



Determinantes das Fusões e Aquisições Transfronteiriças

Um estudo sobre 13 países da UE

Daniela Filipa Rodrigues Caldas

Dissertação de Mestrado em Finanças e Fiscalidade

Orientada por

Professor Doutor Samuel Cruz Alves Pereira

Professor Doutor Elísio Fernando Moreira Brandão

2016

Nota Biográfica

Daniela Filipa Rodrigues Caldas, nascida em 16 de Dezembro de 1993, no Porto. Ingressou no Ensino Superior em 2011, nomeadamente, no curso de Gestão na Universidade Portucalense Infante D. Henrique, tendo obtido o grau de licenciada em Julho de 2014, com uma média final de 15 valores. Ao longo desse percurso foi reconhecida através da atribuição de uma bolsa de mérito.

Em Setembro, desse mesmo ano, ingressou o Mestrado em Finanças e Fiscalidade na Faculdade de Economia do Porto (FEP), no âmbito do qual apresenta esta dissertação.

A nível profissional, em 2014, realizou um estágio ao abrigo dos Estágios de Verão do Banco Santander.

Atualmente, encontra-se a realizar um estágio profissional numa sociedade de revisores oficiais de contas, onde desempenha funções de assistente de auditoria e consultoria financeira e fiscal.

Agradecimentos

Esta dissertação é o culminar de muitas emoções, de muitos esforços, de muito suor e muitas lágrimas, e ao mesmo tempo, uma recompensa por todo o caminho percorrido, não só para mim como também para as pessoas que estiveram sempre ao meu lado ao longo desta etapa tão importante da minha vida e, sem as quais, não conseguiria ter chegado até aqui.

Desde logo, agradeço ao professor Samuel Pereira pela orientação e pelos conselhos dados ao longo deste trabalho. Ao professor Elísio Brandão, também pela sua orientação e por estabelecer objetivos ambiciosos, assim como metas bem definidas e focadas no que tinha de ser feito.

Um agradecimento a todos os meus amigos, pelos desabaços e conselhos, pelo apoio e pelo papel fundamental que representam na minha vida.

Ao Ivo, por estar sempre ao meu lado, pronto para me apoiar em tudo, por nunca me deixar desistir dos meus sonhos e das minhas ambições.

Por último, aos meus pais, à minha irmã e aos meus avós, a quem devo tudo, tudo o que tenho e tudo o que sou. Esta não é só uma meta alcançada por mim, mas também por vocês.

“Determinantes das Fusões e Aquisições Transfronteiriças – Um estudo sobre 13 países da UE”

Resumo

Esta dissertação estuda os principais fatores que influenciam as fusões e aquisições transfronteiriças, que atualmente têm vindo a aumentar. O objetivo é o de identificar quais os fatores que pesam nas decisões das empresas para adquirirem ou se fundirem com outras, de outro país.

Para isso, foi analisada uma amostra de todas operações ocorridas entre 13 países da União Europeia, no período de 2006 a 2015, extraída da base de dados *Zephyr*. É assim feito o estudo do comportamento das operações (aquisições e fusões) internacionais face aos fatores que influenciam as mesmas, nomeadamente as diferenças da valorização dos mercados, o *Corporate Governance*, a qualidade da informação contabilística reportada, os fluxos de negócios bilaterais e as questões fiscais internacionais.

Ao contrário de estudos realizados anteriormente, nomeadamente o estudo de Erel, Liao e Weisbach (2011), ignoram-se as questões da proximidade geográfica, de diferenças culturais e de religião como fatores explicativos deste tipo de operações.

Os resultados das regressões estimadas indicam que as questões da valorização ao nível dos países, das diferenças ao nível da legislação fiscal e das taxas de imposto, das diferenças ao nível do crescimento do PIB e o fluxo de comércio bilateral entre os países são realmente explicativas das fusões e aquisições transfronteiriças.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições, Diferenças de Valorização dos Mercados, *Corporate Governance*, Regras Fiscais Internacionais, Negócios internacionais

“Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions – A study about 13 countries of the EU”

Abstract

This dissertation aims to study the main factors linked to cross-border mergers and acquisitions, which currently have been increasing. The intention is to identify the factors that influence the decisions of companies to acquire or merge with others from another country.

For this, we analyzed a sample of all transactions occurring between 13 countries of the European Union in the period 2006-2015, taken from the Zephyr database. It allows to make the study of the behavior of these international transactions (mergers and acquisitions) according to the factors that influence them, including the differences of valuation, the corporate governance, the quality of the reported accounting information, the bilateral trade flows and international tax issues.

Contrary to previous studies, like Erel, Liao and Weisbach (2011), it was ignored the issues of geographical proximity, cultural and religion differences as predictors factors of such operations.

Our regressions results suggests that country-level valuation differences, differences on income tax rates and fiscal rules, differences on GDP growth and bilateral trade flows are factors that explain the cross-border activity.

Keywords: Mergers & Acquisitions, Market Valuation Differences, Corporate Governance, International Fiscal Rules, International Trade

Índice

1. Introdução.....	1
2. Revisão da Literatura Existente sobre Fusões e Aquisições.....	4
3. Dados e Metodologia.....	7
3.1. Constituição da amostra.....	7
3.2. Variáveis.....	12
3.3. Metodologia.....	16
4. Resultados.....	17
4.1. Análise <i>Cross-Sectional</i> das Determinantes das Fusões e Aquisições Transfronteiriças.....	17
4.2. Análise em Painel das Determinantes das Fusões e Aquisições Transfronteiriças.....	21
4.3. Determinantes das Fusões e Aquisições Transfronteiriças: Especificações alternativas – Teste Robustez.....	24
5. Conclusões.....	27
Bibliografia.....	30

Índice de Tabelas

Tabela 1: Número total de fusões e aquisições por par de países.....	8
Tabela 2: Número de fusões e aquisições transfronteiriças por país.....	9
Tabela 3: Número de fusões e aquisições transfronteiriças por ano.....	10
Tabela 4: Valor das fusões e aquisições transfronteiriças por ano.....	11
Tabela 5: Descrição das variáveis utilizadas.....	15
Tabela 6: Análise das determinantes das fusões e aquisições transfronteiriças.....	19
Tabela 7: Análise em Painel das Determinantes das Fusões e Aquisições Transfronteiriças.....	23
Tabela 8: Determinantes das fusões e aquisições transfronteiriças – Teste de Robustez.....	25

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Número de fusões e aquisições por país e por tipo de operação.....	9
Gráfico 2: Número total de fusões e aquisições transfronteiriças por ano (conforme tabela 3).....	10
Gráfico 3: Valor total de fusões e aquisições transfronteiriças por ano (conforme tabela 4).....	12

1. Introdução

Segundo estatísticas da OCDE, a origem da atividade de Fusões e Aquisições (F&A's) remonta ao final do século XVIII e início do século XIX, quando a Revolução Industrial desencadeou um processo de concentração de capitais e reestruturação patrimonial sem precedentes.

Desde então, as Fusões e Aquisições têm-se tornado uma importante área no mundo dos negócios. Muitas empresas líderes dos mercados mundiais de hoje, fizeram o seu percurso recorrendo a estas operações e, no futuro, as mesmas manter-se-ão como um instrumento importante das empresas que pretendam continuar a liderar. Constituem uma forma rápida de uma empresa crescer, entrar em mercados, defender-se de aquisições indesejadas, aproveitar oportunidades de investimento, ou até mesmo de alguns participantes desses processos lucrarem às custas de outros.

No atual mercado globalizado, as fusões e aquisições são práticas muito recorrentes para que as empresas ampliem mais rápida e eficazmente as suas ações internacionais.

De acordo com Shimizu et al. (2004), o incremento da globalização aumentou exponencialmente o mercado de fusões e aquisições transfronteiriças, sendo que estas são cada vez mais utilizadas como um instrumento estratégico das empresas no acesso aos mercados internacionais. Desta forma, estas operações contribuem para o aumento de valor, para a revitalização e para a reestruturação empresarial.

De acordo com Erel, Liao e Weisbach (2011), de 1998 a 2007 o volume total de fusões aumentou de 23% para 45%, sendo que, neste período, aproximadamente 90% dos investimentos diretos estrangeiros foram resultado de fusões e aquisições “além fronteiras”, ou seja, aquelas nas quais existe a aquisição de uma empresa alvo por outra sediada num país diferente.

