



# As Dinâmicas das Fusões & Aquisições Domésticas e Internacionais: UE - 27 países

por

**Ana Isabel da Costa Carvalho**

**Tese de Mestrado em Finanças e Fiscalidade**

Orientada por:

Professor Doutor Samuel Cruz Alves Pereira

Professor Doutor Elísio Fernando Moreira Brandão

**2015**

## **NOTA BIOGRÁFICA**

Ana Isabel Costa Carvalho ingressou na Faculdade Economia da Universidade do Porto, na Licenciatura em Economia, em 2009, tendo concluído esta formação em 2012. Nesse mesmo ano, iniciou o curso de Mestrado em Finanças e Fiscalidade na mesma instituição. A presente dissertação constitui a última etapa para a conclusão deste curso.

## **AGRADECIMENTOS**

Na fase final deste percurso não posso deixar de agradecer ao meu orientador, o Professor Doutor Samuel Cruz Alves Pereira, cujos ensinamentos, orientação e apoio foram determinantes para a conclusão deste trabalho.

Um agradecimento especial ao Professor Doutor Vitorino Martins, cujos valiosos conselhos e sugestões permitiram a finalização desta etapa. Obrigada por toda a paciência e solicitude com que sempre respondeu aos meus pedidos.

Gostaria igualmente de agradecer ao Professor Doutor Elísio Brandão, Diretor do Mestrado em Finanças e Fiscalidade e co-orientador desta dissertação, bem como aos restantes elementos do corpo docente, pelas palavras de incentivo e pelo espírito de rigor que nos inculcaram desde o primeiro dia.

Por último, mas igualmente importante, esta dissertação não seria possível sem o incondicional apoio e carinho da minha família, em especial os meus pais, que têm estado ao meu lado em todas as etapas da minha vida. Obrigada por me tornarem na pessoa que sou hoje e por todos os valores que me transmitiram.

## **RESUMO**

Na sequência de investigações anteriores, a presente dissertação visa contribuir para a literatura existente (i) ao nível do estudo do padrão cíclico das fusões e aquisições (F&A) domésticas e internacionais e (ii) ao nível da análise das características distintivas entre as empresas que se envolvem neste tipo de operações.

Esta investigação debruça-se assim sobre a temática das F&A estudando-a sobre duas diferentes perspetivas e para um amplo grupo económico de países – UE a 27 países. A amostra compreende todas as operações anunciadas e concluídas entre 1999 e 2013. As metodologias aqui utilizadas permitem ainda corroborar resultados de investigações anteriores, bem como fazer face a lacunas existentes nas mesmas.

Na sua generalidade, os resultados alcançados estão de acordo com a literatura existente, levantando ainda algumas questões interessantes, essencialmente ao nível das características distintivas entre as empresas participantes em operações de F&A domésticas e internacionais.

**Palavras-chave:** Ondas de F&A; Variáveis Macroeconómicas; Características financeiras das empresas; F&A domésticas e internacionais.

## **ABSTRACT**

Following the previous researches, this dissertation intends to contribute to the literature (i) studying the dynamic patterns of domestic and cross-border mergers and acquisitions (M&A) and (ii) examining the distinctive characteristics of firms which are involved in these operations.

Therefore, this investigation focuses in M&A, studying it at two different perspectives for a large group of economies – EU 27 countries. The sample covers all deals announced and completed between 1999 and 2013. The methodologies used here allow corroborating the results of previous investigations, as well as filling gaps on the same.

In general, results are in line with the existing literature and arise some interesting questions, essentially at the level of the distinctive characteristics between companies which engage in domestic and cross-border M&A operations.

**Keywords:** Merger Waves; Macroeconomic Variables; Characteristics of Merging firms; Domestic Mergers; Cross-border Mergers.

# ÍNDICE

NOTA BIOGRÁFICA.....	I
AGRADECIMENTOS .....	II
RESUMO.....	III
ABSTRACT.....	IV
ÍNDICE.....	V
ÍNDICE DE TABELAS.....	VII
ÍNDICE DE FIGURAS .....	VII
<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>1</b>
<b>2. REVISÃO DE LITERATURA.....</b>	<b>3</b>
2.1 – PADRÃO CÍCLICO DAS OPERAÇÕES DE F&A.....	3
2.1.1 – Teoria Neoclássica.....	4
2.1.2 – Teoria da Agência.....	5
2.1.3 – Teoria Comportamental .....	6
2.2 – CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS QUE SE ENVOLVEM EM OPERAÇÕES DE F&A .....	7
<b>3. DADOS E AMOSTRA .....</b>	<b>10</b>
3.1 – DADOS: FUSÕES E AQUISIÇÕES .....	10
3.2 – DADOS MACROECONÓMICOS .....	12
3.2.1 – Processo de Filtragem.....	13
3.3 – DADOS EMPRESAS ADQUIRENTES & ALVO DE AQUISIÇÃO .....	15
<b>4. DINÂMICAS DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES AO LONGO DOS CICLOS ECONÓMICOS.....</b>	<b>17</b>
4.1 – ANÁLISE DE CORRELAÇÃO ENTRE F&A E CICLOS ECONÓMICOS	17
4.1.1 – Resultados da análise de correlação.....	18

<b>5. CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS QUE SE ENVOLVEM EM OPERAÇÕES DE F&amp;A.....</b>	<b>23</b>
1º MÉTODO:.....	24
2º MÉTODO:.....	25
5.1 – RESULTADOS .....	26
5.1.1 – Estatísticas Descritivas .....	26
5.1.2 – Teste de igualdade das médias.....	27
5.1.2.1 – Análise Adicional.....	30
<b>6. CONCLUSÃO .....</b>	<b>32</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>35</b>
<b>ANEXOS .....</b>	<b>39</b>
<b>Anexo 1:</b> Frequência e Volume de Transação das Fusões e Aquisições (F&A) ao longo do período amostral: 1999 – 2013 .....	40
<b>Anexo 2:</b> Frequência e Volume de transação das Fusões e Aquisições (F&A) por país; .....	41
<b>Anexo 3:</b> Estatística descritiva das variáveis microeconómicas – F&A domésticas .....	42
<b>Anexo 4:</b> Estatística descritiva das variáveis microeconómicas – F&A internacionais.....	42

## ÍNDICE DE TABELAS

<b>Tabela 1:</b> Descrição das Variáveis Macroeconómicas .....	12
<b>Tabela 2:</b> Descrição das Variáveis Microeconómicas .....	16
<b>Tabela 3:</b> Correlação entre as F&A domésticas e as variáveis macroeconómicas do país correspondente .....	19
<b>Tabela 4:</b> Correlação entre as F&A internacionais e as variáveis macroeconómicas dos países das empresas alvo de aquisição.....	20
<b>Tabela 5:</b> Correlação entre as F&A internacionais e as variáveis macroeconómicas dos países das empresas adquirentes. ....	21
<b>Tabela 6:</b> Resultados das características das empresas que se envolvem em F&A.....	27
<b>Tabela 7:</b> Resultados das características das empresas que se envolvem em F&A (cuja informação de ambas empresas esteja disponível) .....	30

## ÍNDICE DE FIGURAS

<b>Figura 1:</b> Evolução do volume de transação das Fusões e Aquisições (Milhões de USD) dos países da UE-27, ao longo do período amostral (1999 – 2013). ....	11
<b>Figura 2:</b> Aplicação do filtro HP ao Produto Interno Bruto da Alemanha.....	15



# 1. INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas temos assistido a um crescimento acelerado das fusões e aquisições como forma de concentração empresarial, devendo-se talvez às vantagens associadas a este tipo de operações comparativamente a outras formas de investimento. Esta é aliás, muitas vezes considerada como uma das formas mais eficazes de eliminar concorrentes, quer reais ou potenciais, bem como uma das mais poderosas ferramentas para o crescimento acelerado das empresas (OECD, 2001).

Com a crescente importância deste tipo de operações no mundo empresarial, surgem naturalmente muitas investigações que estudam esta área sobre as mais diversas perspetivas. A presente dissertação visa assim contribuir para a literatura já existente, analisando esta temática sobre dois prismas. Numa primeira fase são analisadas as dinâmicas das F&A domésticas e internacionais no contexto da UE – 27 países, sendo de seguida estudadas as características distintivas entre as empresas que se envolvem neste tipo de transações.

As operações de F&A são tipicamente um fenómeno que ocorre por ondas, havendo já alguma investigação que se debruça especificamente a estudar o padrão cíclico destas transações. No entanto, também se verifica que grande parte da literatura existente foca-se especialmente nas operações de F&A domésticas. Ao nível do estudo destas dinâmicas a nível internacional, destaca-se a investigação de Makaew (2012) que conclui que as operações de F&A internacionais apresentam um comportamento mais pró-cíclico do que as F&A domésticas. Na presente dissertação, proponho-me desse modo a analisar as dinâmicas deste tipo de operações, abrangendo quer F&A domésticas, quer F&A internacionais, mas agora para um amplo e importante grupo económico de países – UE -27 países.

Numa segunda fase, investigar-se-á as características das empresas que se envolvem neste tipo de operações, quer domésticas, quer internacionais para o grupo da UE-27 países. Aqui serão utilizadas diferentes variáveis que nos darão indicação do grau de eficiência, rentabilidade e autonomia destas empresas, sendo ainda utilizadas duas diferentes técnicas de normalização das variáveis, com o objetivo de verificar se os resultados se mantêm.

Em ambas as análises efetuadas, efetuar-se-á um estudo quer para as operações domésticas, quer para as internacionais, abrangendo empresas cotadas e não cotadas, com o objetivo de ter uma amostra suficientemente abrangente, que nos permita retirar resultados válidos.

A parte remanescente da presente dissertação encontra-se organizada da seguinte forma: no segundo capítulo é efetuada a revisão da literatura. No terceiro são apresentados os dados e a amostra das duas análises realizadas. No capítulo quatro é apresentada a metodologia relativa às dinâmicas das operações de F&A, bem como os respetivos resultados. O capítulo cinco debruçar-se-á sobre a análise das características distintivas das empresas envolvidas neste tipo de transações, com a apresentação dos respetivos resultados e com a realização de uma análise adicional, de forma a corroborar os resultados alcançados na primeira fase desse capítulo. Por último, serão apresentadas as principais conclusões e as perspetivas para novas investigações.

## **2. REVISÃO DE LITERATURA**

Este capítulo tem como objetivo efetuar uma revisão da literatura relacionada com o presente tema da dissertação, bem como dar a conhecer de forma breve os principais contributos desta investigação ao nível das dinâmicas das fusões e aquisições (F&A) domésticas e internacionais.

