tipo de operações traz para as empresas, porém alguns autores realizaram estudos em que avaliam mais do que somente a rentabilidade, como Singh e Mogla (2008) e Rashid e Naeem (2017) que empregaram três categorias de rácios financeiros - rentabilidade, liquidez e posição de alavancagem.

Estes autores optaram por estes indicadores, uma vez que, a rentabilidade determina o sucesso operacional durante um determinado período, sendo neste caso utilizado o indicador (ROA) – Retorno do ativo, de modo a ser possível ajustar as diferenças de tamanho entre as várias empresas e medir a sua capacidade de gerar lucros com os ativos que possui. Quanto maior este valor mais a empresa está a ganhar com os seus ativos. A liquidez mede a capacidade de curto prazo de uma empresa pagar as suas dívidas e atender a necessidades inesperadas de caixa; neste estudo será utilizado o (RL) - Rácio de Liquidez, uma vez que mesmo estando uma empresa com uma elevada rentabilidade deve-se ter atenção aos seus níveis de tesouraria, podendo este índice ajudar na antecipação de problemas e no aproveitamento de oportunidades. Este índice deverá ser superior a um, sendo que valores inferiores à unidade, regra geral são sinal de que a empresa se encontra em dificuldade. No que respeita à posição de alavancagem, utilizamos o indicador (CJ) - Cobertura de Juros. Este índice mede a capacidade de a empresa atender às suas obrigações de dívida, nomeadamente a de fazer pagamentos de juros contratuais. Quanto mais alto o valor deste índice, maior capacidade de cobertura de juros a empresa apresenta. A utilização de diversos indicadores prende-se com a necessidade de contornar problemas e limitações que o reduzido número de indicadores poderia apresentar, não sendo somente analisados os resultados de rentabilidade obtidos com a operação. Será realizada a observação da evolução de cada um dos indicadores mencionadas e do cálculo dos seus respetivos rácios.

Consideramos, assim os 3 indicadores de *performance* para a empresa *i* no ano *t*:

- $$ROA_{i,t} = \frac{EBITDA_{i,t}}{\text{Ativo Total}_{i,t}} \times 100$$

- $RL_{i,t} = \frac{\text{Ativos correntes}_{i,t}}{\text{Passivo Circulante}_{i,t}}$
- $CJ_{i,t} = \frac{EBIT_{i,t}}{\text{Juros Pagos}_{i,t}}$

Tendo por base os indicadores apresentados, neste estudo será analisada a evolução da *performance* das empresas desde os 3 anos anteriores aos 3 anos posteriores à operação de aquisição. Em estudos empíricos anteriores este é o período temporal mais usual, suficiente para se tirarem ilações de operações deste género. Existem, no entanto, estudos que prolongam a sua análise até 5 ou mais anos após a aquisição, mas estender o período de observação para além dos 3 anos após a aquisição reduziria substancialmente o tamanho da nossa amostra devido à falta de dados contabilísticos. O ano em ocorre a operação, designado neste estudo por ano 0 é determinado pela data de anúncio presente na base de dados *Zephyr*, sendo este excluído da análise por uma série de estudos, a exemplo Martynova *et al.* (2007) e Grigorieva e Petrunina (2015), uma vez que pode ser afetado por vários fatores que poderiam distorcer os resultados, assim como não revelar qualquer impacto resultante da operação.

Na seguinte tabela é apresentado o resumo das estatísticas descritivas dos indicadores de *performance* calculados para os 3 anos da pré-aquisição e para os 3 anos da pós-aquisição.

Tabela 3 Estatísticas descritivas dos indicadores de *performance*

ROA_{i,t}	-3	-2	-1	+1	+2	+3
média	2,06	3,34	4,14	3,00	2,80	2,58
mediana	3,41	3,94	3,835	2,78	3,55	3,5
desvio padrão	16,29	7,73	8,13	7,55	7,01	10,31
mínimo	-75,48	-26,93	-17,36	-20,72	-21,12	-49,64
máximo	32,68	18,11	25,95	20,48	19,71	16,07
Nº observações	45	48	54	55	49	38
RL_{i,t}	-3	-2	-1	+1	+2	+3
média	1,40	1,46	1,26	1,04	1,00	0,89
mediana	1,16	1,105	0,95	0,95	0,93	0,705
desvio padrão	1,36	1,74	1,46	0,65	0,64	0,58
mínimo	0,03	0,02	0,02	0,03	0,03	0,09

máximo	8,84	11,55	9,94	2,84	2,75	2,45
Nº observações	45	48	54	55	49	38
CJ_{i,t}	-3	-2	-1	+1	+2	+3
média	8,28	12,15	18,23	9,50	8,97	11,61
mediana	1,76	1,36	1,87	2,91	2,95	3,425
desvio padrão	22,93	31,63	78,70	26,00	19,20	24,56
mínimo	-13,6	-15,51	-15,06	-53,12	-4,21	-20,74
máximo	121,86	165,09	547,79	151,28	78,73	112,62
Nº observações	44	45	51	51	42	34

Fonte: Cálculos próprios

Através da estatística descritiva dos indicadores é visível que a mediana do indicador $ROA_{i,t}$ sofreu um recuo no primeiro ano após a aquisição, tendo recuperado nos anos seguintes, embora apresentando valores inferiores aos anos -1 e -2 relativos ao período de pré-aquisição. O rácio de liquidez apresenta uma clara tendência decrescente, situando-se a mediana do período de pós aquisição com valores abaixo de 1. O índice de cobertura de juros demonstra que as empresas adquirentes tendem a ganhar uma maior capacidade de atender às suas obrigações de dívida.

A comparação dos valores destes indicadores de 3 anos antes da aquisição com os valores de 3 anos após a aquisição, fornece uma medida para a mudança na *performance* das empresas, mas a diferença entre o desempenho antes da aquisição e após a aquisição também pode ser em parte devido a fatores económicos, da indústria onde a empresa se encontra inserida ou à continuação do desempenho específico da empresa antes de ocorrer a aquisição. De acordo com Martynova, *et al.* (2007) para medir as mudanças na *performance* operacional após a aquisição e eliminar os efeitos já mencionados, temos que comparar a *performance* da empresa adquirente com a da indústria.