Apesar de ocorrerem pelos mesmos motivos, isto é, pela convicção de que irá levar a um aumento do valor global para os intervenientes, este tipo de operações envolve muitos mais níveis de complexidade do que as fusões e aquisições nacionais (domésticas), dado que existe um maior número de fatores que podem influenciar, positiva ou negativamente, as mesmas.

Assim, o objetivo principal desta dissertação é o de compreender quais esses fatores e em que medida eles afetam as decisões das empresas, ou seja, perceber o que motiva as empresas de um país a adquirirem ou a fundirem-se com empresas de outro, isto é, o que leva à ocorrência de aquisições e operações transfronteiriças/internacionais.

Para isso, irá ser seguida a mesma linha de investigação de Erel, Liao e Weisbach (2011), em “*Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions*”, linha essa que tinha já sido seguida por Bruno Monteiro (2012) em “*Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions: An Econometric Study of Transactions in the Euro Zone between 2001 and 2010*”, estudo que serviu também de base a este trabalho. A diferença para os estudos supra mencionados centra-se na utilização de uma amostra diferente e na relativização das principais conclusões dos primeiros autores acima referidos, que se prendem com as diferenças ao nível da valorização da moeda dos países e das diferenças geográficas. Assim, foram selecionadas apenas operações ocorridas entre treze países da zona Euro num período de tempo de dez anos (2006 a 2015). Para além disso, apenas serão estudados os fatores ao nível dos países e não os fatores ao nível das empresas e dos negócios abrangidos pela amostra selecionada, tal como já foi anteriormente realizado.

Esta análise, para além de estudar as diferenças de valorização dos mercados, ao nível das flutuações dos movimentos no mercado das ações e da qualidade da informação contabilística reportada, permite um estudo mais aprofundado de outros fatores que também não estão presentes ao nível das aquisições e fusões nacionais, nomeadamente, diferenças ao nível das variações macroeconómicas, diferenças ao nível das regras fiscais e das taxas de imposto aplicadas nos diferentes países, diferenças ao nível dos fluxos de negócios internacionais e da facilidade em realizar esses negócios, diferenças referentes ao *Corporate Governance*, e ainda, diferenças relativamente à proteção dos acionistas.

Relativamente à metodologia do estudo, e face à amostra selecionada, serão utilizadas regressões múltiplas, de modo a ser documentada a maneira como os

fatores internacionais supra referidos influenciam o padrão de fusões e aquisições selecionado.

Os contributos deste trabalho prendem-se com fornecer uma análise mais aprofundada ao nível das diferenças de valorização entre os países e de como as mesmas afetam a probabilidade da ocorrência de F&A's internacionais, assim como uma análise mais geral acerca dos fatores já indicados anteriormente e de como os mesmos influenciam, num todo, essa probabilidade.

A dissertação está estruturada da seguinte forma: No capítulo 2 é apresentada a revisão da literatura existente relativa às fusões e aquisições internacionais; no capítulo 3 os dados e a metodologia utilizados; no capítulo 4 os respetivos resultados; no capítulo 5 as conclusões.

2. Revisão da Literatura Existente

As Fusões e Aquisições

Ross, Westerfield e Jaffe (1995) definem os conceitos de fusão e aquisição de empresas, sendo que numa fusão as empresas envolvidas combinam-se mediante uma simples permuta de ações, dando origem a uma outra empresa, enquanto na aquisição ocorre a compra de uma empresa por outra, e somente uma delas mantém a identidade.

De acordo com Erel, Liao e Weisbach (2011) as fusões e aquisições podem ser de dois tipos, domésticas ou internacionais, sendo que ambos ocorrem tendo em vista um objetivo comum, que a empresa conjunta gere valor, leve à maximização dos lucros ou crie utilidade para as empresas intervenientes e para os seus acionistas.

As fusões e aquisições transfronteiriças funcionam então como um meio para a redução da dependência das empresas ao financiamento externo de capital, em que a empresa com capital disponível pode enviar à outra o capital necessário, como concluíram Bris, Brisley e Cabolis (2008).

Coeurdacier, DeSantis, e Aviat (2009) dizem que a evolução institucional e financeira, especialmente o processo de Integração Europeia, promove as fusões e aquisições transfronteiriças.

Fatores dos países que afetam a ocorrência de Fusões e Aquisições

Empresas com melhor proteção dos acionistas tendem a adquirir empresas com proteção mais fraca, onde a empresa alvo obtém ganhos com a redução do custo do capital e aumento do seu valor no mercado, devido à melhor governação que passou a deter, como concluíram Coffee (1999); Rossi e Volpin (2004); Bris et al. (2008); Erel et al. (2011).

Rossi e Volpin (2004) afirmam que o mercado internacional das fusões e aquisições promove a convergência da qualidade da governação empresarial. Em geral, as

empresas em países que promovem melhores normas legais ou contabilísticas tendem a adquirir empresas de países com uma administração de qualidade inferior.

Froot e Stein (1991) concluem que o baixo custo de capital das empresas dos países-alvo leva as empresas dos países-ricos à sua aquisição. Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004) dizem que tanto a sobrevalorização como a subvalorização do mercado têm impactos significativos ao nível das fusões.

Erel, Liao e Weisbach (2011) fornecem uma análise preliminar dos padrões e motivos para as fusões e aquisições transfronteiriças. Referem que com a crescente integração das economias do mundo, as fusões internacionais tendem a tornar-se ainda mais importantes no futuro e que um terço das fusões mundiais ocorre entre empresas de dois países diferentes. Estas fusões e aquisições ocorrem, sem dúvida, pelos mesmos motivos sinérgicos das fusões e aquisições domésticas. No entanto, os fatores de cada país, tais como a valorização da moeda, o desempenho macroeconómico, entre outros, parecem estar a tornar estas operações significativamente mais atrativas para as empresas adquirentes. Os autores acima referidos associam ainda as diferenças de valorização às flutuações nos movimentos do mercado de ações, bem como a mudanças macroeconómicas.

Da sua análise resultam conclusões importantes para este estudo, sendo uma delas o facto de um maior desenvolvimento económico e uma melhor qualidade da informação contabilística reportada serem ambos associados à probabilidade de ser um adquirente, em vez de um alvo. Para além disso, concluem que maiores diferenças na taxa efetiva de imposto das empresas atraem o investimento estrangeiro. Relativamente à partilha de uma língua comum ou à religião, não encontraram evidências de qualquer impacto na ocorrência de F&A's.

Rossi e Volpin (2004), em “*Cross-country determinants of mergers and acquisitions*”, estudam as determinantes das fusões e aquisições em todo o mundo, concentrando-se nas diferenças de legislação e regulamentação entre os países, e evidenciam que as diferenças nas leis e na sua aplicação explicam a intensidade e o

padrão das fusões e aquisições em todo o mundo. Os autores concluem que o volume das operações em causa é significativamente maior em países com melhores padrões de contabilidade e uma proteção mais forte para os acionistas. Para além disso, obtiveram evidência de que, em acordos transfronteiriços, os alvos são tipicamente de países mais pobres em proteção aos investidores do que os países dos seus adquirentes, sugerindo que as transações transfronteiriças desempenham um papel de governança, melhorando o grau de proteção dos investidores nas empresas alvo. Assim, a probabilidade de que um determinado negócio seja transfronteiriço em vez de doméstico reduz com a proteção aos investidores do país do alvo.

Diferenças de valorização e o mercado das fusões e aquisições

Matthew Rhodes-Kropf e S. Viswanathan (2004), em “*Market Valuation and Merger Waves*”, estudam se a valorização do mercado leva a um maior número de operações, nomeadamente de fusões. A teoria dos autores mostra que as ondas de fusões podem-se verificar unicamente por causa dos problemas de valorização e dizem que os períodos de alta atividade ao nível das fusões transfronteiriças parecem estar correlacionados com as valorizações de mercado elevadas, sendo que estas valorizações se prendem com as flutuações ao nível dos movimentos do mercado das ações.

Para esta dissertação, importa referir que os autores supra indicados concluem que a sobrevalorização do mercado aumenta as possibilidades de ocorrerem fusões e que as ondas de fusões podem ser interrompidas devido à desvalorização do mercado. Assim, a valorização dos mercados têm um impacto significativo na ocorrência de fusões sendo que estes dois factos estão positivamente relacionados.