As fusões e aquisições assumem-se atualmente como uma importante área no mundo empresarial, sendo um dos instrumentos mais utilizados pelas empresas para se expandirem e se tornarem líderes nos sectores e mercados em que operam (Coelho, 2013).

Associada a esta forte evolução das operações de F&A surgem conseqüentemente inúmeras investigações que analisam esta área dos mais diversos prismas. Dada a diversidade de estudos existentes, a revisão de literatura encontra-se dividida em duas secções:

- Secção I: Padrão cíclico das operações de F&A
- Secção II: Características das empresas que se envolvem em F&A.

Estas duas secções abarcam os principais trabalhos realizados sobre esta temática, que foram considerados mais importantes e serviram de apoio ao desenvolvimento do presente estudo, bem como permitirão identificar mais claramente os contributos desta investigação para a literatura existente.

### **2.1 – PADRÃO CÍCLICO DAS OPERAÇÕES DE F&A**

As fusões e aquisições são, tipicamente, um fenómeno que ocorre por ondas, tal como os ciclos económicos. O padrão cíclico deste tipo de operações e a sua forte evolução nos últimos anos é encarada por alguns investigadores como resultado da necessidade das empresas se adaptarem a novas realidades, decorrentes principalmente da globalização, da crescente desregulamentação observadas em quase todas as atividades económicas, da inovação tecnológica e da vontade dos empresários em criarem grandes grupos económicos.

De acordo com o estudo de Makaew (2012), estas dinâmicas verificam-se não só ao nível interno de cada país, mas também e mais ainda a nível internacional. Nesta investigação intitulada por “*Waves of International Mergers and Acquisitions*”, o autor através de uma amostra composta pelos negócios anunciados e concluídos entre 1988 e 2008 por empresas dos 25 países desenvolvidos e dos 25 países em desenvolvimento com mais F&A, conclui que as fusões internacionais ocorrem em ondas que são altamente correlacionadas com os ciclos económicos, reagindo estas a choques provenientes quer do país da empresa adquirente, quer do país da empresa alvo de aquisição.

Também a investigação levada a cabo por Amy K. Dittmar e Robert F. Dittmar (2008) composta por fusões ocorridas nos EUA entre 1974 e 2004, conclui que as fusões domésticas flutuam em resposta a choques no Produto Interno Bruto (PIB) do país. É a partir da metodologia e das conclusões destas duas investigações que se elabora o presente estudo, cuja principal análise terá como objetivo testar se as conclusões acima referidas se mantêm, agora no contexto da UE – 27 países, analisando ainda o grau preditivo de outras variáveis macroeconómicas para o volume de F&A domésticas e internacionais.

Com o aumento sucessivo do número de F&A domésticas, mas acima de tudo internacionais surgem conseqüentemente diversos modelos explicativos não só do aumento deste tipo de transações, mas também do seu padrão cíclico. De forma geral, as investigações que estudam e tentam explicar o padrão dinâmico das operações de F&A agrupam-se em três grandes teorias: Teoria Neoclássica, de Agência e Comportamental.

### **2.1.1 – Teoria Neoclássica**

No geral a teoria neoclássica defende que as operações de F&A surgem como respostas eficientes a oportunidades de investimento em determinados mercados, assumindo as imperfeições nos mercados financeiros um papel secundário (Makew, 2012).

As investigações que se enquadram nesta teoria defendem que, as operações de F&A internacionais apresentam um padrão cíclico devido à flutuação de uma série de fatores

(e.g: procura, produtividade, etc.), quer no país da empresa adquirente quer no país da empresa alvo de aquisição.

Desde a investigação de Gort (1969) até às mais recentes, ambas argumentam que as ondas de fusão resultam da existência de choques económicos, tecnológicos e regulatórios (Coelho, 2013). A presença destes choques e o pressuposto de que os agentes económicos têm um comportamento racional que visa a maximização da sua utilidade, levará assim os gestores ao aproveitamento de oportunidades de investimento em outras economias ou mercados, permitindo-lhes a exploração de sinergias, obter economias de escala, o aumento da dimensão e conseqüentemente da carteira de clientes e fornecedores, absorvendo concorrentes e reduzindo custos.

Um dos principais argumentos assente na teoria neoclássica é ainda de que as empresas adquirentes tendem a ser mais produtivas e as empresas alvo tendem a ser menos competitivas e menos produtivas face às suas concorrentes de mercado. Também Maksimovic e Phillips (2001) através da análise a operações de compra e venda de ativos a um conjunto de empresas cotadas e não cotadas pertencentes ao sector da indústria, conclui isto mesmo, ou seja, que empresas com elevada produtividade tendem a adquirir empresas com menor produtividade, a fim de redistribuir os seus ativos para usos mais rentáveis.

Mais recentemente, algumas investigações, ainda na linha dos estudos que defendem a teoria neoclássica, defendem que as fusões e aquisições apesar de conduzidas por choques de produtividade, são no entanto facilitadas e acomodadas por choques de liquidez a nível macroeconómico (Harford, 2005; Eisfeldt e Rampini, 2003).

### **2.1.2 – Teoria da Agência**

A Teoria de Agência surge com a investigação de Jensen e Meckling (1976), onde se analisa os potenciais conflitos de interesses que possam surgir entre alguns intervenientes, nomeadamente, gestores, acionistas e credores. Assim, ao nível das F&A o conflito de interesses entre a gestão e a propriedade da empresa pode levar a uma má aplicação por parte dos gestores dos cash-flows que a empresa gera. De acordo com Jensen (1986) os gestores com o objetivo de aumentarem o seu poder de gestão, podem

assim fazer uso dos cash-flows da empresa para aumentarem a dimensão da empresa ou do grupo, através de aquisições, que por sua vez podem ser destruidoras de valor.

O estudo realizado por Amihud e Lev (1981) cujo objetivo era analisar os motivos pelos quais as empresas se envolviam em operações de F&A, indica isso mesmo, ou seja, que empresas controladas por gestores são mais propensas a envolverem-se em aquisições do que empresas cuja gestão e propriedade integra o mesmo agente económico. Na mesma linha, a investigação de Argawal e Mandelker (1987) encontra evidências de que a participação no capital da empresa pelos gestores os induz a tomar decisões de investimento benéficas para os acionistas.

A Teoria da Agência é assim também explicativa do padrão cíclico das operações de F&A, dado que os próprios problemas de agência apresentam um comportamento dinâmico. Quando uma economia está em expansão tende a haver um maior acesso a financiamento e uma menor monitorização desses empréstimos. Dessa forma, a maior abundância de cash-flows associada a uma menor supervisão, pode levar a que empresas se envolvam em negócios, nomeadamente operações de F&A, que podem não criar valor para os acionistas.

### **2.1.3 – Teoria Comportamental**

A Teoria Comportamental atribui a ciclicidade das operações de F&A aos mercados de capitais. Shleifer e Vishny (2003) argumentam que os gestores de empresas adquirentes aproveitam a ineficiência dos mercados de capitais, fazendo uso da sobrevalorização das ações das suas empresas para adquirirem empresas subavaliadas. Este estudo conclui assim a existência de uma forte correlação entre a atividade de F&A e a valorização do mercado acionista.

Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004) suportam igualmente esta visão, argumentando ainda que durante os períodos com maior intensidade de operações de F&A o método de pagamento preferencial é através de ações, fazendo assim as empresas uso da sobrevalorização das suas ações para deter o controlo de empresas subvalorizadas. Existe ainda uma maior opção pela diversificação nestes casos, dado que as empresas adquirentes ao estarem sobrevalorizadas optam por adquirirem empresas de outros

setores, dada a existência de uma forte probabilidade de as empresas do mesmo setor em que operam estarem igualmente sobrevalorizadas.

Ao nível internacional funciona de igual forma, ou seja, empresas provenientes de países com mercados de capitais fortemente em alta, irão aproveitar para adquirir empresas de países com um mercado acionista subavaliado. Desta forma, uma desvalorização do mercado acionista de um país, tenderá a aumentar as operações de F&A domésticas e internacionais desse país.

O estudo de Aguiar e Gopinath (2005) encontra evidências disso mesmo, ou seja, de que também empresas adquirentes tendem a comprar empresas provenientes de países que estejam a passar por crises económicas ou financeiras, de modo a conseguirem adquirir empresas desvalorizadas no mercado, adquirindo-as assim a um preço mais baixo do que seria expectável.

## **2.2 – CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS QUE SE ENVOLVEM EM OPERAÇÕES DE F&A**

Como referido anteriormente, existe uma vastidão de trabalhos que investigam o fenómeno das operações de F&A sobre as mais diversas perspetivas.

Na secção acima, procuramos apresentar os principais estudos que surgem na tentativa de explicar o padrão dinâmico deste tipo de transações. Na presente secção, olharemos para este fenómeno de uma perspetiva diferente: é feita uma revisão dos estudos que investigam as características das empresas que se envolvem em fusões e aquisições, na tentativa de identificar se estas apresentam características distintivas entre adquirentes e adquiridas e também comparativamente às que optam por outro tipo de investimento, as designadas “*non-merging firms*”.

Partimos da investigação de Makaew (2012), principal artigo de referência da presente dissertação, que a partir de uma amostra de 50 países conclui que as empresas que participam em operações de F&A tendem a ser mais antigas e de maior dimensão em relação às que não participam (*non-merging firms*). Este autor faz ainda uma distinção entre F&A domésticas e F&A internacionais, analisando as características das empresas

separadamente e procedendo à sua comparação. Desta última análise conclui-se essencialmente que as empresas alvo de aquisição tendem a ser mais alavancadas e menos produtivas do que as adquirentes.

Também o estudo levado a cabo por Maksimovic, Phillips e Yang (2009) intitulado por *“Public and Private Merger Waves”*, cujo objetivo era analisar separadamente as operações de F&A de empresas cotadas e não cotadas, conclui que empresas não cotadas são de menor dimensão e menos produtivas face a empresas cotadas.

Já em 1989, Cosh, Lee e Singh a partir de uma amostra de empresas que se envolveram em F&A no Reino Unido durante o período de 1981 a 1983 investigavam esta problemática, chegando à conclusão que as empresas adquirentes são em geral empresas que apresentam dimensão e taxa de crescimento acima da média das suas indústrias e das empresas que adquirem, contrariamente às empresas alvo de aquisição cuja taxa de crescimento tende a ser abaixo da média. Também Healy, Palepu e Ruback (1992) através de uma amostra composta pelas 50 maiores operações de F&A ocorridas nos EUA no período de 1979 a 1984, argumentam que as empresas adquirentes possuem uma capacidade de geração de cash-flows acima da média do sector em que atuam.

Palepu (1986) encontrou ainda evidências de que empresas alvo de aquisição são geralmente empresas de menor dimensão e com taxas de crescimento das vendas relativamente baixas. Numa investigação composta por empresas japonesas, também se apurou que as empresas adquirentes apresentam uma maior rentabilidade face a uma amostra de empresas não envolvidas em operações de F&A (Odagiri e Hase, 1989).

