



Reacção dos Mercados de Capitais aos Anúncios de OPA' s em Portugal: Um estudo de evento

Preciosa da Conceição Sampaio Carvalho

Dissertação apresentada no Instituto Politécnico de Bragança para obtenção de Grau de Mestre em Gestão das Organizações, Ramo de Gestão de Empresas

Orientada por Prof. Dr. Humberto Nuno Rito Ribeiro

Versão final revista pelo Júri

Bragança, Junho 2012



Reacção dos Mercados de Capitais aos Anúncios de OPA' s em Portugal: Um estudo de evento

Preciosa da Conceição Sampaio Carvalho

Orientada por Prof. Dr. Humberto Nuno Rito Ribeiro

Bragança, Junho 2012

RESUMO

As empresas operam num mercado altamente competitivo e cada vez mais globalizado. Uma das estratégias utilizada pelas empresas que caracterizam esta integração global dos mercados, são as denominadas Fusões e Aquisições (F&A). Estas transacções são um dos maiores eventos que podem ocorrer nas empresas que, conseqüentemente, produzem conseqüências não só para as empresas envolvidas como também alterações na estrutura de mercado. De facto, este fenómeno envolve um conjunto de controvérsias entre os académicos que continuam a debater, por exemplo, se estas operações resultam ou não no aumento da produtividade ou se criam ou destroem valor para os accionistas das empresas envolvidas.

O estudo da presente dissertação abrangeu alguns aspectos relevantes existentes na literatura no que concerne a este fenómeno, entre eles as vagas de fusões; os motivos subjacentes à ocorrência de F&A; a distinção e caracterização das aquisições amigáveis e hostis e a relação entre as F&A com a teoria da agência e *corporate governance*.

Esta dissertação visa examinar, em termos mais específicos, as Ofertas Públicas de Aquisição (OPA' s) que ocorreram na última década, em Portugal, através da metodologia *Event Studies*. Os resultados obtidos indiciam que os accionistas das empresas adquirentes usufruem retornos tendencialmente próximos de zero com estas operações. Por outro lado, os accionistas das empresas que foram alvo da OPA, parecem arrecadar retornos positivos em todas as janelas temporais (aproximadamente 16%, na janela mais longa). Em termos globais, os resultados sugerem um impacto positivo para os accionistas envolvidos nestas transacções.

Quanto aos accionistas que foram alvo de uma OPA por parte de uma empresa estrangeira, estes parecem arrecadar ganhos mais significativos relativamente aos que foram alvo de uma oferta por parte de uma empresa nacional. Também é de salientar a potencial presença de *insider trading* nestas transacções, especialmente quando estamos perante empresas adquirentes estrangeiras.

Palavras-chave: F&A, *Event Study*, OPA' s, retornos supranormais

ABSTRACT

Companies operate in a more highly competitive market at a globalized time. One of the strategies used by the companies, which characterize this global integration of the markets, is called the Mergers & Acquisitions (M&A). These transactions are one of the biggest events that can occur in a companies' life which consequently produce impacts not only for the companies involved but also for the market structure. In fact, this phenomenon involves a set of controversies among academics who continue to debate, for example, whether these operations result in an increase of the productivity or if they create rather than destroy value for the shareholders of the companies.

The study of the present dissertation encloses some existing aspects in literature with respect to this phenomenon, such as merger waves; the underlying reasons to the occurrence of M&A; the distinction and characterization of the friendly and hostile acquisitions and the relation between the M&A and the agency theory and corporate governance as well.

This analysis aims to examine, in more specific terms, takeovers that have occurred in the last decade, in Portugal, through the methodology of Event Studies. The results obtained suggest that the shareholders of the buying companies' usufruct narrow returns only, tending to close to zero. On the other hand, the shareholders of the companies who have been targeted in a takeover seem to have been benefited from positive returns in all the event windows examined (approximately 16% on the longest window). In global terms, the results suggest a positive impact for the involved shareholders in this type of transactions.

As to the shareholders that had been a target of a takeover from a foreign company, seems that they have received more significant returns than those who had been a target of bids from a national company. Finally, it is important to note the potential presence of insider trading in these transactions, especially when we are in the presence of a foreign company's buyer.