Tendo então em conta o que foi anteriormente estudado e referido neste capítulo, é esperado obter a relação entre as operações de fusões e aquisições internacionais da amostra seleccionada com os fatores já mencionados, para tentar perceber se estas relações se mantêm iguais.

3. Dados e Metodologia

3.1. Constituição da Amostra

Para a constituição da amostra, a informação foi retirada da base de dados *Zephyr*, sendo que é a maior e mais completa em termos de fusões e aquisições.

Foram selecionadas todas as operações anunciadas e completas no período compreendido entre 2006 e 2015.

Da informação obtida, apenas selecionamos os negócios que implicavam os seguintes países da União Europeia: Áustria, Alemanha, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda, Portugal, e Suécia.

Para além disso, só foram escolhidas as operações cujo volume de transação se mostrou superior a 50.000,00€, como forma de restringir os dados e obter uma amostra mais razoável para a elaboração do estudo.

Assim, a amostra ficou constituída por um total de 978 observações, cujo volume total dos negócios atingiu os 610.652.915€.

Das observações obtidas, 697 correspondem a fusões e aquisições domésticas e 281 a fusões e aquisições transfronteiriças, sendo que as primeiras correspondem a um valor total de 433.591.586€ e as segundas a 177.061.329€.

As tabelas e figuras seguintes representam a amostra obtida, assim como algumas conclusões acerca da mesma.

Tabela 1: Número total de fusões e aquisições por par de países

As colunas representam os países das empresas alvo, enquanto as linhas representam os países das empresas adquirentes. A diagonal da matriz representa as fusões e aquisições domésticas, isto é, entre empresas do mesmo país, enquanto os valores que estão fora dessa diagonal representam as F&A's transfronteiriças para cada par de países.

País Adquirente	País Alvo												Total	
	AT	DE	BE	ES	FI	FR	GR	IE	IT	LU	NL	PT		SE
Áustria (AT)	9	3				1								13
Alemanha (DE)	2	81	3	4	1	9	1		3	5	6		3	118
Bélgica (BE)		1	24	1		5			2	1	3	2		39
Espanha (ES)	1	5		138		5	1		7		4	6	1	168
Finlândia (FI)		1	1		22				2		2		4	32
França (FR)		12	9	12		143	2	1	16	3	11	4	4	217
Grécia (GR)							25		1	1	1			28
Irlanda (IE)		2	1	1				14	1		3		1	23
Itália (IT)		3	1	5	1	2	1	1	149		4		2	169
Luxemburgo (LU)		1	1			4			6	5	1	1		19
Holanda (NL)			7	8	1	7	1	1	9	1	59		5	99
Portugal (PT)	1			6		1						28		36
Suécia (SE)	1	5	1		2	5			1		2		0	17
Total	14	121	49	168	26	182	31	17	197	16	96	41	20	978

Esta tabela representa o total de operações obtidas e que constituem a amostra que serve de base para a realização do nosso estudo.

É possível verificar o número total de ligações entre os diferentes países e também dentro de cada país, totalizando assim as 978 fusões e aquisições que iremos aprofundar. Verificamos, numa primeira análise, que a atividade de fusões e aquisições domésticas é bastante superior à atividade internacional, o que é previsível, uma vez que são maiores as facilidades em desses negócios serem realizadas, no entanto, as operações internacionais conseguem ainda assim tornar-se bem significativas.

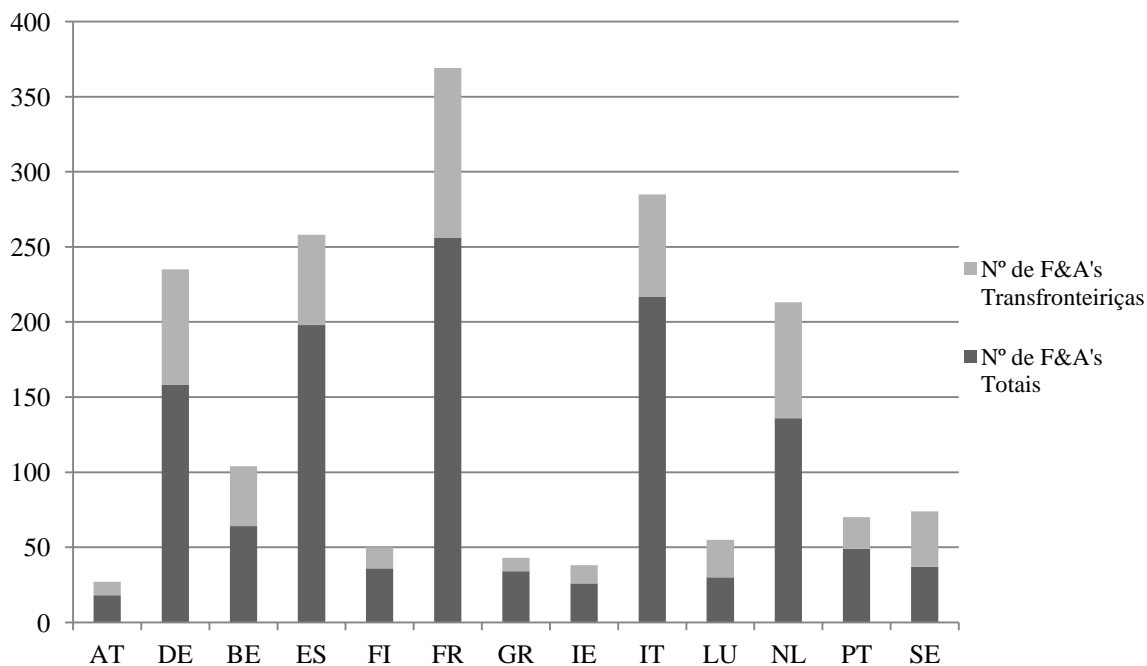
As tabelas e gráficos que se seguem fazem uma análise mais aprofundada da amostra selecionada, em termos da significância das fusões e aquisições transfronteiriças na mesma.

Tabela 2: Número de fusões e aquisições transfronteiriças por país

Nesta tabela estão representados os números totais de fusões e aquisições (F&A's) por país. Para além disso estão também presentes os números de operações transfronteiriças nos mesmos, assim como a sua percentagem face ao total das operações.

País	Nº F&A's Total	Nº F&A's Transfronteiriças	% de F&A's Transfronteiriças por País
Áustria (AT)	18	9	50,00%
Alemanha (DE)	158	77	48,73%
Bélgica (BE)	64	40	62,50%
Espanha (ES)	198	60	30,30%
Finlândia (FI)	36	14	38,89%
França (FR)	256	113	44,14%
Grécia (GR)	34	9	26,47%
Irlanda (IE)	26	12	46,15%
Itália (IT)	217	68	31,34%
Luxemburgo (LU)	30	25	83,33%
Holanda (NL)	136	77	56,62%
Portugal (PT)	49	21	42,86%
Suécia (SE)	37	37	100,00%

Gráfico 1: Número de fusões e aquisições por país e por tipo de operação



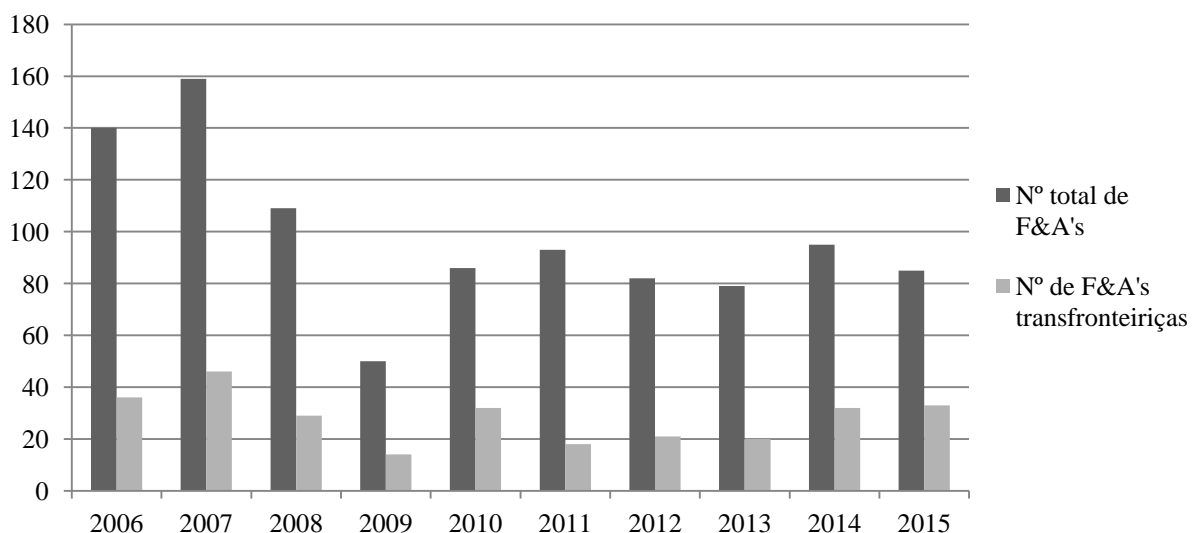
De notar que, tanto em termos de valor absoluto como em termos de percentagem da atividade de fusões e aquisições, as operações transfronteiriças são bastante consideráveis.