Na criação do *benchmark* procura-se obter uma representação das tendências de uma determinada indústria. Este é definido através do ano, dimensão e indústria seguindo os parâmetros (NACE Rev.2) de acordo com o que já havia sido apresentado no capítulo 2 no momento da caracterização dos dados. Através do cálculo dos indicadores de *performance* das empresas que se encontram a operar na mesma indústria de uma empresa envolvida na

operação de aquisição, pretende-se obter a mediana da indústria que será subtraída aos valores dos rácios anteriormente calculados para as empresas adquirentes. Os dados foram obtidos através da base de dados *Amadeus*, para empresas registadas em Espanha e através da base de dados *Sabi*, para as empresas registadas em Portugal. Todas as empresas presentes na nossa amostra são removidas do conjunto de empresas de referência de cada indústria. Desta forma é nos possível extrair as diferenças nas *performances* das empresas que realizaram operações de aquisição em relação às *performances* apresentadas pelas empresas da indústria que não realizaram operações deste género.

- $AJROA_{i,t} = ROA_{i,t} - \text{mediana}ROA_{\text{indústria},t}$
- $AJRL_{i,t} = RL_{i,t} - \text{mediana}RL_{\text{indústria},t}$
- $AJCJ_{i,t} = CJ_{i,t} - \text{mediana}CJ_{\text{indústria},t}$

O novo indicador $AJROA_{i,t}$ representa o retorno dos ativos da empresa *i* ajustado pela mediana da indústria à qual a empresa pertence para o ano *t*. O mesmo ocorre com o indicador do rácio de liquidez e cobertura de juros. Na seguinte tabela é apresentada a estatística descritiva dos indicadores de *performance* ajustado pela mediana da indústria.

Tabela 4 Estatísticas descritivas dos indicadores de *performance* ajustados pela mediana da indústria

AJROA_{i,t}	-3	-2	-1	1	2	3
média	0,23	1,55	1,40	-0,09	-0,07	-0,16
mediana	1,55	2,3	0,68	0,29	0,47	1,35
desvio padrão	15,86	6,20	7,51	7,14	6,68	10,28
mínimo	-76,13	-16,4	-21,26	-23,07	-25,01	-53,48
máximo	30,13	14,34	22,06	15,34	16,9	12,87
Nº observações	38	43	48	55	49	38
AJRL_{i,t}	-3	-2	-1	1	2	3
média	0,34	-1,17	0,22	-0,13	-0,16	-0,26
mediana	0,08	0,125	-0,175	-0,26	-0,26	-0,42
desvio padrão	1,48	10,42	1,53	0,71	0,72	0,65
mínimo	-1,29	-66,87	-1,35	-2,09	-2,08	-1,25

máximo	7,66	10,38	8,74	1,76	1,69	1,3
Nº observações	37	42	48	55	49	38
AJCJ_{i,t}	-3	-2	-1	1	2	3
média	5,02	10,01	16,41	5,10	4,84	7,89
mediana	-1,43	-0,735	-0,56	-0,98	-0,56	0,14
desvio padrão	23,64	32,91	81,35	25,45	18,43	25,00
mínimo	-16,29	-18,73	-15,83	-57,16	-8,31	-23,8
máximo	117,88	161,39	541,47	143,39	74,42	112,62
Nº observações	37	40	47	51	43	34

Fonte: Cálculos próprios

3.1 Hipóteses

Negócios de F&A podem, como já verificado, apresentar efeitos que melhoram a *performance* das empresas ou também reduzir a *performance* das mesmas. De certa forma as empresas ao realizarem este tipo de operações pretendem melhorar e evoluir nos mais diversos campos de atuação. Um dos potenciais benefícios deste tipo de operações passa pela conquista de sinergias operacionais e financeiras, vantagens de internacionalização e maior poder de mercado. Outros benefícios estão ligados ao alargar da equipa administrativa e de gestão que possibilita novos conhecimentos, inovação e uma procura mais eficaz e eficiente em alcançar os objetivos da empresa, estudos de Pillania *et al.* (2008) e Andreou Louca e Panayides (2012) documentam uma melhoria significativa na rentabilidade após a realização de operações de F&A. Por outro lado, uma conduta que vise a realização deste tipo de operações por razões meramente convenientes para dirigentes que procuram expandir os seus impérios, tendem a dificultar e em muitos dos casos comprometer o sucesso da operação realizada, uma vez que este ambiente institucional imperfeito promove um aumento dos riscos operacionais e incerteza, prevalecendo grandes assimetrias de informação entre os diversos departamentos. No contexto da realização deste tipo de operações transfronteiriças a pesquisa e o conhecimento pré-operações tem que ser ainda mais aprofundado de forma a minimizar as possibilidades de insucesso do negócio, como verificaram Doytch e Cakan (2011) no seu estudo. Desta forma definimos a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 1 - As operações de aquisição transfronteiriças afetam positivamente a *performance* da empresa adquirente.

De seguida serão apresentadas as hipóteses secundárias, que representam os determinantes da *performance* após a realização de uma operação de aquisição. As seguintes hipóteses são testadas juntamente com a hipótese principal na regressão linear. Os aspetos tidos em conta são a área geográfica da empresa adquirente, a dimensão da empresa alvo, relacionamento com a indústria e a crise económica e financeira sentida no mercado Português e Espanhol tendo em conta o período de 2008 a 2010.