Contrariamente às conclusões acima apresentadas, Ravenscraft e Scherer (1989) verificam que as empresas adquiridas apresentam, em média, um desempenho superior ao do setor em que operam, no entanto tal apenas se verifica aquando da presença de operações amigáveis. Relativamente às empresas alvo de aquisição no seio de uma operação hostil, tal já não se verifica, apresentando estas um desempenho inferior ao da indústria a qual integram.

Mais recentemente, Kumar e Rajib (2007) numa investigação às operações de F&A ocorridas na Índia entre 1993 e 2004, cuja amostra era composta por 227 empresas adquirentes e 215 empresas adquiridas, revelam que as empresas adquirentes



apresentam uma maior disponibilidade de cash-flows, um menor nível de endividamento e um maior valor líquido dos seus ativos face às empresas adquiridas.

São assim várias as investigações que analisam as operações de F&A sobre esta perspetiva. O presente trabalho visa, com base na literatura já existente, estudar as características das empresas que se envolvem em operações de F&A, mas agora para um amplo grupo de países e utilizando diferentes variáveis que nos darão indicação do grau de eficiência, rentabilidade e autonomia destas empresas e do seu grau de comparabilidade. Por outro lado, o atual estudo também abarcará fusões e aquisições domésticas e internacionais, bem como empresas cotadas e não cotadas, sendo dessa forma analisadas as características distintivas das empresas não só entre adquirentes e adquiridas, mas também entre as que se envolvem em fusões domésticas e internacionais.

### 3. DADOS E AMOSTRA

A amostra é constituída por fusões e aquisições, domésticas e internacionais, ocorridas na União Europeia a 27 países<sup>1</sup> entre 1 de Janeiro de 1999<sup>2</sup> e 31 de Dezembro de 2013.

Excluíram-se as empresas pertencentes ao sector bancário e de seguros, bem como as empresas pertencentes ao sector público, dado que pertencem a sectores com regras muito próprias e com uma regulação bastante distinta dos restantes sectores de atividade.

#### 3.1 – DADOS: FUSÕES E AQUISIÇÕES

Os dados relativos às fusões e aquisições foram retirados da base de dados *Zephyr*, uma base de dados que contém informações sobre *deals* (negócios) e rumores de F&A, IPO, *Private Equity* e Capital de Risco.

Além de informação básica, como o país, ano e valor de transação (também designado por volume de transação), foram também retiradas da base de dados *Zephyr*, informações ao nível da percentagem de aquisição, método de pagamento, forma jurídica e data de constituição das empresas envolvidas nos *deals*.

A amostra final agregada (composta por fusões e aquisições domésticas e internacionais) é constituída por 30 096 *deals*, 24 277 dos quais são domésticos e os restantes internacionais. O volume agregado dessas transações é de aproximadamente 5 milhões de dólares, em que 1,9 milhões de dólares resultam de F&A internacionais (Anexo 1).

Na Figura abaixo é possível constatar que o volume destas transações apresenta-se de forma cíclica. Tomemos como exemplo o ano de 2003 em que registamos um valor de

---

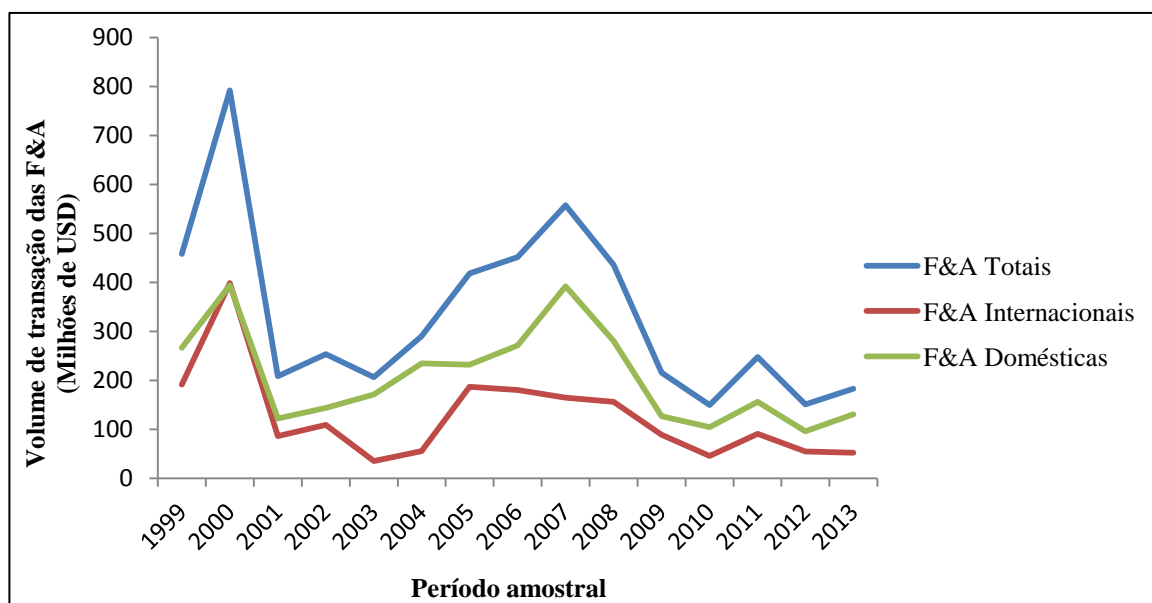
<sup>1</sup> Alemanha, França, Bélgica, Itália, Luxemburgo, Holanda, Dinamarca, Reino unido, Irlanda, Grécia, Portugal, Espanha, Áustria, Finlândia, Suécia, Chipre, República Checa, Estónia, Hungria, Letónia, Lituânia, Malta, Polónia, Eslovénia, Eslováquia, Bulgária e Roménia.

<sup>2</sup> O período amostral inicia-se apenas em 1999, dado que a base de dados utilizada – *Zephyr* – apenas disponibiliza dados a partir do período de 1997. Devido ainda ao facto de nos dois anos a seguir à disponibilização de dados pela *Zephyr*, ainda se encontrar muita informação financeira indisponível ao nível das empresas que se envolveram em operações de F&A, optamos desse modo por iniciar a amostra no ano de 1999.

cerca de 200 milhões de USD, que cresce rapidamente para os 550 milhões em 2007. Esta ciclicidade regista-se tanto ao nível das F&A domésticas como ao nível das internacionais, tal como é possível apreender pela análise da figura infra.

**Figura 1: Evolução do volume de transação das Fusões e Aquisições (Milhões de USD) dos países da UE-27, ao longo do período amostral (1999 – 2013).**

Fonte: Dados da base de dados Zephyr e elaboração própria



Por outro lado, os países com um maior número de empresas adquirentes são também os países com um maior número de empresas alvo de aquisição. Das economias pertencentes à amostra, destacam-se assim o Reino Unido, Itália, França, Alemanha e Espanha, registando estes os valores mais elevados quer ao nível da frequência de F&A como ao nível do valor transacionado nestas operações (Anexo 2).

### 3.2 – DADOS MACROECONÓMICOS

Os dados macroeconómicos das economias pertencentes à UE-27 foram retirados da base de dados *World Bank's World Development Indicator* (WDI). Foram assim retiradas as seguintes variáveis:

**Tabela 1: Descrição das Variáveis Macroeconómicas**

Variável	Descrição
Produto Interno Bruto (PIB)	PIB a preços correntes, é a soma do valor acrescentado bruto por todos os produtores residentes na economia, mais os impostos de produtos e menos quaisquer subsídios não incluídos no valor dos produtos. É calculado sem fazer deduções para depreciação dos ativos fabricados ou amortizações ou degradação dos recursos naturais. Os dados são em dólares correntes dos EUA.
Valor Acrescentado Bruto (VAB)	VAB ao custo de fatores é calculado através da soma dos valores acrescentados dos diversos ramos de atividade, nomeadamente agricultura, indústria e serviços. Se o valor acrescentado desses setores estiver a preços de mercado, o VAB ao custo de fatores é calculado subtraindo os impostos dos produtos. Os dados são em dólares correntes dos EUA.
Formação Bruta de Capital (FBC)	FBC (anteriormente Investimento Interno Bruto) corresponde a todos os gastos realizados com os ativos fixos somados das alterações líquidas ao nível dos inventários.
Crédito Doméstico (CD)	O crédito doméstico fornecido pelo setor financeiro inclui todo o crédito disponibilizado aos vários setores de atividade em termos brutos, com exceção do crédito à administração central do país, que é em termos líquidos. O setor financeiro inclui autoridades monetárias e bancos de depósito, bem como outras sociedades financeiras onde existam dados disponíveis.
Capitalização Mercado Bolsista (CM)	A capitalização de mercado bolsista (também denominada por valor de mercado) é o preço por ação multiplicado pelo número de ações em circulação. Os dados são em dólares correntes dos EUA.
População Total	É a população total de cada país, calculada no final do ano.
Despesas em Investigação & Desenvolvimento (I&D)	Os gastos com pesquisa e desenvolvimento são despesas correntes e de capital (públicas e privadas) sobre o trabalho criativo, realizado de forma sistemática para aumentar o conhecimento, incluindo o conhecimento da humanidade, da cultura e da sociedade, bem como o uso do conhecimento para novas aplicações. Esta variável encontra-se em percentagem, em função do PIB de cada país.

Com base na literatura e nas investigações anteriores, as variáveis macroeconómicas introduzidas visam medir a economia a dois níveis: ao nível real e ao nível financeiro. Para o setor financeiro, temos as variáveis Crédito Doméstico (CD) e Capitalização do Mercado Bolsista (CM). As restantes variáveis medem o comportamento do setor real de uma economia.

Além das variáveis macroeconómicas amplamente utilizadas na análise das dinâmicas das F&A, introduzi ainda as Despesas em Investigação & Desenvolvimento (I&D), dada a existência de uma vasta investigação defendendo que este tipo de investimento é amplamente valorizado pelos investidores (Belchior, 2012).

O conjunto destas variáveis permitirão analisar e verificar se estas possuem um comportamento preditivo relativamente ao volume de F&A domésticas e internacionais.

Estas variáveis serão submetidas a um procedimento de filtragem, que será descrito de seguida.

### **3.2.1 – Processo de Filtragem**

As variáveis macroeconómicas retiradas no sentido de realizar a investigação a que me propus, não podem logicamente ser utilizada sem antes passarem por um rigoroso processo de filtragem, dado conduzirem na sua forma original a resultados espúrios.