Tabela 3: Número de fusões e aquisições transfronteiriças por ano

Nesta tabela está representada a distribuição do número de fusões e aquisições (F&A's) durante os diferentes anos pertencentes ao período da amostra. É feita também uma separação para ver essa distribuição ao nível das operações transfronteiriças. Para além disso, é possível verificar a percentagem de operações transfronteiriças relativamente ao número de operações total por ano.

Ano	Nº total de F&A's	Nº de F&A's transfronteiriças	% de F&A's transfronteiriças
2006	140	36	25,71%
2007	159	46	28,93%
2008	109	29	26,61%
2009	50	14	28,00%
2010	86	32	37,21%
2011	93	18	19,35%
2012	82	21	25,61%
2013	79	20	25,32%
2014	95	32	33,68%
2015	85	33	38,82%

Gráfico 2: Número total de fusões e aquisições transfronteiriças por ano (conforme tabela 3)



Das tabelas e gráficos 2 e 3, podemos concluir que a atividade de fusões e aquisições transfronteiriças tem sofrido algumas variações ao longo do tempo, no entanto, nos últimos anos, apresenta percentagens bastante significativas.

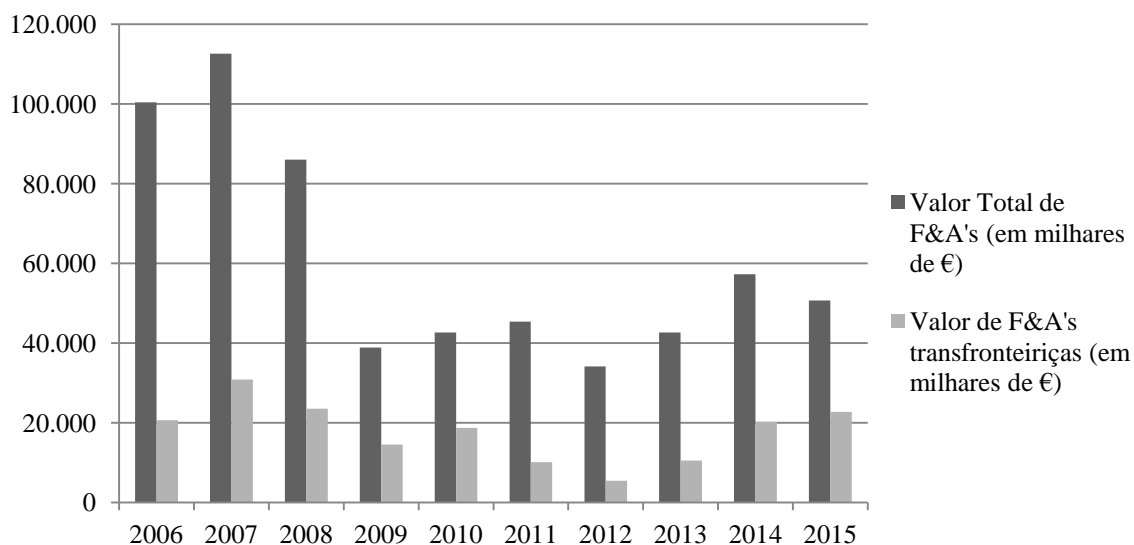
Em termos de volume (tabela e gráfico 2), verificamos que estas operações crescem de 2005 para 2006, no entanto têm uma queda de cerca de 2,3% de 2006 para 2007, seguida de um crescimento de mais de 10% até 2010. Em 2011 a atividade de F&A's sofre a maior queda registada no período, cerca de 18%. Posteriormente, e até ao final do ano de 2015, existe um crescimento de cerca de 20%, sendo 2015 o período em que a atividade de fusões e aquisições transfronteiriças têm maior percentagem no total de todas as operações.

Tabela 4: Valor das fusões e aquisições transfronteiriças por ano

Nesta tabela está representada a distribuição, em termos de valor total, das fusões e aquisições (F&A's) durante os diferentes anos pertencentes ao período da amostra. É feita também uma separação para ver essa distribuição ao nível das operações transfronteiriças. Para além disso, é possível verificar a percentagem do valor das operações transfronteiriças relativamente ao valor das operações total por ano.

Ano	Valor Total de F&A's (em milhares de €)	Valor de F&A's Transfronteiriças (em milhares de €)	% do valor obtido em F&A's transfronteiriças
2006	100.398	20.614	20,53%
2007	112.646	30.788	27,33%
2008	86.070	23.530	27,34%
2009	38.879	14.476	37,23%
2010	42.619	18.717	43,92%
2011	45.358	10.101	22,27%
2012	34.116	5.403	15,84%
2013	42.627	10.515	24,67%
2014	57.268	20.227	35,32%
2015	50.671	22.690	44,78%

Gráfico 3: Valor total de fusões e aquisições transfronteiriças por ano (conforme tabela 4)



Em termos de valor dos negócios relativos às F&A's transfronteiriças, verifica-se que existe um crescimento de cerca de 23% ao nível destas operações entre 2006 e 2010. Posteriormente esse período, dá-se uma queda abrupta entre 2010 e 2012, passando o valor das fusões e aquisições transfronteiriças a representar apenas 15,84%, em 2012, menos 28% que em 2010. A este facto, sucede-se uma subida gradual do peso destas operações até ao final de 2015, em que passam a representar 44,78% do valor total de fusões e aquisições, sendo este o ano com mais percentagem em termos do valor dos negócios para as operações transfronteiriças.

É então sobre esta amostra e estes factos que acabamos de constatar que vai incidir o estudo sobre as determinantes das fusões e aquisições transfronteiriças.

3.2. Variáveis

Variáveis dependentes

Numa primeira parte do estudo, em que irá ser feita uma análise *cross-sectional*, a variável dependente será o número total de operações transfronteiriças, X_{ij} , onde i é

o país alvo e j o país adquirente, normalizado pela soma de X_{ij} e o número total de operações domésticas no país alvo i (X_{ii}).

Posteriormente, numa análise de dados em painel, a variável dependente passa a ser o número total de operações transfronteiriças no ano t entre o país alvo i e o país adquirente j , X_{ijt} , normalizado pela soma de X_{ijt} e o número total de operações domésticas no país alvo i no ano t , (X_{iit}).

Para as duas variáveis dependentes, ao incluir as fusões e aquisições domésticas nos respectivos denominadores, está implícito um controlo para os fatores que influenciam tanto as operações domésticas como as operações transfronteiriças.

Esta definição das variáveis dependentes segue tanto o estudo de Erel, Liao e Weisbach (2011), como o estudo de Bruno Monteiro (2012).

Variáveis independentes/explicativas

Depois de construída a amostra e de selecionadas as variáveis dependentes, segue-se a definição das variáveis explicativas/independentes, nomeadamente variáveis relacionadas com os fatores, ao nível dos países, que queremos perceber se são ou não determinantes para a ocorrência de fusões e aquisições transfronteiriças.

Do *Datastream* foi retirado o retorno anual do mercado de ações para cada país. Depois disto, e para obter o retorno anual real do mercado das ações, obtivemos o índice de preços no consumidor (IPC), de modo a todos os retornos serem convertidos ao nível de preços de 2006.

Foram ainda retirados do *Datastream* os dados necessários para o cálculo do rácio *market-to-book* anual para cada país. Segundo Fama e French (1998), este rácio calcula-se dividindo a soma do valor de mercado do capital de todas as empresas públicas de um país pelo valor contabilístico do mesmo.