Área Geográfica da empresa adquirente

A crescente globalização da economia, proporciona o aumento de operações de aquisição transfronteiriças, Erel *et al.* (2012) argumentam que esta diversificação geográfica pode beneficiar em muito o desempenho económico das empresas. Uma boa escolha da empresa alvo permite às empresas adquirentes obter novos recursos e clientes, expandirem a sua produção e adotarem métodos mais inovadores, tornando-se desta forma menos vulneráveis à dinâmica internacional. O estudo realizado por Kohli e Mann (2012) demonstra ganhos significativamente superiores por parte das operações transfronteiriças em relação às operações doméstica. No entanto, existem estudos empíricos que defendem a existência de um elevado número de desafios capazes de comprometer a *performance* da empresa adquirente, uma vez que existem riscos adicionais relacionados com diferenças no ambiente político e económico, fiscal, cultura e questões cambiais em relação à empresa alvo. (Grigorieva e Petrunina, 2015). Gomes *et al.* (2013) destacam a importância da comunicação e da sensibilidade transcultural nas F&A transfronteiriças, pois estes princípios de atuação irão reduzir os problemas de integração que as empresas envolvidas necessitam de enfrentar. Moeller *et al.* (2005) ao examinarem uma amostra de operações de F&A constataram que as empresas norte-americanas que adquiriram empresas estrangeiras em relação aquelas que adquiriram empresas domésticas obtiveram retornos significativamente menores. É visível uma clara existência de resultados mistos em relação as *performances* apresentadas pelas empresas, sendo do nosso interesse verificar qual dos países do mercado ibérico possibilita melhores *performances* às empresas que realizaram aquisições transfronteiriças dentro do mercado.

Hipótese 2 – as aquisições transfronteiriças em Portugal aumentam a *performance* da empresa adquirente.

Dimensão da empresa alvo

As operações de F&A que envolvem empresas alvo relativamente grandes segundo Healy *et al.* (1992) trarão vantagens operacionais e financeiras, que permitem obter rentabilidades mais elevadas em comparação com a aquisição de empresas de menor dimensão. Grandes empresas possuem ativos valiosos, apresentam uma forte posição de mercado, redes de distribuição estabelecidas e são reconhecidas, muitas das vezes, para além do mercado em que se encontram a operar. Existem, no entanto, problemas burocráticos que se podem levantar no momento da fusão ou aquisição. Por vezes combinar duas empresas de grandes dimensões torna-se mais complexo do que adquirir uma empresa de pequena dimensão, devido aos elevados interesses de acionistas e dirigentes. Estes interesses estão presentes tanto na empresa adquirente como na empresa alvo, levando ao comprometimento da operação. Grande parte das pesquisas anteriores não encontram nenhuma relação significativa entre o tamanho relativo da empresa alvo e os resultados de performance da empresa adquirente pós-aquisição (Powell e Stark, 2005).

Hípotese 3 – As operações de aquisições que envolvem empresas de grandes dimensões permitem à empresa adquirente melhores *performances* nos anos seguintes.

Relacionamento com a Indústria

As F&A dentro da mesma indústria podem estar ligadas à necessidade das empresas obterem recursos essenciais para assegurarem uma maior rentabilidade e vantagens competitivas. Rao-Nicholson *et al.* (2016) defendem que a ocorrência de F&A entre empresas da mesma indústria pode alterar consideravelmente o ambiente de negócios para as restantes empresas da indústria. O número de empresas a operar na indústria irá reduzir, existindo desde logo uma possível redução da concorrência dentro dessa indústria, um outro fator passa pelo facto de que muitos dos clientes que pertenciam à empresa alvo, devido ao seu reduzido comprometimento com a empresa que esta a ser criada, acabam por avaliar outros potenciais fornecedores impedido o crescimento da empresa que surgiu após a operação de F&A e possibilitam oportunidades de crescimento para as empresas que não se viram envolvidas na operação. Berger *et al.* (1998).

De acordo com uma série de estudos empíricos, tal como o estudo de Fukui e Ushijima (2007) a opinião dominante entre os pesquisadores é de que a aquisição de empresas que operam em diferentes indústrias são associadas a um desempenho mais fraco, sendo esta diversificação causador de perda de valor para as empresas envolvidas.

Porem, Ghosh (2001) no seu estudo encontrou resultados opostos, Grigorieva e Petrunina (2015) defendem que em mercados que apresentam estruturas bem desenvolvidas nos mercados de capitais, mercados de produtos competitivos e mercados de trabalho, assim como uma forte fiscalização de contratos, asseguram às empresas regras de jogo semelhantes para empresas diversificadas e para as que realizam operações dentro da mesma indústria.

Além disso, alguns estudos não documentam nenhuma relação entre as melhorias de *performance* das empresas e a operação de F&A realizada. (Powell e Stark, 2005).

Hipótese 4 – Diversificar os negócios impossibilita o alcance de *performances* tão elevadas no período logo após a operação.

Impacto da Crise económica e financeira no período de 2008 a 2010

A amostra deste estudo, contém operações de aquisição que ocorrem durante um período de crise económica e financeira. Vários autores defendem que numa situação de pós-crise o volume de transações apresenta um crescimento exponencial e permite um acesso mais facilitado por parte das empresas ao mercado de capitais, diminuindo as restrições financeiras, prevendo assim desempenhos melhores em relação às operações realizadas numa situação de pré-crise. Portugal durante este período foi alvo de um resgate financeiro com o intuito de equilibrar as suas contas públicas, tendo a Espanha pedido um resgate financeiro para o setor bancário. Após períodos de crise as oportunidades de aquisição enfrentam uma pesquisa mais aprofundada e as decisões são tomadas de forma mais equilibrada, pois geralmente as empresas tem menos dinheiro para financiar atividades de F&A. Além disso, durante a crise, os preços diminuem, o que significa que é possível adquirir empresas com bons indicadores a um preço mais baixo.

Resultante de uma situação de crise as aquisições transfronteiriças tornam-se um forte instrumento para as empresas melhorarem os seus resultados e terem acesso a outros mercados. Na literatura são mais uma vez apresentados estudos com diferentes resultados acerca do impacto de uma crise neste tipo de operações. Uma serie de autores como Grigorieva e Petrunina (2015) defende que durante os períodos de crise existe uma diminuição da rentabilidade e dos volumes de negócios, resultante de um recuo dos níveis de consumo verificados nestes períodos, que se refletem nas *performances* das empresas.

Hipótese 5 – As aquisições realizadas num período de crise têm um impacto negativo na *performance* das empresas.

4. Resultados Empíricos e Discussão

Neste capítulo, vamos apresentar os resultados obtidos, tendo por base o principal objetivo de verificar se no conjunto das empresas da nossa amostra as aquisições transfronteiriças entre Portugal e Espanha conseguem melhorar as *performances* das empresas envolvidas. A *performance* das empresas é medida pelos indicadores anteriormente apresentados, incidindo sobre a rentabilidade, liquidez e posição de alavancagem. Estudos deste género realizados com empresas do mercado ibérico são muito escassos, contribuindo deste modo o estudo aqui realizado para a apresentação de novas evidências empíricas e evolução desta temática ainda pouco desenvolvida no mercado em questão.