Dessa forma, estas são submetidas a um processo de filtragem desenvolvido por Mendoza e Terrones (2008) na investigação que efetuaram aos *booms* de crédito, sendo de seguida implementado por Tanakorn Makaew (2012) na sua análise à ciclicidade das F&A internacionais.

Os dados retirados das bases de dados nas subsecções anteriores foram assim submetidos às seguintes fases:

- (I) Retirou-se os deflatores do PIB de cada país para o período amostral, procedendo-se à deflação das variáveis nominais através dos deflatores do PIB. De seguida, dividiu-se todas as variáveis pelo total da população do país correspondente.

- (II) Num segundo passo e talvez o mais importante, filtrou-se todos os dados através do filtro *Hodrick-and-Prescott* (HP). O filtro HP calcula a componente tendência de qualquer série temporal através de um processo de média móvel bilateral ponderada, que tem subjacente a minimização de uma função de perda quadrática. De forma sintética, este filtro, amplamente utilizado nas investigações que envolvem ciclos económicos, visa decompor uma variável bruta  $X_t$  em duas componentes: componente tendência,  $trend_t$  e componente cíclica,  $shock_t$ . O parâmetro de alisamento  $\varepsilon$  utilizado foi o valor 100, que é comumente aplicado aquando a utilização de dados anuais, como é o caso.

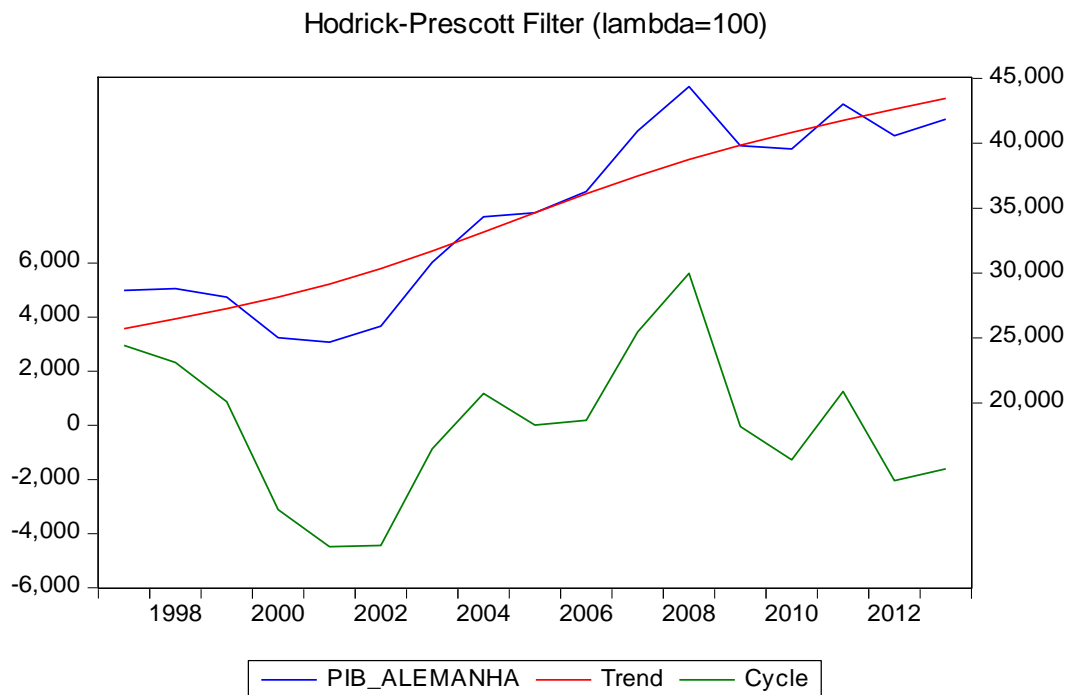
$$\sum_{t=1}^T (X_t - trend_t)^2 + \varepsilon \sum_{t=2}^{T-1} ((trend_{t+1} - trend_t) - (trend_t - trend_{t-1}))^2$$

- (III) Com a aplicação do filtro HP extraímos assim a tendência das variáveis, ficando apenas com o ciclo. Num terceiro e último passo foram calculados os desvios-padrões dos ciclos para cada país e de seguida ponderou-se os ciclos pelos correspondentes desvios-padrões. Este procedimento tem em vista permitir a comparabilidade das variáveis entre países e a eliminação das suas diferenças em termos de dimensão.

Este procedimento foi aplicado a todas as variáveis utilizadas no estudo das dinâmicas das fusões e aquisições ao longo dos ciclos económicos.

A figura infra exemplifica uma série relativa ao PIB da Alemanha, à qual foi aplicada o filtro *Hodrick – and – Prescott*. Nesta figura podemos identificar assim a série na sua forma original (*PIB\_Alemanha*), a sua componente tendência (*Trend*), bem como a sua componente cíclica (*Cycle*).

**Figura 2:** Aplicação do filtro HP ao Produto Interno Bruto da Alemanha



### 3.3 – DADOS EMPRESAS ADQUIRENTES & ALVO DE AQUISIÇÃO

Com o objetivo de analisar se as empresas que se envolvem em operações domésticas e internacionais apresentam características distintas, foram retiradas informações financeiras das empresas envolvidas neste tipo de operações.

Estes dados foram retirados da base de dados *Zephyr* e correspondem às últimas informações disponíveis antes das operações de F&A.

Ao nível de informação financeira a base de dados *Zephyr* disponibiliza apenas os seguintes dados: Volume de Negócios; EBITDA; EBIT; Resultado Líquido; Total do Ativo e Total do Capital Próprio. A partir desta informação procedi à elaboração de diferentes rácios/indicadores comumente utilizados aquando do diagnóstico económico-financeiro de uma empresa.

As variáveis utilizadas para caracterizar as empresas pertencentes à amostra são as descritas na tabela seguinte.

**Tabela 2:** Descrição das Variáveis Microeconómicas

<b>Variável</b>	<b>Descrição</b>
Rentabilidade do Ativo ( <i>Earning Power</i> )	EBITDA / Total do Ativo
Rentabilidade do Ativo (ROA)	Resultado Líquido / Total do Ativo
Rentabilidade Financeira ( <i>Return on Equity</i> - ROE)	Resultado Líquido / Capital Próprio
Autonomia Financeira	Capital Próprio / (Capital Próprio + Total Passivo)
Dimensão ( <i>Size</i> )	Log (Total do Ativo)

Este conjunto de variáveis permite-nos ter uma visão geral das principais características das empresas da amostra. As variáveis relacionadas com a rentabilidade do ativo permite-nos aferir o quanto eficiente é a gestão de uma empresa na utilização dos seus ativos em gerar resultados, tendo como objetivo gerar o maior resultado possível com um mínimo de ativos. Por outro lado, a rentabilidade financeira (ROE) exprime a rentabilidade dos capitais próprios de uma empresa, assumindo-se dessa forma como um indicador de grande utilidade para os investidores, dado que lhes permite conhecer a rentabilidade das suas aplicações (Brandão, 2012).

Temos ainda o rácio da Autonomia Financeira usado para estudar a estrutura de capitais das empresas, que nos indica o grau de dependência de uma empresa face a capitais próprios ou alheios.

A variável Dimensão foi retirada do artigo “*Waves of International Mergers and Acquisitions*” de Tanakorn Makaew e consiste na logaritmação do total do ativo da empresa.



## 4. DINÂMICAS DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES AO LONGO DOS CICLOS ECONÓMICOS

Como foi anteriormente descrito, a presente dissertação seguirá, de forma aproximada a metodologia adotada por Makaew (2012).

As diversas teorias existentes, alegam uma relação sistemática entre o volume de transação das fusões e aquisições e os ciclos económicos. No entanto, são diversos os fatores que estão na origem dos ciclos económicos. O objetivo desta secção é desse modo analisar quais dos fatores que estão na origem dos ciclos económicos têm maior impacto no volume de transação das acima mencionadas operações. Para tal foram efetuadas as análises abaixo descritas.

### 4.1 – ANÁLISE DE CORRELAÇÃO ENTRE F&A E CICLOS ECONÓMICOS

A análise de correlação é uma análise que quando implementada consegue produzir resultados bastante interessantes, sendo ainda de relativa facilidade de compreensão.

A análise de correlação aqui utilizada visa medir a força ou o grau de relacionamento entre uma variável dependente (volume de transação das F&A) e um conjunto de outras variáveis (variáveis macroeconómicas).

Para tal, foram calculadas as seguintes correlações:

$$\text{Correlation} (Merger_{c,t}, X_{c,t+j}) \quad j \in \{-2, -1, 0, 1, 2\}$$

$Merger_{c,t}$ : volume de transação das F&A no país  $C$ ;

$X_{c,t}$ : variáveis macroeconómicas

As variáveis macroeconómicas utilizadas, captam os estados de uma economia ao nível do sector real e financeiro. A utilização de apenas variáveis reais e financeiras deve-se ao facto de as investigações anteriores concluírem que estes indicadores são os que melhor coincidem e preveem ondas de F&A (Makaew, 2012).

### **4.1.1 – Resultados da análise de correlação**

Dado que a nossa amostra envolve fusões e aquisições (F&A) domésticas e internacionais, e uma vez que as internacionais envolvem duas economias distintas, foram realizadas várias correlações:

- 1) Entre as F&A domésticas e as variáveis macroeconómicas do país correspondente.
- 2) Entre as F&A internacionais e as variáveis macroeconómicas do país da empresa alvo de aquisição;
- 3) Entre as F&A internacionais e as variáveis macroeconómicas do país da empresa adquirente;

Os resultados encontram-se apresentados nas tabelas 3, 4 e 5 respetivamente.

A Tabela 3 apresenta a matriz de correlações entre o valor de transação das F&A domésticas e as variáveis macroeconómicas dos países que compõem a amostra. Da análise desta tabela verifica-se que ao nível do setor real das economias, as variáveis macroeconómicas apresentam uma correlação estatisticamente significativa com o valor de transação das F&A domésticas. Destas destacam-se as variáveis relativas à Formação Bruta de Capital (FBC) e ao Valor Acrescentado Bruto (VAB), com um coeficiente de 0,122578 e 0,115073 respetivamente. Uma variação no valor de um desvio padrão no VAB de um país, está dessa forma associado a uma variação de 0,12 no desvio padrão das operações de F&A domésticas. Estes resultados vão de encontro aos de Harford (2005), cuja investigação conclui que as operações de F&A são pró-cíclicas.

Ao nível do setor financeiro, este é medido através de duas variáveis, Crédito Doméstico (CD) e Capitalização de Mercado Bolsita (CM). A primeira apresenta um grau de correlação estatisticamente significativo no período  $t$ , de 8,6%. Já a variável relativa à Capitalização de Mercado é estatisticamente significativa apenas para um período de desfasamento, com um grau de correlação de 17,5%.