De forma a construir um índice relativo à facilidade de realizar negócios (Índice Fazer Negócios), como espelho do ambiente dos negócios e da qualidade das instituições de cada país, retiramos do Grupo Banco Mundial (*Doing Business Report*) as classificações relativas à qualidade da informação contabilística

reportada, à complexidade dos procedimentos para abrir um negócio, à proteção aos investidores minoritários, à facilidade de obtenção de crédito, à facilidade da resolução de insolvências, ao pagamento de impostos e, por fim, as classificações relativamente ao *Corporate Governance*.

Ao nível das taxas de imposto médio sobre o rendimento das empresas de cada país, obtivemos a informação através do *Eurostat* e da OCDE. Para além disso, obtivemos o índice das regras fiscais (Índice Regras Fiscais) da Comissão Europeia, que traduz, para cada país, a complexidade, a força e a eficiência ao nível da legislação fiscal de cada país.

Do *Eurostat*, retiramos ainda o PIB (Produto Interno Bruto) para cada país, normalizado pela respetiva população, e o crescimento real anual do mesmo.

Para controlar o volume dos negócios entre os pares de países, e de acordo com o que foi efetuado por Erel, Liao e Weisbach (2011) e Bruno Monteiro (2012), incluímos a variável Fluxo do Comércio Bilateral, calculada como o máximo das importações e exportações bilaterais entre dois países. As importações (exportações) bilaterais são calculadas como o valor das importações (exportações) do país alvo ao (para o) país adquirente, como percentagem do total das importações (exportações) do país alvo, tendo por base Ferreira, Massa e Matos (2009). Estes dados foram retirados da plataforma *United Nation Commodity Trade Statistics*.

Todos os valores utilizados foram convertidos para Euros, uma vez que não é nossa intenção avaliar as diferenças ao nível da valorização da moeda dos países, facilitando assim a análise.

As variáveis acima referidas encontram-se resumidas e definidas na seguinte tabela:

Tabela 5: Descrição das variáveis

A tabela descreve todas as variáveis utilizadas no presente estudo. Todos os dados presentes são de frequência anual.

Variável	Descrição
F&A's transfronteiriças por par de países (X_{ij})	Número total de operações transfronteiriças entre 2006 e 2015 (X_{ij}), onde o país alvo é representado por i e o país adquirente por j (onde $i \neq j$), normalizado pela soma do total de operações domésticas no país alvo i (X_{ii}) e as operações transfronteiriças entre o país i e j (X_{ij}). (Fonte: <i>Zephyr</i>)
F&A's transfronteiriças anuais por par de países (X_{ijt})	Número total de operações transfronteiriças no ano t (X_{ijt}), onde o país alvo é representado por i e o país adquirente por j (onde $i \neq j$), normalizado pela soma do total de operações domésticas no país alvo i (X_{iit}) e as operações transfronteiriças entre o país i e j (X_{ijt}). (Fonte: <i>Zephyr</i>)
(MercadoR12) $j-i$	Diferença (média) entre o retorno do mercado de ações a 12 meses do adquirente (j) e do alvo (i). Obtivemos o valor ponderado total dos índices de retorno para cada país e usamos o Índice de Preços do Consumidor (IPC) de 2006 de cada país para calcular o retorno real anual do mercado de ações para cada país. (Fonte: <i>Datastream</i>)
(Rácio MTB) $j-i$	Diferença entre o país alvo (i) e o país adquirente (j) em termos do rácio <i>market-to-book</i> . Rácio, calculado de acordo com a metodologia de Fama & French. (Fonte: <i>Datastream</i>)
Índice Fazer Negócios	Variável <i>dummy</i> igual a 1, se o posicionamento do país alvo no índice relativo à facilidade de fazer negócios for superior ao posicionamento do país adquirente, ou igual a 0 se acontecer o contrário. (Fonte: Grupo Banco Mundial - <i>Doing Business Report</i>)
(Imposto sobre rendimento) $j-i$	Diferença (média) entre as taxas praticadas ao nível de imposto sobre o rendimento das empresas no país adquirente (j) e no país alvo (i). (Fonte: OCDE)
Índice Regras Fiscais	Variável <i>dummy</i> igual a 1, se o posicionamento do país alvo no índice relativo às regras fiscais for superior ao posicionamento do país adquirente, ou igual a 0 se acontecer o contrário. (Fonte: Comissão Europeia)
(Log PIB <i>per capita</i>) $j-i$	Diferença (média) entre o país adquirente (j) e o país alvo (i) em termos do logaritmo do PIB anual <i>per capita</i> . (Fonte: <i>Eurostat</i>)
(Crescimento PIB) $j-i$	Diferença (média) entre o país adquirente (j) e o país alvo (i) em termos da taxa de crescimento real anual do PIB. (Fonte: <i>Eurostat</i>)
Fluxo de Negócios Bilaterais	O máximo das importações e exportações bilaterais entre dois países. As importações (exportações) bilaterais são calculadas como o valor das importações (exportações) do país alvo ao (para o) país adquirente, como percentagem do total das importações (exportações) do país alvo. (Fonte: <i>UN commodity trade database</i>)

3.3. Metodologia

Utilizando o conjunto de dados aprofundado anteriormente, o nosso estudo empírico, que segue a linha do estudo de Erel, Liao e Weisbach (2011) e de Bruno Monteiro (2012), documenta de que forma os fatores internacionais selecionados para a análise afetam a nossa amostra de fusões e aquisições transfronteiriças, durante o período em análise e para cada par de países. Para isto, serão utilizadas regressões, por via do modelo OLS.

Um dos pressupostos do modelo OLS (*Ordinary Least Squares*) é o princípio da homocedasticidade, isto é, todas as observações devem ser homogêneas no que respeita à variância dos termos de perturbação ou dos erros, para que os mesmos tenham igual peso na estimação das regressões. No entanto, este é um problema comum neste tipo de modelo, o problema da heterocedasticidade. Para isto, e indo ao encontro ao que foi feito pelos autores acima referidos, foi incluído um estimador para a heteroscedasticidade, funcionando através de correções ao *t-statistics*, de forma a que os erros presentes na estimação apresentem todos a mesma variância. Para além disso, todas as regressões incluem variáveis *dummy* específicas dos países.

Vamos seguir Erel, Liao e Weisbach (2011) e Bruno Monteiro (2012) na medida em que estudamos os fatores relativos aos países, no entanto não iremos estudar os fatores específicos das empresas envolvidas nas operações da amostra. Apesar de não considerar a informação empresarial, este facto tem a vantagem de analisar uma amostra mais ampla, uma vez que a maioria das empresas em causa é privada, e de testar as hipóteses mais importantes, que se prendem com as flutuações e movimentos no retorno do mercado das ações ao nível dos países e dos fatores que se prendem com a legislação fiscal internacional.

4. Análise Empírica e Principais Resultados

4.1 Análise *Cross-Sectional* das Determinantes das Fusões e Aquisições Transfronteiriças

Para analisar o padrão transversal subjacente às fusões e aquisições, utilizamos um quadro multivariado de regressões OLS. O nosso objetivo é o de avaliar os fatores que afetam a probabilidade das empresas de um país adquirirem empresas de outro.

A variável dependente utilizada mede a proporção de operações transfronteiriças para um determinado par de países durante o período da amostra. Para cada par de países, a fração é determinada pelo numerador igual ao número de F&A's transfronteiriças de empresas do país alvo por empresas do país adquirente, normalizado pela soma do número de operações domésticas no país alvo e o numerador, desta forma a nossa variável dependente compreende-se entre 0 e 1. Ao incluir as operações domésticas no denominador, permite-nos um controlo dos fatores que influenciam tanto as fusões e aquisições domésticas como as internacionais.

Foram estimadas equações para explicar a variável dependente, referida anteriormente, em função das características dos países. Sendo que cada observação representa um par de países e a nossa amostra é constituída por 13 países, o número de potenciais observações é de 156 (13x12). No entanto, só consideramos observações válidas as dos pares de países que apresentassem pelo menos uma operação durante o período da amostra, reduzindo assim o número das mesmas para 73.