Num primeiro momento, iremos avaliar se as medianas dos indicadores ajustados pela indústria apresentam diferenças em relação às medianas dos indicadores. A opção pela mediana deve-se ao facto de esta ser menos influenciada pelas observações da nossa amostra e por sua vez menos volátil que a média. A análise estatística à diferença entre as mesmas, foi feita através do teste de *Wilcoxon signed rank*, que é um teste não paramétrico usado para comparar duas amostras relacionadas. O nível de significância é dado pelo *p-value*.

Tabela 5 Análise estatística da diferença entre a mediana ajustada pela indústria e da amostra

		ROA _{i,t}	Nº de obs.	AJROA _{i,t}	Nº de obs.
Pré-aquisição	Média	3,0963	54	1,1187	48
	Mediana	5,0983	54	2,4150	48
	Wilcoxon Signed Rank	3.8513***			
Pós- aquisição	Média	3,3671	56	0,1991	56
	Mediana	3,1433	56	0,43833	56
	Wilcoxon Signed Rank	3,4137***			
		RL _{i,t}	Nº de obs.	AJRL _{i,t}	Nº de obs.
Pré-aquisição	Média	1,3075	54	-0,4342	48
	Mediana	1,0100	54	0,0133	48
	Wilcoxon Signed Rank	4,6308***			

Pós- aquisição	Média	1,0106	56	-0,1667	56
	Mediana	0,9725	56	-0,2116	56
	Wilcoxon Signed Rank	6,3749***			
Pré- aquisição		CJ_{i,t}	Nº de obs.	AJCJ_{i,t}	Nº de obs.
	Média	12,5617	53	10,9531	49
	Mediana	2,1000	53	-0,0967	49
	Wilcoxon Signed Rank	1,3031			
Pós- aquisição	Média	11,7801	54	7,1398	54
	Mediana	4,4266	54	-0,0525	54
	Wilcoxon Signed Rank	2,3506**			

Significância a 1%***, 5%** , 10%* usando o teste de Wilcoxon, Signed rank

Fonte: Cálculos próprios

Com este cálculo, verificamos que a mediana da amostra ajustada apresenta diferenças estatisticamente significativas, tanto para as observações do período de pré-aquisição como para o período dos pós-aquisição, exceto no período de pré- aquisição para o indicador cobertura de juros. Na tabela 5 é visível que as empresas que realizam operações de aquisição superam o respetivo *benchmark* da indústria antes da aquisição para o indicador $AJROA_{i,t}$ (+2,41 p.p), isto indica que em média as empresas da nossa amostra envolvem-se em operações de aquisição durante um período em que experimentam níveis superiores de rentabilidade em relação à indústria. Nos anos após a realização da operação continuam a apresentar um nível mais alto para o indicador $AJROA_{i,t}$ mas em menor escala. Estes resultados vão de encontro aos resultados encontrados por Kruse *et al.* (2007) e Martynova *et al.* (2007). O indicador $AJRL_{i,t}$ demonstra que a liquidez apresentada pelas empresas envolvidas em operações de aquisição é inferior à mediana da indústria no período de pós

aquisição, sendo que em pré aquisição apresenta um valor superior mas muito próximo de 0.

Num segundo momento, testamos a igualdade das medianas entre as variações dos períodos 1, 2 e 3 relativamente à mediana dos períodos -1,-2,-3 dos indicadores, e da própria mediana dos períodos -1, - 2 e -3 relativamente a si mesmo. Na nossa amostra para o indicador $ROA_{i,t}$ e $AJROA_{i,t}$, o período 3 apresenta variações estatisticamente significativas, com a mediana a apresentar-se positiva em ambos os indicadores. No que diz respeito ao indicador $RL_{i,t}$ e $AJRL_{i,t}$ somente no terceiro período do indicador $AJRL_{i,t}$ se verificam variações estatisticamente significativas com um nível de significância de 10. Este indicador demonstra uma variação negativa em relação aos períodos de pré-aquisição, com um valor muito próximo de 0. Relativamente ao indicador $CJ_{i,t}$ o período 1 e 3 apresentam variações estatisticamente significativas, assim como o período 1 apresenta variações estatisticamente significativas para o indicador $AJCJ_{i,t}$, sendo em ambas as situações variações positivas dos respetivos períodos relativamente aos períodos de pré-aquisição.

Tabela 6 Igualdade das medianas entre as variações dos períodos 1, 2 e 3 relativamente à mediana dos períodos -1,-2,-3 dos indicadores, e da própria mediana dos períodos -1, - 2 e -3 relativamente a si mesmo

		1	2	3
ROA	média	-0,2419	0,6777	0,4739
	mediana	0,2	0,185	1,08
	wilcoxon/mann-whitney (tie-adj.)	0,3514	1,5	2,5265**
ROA ajust.	média	-0,8696	0,6029	0,2461
	mediana	0,07	-0,125	0,675
	wilcoxon/mann-whitney (tie-adj.)	0,1788	0,372	1,6825*
Rácio Liquidez	média	-0,2213	-0,0013	-0,0484
	mediana	-0,005	0,015	0,025
	wilcoxon/mann-whitney (tie-adj.)	0,1748	0,5626	1,2605
Rácio Liquidez ajust.	média	-0,2598	-0,0102	-0,0765
	mediana	-0,03	0	-0,03

Cobertura de Juros	wilcoxon/mann-whitney (tie-adj.)	0,7293	-0,0039	1,7148*
	média	6,909	2,841	2,793
	mediana	1,14	0,1	0,755
	wilcoxon/mann-whitney (tie-adj.)	3,94***	0,2029	2,3627**
Cobertura de Juros ajust.	média	6,5538	2,29	2,3909
	mediana	0,51	-0,68	0,45
	wilcoxon/mann-whitney (tie-adj.)	1,705*	0,4063	0,6923

Significância a 1%***, 5%** , 10%* usando o teste de wilcoxon/mann-whitney (tie-adj.)