**Tabela 3:** Correlação entre as F&A domésticas e as variáveis macroeconómicas do país correspondente.<sup>3</sup>

<b>Correlação (Volume F&amp;A domésticas; <math>X_{t+j}</math>)</b>	<b>t-2</b>	<b>t-1</b>	<b>t</b>	<b>t+1</b>	<b>t+2</b>
<b>Setor real da economia</b>					
Produto Interno Bruto (PIB)	0,021675 (0,6636)	0,019389 (0,6973)	0,098576** (0,0474)	0,067628 (0,1895)	-0,002600 (0,9613)
Valor Acrescentado Bruto (VAB)	0,022816 (0,6471)	0,032803 (0,5104)	0,115073** (0,0205)	0,061629 (0,2319)	-0,017243 (0,7475)
Formação Bruta de Capital (FBC)	0,000492 (0,9921)	0,024465 (0,6235)	0,122578** (0,0136)	0,077074 (0,1347)	-0,013754 (0,7974)
Investigação & Desenvolvimento (I&D)	-0,090474* (0,0689)	-0,079993 (0,1080)	0,03695 (0,4584)	0,119685** (0,0199)	0,074854 (0,1617)
<b>Setor financeiro da economia</b>					
Crédito Doméstico (CD)	-0,030058 (0,5464)	-0,009664 (0,8463)	0,086223* (0,0831)	0,055230 (0,2841)	0,021581 (0,6870)
Capitalização de Mercado Bolsista (CM)	-0,047930 (0,3360)	0,174561*** (0,0004)	0,064616 (0,1944)	-0,006398 (0,9013)	0,031598 (0,5552)

Nas Tabelas 4 e 5 são apresentadas as correlações relativas às Fusões e Aquisições Internacionais, sendo estas analisadas em conjunto.

As variáveis relativas ao PIB, VAB e FBC são estatisticamente significativas em ambas as especificações para o período t, e para o período t-1, ou seja com um período de desfasamento. Verifica-se desse modo, que tal como as operações de F&A domésticas, também as internacionais apresentam um padrão cíclico que acompanha a evolução dos ciclos económicos.

<sup>3</sup> A tabela 3 apresenta a correlação entre o volume/valor de transação das F&A domésticas no período t com as variáveis macroeconómicas no período t+j, onde  $j \in \{-2, -1, 0, 1, 2, 3\}$ . Todas as variáveis foram submetidas ao processo de filtragem mencionado na secção 3.2.1. Os valores em parênteses correspondem ao *p-value* das correlações. Os asteriscos representam os seguintes níveis de significância:

Nível de significância de 1%: \*\*\*

Nível de significância de 5%: \*\*

Nível de significância de 10%: \*

**Tabela 4:** Correlação entre as F&A internacionais e as variáveis macroeconómicas dos países das empresas alvo de aquisição.<sup>4</sup>

<b>Correlação (Volume F&amp;A internacionais; Xt+j alvo de aquisição)</b>	<b>t-2</b>	<b>t-1</b>	<b>t</b>	<b>t+1</b>	<b>t+2</b>
<b>Setor real da economia</b>					
Produto Interno Bruto (PIB)	0,03356 (0,5007)	0,09709** (0,0509)	0,08902* (0,0735)	0,01496 (0,7719)	0,01831 (0,7325)
Valor Acrescentado Bruto (VAB)	0,03394 (0,4958)	0,08964* (0,0715)	0,09203* (0,0643)	0,00975 (0,8501)	0,01392 (0,7950)
Formação Bruta de Capital (FBC)	0,01506 (0,7626)	0,10993** (0,0270)	0,10873** (0,0287)	0,05296 (0,3045)	0,02397 (0,6545)
Investigação & Desenvolvimento (I&D)	0,04797 (0,3356)	0,083071* (0,0950)	0,07069 (0,1556)	0,00984 (0,8488)	0,01327 (0,8044)
<b>Setor financeiro da economia</b>					
Crédito Doméstico (CD)	-0,03009 (0,5459)	0,01084 (0,8277)	0,03742 (0,4527)	0,01228 (0,8119)	0,05954 (0,2660)
Capitalização de Mercado Bolsista (CM)	0,02121 (0,6705)	0,13671*** (0,0059)	0,14791*** (0,0028)	0,11408** (0,0266)	-0,05554 (0,2995)

Relativamente à variável das Despesas em I&D, esta apresenta um maior grau de correlação estatisticamente significativo no período t-1, para ambas as correlações. Tal significa que as despesas em I&D atingem o seu pico, um período antes do pico das operações de F&A internacionais. Tal conclusão está de acordo com o defendido pela Teoria Neoclássica que argumenta que a maioria das operações de F&A ocorre quando as economias (quer da empresa adquirente, quer a da empresa alvo de aquisição) estão num período de crescimento e expansão económica, criando um ambiente propício a novas oportunidades de investimento. Por outro lado, estes resultados também vão de

<sup>4</sup> A tabela 4 apresenta a correlação entre o volume/valor de transação das F&A internacionais no período t, com as variáveis macroeconómicas dos países cujas empresas foram alvo de aquisição, no período t+j, onde  $j \in \{-2, -1, 0, 1, 2, 3\}$ . Todas as variáveis foram submetidas ao processo de filtragem mencionado na secção 3.2.1. Os valores em parênteses correspondem ao *p-value* das correlações. Os asteriscos representam os seguintes níveis de significância:

Nível de significância de 1%: \*\*\*  
 Nível de significância de 5%: \*\*  
 Nível de significância de 10%: \*

encontro a estudos que defendem que os investidores valorizam e reagem positivamente a este tipo de investimento.

No setor financeiro, em ambas as especificações se destaca a variável representativa da Capitalização de Mercado Bolsista (CM), sendo esta estatisticamente significativa no período  $t$ ,  $t-1$  e  $t+1$ . Verifica-se ainda que o grau de correlação desta variável com as operações de F&A é superior ao grau de correlação apresentado pelas variáveis reais, tal deve-se ao facto de os indicadores financeiros terem um carácter essencialmente *forward looking*.

**Tabela 5:** Correlação entre as F&A internacionais e as variáveis macroeconómicas dos países das empresas adquirentes.<sup>5</sup>

<b>Correlação (Volume F&amp;A internacionais; <math>X_{t+j}</math> adquirente)</b>	<b>t-2</b>	<b>t-1</b>	<b>t</b>	<b>t+1</b>	<b>t+2</b>
<b>Setor real da economia</b>					
Produto Interno Bruto (PIB)	0,04423 (0,3747)	0,12354** (0,0128)	0,11924** (0,0164)	0,05361 (0,2985)	0,04634 (0,3867)
Valor Acrescentado Bruto (VAB)	0,04265 (0,3919)	0,11714** (0,0184)	0,10967** (0,0273)	0,04953 (0,3369)	0,06141 (0,2512)
Formação Bruta de Capital (FBC)	0,03909 (0,4327)	0,14593*** (0,0032)	0,14692*** (0,0030)	0,07369 (0,1527)	0,03835 (0,4739)
Investigação & Desenvolvimento (I&D)	0,05194 (0,2970)	0,10693** (0,0314)	0,08266* (0,0967)	-0,00024 (0,9963)	0,02817 (0,5989)
<b>Setor financeiro da economia</b>					
Crédito Doméstico (CD)	-0,07309 (0,1420)	0,05099 (0,3060)	0,09841** (0,0478)	0,08382 (0,1037)	0,12888** (0,0157)
Capitalização de Mercado Bolsista (CM)	0,06062 (0,2235)	0,18054*** (0,0003)	0,15186*** (0,0022)	0,12597** (0,0143)	-0,02694 (0,6149)

<sup>5</sup> A tabela apresenta a correlação entre o volume de transação das F&A internacionais no período  $t$ , com as variáveis macroeconómicas dos países das empresas adquirentes, no período  $t+j$ , onde  $j \in \{-2, -1, 0, 1, 2, 3\}$ . Todas as variáveis foram submetidas ao processo de filtragem mencionado na secção 3.2.1. Os valores em parênteses correspondem ao *p-value* das correlações. Os asteriscos representam os seguintes níveis de significância:

Nível de significância de 1%: \*\*\*

Nível de significância de 5%: \*\*

Nível de significância de 10%: \*

Da comparação dos resultados das duas especificações, é possível concluir ainda que, apesar das operações de F&A internacionais reagirem a choques provenientes quer dos países das empresas adquirentes, quer dos países das empresas alvo de aquisição, verifica-se um maior grau de correlação entre as variáveis macroeconómicas do país das empresas adquirentes com o valor de transação das F&A internacionais. A título exemplificativo, temos que o valor transacionado com as F&A internacionais apresenta um grau de correlação de 11,92% com o PIB da economia da empresa adquirente, comparativamente a um grau de correlação de 8,9% com o PIB do país da empresa alvo de aquisição.

Analisando agora as três tabelas em simultâneo e comparando-as entre elas, verifica-se também que as F&A internacionais são mais correlacionadas com as variáveis reais e financeiras do que as operações domésticas. Estes resultados estão de acordo com Makaew (2012) que conclui que as fusões internacionais são mais pró-cíclicas do que as fusões domésticas.

As conclusões desta análise estão assim de acordo com os resultados de investigações anteriores, o que sugere que mesmo num grupo económico de países com um elevado grau de integração, se continua a verificar que as operações de F&A dentro de cada um destes países e entre eles, reagem às flutuações do PIB. Por outro lado, apesar de a União Europeia a 27 países ser um grupo relativamente homogéneo, composto apenas por países desenvolvidos, mesmo aí se verifica diferenças, dado que as características dos países das empresas adquirentes têm um maior impacto no valor de transação das F&A internacionais do que as características das economias das empresas adquiridas.

## **5. CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS QUE SE ENVOLVEM EM OPERAÇÕES DE F&A.**

O objetivo desta secção é essencialmente investigar as características das empresas que se envolvem em operações de F&A. A partir desta análise é possível aferir se as empresas adquirentes e as empresas alvo de aquisição possuem características distintivas. Este estudo versará quer sobre operações domésticas, quer sobre operações internacionais.

Como já referido na secção 3.3 dos Dados e Amostra foram retiradas informações financeiras das empresas envolvidas neste tipo de operações. Com base na informação disponível foram construídos cinco indicadores: Rentabilidade do Ativo (“Earning Power”), Rentabilidade do Ativo (“ROA”), Rentabilidade Financeira (“ROE”), Autonomia Financeira e Dimensão (*Size*).

Os indicadores acima referidos permitirão caracterizar as empresas ao nível da sua rentabilidade, autonomia financeira e dimensão. Através de um teste de igualdade das médias, poderemos observar se as características das empresas que se envolvem em operações domésticas apresentam características distintivas face às que se envolvem em operações internacionais. Irá ser efetuada uma comparação não só entre as empresas adquirentes com as adquiridas, mas também entre as empresas adquirentes das operações domésticas com as adquirentes internacionais e entre as empresas alvo de aquisição das operações domésticas com as empresas alvo das operações internacionais.