Ao nível das variáveis explicativas, fazendo uma breve referência, uma vez que as mesmas já estão descritas no capítulo anterior, incluímos as diferenças médias entre os países ao nível do retorno do mercado de ações (*MercadoR12*), uma vez que as diferenças de valorização dos mercados influenciam a ocorrência de F&A's transfronteiriças - Erel, Liao e Weisbach (2011). Incluímos também a diferença média entre os países ao nível do rácio *Market-to-book* (*Rácio MTB*), para medir a influência das diferenças ao nível da qualidade da informação contabilística reportada. Uma vez que, segundo Rossi e Volpin (2004), as diferenças ao nível da

regulamentação e legislação dos países são fatores relevantes neste tipo de operações, introduzimos uma variável *dummy* referente ao Índice das Regras Fiscais dos diferentes países (*Índice Regras Fiscais*). Devido à variação no que toca ao nível dos impostos, introduzimos a diferença entre os países ao nível das taxas sobre o rendimento das empresas (*Imposto sobre Rendimento*). Para controlar a quantidade operações realizadas entre os países, utilizamos uma medida para o fluxo dos negócios bilaterais (*Fluxo de Negócios Bilaterais*). Utilizamos ainda outra variável *dummy*, relativa ao indicador do *corporate governance*, da proteção dos investidores, entre outras características (*Índice Fazer Negócios*). Para além destas, e para controlar as mudanças macroeconómicas dos países durante o período da amostra, incluímos na estimação das equações a diferença entre os países ao nível do PIB *per capita* (*log PIB percapita*) e ao nível do crescimento do PIB (*Crescimento PIB*).

Espera-se que, de acordo com os dois estudos que servem de base a esta análise, sejam obtidos coeficientes significativamente estatísticos para as variáveis que explicam a nossa variável dependente.

A tabela seguinte representa a estimação destas equações.

Tabela 6: Análise das determinantes das fusões e aquisições transfronteiriças

As colunas (1) a (6) estudam toda a amostra de fusões e aquisições transfronteiriças, através da estimação de regressões. A variável dependente é o número total de operações transfronteiriças entre 2006 e 2015 (Xij). As variáveis independentes estão explicadas no capítulo 3. As correções para a heteroscedasticidade do t-statistics estão em parênteses. ***, ** e * mostram o nível de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Todos os alvos - Todos os adquirentes						
Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Média (Mercado R12) <i>j-i</i>	-0,106** (-0,547)					-0,067** (-0,372)
Média (Rácio MTB) <i>j-i</i>		0,226*** (1,031)				0,140*** (0,721)
Índice Regras Fiscais			0,023** (0,094)			0,097** (0,184)
(Imposto sobre rendimento) <i>j-i</i>				0,009** (1,075)		0,021* (0,832)
Índice Fazer Negócios					0,034** (0,985)	0,019** (0,566)
(Log PIB percapita) <i>j-i</i>	0,065* (1,043)	0,043** (1,256)	0,067* (1,154)	0,071* (1,377)	0,065* (1,115)	0,701** (1,422)
(Crescimento PIB) <i>j-i</i>	-0,022** (-1,885)	-0,031*** (-1,826)	-0,058** (-1,795)	-0,022** (-1,453)	-0,073** (-1,611)	-0,710*** (-1,399)
Fluxo Negócios Bilaterais	0,165* (2,106)	0,138** (2,055)	0,141* (1,987)	0,197** (1,991)	0,188* (2,069)	0,185** (2,013)
Constante	0,072*** (4,841)	0,068*** (4,956)	0,079*** (4,912)	0,085*** (5,107)	0,081*** (4,993)	0,074*** (4,651)
Nº de observações	73	73	73	73	73	73
R quadrado	0,365	0,378	0,405	0,387	0,394	0,431
R quadrado ajustado	0,328	0,341	0,370	0,351	0,358	0,360

Num primeiro impacto, percebe-se que existem algumas características identificadoras dos países adquirentes e dos países alvo que tendem a aparecer.

O coeficiente sobre a diferença média de retorno do mercado de ações é negativo e estatisticamente significativo, no entanto este efeito é contrariado pelo coeficiente

positivo e estatisticamente significativo da diferença de rácios *Market-to-Book* entre os países.

Para além disto, os resultados revelam que as questões relacionadas com o imposto sobre o rendimento das empresas e com a legislação fiscal são uma determinante bastante importante na ocorrência de fusões e aquisições transfronteiriças, uma vez que ambos os coeficientes são positivos e significativos. A nossa análise sugere que as empresas de um país com baixa taxa de imposto sobre o rendimento e menor complexidade do sistema fiscal tendem a ser empresas alvo por parte de empresas de outros países.

Em terceiro lugar, e consistente com os resultados obtidos por Rossi e Volpin (2004), o Índice relativo à Facilidade de Fazer Negócios é positivo e estatisticamente significativo, o que significa que uma classificação mais elevada neste índice por parte de um país aumenta a probabilidade das empresas do mesmo serem compradoras e não alvos.

Por outro lado, o coeficiente do crescimento do PIB é negativo e estatisticamente significativo, sugerindo que empresas de países com elevado crescimento do PIB tendem a ser adquirentes, enquanto empresas de países com baixo crescimento do PIB tendem a ser alvos.

Finalmente, o Fluxo de Negócios Bilaterais apresenta coeficientes positivos e estatisticamente significativos, o que sugere que quanto maior o fluxo destes negócios entre dois países maior a probabilidade de empresas dos mesmos estarem envolvidas em fusões e aquisições entre elas.

Estes resultados são consistentes com estudos realizados anteriormente, sendo que verificamos assim a influência dos fatores estudados na ocorrência de fusões e aquisições transfronteiriças.

4.2. Análise em Painel das Determinantes das Fusões e Aquisições Transfronteiriças

Para esta análise, e continuando a ter por base o estudo de Erel, Liao e Weisbach (2011) e de Bruno Monteiro (2012), construímos um modelo multivariado que pretende controlar outros fatores potencialmente relevantes, com o objetivo de avaliar formalmente a possibilidade das diferenças de valorização influenciarem significativamente a ocorrência de fusões e aquisições.

Irão apenas ser utilizados dados ao nível dos países, o que, apesar de ignorarem a informação ao nível das empresas envolvidas, engloba todas as empresas da amostra, enquanto se utilizássemos dados ao nível das empresas apenas compreenderíamos na nossa análise as empresas públicas pertencentes à mesma, para as quais essa informação está disponível.

Por outro lado, os resultados dos autores acima referidos, que realizaram esta análise também com informações ao nível das empresas, revelaram-se demasiado ambíguos.

Nesta análise, a variável dependente é o número de operações entre um determinado par de países, normalizado pela soma do total de operações domésticas no país alvo e o número de operações transfronteiriças entre os dois países, num determinado ano.

A nossa amostra é constituída pelos pares de países que apresentem, pelo menos, uma observação por ano, resultando assim em 148 observações. Esta amostra vai ser analisada pela totalidade, mas também será dividida em subamostras de acordo com o tipo de empresa envolvido nas operações.

Para controlar os fatores aprofundados na análise *cross-sectional* anterior, foram incluídos na estimação os efeitos fixos para cada par de países. Isto permite uma exploração mais específica dos efeitos provocados pelas diferenças de valorização entre os países, uma vez que os outros fatores específicos aos mesmos estão controlados. Assim, todas as equações incluem as variáveis *dummies* relativas ao Índice das Regras Fiscais e ao Índice de Fazer Negócios, às diferenças em termos de

imposto sobre o rendimento das empresas dos respectivos países, às diferenças em termos do valor do PIB *per capita* e do crescimento do PIB e, por último, à quantidade de negócios bilaterais entre os países.

Como já foi referido anteriormente, as diferenças no retorno das ações são medidas de 12 meses antes ao ano em questão, pelo que a variável (Mercado R12) $j-i$ é a diferença no retorno anual real do mercado de ações a 12 meses entre os países adquirentes e os países alvo. O (Rácio MTB) $j-i$ é a diferença dos rácios anuais relativos ao valor ponderado “*market-to-book*” entre os países adquirentes e os países alvo.