Fonte: Cálculos próprios

Com o objetivo de testar as hipóteses acima apresentadas e verificar o impacto dos fatores determinantes de pós-aquisição foi testado se o desempenho de pós-aquisição da empresa adquirente varia de acordo com o país onde esta é realizada, dimensão da empresa alvo, a relação com a indústria e a crise financeira e económica analisada no período de 2008 a 2010, este período foi assim determinado para auferir o impacto da crise, período em que as empresas se estavam a ajustar ao contexto económico em que se encontravam. Desta forma definimos como variáveis dependentes os indicadores de rentabilidade, liquidez e posição de alavancagem ajustados à indústria e não ajustados ($ROA_{i,t}$, $RL_{i,t}$, $CJ_{i,t}$, $AJROA_{i,t}$, $AJRL_{i,t}$ e $AJCJ_{i,t}$). Com o objetivo de testar as hipóteses apresentadas e entender os determinantes da performance pós-aquisição, definiram-se as variáveis explicativas e aplicou-se um modelo de regressão linear.

As variáveis explicativas englobam a variável independente de pré-aquisição ($PO_i^{pré}$) que representa o desempenho médio das empresas adquirentes nos 3 anos anteriores à aquisição para os indicadores acima apresentados. A Variável DG_i é uma *dummy* que assume o valor de 1 quando o país da empresa adquirente apresenta o NIPC registado em Portugal e o valor de 0 quando a empresa adquirente apresenta o NIPC registado em Espanha. De forma a determinar a dimensão da empresa alvo definimos 3 variáveis *dummy* que assumem o valor de 1 para pequenas empresas e de 0 caso contrário (PE_i), o valor de 1 para médias empresas e de 0 caso contrário (ME_i) e o valor de 1 para grandes empresas e de 0 caso contrário (GE_i). O setor de atividade também apresenta 3 variáveis *dummy* cujo valor de 1 é

assumido pelo setor de atividade primário e o valor de 0 caso contrário (SP_i), o valor de 1 para o setor de atividade secundário e de 0 caso contrário (SS_i) e o valor de 1 para o setor de atividade terciário e de 0 caso contrário (ST_i). A variável DEV_i é uma *dummy* que assume o valor de 1 quando a empresa que está a realizar a aquisição apresenta um (NACE Rev.2) diferente da empresa alvo e 0 caso contrário. A $CRISE$ é uma variável *dummy* que assume o valor de 1 para aquisições ocorridas entre os anos de 2008 e 2010. No seguinte quadro está representado as estatísticas descritivas das variáveis *dummy*, acima apresentadas.

Tabela 7 Estatística descritiva das variáveis explicativas (*dummy*)

Variáveis explicativas		Denominação	Média	Mediana	Desvio-padrão	Máximo	Mínimo	Nº obs.
Área Geográfica da empresa adquirente	País	DG_i	0.3514	0	0.4834	1	0	56
Dimensão da empresa alvo	Pequena dimensão	PE_i	0.1964	0	0.4009	1	0	56
	Média dimensão	ME_i	0.375	0	0.4885	1	0	56
	Grande dimensão	GE_i	0.4285	0	0.4993	1	0	56
Relacionamento com a Indústria	Setor primário	SP_i	0.017	0	0.1336	1	0	56
	Setor secundário	SS_i	0.339	0	0.4777	1	0	56
	Setor terciário	ST_i	0.642	1	0.4839	1	0	56
	Diversificação de negócio	DIV_i	0.3214	0	0.4712	1	0	56
Impacto da Crise	Crise	$CRISE$	0.2857	0	0.4558	1	0	56

Fonte: Autoria própria

A variável dependente $PO_i^{após}$ corresponde à *performance* pós-aquisição da empresa i pelos indicadores ROA_i , RL_i , CJ_i , $AJROA_i$, $AJRL_i$ e $AJCJ_i$ para os 3 anos após a aquisição.

Para analisarmos a *performance* após a aquisição tendo por base o impacto das variáveis explicativas procedemos à estimação de um modelo econométrico. Foram definidas duas expressões gerais do modelo, uma para os indicadores e outra para os indicadores ajustados pela indústria. A expressão geral do modelo apresenta a *performance* após aquisição ($PO_i^{após}$) como variável dependente e esta é explicada por um conjunto de variáveis independentes.

1ª equação

$$PO_i^{após} = \alpha_i + \beta_1 PO_i^{pré} + \beta_2 DG_i + \beta_3 ME_i + \beta_4 GE_i + \beta_5 SS_i + \beta_6 ST_i + \beta_7 DIV_i + \beta_8 CRISE + \epsilon_i$$

2ª equação

$$PO_i^{após} = \alpha_i + \beta_1 PO_i^{pré} + \beta_2 DG_i + \beta_3 ME_i + \beta_4 GE_i + \beta_5 DIV_i + \beta_6 CRISE + \varepsilon_i$$

Foram estimadas duas regressões lineares distintas, apresentando 6 modelos distintos, no modelo 1, 2 e 3 é tido em conta o setor de atividade em que a empresa adquirente se encontra a operar, de forma a verificar-se o mesmo é determinante para os resultados deste tipo de operações. Nos modelos 4, 5, 6 e uma vez que os indicadores já se encontram ajustados à indústria pelo (NACE Rev.2) foram retiradas as variáveis independentes relacionadas como setor de atividade.

Os modelos foram estimados pelo método *least squares*, sendo um método amplamente utilizado em estudos relacionados com a análise dos efeitos das F&A na *performance* das empresas, nomeadamente nos estudos analisados de Rao-Nicholson, *et al.* (2016) e Rashid e Naeem (2017). A inferência estatística foi realizada com o coeficiente de covariância definido pelo estimador HAC (newey- west). O seguinte quadro apresenta as estimativas dos coeficientes da análise para cada medida de *performance*.