Dado que a amostra abrange um período temporal de 15 anos, sendo composta por empresas de diferentes países e setores, foi efetuada uma normalização das características das empresas, ou seja, das variáveis utilizadas, de forma a permitir a sua comparabilidade e a eliminar as diferenças existentes ao nível dos países e setores de atividade.

São ainda efetuados dois métodos de normalização, descritos em seguida. O 1º método tem por base o estudo de Makaew (2012), enquanto o 2º método trata-se de um processo de normalização mais agregado, sem ter em consideração as diferenças entre as características dos setores de atividade.

## 1º MÉTODO:

Este método de normalização tem como base o efetuado por Makaew (2012) na sua análise às características das empresas que se envolvem em operações internacionais.

O método aqui implementado difere deste, apenas quanto ao facto de as observações serem apenas agrupadas por ano-setor, e não por país-ano-setor. A não agregação por país na presente dissertação, prende-se com o facto de estarmos perante um grupo económico de países relativamente homogéneo, não havendo dessa forma um contributo significativo na agregação por país. Por outro lado, estamos também perante uma amostra mais reduzida face à usada por Makaew (2012), e tal resultaria que o número de observações por cada grupo país-ano-setor seria bastante reduzido, havendo grupos constituídos apenas por uma ou duas observações, não havendo dessa forma racionalidade no cálculo da média e do desvio padrão para grupos tão reduzidos.

Segue abaixo a explicação detalhada deste método de normalização:

- (I) Agruparam-se todas as observações (quer das empresas adquirentes quer das alvo de aquisição) por ano-setor. Para cada um destes grupos foram calculadas a sua respetiva média e desvio padrão.
- (II) Numa segunda fase utilizaram-se as médias e os desvios padrões acima referidos para calcular o respetivo Z-score de cada observação, em que:

$$Z - score = \frac{(Xi - Média_{ano,setor})}{Desvio\ padrão_{ano,setor}}$$

*Xi*: características das empresas (e.g. ROA, ROE, Dimensão, etc.)

Este método de normalização converteu o valor bruto de cada variável (*i*) na sua posição na distribuição. Estes Z-scores terão em conjunto uma média de zero e um desvio padrão de valor um. Os Z-scores indicam-nos quantos desvios padrões é que uma observação (*Xi*) está abaixo ou acima da média.



## 2º MÉTODO:

O segundo método de normalização é muito similar ao acima mencionado, no entanto não agrupa as observações por ano-setor, limitando-se a calcular os Z-scores das observações através das médias e desvios padrões do conjunto das observações.

Este método consistiu no seguinte:

- (I) Agruparam-se todas as observações (quer das empresas adquirentes quer das alvo de aquisição) e para este conjunto de observações calculou-se a sua média e desvio padrão.
- (II) Numa segunda fase utilizou-se a média e o desvio padrão acima calculado para calcular o respetivo Z-score de cada observação, em que:

$$Z - score = \frac{(X_i - Média_{conjunto})}{Desvio\ padrão_{conjunto}}$$

$X_i$ : características das empresas (e.g. ROA, ROE, Dimensão, etc.)

Este 2º método de normalização é mais agregado, uma vez que se limita a tornar comparáveis as observações sem ter em conta o país, ano ou setor em que se integram. O objetivo é assim verificar se para um nível de normalização mais agregado os resultados se mantêm.

## **5.1 – RESULTADOS**

Nesta secção proceder-se-á à análise dos resultados obtidos ao nível das características das empresas que se envolvem em operações de F&A. Numa primeira fase serão analisadas as estatísticas descritivas das variáveis e numa segunda fase os resultados dos testes da igualdade das médias para ambos os métodos de normalização.

### **5.1.1 – Estatísticas Descritivas**

Os Anexos 3 e 4 apresentam as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas para caracterizar as empresas da amostra.

No Anexo 3 temos as estatísticas descritivas das variáveis microeconómicas para as empresas que se envolveram em operações de F&A domésticas. Através da análise desta, é possível aferir que a média da Rentabilidade do ativo (“*Earning Power*”) para as empresas adquirentes é inferior à média desta variável para as empresas alvo de aquisição (com uma média de 5,84% e 7,1% respetivamente). Tal também se verifica para a variável da Rentabilidade financeira (“ROE”). Já a variável ROA, que difere do *Earning Power* pela utilização do Resultado líquido e não do EBITDA, apresenta uma média superior para as empresas adquirentes, o que vai de encontro a resultados de investigações anteriores. As restantes variáveis também seguem este último padrão, sendo a média destas superiores para as empresas adquirentes, a título exemplificativo temos a variável Dimensão que apresenta uma média de 4,8 para as adquirentes e de 4,03 para as empresas alvo de aquisição.

Relativamente às estatísticas descritivas das variáveis microeconómicas para as empresas que se envolveram em operações internacionais, apresentadas no Anexo 4, podemos concluir que segue o mesmo padrão das operações domésticas. Desse modo verifica-se que as empresas adquirentes apresentam em termos médios uma maior dimensão e uma maior autonomia financeira face á média das empresas alvo de aquisição. Ao nível da rentabilidade das empresas, o indicador ROA apresenta uma média superior para as adquirentes, enquanto o *Earning Power* é superior para as adquiridas.

## 5.1.2 – Teste de igualdade das médias

Com o objetivo de analisar as características das empresas que participam em F&A domésticas e internacionais foram efetuados testes de igualdade das médias.

Na Tabela 6 são apresentados os resultados dos testes efetuados para ambos os métodos de normalização das variáveis.

**Tabela 6:** Resultados das características das empresas que se envolvem em F&A<sup>6</sup>

Variável		Adquirentes vs Alvo de aquisição F&A Domésticas vs F&A Internacionais			
		F&A Domésticas 1	F&A Internacionais 2	Adquirentes 3	Alvo de aquisição 4
1º Método	<b>Earning Power</b>	-0,055*** (-3,91)	-0,087*** (-3,37)	0,036* (1,81)	-0,007 (-0,34)
	<b>ROA</b>	0,039*** (2,84)	0,084*** (3,54)	-0,038** (-2,07)	0,008 (0,42)
	<b>ROE</b>	-0,151*** (-10,98)	-0,036 (-1,49)	-0,109*** (-5,90)	0,012 (0,56)
	<b>Autonomia Financeira</b>	0,262*** (20,81)	0,294*** (13,17)	-0,036** (-2,06)	-0,009 (-0,47)
	<b>Dimensão</b>	0,696*** (59,52)	0,964*** (49,67)	-0,518*** (-30,22)	-0,207*** (-11,12)
2º Método	<b>Earning Power</b>	-0,058*** (-4,11)	-0,083*** (-3,15)	0,01 (0,51)	-0,009 (-0,43)
	<b>ROA</b>	0,031** (2,23)	0,07*** (2,89)	-0,034* (-1,81)	0,008 (0,42)
	<b>ROE</b>	-0,155*** (-11,19)	-0,034 (-1,38)	-0,109*** (-5,82)	0,023 (1,08)
	<b>Autonomia Financeira</b>	0,258*** (20,43)	0,308*** (13,59)	-0,061*** (-3,43)	-0,015 (-0,78)
	<b>Dimensão</b>	0,689*** (58,52)	0,949*** (47,73)	-0,536*** (-31,09)	-0,252*** (-13,47)

<sup>6</sup> A tabela 6 reporta as diferenças das médias dos Z-scores. Os valores em parênteses são os valores das estatísticas t. Os asteriscos representam os seguintes níveis de significância:

Nível de significância de 1%: \*\*\*

Nível de significância de 5%: \*\*

Nível de significância de 10%: \*

Numa primeira análise aos resultados, é possível desde logo verificar que ao nível da comparação entre as empresas adquirentes e alvo de aquisição (coluna 1 e 2 da tabela 3), os resultados são muito similares para ambos os métodos de normalização, quer para as operações domésticas, quer para as internacionais.

Na coluna 1 e 2 são assim apresentadas as diferenças entre a média dos Z-scores das empresas adquirentes e das empresas alvo de aquisição para as F&A domésticas e internacionais respetivamente. Da sua análise é possível aferir que as empresas adquirentes apresentam uma rentabilidade do ativo (ROA) e uma autonomia financeira significativamente superior às empresas alvo de aquisição. Estes resultados são estatisticamente significativos para um nível de significância de 1%, o que indica que as empresas adquirentes são em geral mais eficientes na utilização dos seus ativos com vista à geração de resultados.

Ao nível da rentabilidade financeira (ROE) e da rentabilidade do ativo (*Earning Power*), os resultados são contraditórios aos acima mencionados, uma vez que as empresas alvo de aquisição apresentam em média uma rentabilidade financeira e uma rentabilidade do ativo medida pelo EBITDA, superior às empresas adquirentes. Tal indica que em média, as empresas adquiridas garantem uma remuneração dos capitais próprios superior às empresas adquirentes e que apresentam uma mais eficiente gestão dos seus ativos na geração de resultados operacionais. Empresas com um rácio ROE elevado são assim naturalmente mais atraentes para os investidores, o que explica o facto de estas serem assim alvo de aquisição.

A variável Dimensão, medida pela logaritmação do total do ativo, é estatisticamente significativa e vai de encontro aos resultados de investigações anteriores. As empresas adquirentes são dessa forma significativamente maiores em relação às adquiridas.

Nas colunas 3 e 4 da tabela são ainda reportadas as diferenças para as empresas adquirentes e para as empresas alvo de aquisição. Nestas últimas duas colunas procedeu-se à comparação das adquirentes domésticas com as adquirentes internacionais, bem como a comparação entre as empresas alvo domésticas com as alvo internacionais. Aqui, os resultados são estatisticamente mais significativos para o 1º método de normalização.

Ao nível das diferenças entre adquirentes domésticas *vs* internacionais, temos que as empresas adquirentes das operações internacionais exibem em média, uma maior autonomia financeira e rentabilidade do ativo. A variável ROE apresenta também uma diferença de -0.109 estatisticamente significativa, o que indica que as adquirentes internacionais também remuneram de forma superior os seus capitais próprios. Ao nível da sua dimensão, estas são também maiores face às empresas que apenas se envolvem em operações a nível interno do seu país.

Os resultados da coluna 4, referentes às diferenças entre empresas alvo domésticas e internacionais, são apenas estatisticamente significativos para a variável Dimensão, indicando-nos uma vez mais que também as empresas alvo de aquisição das operações internacionais são significativamente maiores face às adquiridas nas operações domésticas.