Os resultados desta análise estão representados na seguinte tabela:

Tabela 7: Análise em Painel das Determinantes das Fusões e Aquisições Transfronteiriças

Esta tabela apresenta a estimação das regressões em painel para os pares de países que apresentam operações de fusões e aquisições transfronteiriças. As colunas 1 e 2 estudam toda a amostra dessas operações. Da coluna (3) à coluna (10) são analisadas subamostras de operações, onde existem várias combinações que se prendem com a natureza da empresa alvo e da empresa adquirente. A variável dependente é o número de operações para um determinado par de países, num determinado ano, X_{ijt} , conforme está definido na tabela das variáveis. Os efeitos fixos dos países e dos diferentes anos estão incluídos em todas as regressões. Os erros padrão estão corrigidos para o conjunto de observações ao nível do par de países e as respetivas t -statistics estão dentro dos parênteses. ***, ** e * mostram o nível de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Variáveis	Todos alvos		Alvo Privado		Alvo Privado		Alvo Público		Alvo Público	
	Todos adquirentes		Adquirente Privado		Adquirente Público		Adquirente Privado		Adquirente Público	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(Mercado R12) $j-i$	0,056** (1,041)		0,121*** (0,865)		0,102** (1,923)		-0,007 (-2,076)		0,039* (0,762)	
(Rácio MTB) $j-i$		0,013*** (0,987)		0,094** (1,557)		0,139** (0,675)		0,014 (1,093)		0,055 (1,002)
Índice Regras Fiscais	0,096** (1,423)	0,077* (2,310)	0,129*** (1,765)	0,099** (1,896)	0,064* (2,034)	0,079 (1,108)	0,122 (0,981)	0,104* (2,209)	0,121** (1,561)	0,043** (0,996)
(Imposto sobre rendimento) $j-i$	0,086* (1,657)	0,042** (1,098)	0,107* (1,274)	0,134 (0,895)	0,090* (0,762)	0,075* (1,942)	0,008* (1,186)	0,075* (1,025)	0,142** (0,541)	0,083 (0,764)
Índice Negócios Fazer	0,006** (1,029)	0,015* (0,897)	0,033** (1,248)	0,012** (1,183)	0,009* (1,498)	0,017* (1,377)	0,022 (1,205)	0,049 (1,130)	0,050* (0,908)	0,026** (0,971)
(Log percapita PIB) $j-i$	0,056* (0,336)	0,072* (0,275)	0,203 (0,371)	0,142 (0,548)	0,120* (0,349)	0,095* (0,402)	-0,067* (-0,612)	0,093 (0,548)	0,041 (0,601)	0,107 (0,744)
(Crescimento PIB) $j-i$	0,065** (0,661)	0,110** (0,563)	0,139** (0,735)	0,098** (1,002)	0,266* (0,974)	0,185 (1,021)	-0,102 (-0,984)	-0,141 (-0,772)	0,183* (1,307)	0,203* (1,092)
Fluxo Bilaterais Negócios	0,137*** (1,231)	0,176*** (1,486)	0,145** (2,101)	0,159*** (1,984)	0,089** (1,760)	0,121** (1,599)	0,116*** (2,265)	0,105*** (2,430)	0,171** (1,639)	0,194*** (2,002)
Constante	0,176*** (2,349)	0,226** (3,453)	0,198*** (2,982)	0,089*** (3,189)	0,177** (4,564)	0,265*** (3,786)	0,093*** (3,445)	0,126** (2,112)	0,173** (3,873)	0,261*** (3,692)
Nº de observações	148	148	52	52	47	47	10	10	39	39
R quadrado	0,325	0,411	0,399	0,387	0,475	0,434	0,832	0,784	0,479	0,398
R quadrado ajust.	0,291	0,382	0,303	0,289	0,381	0,322	0,244	0,028	0,361	0,262

Da tabela, retiramos que os coeficientes relativamente à variável (Mercado R12) $j-i$ são positivos e estatisticamente significativos, à exceção do coeficiente relativo à subamostra em que a empresa alvo é pública e a adquirente é privada, que é negativo.

O mesmo se verifica para a variável (Rácio MTB) $j-i$, em que todos os coeficientes são positivos e estatisticamente significativos, à exceção de quando a empresa alvo é pública, subamostras nas quais o coeficiente não é estatisticamente significativo.

Estes coeficientes positivos, que se prendem com variáveis que medem as diferenças de valorização, indicam que, quando a valorização é maior num país do que no outro, o número esperado de aquisições por parte das empresas dos países mais valorizados de empresas de países menos valorizados aumenta.

O facto de não se ter verificado esses mesmos coeficientes quando as empresas alvo são públicas é compatível com a teoria dos autores Froot e Stein (1991), que concluem que a assimetria de informação sobre o valor verdadeiro da empresa alvo tende a ser maior quando esta é privada e daí estas diferenças de valorização se acentuarem mais nesses casos.

Os resultados presentes na tabela anterior indicam que as diferenças de valorização podem ser importantes condutores de fusões e aquisições transfronteiriças em situações onde há outras razões para que as empresas se fundam ou adquiram outra, mas não são tão importante em situações para as quais a diferença de valorização é a única razão para as F&A's internacionais.

4.3. Determinantes das Fusões e Aquisições Transfronteiriças: Especificações alternativas – Teste de Robustez

Para completar a análise realizada anteriormente, foram necessárias fazer algumas escolhas sobre a amostra e as suas especificações. Para isso, estimamos equações similares às anteriores para examinar a robustez dos resultados através de especificações alternativas.

Assim, a amostra irá ser dividida consoante a participação que a empresa adquirente obtém com a compra, isto é, uma subamostra para os casos em que a empresa adquire uma participação minoritária (5 a 49%), outra para os casos em que é adquirida a maioria mas não a totalidade (50 a 99%) e outra subamostra para as

aquisições a 100%, para concluir se as diferenças de valorização e a tributação internacional desempenham algum papel a este nível.

Na tabela seguinte, apresentamos os resultados das equações estimadas para cada uma dessas subamostras:

Tabela 8: Determinantes das fusões e aquisições transfronteiriças – Teste de Robustez

*Nesta tabela é feito o teste de robustez para as determinantes das fusões e aquisições transfronteiriças. A coluna 1 representa toda a amostra de operações transfronteiriças. As restantes colunas respeitam a subamostras consoante a percentagem adquirida no negócio entre as empresas. A variável dependente é o número de operações transfronteiriças por ano. As variáveis estão definidas no capítulo 3. Os efeitos fixos dos países e dos diferentes anos estão incluídos em todas as regressões. Os erros padrão estão corrigidos para o conjunto de observações ao nível do par de países e as respetivas t-statistics estão dentro dos parênteses. ***, ** e * mostram o nível de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente.*

	Todos alvos Todos adquirentes	5-49%	50-99%	100%
Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
(Mercado R12) $j-i$	0,108** (0,976)	-0,183* (-1,752)	0,271** (1,496)	0,167** (1,031)
(Rácio MTB) $j-i$	0,054*** (1,187)	0,069** (2,082)	0,072* (1,259)	0,088*** (1,712)
Índice Regras Fiscais	0,073** (2,092)	0,065*** (1,561)	0,083* (2,384)	0,077*** (1,993)
(Imposto sobre rendimento) $j-i$	0,058** (1,249)	-0,098** (-2,376)	0,090*** (1,920)	0,127*** (1,316)
Índice Fazer Negócios	-0,093*** (-1,761)	0,012 (2,083)	-0,103 (-2,149)	-0,085** (-1,073)
(Log PIB percapita) $j-i$	0,010* (0,739)	0,239** (1,208)	0,117* (0,905)	0,062** (1,347)
(Crescimento PIB) $j-i$	-0,170** (-1,782)	-0,084 (-2,947)	0,201*** (2,369)	-0,194** (-1,808)
Fluxo Negócios Bilaterais	0,116*** (3,078)	0,035* (2,519)	0,180** (1,792)	0,159*** (3,381)
Constante	0,865*** (5,193)	0,891*** (3,236)	0,926*** (4,078)	0,775*** (4,839)
Nº de observações	148	24	41	83
R quadrado	0,332	0,459	0,493	0,395
R quadrado ajustado	0,296	0,170	0,366	0,330

Da tabela anterior, podemos verificar que os coeficientes ao nível das diferenças dos países em termos do retorno do mercado de ações são geralmente positivos e estatisticamente significativos, à exceção da coluna 2, em que o mesmo é negativo.

Relativamente aos coeficientes relativos às diferenças do rácio *market-to-book*, os mesmos são positivos e estatisticamente significativos em todas as situações analisadas.

De uma forma geral, e tendo em conta o que foi já obtido nas análises 1 e 2, deste teste de robustez, concluímos que as questões da valorização ao nível dos países, das diferenças ao nível da legislação fiscal e das taxas de impostos, das diferenças ao nível do crescimento do PIB e o fluxo de comércio bilateral entre os países são realmente explicativas das fusões e aquisições transfronteiriças, independentemente da percentagem da empresa adquirida no negócio.