Tabela 8 Análise da *performance* pós-aquisição

	<i>ROA_i</i>	<i>RL_i</i>	<i>CJ_i</i>	<i>AJROA_i</i>	<i>AJRL_i</i>	<i>AJCJ_i</i>
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
Constante	-5,0776*	0.4591*	-5.8053	-2.7216***	0.0353	-5.996
	(2,8401)	(0.2371)	(7.3853)	(0.9904)	(0.1840)	(5.6374)
PO_i^{pré}	0.4995***	0.2019**	0.7002***	0.4904**	0.2318**	0.6937***
	(0.0992)	(0.0803)	(0.2350)	(0.1947)	(0.0959)	(0.2306)
DG_i	-0.5650	-0.308*	0.4017	1.3251	-0.2967	0.2508
	(1.59415)	(0.1664)	(3.9473)	(1.5619)	(0.2092)	(4.1536)
ME_i	2.8947***	-0.0891	11.4337**	2.5289**	-0.0867	10.8063*
	(0.9621)	(0.1543)	(5.5723)	(2.5289)	(0.1923)	(5.4454)
GE_i	3.3188**	0.0012	13.5143**	2.9330**	-0.1398	13.0535**
	(1.2793)	(0.1537)	(6.096)	(1.2538)	(0.2295)	(6.3901)
SS_i	4.2443	0.5173**	1.6181			
	(2.6064)	(0.2054)	(5.8898)			
ST_i	5.4084*	0.4634***	2.3613			
	(2.8564)	(0.1253)	(2.6945)			
DIV_i	-0.5028	0.1089	-0.8882	-0.4635	0.1047	-1.14197
	(1.56016)	(0.1670)	(4.7695)	(0.7462)	(0.1608)	(4.7706)
Crise	-0.6678	-0.2879***	-7.2513*	-1.4480	-0.3380	-5.631
	(1.6719)	(0.1064)	(4.004)	(0.4725)	(0.2240)	(3.8660)
R²	0.4874	0.4526	0.686	0.288	0.4064	0.676
$\overline{R^2}$	0.396	0.3552	0.626	0.184	0.3196	0.627
F-statistic	5.3501	4.6501	11.5002	2.7698	4.6801	13.9260
Prob(F-statistic)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0236	0.0010	0.0000
N°obs	54	54	51	48	48	47

Estatisticamente significativo a 1%***, 5%***, 10%*.

Fonte: Cálculos próprios

A variável PO_i^{pré} apresenta um coeficiente positivo em todas as regressões, com um nível de significância de 1% para os indicadores ROA_i, CJ_i e AJCJ_i e um nível de significância de 5% para os restantes indicadores, verificando-se uma relação sistemática e positiva entre o desempenho de pré-aquisição e pós-aquisição. O cálculo das regressões 1, 2, 3 e o cálculo

das regressões ajustadas 4, 5 e 6 não apresentam grandes diferenças nos coeficientes para os respetivos indicadores. As empresas que apresentam performances positivas nos anos anteriores à aquisição têm mais facilidade em manter essa performance. Esta evidência é idêntica aos estudos de Healy *et al.* (1992), Gugler *et al.* (2003) e Kruse *et al.* (2007) no entanto estes resultados são inconsistentes com os de Sharma e Ho (2002) e Martynova *et al.* (2007) que relatam que as empresas adquirentes obtêm rentabilidades inferiores no período pós-aquisição.

A variável DG_i apresenta-se estatisticamente significativa para o indicador RL_i a um nível de significância de 10% apresentando um coeficiente negativo, isto implica que as aquisições realizadas por empresas portuguesas enfrentam perdas de liquidez no período de pós aquisição. As variáveis ME_i e GE_i apresentam um coeficiente positivo e estatisticamente significativo para os indicadores ROA_i , CJ_i , $AJROA_i$ e $AJCJ_i$ demonstrando que existe uma relação significativa e positiva entre a dimensão da empresa e a *performance* pós-aquisição, refutando assim as conclusões apresentadas por Powell e Stark (2005) e desta forma os resultados obtidos permitem não rejeitar a hipótese 3. A variável DIV_i apresenta um coeficiente negativo em quase todas as regressões, a existir uma relação entre a diversificação e os indicadores de performance esta seria negativa, porém nenhuma se demonstrou estatisticamente significativa, não sendo possível auferir qualquer conclusão em relação à diversificação ou focalização da aquisição. Esta evidência não nos permite rejeitar ou não rejeitar a hipótese 4. A variável $CRISE$ assume o valor de 1 para as aquisições que ocorreram entre 2008 e 2010 e zero caso contrário. As regressões 2 e 3 são as que apresentam coeficientes estatisticamente significativos sendo nestes casos ambos negativos. Isto indicia que neste período as empresas enfrentam dificuldades ao nível da liquidez e da sua capacidade de cobertura de juros. Em todas as restantes regressões o coeficiente apresenta-se negativo, porém não sendo estatisticamente significativo não nos é possível auferir conclusões.

Em forma de síntese, tendo por base os diversos fatores explicativos é visível que as empresas que apresentavam *performances* positivas no período de pré-aquisição continuaram a apresentar no período de pós-aquisição com maior preponderância para as empresas que realizaram aquisições de empresas de média e grande dimensão, tendo o fator crise implicado perdas de liquidez nas empresas e dificuldades na sua posição de alavancagem.

Considerações Finais

As F&A são um tema amplamente analisado na literatura, mas essencialmente a nível doméstico. No que diz respeito às F&A transfronteiriças, que têm vindo a assumir uma grande importância nas últimas décadas, apenas num passado recente surgiram estudos empíricos acerca destas operações. Estas operações trazem consigo características e motivos distintos das operações de F&A até então analisados, sendo o seu estudo de real importância para a compreensão das mesmas. Uma série de questões permanecem em aberto e as conclusões são inconsistentes, com a existência de muitos autores defensores de resultados positivos nas *performances* das empresas que realizam estas operações e por outro lado autores que defendem que não existem melhorias significativas para as empresas.

Com a realização deste estudo, o principal objetivo foi analisar os efeitos que as aquisições transfronteiriças têm na *performance* das empresas do mercado ibérico, analisando se as empresas que se envolvem nestas operações melhoram a sua rentabilidade, liquidez e posição de alavancagem. De forma a completar o estudo realizado investigou-se os principais determinantes pós-aquisição, nomeadamente a área geográfica da empresa adquirente, relacionamento com a indústria, dimensão das empresas envolvidas e a crise económica e financeira, que são fatores que nos ajudam a explicar se uma empresa será capaz de criar valor após a realização de uma operação deste género. Tendo por base a metodologia utilizada e analisando a evolução da *performance* de 3 anos antes e 3 anos após a operação de aquisição, permitiu-nos retirar algumas conclusões acerca deste tema.