Uma das principais limitações da análise efetuada prende-se com o facto de o número de empresas adquirentes presentes na amostra ser bastante superior ao número de empresas alvo de aquisição, devido à ausência de informação financeira para algumas das empresas adquiridas. Tal poderia à primeira vista conduzir a resultados enviesados. No entanto, a existência de um maior número de empresas adquirentes deve-se ao facto de estas serem na grande parte empresas cotadas, ao contrário das empresas alvo de aquisição, que são normalmente empresas não cotadas.

Contudo, um estudo conduzido por Maksimovic, Phillips e Yang (2009), chega à conclusão que empresas não cotadas são em média de menor dimensão e apresentam uma menor produtividade face a empresas cotadas. Dessa forma, os resultados da presente investigação são válidos, dado que as empresas em falta são na sua maioria empresas não cotadas. As diferenças apresentadas na presente investigação podem assim constituir-se como um limite inferior das verdadeiras diferenças, dado que com a inclusão das restantes empresas em falta, é de esperar que as diferenças entre adquirentes e adquiridas aumentem (Makaew, 2012).

### 5.1.2.1 – Análise Adicional

No entanto, para fazer face à limitação supramencionada, foi conduzida uma análise adicional, similar à efetuada acima, mas abrangendo apenas fusões e aquisições cuja informação de ambas as empresas (adquirente e alvo de aquisição) se encontre disponível. Obtivemos dessa forma o mesmo número de empresas adquirentes e alvo de aquisição. Nas operações de F&A domésticas temos assim um total de 7669 empresas adquirentes e 7669 empresas adquiridas. Nas operações internacionais o número é substancialmente inferior, com apenas 2592 *deals*, logo 2592 empresas adquirentes e 2592 empresas alvo de aquisição.

Os resultados encontram-se apresentados na Tabela 7.

**Tabela 7:** Resultados das características das empresas que se envolvem em F&A (cuja informação de ambas empresas esteja disponível)

Variável		Adquirentes vs Alvo de aquisição	
		F&A Domésticas	F&A Internacionais
1º Método	<b>Earning Power</b>	-0,085*** (-4,69)	-0,123*** (-3,93)
	<b>ROA</b>	0,048*** (2,76)	0,084*** (2,89)
	<b>ROE</b>	-0,146*** (-8,34)	-0,025 (-0,85)
	<b>Autonomia Financeira</b>	0,266*** (16,45)	0,288*** (10,54)
	<b>Dimensão</b>	0,787*** (53,47)	1,023*** (44,003)
2º Método	<b>Earning Power</b>	-0,071*** (-3,90)	-0,097*** (-3,01)
	<b>ROA</b>	0,051*** (2,90)	0,091*** (3,05)
	<b>ROE</b>	-0,15*** (-8,20)	-0,004 (-0,147)
	<b>Autonomia Financeira</b>	0,27*** (16,64)	0,306*** (10,99)
	<b>Dimensão</b>	0,76*** (50,90)	0,993*** (41,18)

Os resultados são estatisticamente significativos a um nível de significância de 1% e para ambos os métodos de normalização. Os resultados são ainda muito similares aos apresentados na análise anterior, o que indica que o facto de termos um maior número de empresas adquirentes face a adquiridas na amostra não leva a qualquer enviesamento dos resultados. Também para esta última análise adicional se verifica uma maior dimensão, autonomia e rentabilidade do ativo (ROA) das empresas adquirentes, quer ao nível das operações domésticas, quer ao nível das internacionais. Relativamente à rentabilidade financeira (ROE) e à rentabilidade do ativo medida através do EBITDA (*Earning Power*) as conclusões não diferem, com estes indicadores a apresentarem em média, valores superiores para as empresas alvo de aquisição.

## 6. CONCLUSÃO

Os objetivos do presente estudo centraram-se, como já foi referido, a dois níveis: ao nível do estudo do padrão cíclico das fusões e aquisições (F&A) domésticas e internacionais no contexto da EU – 27 países e ao nível da análise das características distintivas entre as empresas que se envolvem neste tipo de operações.

Numa primeira fase procedeu-se à realização de uma análise de correlação, com o objetivo de medir o grau de relacionamento entre o volume de transação das F&A com um conjunto de variáveis macroeconómicas. O objetivo desta análise foi essencialmente analisar quais dos fatores que estão na origem dos ciclos económicos têm maior impacto no volume de transação das F&A. As variáveis macroeconómicas utilizadas foram o Produto Interno Bruto (PIB), Valor Acrescentado Bruto (VAB), Formação Bruta de Capital (FBC) e despesas em Investigação e desenvolvimento (I&D). As conclusões desta análise estão de acordo com os resultados de investigações anteriores, dado que ambos os tipos de operações são significativamente correlacionados com as variáveis macroeconómicas. É de destacar os resultados ao nível das operações de F&A internacionais, uma vez que se encontraram evidências de estas serem mais fortemente correlacionadas com as variáveis macroeconómicas do que as operações domésticas.

A primeira análise do presente estudo evidencia assim que mesmo para um grupo económico de países com um elevado grau de integração se continua a verificar que as operações de F&A dentro de cada um destes países e entre eles, reagem às flutuações do PIB. Por outro lado, apesar de a União Europeia a 27 países ser um grupo relativamente homogéneo, composto apenas por países desenvolvidos, mesmo aí se verifica diferenças, dado que as características dos países das empresas adquirentes têm um maior impacto no volume de transação das F&A internacionais do que as características das economias das empresas adquiridas.

Numa segunda fase de estudo partimos para a análise das características das empresas que participam em operações de F&A, com o objetivo de encontrar diferenças entre estas. Através da construção de cinco indicadores financeiros: Rentabilidade do Ativo (“Earning Power”), Rentabilidade do Ativo (“ROA”), Rentabilidade Financeira (“ROE”), Autonomia Financeira e Dimensão (*Size*), são analisadas as operações



domésticas e internacionais, caracterizando os diferentes tipos de empresas ao nível da sua rentabilidade, autonomia financeira e dimensão.

Nesta última análise, foram ainda efetuados dois métodos de normalização, das variáveis utilizadas para caracterizar as empresas, de forma a permitir a sua comparabilidade e a eliminar as diferenças existentes ao nível dos países e setores de atividade. A realização deste dois métodos, o primeiro com base na agregação por ano-setor e o segundo a um nível mais agregado, permitiram validar duplamente os resultados alcançados. Numa fase final foi ainda levada a cabo uma análise adicional, com vista a eliminar uma lacuna presente na grande parte das investigações que se debruçam sobre as diferenças entre as empresas ao nível deste tipo de operações.

Os resultados vão de encontro ao esperado, verificando-se que as empresas adquirentes apresentam, em média, uma maior dimensão, autonomia financeira e rentabilidade do ativo (ROA) face às empresas alvo de aquisição. Já relativamente à rentabilidade financeira (ROE) e à rentabilidade do ativo medida através do EBITDA (*Earning Power*), as conclusões diferem, com estes indicadores a apresentarem em média, valores superiores para as empresas alvo de aquisição. Tal indica que em média, as empresas adquiridas garantem uma remuneração dos seus capitais superior às empresas adquirentes e empresas com um rácio ROE elevado são assim naturalmente mais atrativas para os investidores, o que explica o facto de estas serem alvo de aquisição.

São dessa forma bem visíveis os vários contributos desta investigação para a literatura existente, pois se por um lado corrobora os resultados de investigações anteriores para um importante grupo de países, por outro também levanta algumas questões, nomeadamente ao nível das diferenças entre as empresas que participam em operações de F&A, com alguns resultados (*Earning Power* e ROE) a não apoiarem a teoria de que as empresas adquirentes são à partida mais rentáveis e produtivas do que as empresas alvo de aquisição.

Como qualquer investigação, também esta tem as suas limitações. Dessa forma, como perspectivas para futuras investigações, seria de grande interesse utilizar outros métodos de forma a testar os resultados aqui alcançados, bem como efetuar as presentes análises, mas agora entre operações verticais e horizontais. Por outro lado, julgo também que

seria bastante interessante estudar a dinâmica deste tipo de operações para outros blocos de países, a título de exemplo os BRICS, NAFTA, Mercosul, APEC, entre outros.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Agrawal, A. e G. N. Mandelker (1987) “Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions”, *The Journal of Finance*, Vol. 42, Nº 4, pp. 823-837.

Aguiar, M. e G. Gopinath (2005), “Fire Sale FDI and liquidity Crises”, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 87, Nº3, pp. 439-542.

Ahammad, M. e K. W. Glaister (2010), “Motives for Cross Border Mergers and Acquisitions: Perspective of UK firms”, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1549812>.

Akbulut, M. (2005), “Market Misvaluation and Merger Activity: Evidence from Managerial Insider Trading”, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=650383>.

Amihud, A e B. Lev (1981), “Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers”, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 12, Nº 2, pp. 605-617.

Belchior, H., J. Fernandes, *et al.* (2012), “Atividades de I&D: caracterização e relevância nas entidades cotadas na *Euronext Lisbon*”, Dissertação de Mestrado em Economia, Universidade do Algarve.

Blunck, B., *et al.* (2009), “What drives private and public merger waves in Europe?”, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1338347> .

Brakman, S., H. Garretsen, *et al.* (2006), “Cross-border mergers & acquisitions: the fact as a guide for international economics”, CESifo Working Paper Series Nº 1823.

Brandão, E. (2003), *Finanças*, Porto: Porto Editora.

Bühner, R. (1991), “The success of mergers in Germany”, *International Journal of Industrial organization* 9, pp. 513-532.

Coelho, A. (2013), “O desempenho operacional nas fusões e aquisições entre PME da Península Ibérica”, Dissertação de Mestrado em Finanças, Universidade do Minho.

- Coeurdacier, N., *et al.* (2009), “Cross-border mergers and acquisitions: financial and institutional forces”, European Central Bank, Working Paper Series N° 1018.
- Cosh, A., *et al.*, (1989), “Institutional investment, mergers and the market for corporate control”, *International Journal of Industrial Economics*, Vol.7, N°1, pp. 73-100.
- David, J. (2012), “The aggregate implications of mergers and acquisitions”, Working Paper, University of Southern California.
- Dittmar, A. e R. F. Dittmar (2008), “The timing of financing decisions: An examination of the correlation in financing waves”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 90, pp. 59-83.
- Eisfeldt, A. e A. Rampini (2003), “Capital reallocation and liquidity”, Northwestern University Working Paper.
- Ferreira, M. e M. Massa (2009), “Shareholders at the Gate? Institutional Investors and Cross-Border Mergers and Acquisitions”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, N° 2, pp. 602-644.
- Harford, J. (2005), “What drives merger waves?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, pp. 529-560.
- Healy, P., K. Palepu e R. Ruback (1990), “Does Corporate Performance Improve After Mergers?”, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper, N°3348.
- Gort, M. (1969), “An Economic Disturbance Theory of Mergers”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 83, N°4, pp. 624-642.
- Jensen, M. (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol.3, N°4, pp. 305-360.
- Kastrinaki, Z. e P. Stoneman (2007), “An empirical model of merger and acquisition timing”, Finance International Meeting AFFI-EUROFIDAI Paper.
- Kriek, P. A. e E. K. Kayo (2014), “Agency Theory and Corporate Governance: An event study on mergers and acquisitions 2000 – 2012”, *Revista de Finanças Aplicadas*, pp. 1-17.