5. Conclusões

Nos últimos anos, as fusões e aquisições transfronteiriças representam uma parte considerável, tanto em termos absolutos como em termos de valor, do total das operações de fusão e aquisição (domésticas e internacionais). Com o aumento constante da integração da economia mundial, estas operações tendem a ser cada vez mais importantes e a aumentar cada vez mais a sua representatividade nas estatísticas globais, uma vez que, com este facto, é mais provável que os negócios envolvam empresas de diferentes países.

As F&A's internacionais ocorrem tendo em vista o mesmo objetivo que as F&A's domésticas, no entanto existem fatores que influenciam as primeiras mas não interferem na ocorrência das segundas.

Assim, nesta dissertação, estudamos algumas razões que podem aumentar ou diminuir a probabilidade para que duas empresas de dois países diferentes se fundam ou haja aquisição por uma das partes.

Com este intuito, seguimos os estudos de Erel, Liao e Weisbach (2011) e de Bruno Monteiro (2012), assumindo algumas das suas ideias e optando por uma metodologia idêntica, aplicando o mesmo modelo econométrico para uma amostra diferente de operações e alterando alguns pontos do seu estudo.

Os primeiros autores estudaram um conjunto de dados relativos a fusões e aquisições ocorridas em todo o mundo, entre 1990 e 2007. Focaram-se em aprofundar a análise relativa ao impacto das diferenças de valorização entre os pares de países, tanto ao nível da valorização da moeda como da valorização relativa ao mercado de ações. Não se centraram apenas nas diferenças ao nível dos países mas também nas diferenças ao nível das empresas envolvidas na amostra. Para além disto, uma das principais conclusões dos autores supra referidos prende-se com as diferenças a nível geográfico.

No presente estudo, foi recolhida uma amostra de operações registadas e completas no período de 2006 a 2015, entre treze países da Zona Euro. Com este facto, descartamos o efeito das principais conclusões de Erel, Liao e Weisbach (2011), ao

nível das diferenças da valorização da moeda e ao nível das diferenças geográficas, uma vez que o estudo destas variáveis não se justifica para a amostra em questão. Assim, centramos mais a nossa análise nas diferenças de valorização do mercado de ações e nas questões ao nível da complexidade fiscal e das taxas de imposto.

Para além disso, e contrariamente a Erel, Liao e Weisbach (2011), estudamos apenas fatores que diferem de país para país, para concluirmos o que leva a uma empresa de certo país a adquirir uma empresa de outro, sendo que introduzimos variáveis que permitem identificar e controlar o impacto dos impostos e da sua legislação, o ambiente dos negócios e a qualidade do *Corporate Governance*, o impacto do PIB dos respetivos países e do seu crescimento e o fluxo de negócios bilaterais,

Numa primeira análise efetuada, em que estudamos o número total de fusões e aquisições transfronteiriças pertencente à amostra, verificamos que as questões relacionadas com o imposto sobre o rendimento das empresas e com a complexidade da legislação fiscal são uma determinante importante na ocorrência das operações que estamos a estudar, sendo que dos nossos resultados concluímos que as empresas de um país com baixa taxa de imposto sobre o rendimento e menos complexidade do sistema fiscal tendem a ser empresas alvo por parte de empresas de outros países.

Por outro lado, uma classificação mais elevada no índice relativo à facilidade de fazer negócios por parte de um país, aumenta a probabilidade das empresas do mesmo serem adquirentes e não alvos. Para além disso, empresas de países com elevado crescimento do PIB tendem a ser adquirentes, enquanto empresas de países com baixo crescimento do PIB tendem a ser alvos.

O fluxo de negócios bilaterais também se revelou um fator influenciador deste tipo de operações, sendo que, quanto maior é esse fluxo entre dois países, maior a probabilidade das empresas dos mesmos estarem envolvidas em fusões e aquisições entre elas.

Numa segunda análise, e similarmente a Erel, Liao e Weisbach (2011), em que analisamos mais aprofundadamente as diferenças ao nível do retorno do mercado de ações e do rácio *Market-to-Book* ao nível dos países (medidas de valorização dos

países), verificamos que ambas têm uma influência significativa para o aumento da ocorrência das operações em causa. Assim, quando a valorização é maior num país do que no outro, o número esperado de aquisições por parte das empresas dos países mais valorizados de empresas de países menos valorizados aumenta.

No entanto, verificamos também que as diferenças de valorização não são, por si só, suficientes para conduzir à ocorrência de F&A's internacionais, sendo que, para os países em que estão mais presentes, estarão, provavelmente, acompanhadas por algum dos outros fatores.

Concluimos ainda, de acordo com Froot e Stein (1991), que a assimetria de informação sobre o valor verdadeiro da empresa alvo tende a ser maior quando esta é privada e daí estas diferenças de valorização se acentuarem mais nesses casos.

Posteriormente a estes resultados obtidos e respetivas conclusões, realizamos um teste de robustez, tendo em conta a percentagem das empresas adquiridas, para comprovar os mesmos, sendo que deste concluimos que as questões da valorização ao nível dos países, das diferenças ao nível da legislação fiscal e das taxas de impostos, das diferenças ao nível do crescimento do PIB e o fluxo de comércio bilateral entre os países são realmente explicativas das fusões e aquisições transfronteiriças, independentemente da percentagem da empresa adquirida no negócio.

Fizemos assim uma análise relativa ao conjunto de fatores que afetam a tendência das fusões e aquisições internacionais, com foco particular nas diferenças de valorização, concluindo que os mesmos, no geral, influenciam significativamente a ocorrência das mesmas.

No entanto, seria interessante para estudos futuros avaliar em que medida cada um dos fatores influencia, por si só e não num todo, a ocorrência F&A's transfronteiriças.

Bibliografia

Ahern, Daminelli e Fracassi (2010), “Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world”, *Journal of Financial Economics*, pp. 165-189.

Andrade, Gregor, Mitchell e Strafford (2004), “New Evidence and Perspectives on Mergers”, *Journal of Economic Perspectives*, pp. 103-120.

Bris, Brisley e Cabolis (2008), “Adopting better corporate governance: Evidence from crossborder mergers”, *Journal of Corporate Finance* 14, pp. 224-240.

Bris e Cabolis (2008), “The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-Border Mergers”, *The Review of Financial Studies* 21, pp. 605-648.

Ellis, Moeller, Schlingemann e Stulz (2011), “Globalization, governance, and the returns to cross-border acquisitions”, *Working Paper, National Bureau Of Economic Research*.

Erel, Isil e Dinc, I. Serdar (2013), “Economic Nationalism in Mergers and Acquisitions”, *Journal of Finance* 68, pp 2471-2514.

Erel, Liao e Weisbach (2011), “Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions”, *Journal of Finance*, pp. 1045-1082.

Fama e French (1998), “Value versus growth: The international evidence”, *Journal of Finance* 53, pp. 1975-1999.

Ferreira, Massa, e Matos (2009), “Shareholders at the gate: Institutional investors and cross-border mergers and acquisitions”, *Review of Financial Studies* 23, pp. 601-644.

Froot, Kenneth A., e Jeremy C. Stein (1991), “Exchange rates and foreign direct investment: An imperfect capital markets approach”, *Quarterly Journal of Economics* 106, pp. 1191-1217.

Harford, Jarrad (2005), “What drives merger waves?”, *Journal of Financial Economics* 77, 529-560.

Makaew, Tanakorn (2010), “The dynamics of international mergers and acquisitions”, *University of Maryland Working Paper*.

Monteiro, Bruno (2012), “Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions: An Econometric Study of Transactions in the Euro Zone between 2001 and 2010”, Faculdade de Economia, Universidade do Porto.

Rhodes-Kropf, Robinson e S. Viswanathan (2005), “Valuation waves and merger activity: The empirical evidence”, *Journal of Financial Economics* 77, pp. 561-603.

Rhodes-Kropf e S. Viswanathan (2004), “Market valuation and merger waves”, *Journal of Finance* 59, pp. 2685-2718.

Rossi e Volpin (2004), “Cross-country determinants of mergers and acquisitions”, *Journal of Financial Economics* 74, pp. 277-304.

Shimizu, K., Hitt, M., Vaidyanath, D. e 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, pp. 307-353.

Shleifer, A., e R. W. Vishny (2003), “Stock market driven acquisitions”, *Journal of Financial Economics* 70, 295-311.

.