A análise deste estudo baseou-se em dados recolhidos através da base de dados *Zephyr*, *Amadeus* e *Sabi*, tendo obtido uma amostra inicial de 237 operações de F&A transfronteiriças entre empresas do mercado ibérico, que devido às restrições já mencionadas ficou reduzida a uma amostra final de 56 empresas que realizaram operações de aquisição transfronteiriças concluídas entre os anos de 2007 e 2016. Este estudo apresenta-se como recente e aborda um mercado em que o número de estudos empíricos é bastante escasso, contrastando com os inúmeros estudos empíricos realizados para países como o Reino Unido, EUA e Japão que serviram de base para um levantamento e análise de literatura deste estudo.

Em nosso estudo e tendo por base o modelo de regressão linear com os diversos fatores explicativos que o mesmo engloba é visível que as empresas que apresentavam *performances* positivas no período de pré-aquisição continuaram a apresentar no período de pós-aquisição com maior preponderância para as empresas que realizaram aquisições de

empresas de média e grande dimensão, tendo o fator crise implicado perdas de liquidez nas empresas e dificuldades na sua posição de alavancagem. Os ganhos de performance vão de encontro a estudos realizados por Healy *et al.* (1992), Gugler *et al.* (2003) e contrastam com as conclusões de Martynova *et al.* (2007).

O atual estudo pode apresentar algumas limitações, portanto os resultados podem não fornecer um quadro abrangente na compreensão das *performances* das empresas adquirentes a longo prazo. Pela falta de estudos empíricos no mercado em análise impossibilita-nos a comparação dos resultados obtidos com outras evidências. O nosso estudo devido à limitação de acesso a dados contabilísticos, apresenta uma amostra de menor dimensão não nos possibilitando ter um número substancial de fusões para que as mesmas fossem estudadas, ficando o estudo limitado às operações de aquisição. Na sua maioria as empresas envolvidas são de grande dimensão e com capital aberto, uma vez que, o acesso a dados contabilísticos destas empresas é mais facilitado. O número de empresas adquirentes e alvo privadas é reduzido não nos sendo possível verificar se existem dinâmicas diferentes na hora de realizarem uma operação de fusão ou aquisição. Além disso, este estudo utilizou uma metodologia de análise de 3 anos antes e 3 anos após a aquisição, sendo que estudos que abranjam períodos mais longos podem captar de forma mais eficiente efeitos a longo prazo deste tipo de operações.

Consequentemente sugerimos que pesquisas futuras realizem análises em períodos temporais mais extensos e a utilização de uma amostra de maior dimensão que possibilite a obtenção de resultados mais concretos e rigorosos tanto de empresas de capital aberto como fechado. Neste estudo foi apresentada uma visão das aquisições transfronteiriças entre Portugal e Espanha, não sendo examinadas as operações domésticas e o seu peso em relação às operações transfronteiriças, assim como os resultados de *performance* dessas mesmas operações, sendo um aspeto que se pode tornar relevante e passível de estudo na hora de se tomar uma decisão de aquisição num outro país.

Bibliografia

- Ahern, K. R., Daminelli, D., & Fracassi, C. (2015). Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world. *Journal of Financial Economics*, 117(1), 165-189.
- Al-Hroot, Y. A. (2016). The impact of mergers on financial performance of the Jordanian industrial sector. *International Journal of Management & Business Studies*, 6(1), 2230-9519.
- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of economic perspectives*, 15(2), 103-120.
- Andreou, P. C., Louca, C., & Panayides, P. M. (2012). Valuation effects of mergers and acquisitions in freight transportation. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 48(6), 1221-1234.
- Bertrand, O., & Betschinger, M. A. (2012). Performance of domestic and cross-border acquisitions: Empirical evidence from Russian acquirers. *Journal of Comparative Economics*, 40(3), 413-437.
- Bhabra, H. S., & Huang, J. (2013). An empirical investigation of mergers and acquisitions by Chinese listed companies, 1997–2007. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(3), 186-207.
- Changqi, W., & Ningling, X. (2010). Determinants of cross-border merger & acquisition performance of Chinese enterprises. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 2(5), 6896-6905.
- Coeurdacier, N., De Santis, R. A., & Aviat, A. (2009). Cross-border mergers and acquisitions and European integration. *Economic Policy*, 24(57), 56-106.
- Doytch, N., & Cakan, E. (2011). Growth effects of mergers and acquisitions: a sector-level study of OECD countries. *Journal of Applied Economics and Business Research*, 1(3), 120-129.
- Dutta, S., & Jog, V. (2009). The long-term performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly. *Journal of Banking & Finance*, 33(8), 1400-1412.
- Erel, I., Liao, R. C., & Weisbach, M. S. (2012). Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 67(3), 1045-1082.
- Fukui, Y. & Ushijima, T. (2007). Diversificação, desempenho e reestruturação corporativa nos maiores fabricantes japoneses. *Jornal das economias japonesas e internacionais*, 21 (3), 303-323.

- Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions?. *Journal of corporate finance*, 7(2), 151-178.
- Grigorieva, S., & Petrunina, T. (2015). The performance of mergers and acquisitions in emerging capital markets: New angle. *Journal of Management Control*, 26(4), 377-403.
- 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.
- Gupta, P. K. (2012). Mergers and acquisitions (M&A): the strategic concepts for the nuptials of corporate sector. *Innovative Journal of Business and Management*, 1(04).
- Harford, J. (2005). What drives merger waves?. *Journal of financial economics*, 77(3), 529-560.
- Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers?. *Journal of financial economics*, 31(2), 135-175.
- Holmstrom, B., & Kaplan, S. N. (2001). Corporate governance and merger activity in the United States: Making sense of the 1980s and 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 121-144.
- Kohli, R. and B. J. S. Mann (2012). "Analyzing determinants of value creation in domestic and cross border acquisitions in India." *International Business Review* 21(6): 998-1016.
- Kruse, T. A., et al. (2007). "Long-term performance following mergers of Japanese companies: The effect of diversification and affiliation." *Pacific-Basin Finance Journal* 15(2): 154-172.
- Levine, O. (2017). Acquiring growth. *Journal of Financial Economics*, 126(2), 300-319.
- Ling, D. C., & Petrova, M. (2011). Why do REITs go private? Differences in target characteristics, acquirer motivations, and wealth effects in public and private acquisitions. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 43(1-2), 99-129.
- Martynova, M., Oosting, S., & Renneboog, L. (2007). The long-term operating performance in European mergers and acquisitions. In *International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990* (pp. 79-116). Academic Press.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?. *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2148-2177.