Kumar, B. R e P. Rajib (2007), “Characteristics of merging firms in India: An empirical examination”, *Vikalpa*, Vol. 32, N° 1, pp. 27-44.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (1998), “Law and Finance”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 106, N° 6, pp. 1113-1155.

Leland, H. (2007), “Financial Synergies and the Optimal Scope of the Firm: Implications for Mergers, Spinoffs, and Structured Finance”, *Journal of Finance*, Vol. 62, N°2, pp. 765-807.

Makaew, T. (2012), “Waves of International Mergers and Acquisitions”, AFA 2012 Chicago Meeting Papers.

Maksimovic, V. e G. Phillips (2001), “The Market for Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and are there Efficiency Gains?”, *Journal of Finance*, Vol. 56, N° 6, pp. 2019-2065.

Maksimovic, V., G. Phillips e L. Yang (2009), “Private and Public Merger Waves”, Unpublished working paper, University of Maryland and University of California, Los Angeles.

Martynova, M. e L. Renneboog (2006), “Mergers and Acquisitions in Europe”, *European Corporate Governance Institute (ECGI) – Finance Working paper N°114/2006*.

Martynova, M., S. Oosting e L. Renneboog (2006), “The long-term operating performance of European mergers and acquisitions”, *European Corporate Governance Institute (ECGI), Working paper N° 137*.

Morellec, E. e A. Zhdanov (2004), “The Dynamics of Mergers and Acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, pp. 649-672.

Odagiri, H. e T. Hase (1989), “Are mergers and acquisitions going to be popular in Japan too?”, *International Journal of Industrial organization* 7, pp. 49-72.

OECD Competition Committee (2001), *Portfolio Effects in Conglomerate Mergers*.

- Palepu, K. (1986), “Predicting Takeover Targets”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.8, pp. 3-35.
- Ravenscraft, D. e Scherer, F. (1989), “The profitability of mergers”, Vol. 7, pp.101-116.
- Rossi, S. e P. Volpin (2003), “Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, pp. 277-304.
- Shleifer, A. e R. Vishny (2003), “Stock Market Driven Acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, pp. 295-311.
- Silva, N. (2013), “Fusões: uma análise multidisciplinar”, Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- Sorensen, D. (2000), “Characteristics of merging firms”, *Journal of Economics and Business*, Vol. 52, Nº 5, pp. 423-433.
- Stevens, D. (1973), “Financial Characteristics of Merged firms: A Multivariate Analysis”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 8, Nº 2, pp. 149-158.
- Yeaple, S. e V. Nocke (2004), “Mergers and the Composition of International Commerce”, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper Nº 10405.



**ANEXOS**

**Anexo 1: Frequência e Volume de Transação das Fusões e Aquisições (F&A) ao longo do período amostral: 1999 – 2013**

Ano	F&A Totais (frequência)	F&A Domésticas (frequência)	F&A Internacionais (frequência)	Valor das Transações F&A Totais	Valor das Transações F&A Domésticas	Valor das Transações F&A Internacionais
1999	1.707	1.279	428	458,4	266,8	191,5
2000	2.102	1.550	552	792,4	393,9	398,4
2001	1.885	1.446	439	208,4	121,9	86,5
2002	2.280	1.824	456	253,4	144,0	109,4
2003	2.303	1.854	449	206,3	171,2	35,1
2004	2.306	1.839	467	290,4	234,5	55,8
2005	2.623	2.081	542	418,6	231,7	186,9
2006	2.629	2.086	543	451,6	271,1	180,5
2007	2.728	2.160	568	557,3	392,4	164,9
2008	2.346	1.843	503	436,1	280,1	156,1
2009	1.665	1.339	326	215,7	127,0	88,7
2010	1.664	1.306	358	149,9	104,4	45,5
2011	1.611	1.277	334	247,4	156,4	91,0
2012	1.437	1.133	304	150,9	96,0	54,8
2013	1.620	1.260	360	182,7	130,4	52,2
<b>Total</b>	<b>30.906</b>	<b>24.277</b>	<b>6.629</b>	<b>5.019</b>	<b>3.122</b>	<b>1.897</b>

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da *Zephyr*

A tabela reporta o volume de transação relativo às fusões e aquisições totais, domésticas e internacionais, bem como a frequência destas operações ao longo do período amostral (1999 – 2013). A frequência é medida como o número de negócios (deals). O volume de transação encontra-se registado em milhões de dólares (USD).



**Anexo 2:** Frequência e Volume de transação das Fusões e Aquisições (F&A) por país;

País	Nº de empresas adquirentes	Nº de empresas alvo de aquisição	Volume adquirido (Milhões USD)	Volume vendido (Milhões USD)
Alemanha	1.732	1.943	679,1	691,2
Áustria	312	240	41,0	35,8
Bélgica	499	469	100,3	112,2
Bulgária	456	600	4,8	15,2
Chipre	230	180	9,1	9,2
Dinamarca	498	494	89,6	90,3
Eslováquia	71	113	1,7	4,5
Eslovénia	89	99	2,6	2,6
Espanha	1.662	1.753	306,6	374,5
Estónia	178	203	2,7	5,0
Finlândia	726	638	72,5	51,2
França	2.345	2.503	841,1	669,8
Grécia	471	440	21,4	23,9
Holanda	1.066	948	353,9	293,6
Hungria	189	258	7,9	21,2
Irlanda	611	559	74,4	71,4
Itália	2.081	2.051	412,4	372,3
Letónia	52	87	0,5	1,1
Lituânia	127	171	2,9	7,6
Luxemburgo	181	63	32,0	73,2
Malta	16	27	1,5	0,9
Polónia	1.333	1.572	38,8	50,3
Portugal	341	413	39,5	46,9
Reino Unido	13.377	12.653	1.737,8	1.749,3
Republica Checa	248	454	17,3	29,7
Roménia	351	489	3,6	17,0
Suécia	1.664	1.486	124,8	199,6
<b>Total</b>	<b>30.906</b>	<b>30.906</b>	<b>5.019</b>	<b>5.019</b>

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da *Zephyr*

A tabela reporta o valor de transação relativo às fusões e aquisições totais e internacionais, bem como a frequência destas operações por cada um dos países que compõem a amostra. A frequência é medida como o número de negócios (deals). O volume de transação encontra-se registado em milhões de dólares (USD).

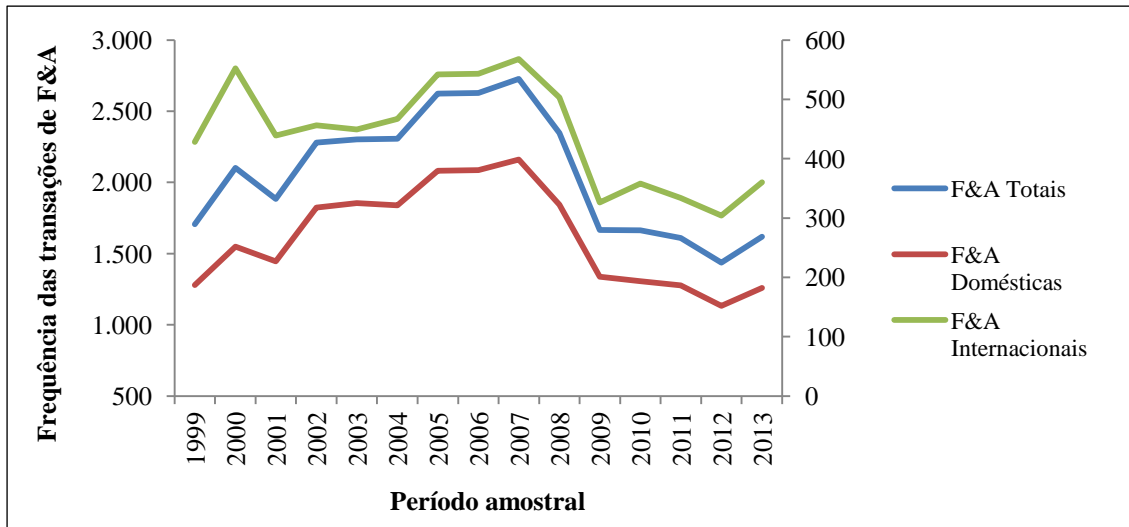
**Anexo 3:** Estatística descritiva das variáveis microeconómicas – F&A domésticas

<b>Fusões e Aquisições Domésticas</b>										
<b>Variável</b>	<b>Empresas adquirentes</b>					<b>Empresas alvo de aquisição</b>				
	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>Earning Power</i>	10314	0,058	0,170	-1,990	1,260	9783	0,071	0,249	-1,495	1,484
ROA	11787	0,025	0,152	-1,679	1,729	9746	0,019	0,237	-1,496	1,487
ROE	11786	0,088	0,361	-1,981	1,982	9234	0,147	0,405	-1,500	1,494
Autonomia Financeira	13062	0,475	0,280	-0,498	1,000	11603	0,398	0,312	-0,496	1,000
Dimensão	13179	4,855	1,183	0,040	9,783	12284	4,032	1,052	0,181	9,323

**Anexo 4:** Estatística descritiva das variáveis microeconómicas – F&A internacionais

<b>Fusões e Aquisições Internacionais</b>										
<b>Variável</b>	<b>Empresas adquirentes</b>					<b>Empresas alvo de aquisição</b>				
	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>Earning Power</i>	3241	0,056	0,158	-1,432	1,247	2619	0,073	0,239	-1,467	1,410
ROA	3823	0,030	0,166	-1,490	1,063	3135	0,017	0,214	-1,489	1,444
ROE	3750	0,126	0,316	-1,498	1,500	2937	0,138	0,388	-1,479	1,457
Autonomia Financeira	4158	0,492	0,266	-0,469	1,000	3510	0,403	0,309	-0,494	1,000
Dimensão	4205	5,509	1,198	0,611	10,439	3680	4,297	1,034	0,486	9,138

**Figura 3:** Evolução da frequência das transações de Fusões e Aquisições dos países da UE-27, ao longo do período amostral (1999 – 2013).



Fonte: Dados da base de dados Zephyr e elaboração própria