- 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. *The journal of finance*, 60(2), 757-782.
- 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), 336-365.
- Parenteau, R. S. e J. F. Weston (2003). It's Never Too Early To Think Integration, Mergers & Acquisitions: *The Dealermaker's Journal*, Vol. 38, N° 11, pp. 17-23.
- Pervan, M., J. Višić e K. Barnjak (2015), "The impact of M&A on company performance: Evidence from Croatia", *Procedia Economics and Finance*, Vol. 23, pp. 1415-1456.
- Pillania, R. K., Kumar, S., & Bansal, L. K. (2008). The impact of mergers and acquisitions on corporate performance in India. *Management Decision*.
- Powell, R. G. and A. W. Stark (2005). "Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks." *Journal of Corporate Finance* 11(1): 293-317.
- Rashid, A., & Naeem, N. (2017). Effects of mergers on corporate performance: An empirical evaluation using OLS and the empirical Bayesian methods. *Borsa Istanbul Review*, 17(1), 10-24.
- Singh, F., & Mogla, M. (2008). Impact of Mergers on Profitability of Acquiring Companies. *ICFAI Journal of Mergers & Acquisitions*, 5(2).
- Sharma, D. S., & Ho, J. (2002). The impact of acquisitions on operating performance: Some Australian evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(1-2), 155-200.
- 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.
- Schoenberg, R. (2006). Medindo o desempenho de aquisições corporativas: uma comparação empírica de métricas alternativas. *British Journal of Management*, 17 (4), 361-370.
- Stigler, G. J. (1950). Monopoly and oligopoly by merger. *The American Economic Review*, 23-34.
- Xu, E. Q. (2017). Cross-border merger waves. *Journal of Corporate Finance*, 46, 207-231.

Yaghoubi, R., Yaghoubi, M., Locke, S., & Gibb, J. (2016). Mergers and acquisitions: a review. Part 1. *Studies in Economics and Finance*, 33(1), 147-188.

Webgrafia

UNCTAD United Nations Conference on Trade and Development, *cross-border M&A database*. Disponível em <https://unctadstat.unctad.org/EN/Index.html>. Acedido em 23/05/2019

Amadeus (2019) *About Amadeus*. Disponível em <https://amadeus.bvdinfo.com/version-2019719> . Acedido a 15/04/2019

Sabi (2019) *About Sabi*. Disponível em <https://sabi.bvdinfo.com/version-2019730> . Acedido a 15/04/2019

Zephyr (2019) *About Zephyr*. Disponível em <https://zephyr.bvdinfo.com/version-2019821> . Acedido a 15/04/2019

Anexos

Anexo 1 Resumo de estudos analisados

Autores	Mercado, Dimensão e Período da amostra	Medidas de <i>Performance</i> e Metodologia	Conclusões
Healy <i>et al.</i> (1992)	EUA; 50 maiores fusões; de 1979 a meados de 1984	Fluxo de caixa operacional; <i>change model</i> e modelo de regressão linear	Produtividade de ativos demonstrou melhorias anormais significativas, mas não verificaram nenhum aumento significativo nas margens operacionais do fluxo de caixa
Ghosh (2001)	EUA; 315 fusões; 1981-1995	Fluxo de caixa operacional; desempenho do setor e tamanho das empresas.	Não foram encontradas evidências de melhorias significativas.
Sharma e Ho (2002)	Austrália; 36 fusões; 1986-1991	ROA, ROE, PM, EPS; Desempenho mediano da indústria, tamanho das empresas	Os indicadores ROA, ROE, EPS, PM mostraram resultados significativamente inferiores.
Gugler <i>et al.</i> (2003)	Diversos países; 44600 F&A; 1981-1998	Rentabilidade e vendas; <i>change model</i>	As F&A resultam em melhorias significativas nas <i>performances</i>
Powell e Stark (2005)	Reino Unido; 191 aquisições; 1985-1993	Fluxo de caixa operacional para o valor total do mercado de ativos e ajustado pela reação do mercado à aquisição; desempenho mediano da indústria, desempenho de pré-aquisição do setor e tamanho da empresa.	Melhorias significativas na <i>performance</i> operacional
Martynova <i>et al.</i> (2007)	Europa; 155 aquisições; 1997-2001	(EBITDA-WC) para ativos, (EBITDA-WC) para Vendas, EBITDA para ativos, EBITDA para Vendas; Desempenho mediano da indústria	As empresas adquirentes e alvo superam significativamente as empresas do seu setor antes das aquisições, mas a rentabilidade da empresa combinada diminui

			significativamente após uma aquisição.
Kohli e Mann (2012)	Mercados emergentes, Índia; 268 aquisições (202 transfronteiriças e 66 domésticas); 1997-2008	Retorno do anúncio para as empresas e regressão transversal a toda a amostra de aquisições nacionais e internacionais para identificar as determinantes da criação de valor.	As aquisições transfronteiriças geram mais riqueza que as aquisições domésticas.
Grigorieva e Petrunina (2015)	Mercados de países emergentes; 80 operações de F&A; 2003-2009	Retorno do Ativo e Retorno das vendas; Modelo de regressão linear	Após as operações de F&A as empresas obtiveram <i>performances</i> negativas em relação ao período anterior.
Rashid e Naeem (2017)	Paquistão; 25 empresas não financeiras; 1995-2012	Análise do balanço das empresas ao nível da rentabilidade, liquidez e posição de alavancagem; Método <i>OLS</i> e estimação <i>bayesiana</i>	Sem impacto significativo na rentabilidade, liquidez e posição de alavancagem após a operação de fusão ou aquisição.

Fonte: Autoria própria com informação obtida a partir dos estudos