KeyWords: M&A, Event Study, takeovers, supranormal returns

RESUMEN

Las compañías viven y sobreviven en un mercado competitivo y cada hora más globalizado. Una de las estrategias usadas por las compañías que caracteriza esta integración global de los mercados, son las Fusiones y Adquisiciones (F&A). Estas transacciones son uno de los acontecimientos más grandes que pueden ocurrir en las compañías no sólo para las compañías, implicadas así como en termos de alteraciones en la estructura del mercado. Del hecho, este fenómeno implica controversias entre los académicos que continúan discutiendo, por ejemplo si estas operaciones producen o no el aumento de la productividad o si crean ellas valor o destroiem para los accionistas de las compañías implicadas.

El estudio de esta dissertação incluyó algunos aspectos existentes en literatura con respecto a este fenómeno, entre ellos el vacante de la fusión; las razones subyacentes a la ocurrencia de F&A; la distinción y la caracterización de las adquisiciones amistosas y hostiles y la relación entre el F&A, la teoría de la agencia y del gobierno corporativo.

Esta análisis tiene como objetivo examinar, en términos más específicos, las Ofertas de Adquisición (OPA' s) que han ocurrido en la década pasada, en Portugal, con la metodología de los event studies. Los resultados obtenidos acusan que los accionistas de los compradores de las compañías ganan, tendencialmente cero con estas operaciones.

Por otra parte, los accionistas de las compañías que habían sido target de OPA' s, parecen recoger ganancias en todas las ventanas en analysis (el aproximadamente 16%, en la ventana más larga). En términos globales, los resultados sugieren un impacto positivo para los accionistas implicados en estas transacciones. Cuanto a los accionistas que habían sido target de una OPA por parte de una empresa extranjera, éstos parecen recoger beneficios más significativos comparado con las ofertas de parte de una compañía nacional. Hace falta, todavía precisar la presencia potencial de insider trading en estas transacciones, especialmente cuando estamos ante compradores de las empresas extranjeras.

Palabra-Claves: F&A, event studies, OPA' s, supranormal returns

AGRADECIMENTOS

A execução desta dissertação deveu-se à colaboração e compreensão de um conjunto de pessoas que se tornaram indispensáveis ao longo da elaboração deste trabalho.

Neste sentido, agradeço em primeiro lugar ao meu orientador Prof. Dr. Humberto Nuno Rito Ribeiro pela sua disponibilidade, dedicação, sugestões, motivação e encorajamento ao longo desta dissertação. O seu entusiasmo, os seus conhecimentos e empenho são algo que não esquecerei no decorrer da minha vida quer seja profissional ou pessoal.

Agradeço ainda à minha família e amigos, por toda a paciência, compreensão e apoio incondicional que se revelaram essenciais para a conclusão desta fase da minha vida.

Quero agradecer ao Prof. Dr. Vasco Rodrigues pelos esclarecimentos adicionais prestados e à *Euronext Lisbon*, através do Dr. Luis Vasques e da Dra. Olga Teles, pelo envio dos boletins de cotações e permissão da obtenção de informações essenciais disponíveis no sistema dathis.

LISTA DE SIGLAS

AAR- *Abnormal Average Return*

AR- *Abnormal Return*

CAAR- *Cumulative Average Abnormal Return*

CAR- *Cumulative Abnormal Return*

CMVM- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC- Código das Sociedades Comerciais

CVM- Código dos Valores Mobiliários

e.g.- *exempli gratia*

F&A- Fusões e Aquisições

HMAE- *High Merger Activity Era*

LMAE- *Lower Merger Activity Era*

OFT- *Office of Fair Trading*

OLS- *Ordinary Least Squares*

OPA- Oferta Pública de Aquisição

Índice Geral

INTRODUÇÃO.....	1
MOTIVAÇÃO PARA A ESCOLHA DA PROBLEMÁTICA EM ESTUDO.....	2
OBJECTIVOS DA INVESTIGAÇÃO	3
METODOLOGIA	3
ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	4
LIMITAÇÕES DO ESTUDO.....	4
CAPÍTULO II- CARACTERIZAÇÃO E EFEITOS ECONÓMICOS DAS F&A.....	6
2.1. TIPOS DE F&A.....	7
2.2. TEORIA DO OLIGOPÓLIO.....	9
2.3. VAGAS DE FUSÕES	14
CAPÍTULO III- O IMPACTO DAS F&A NOS MERCADOS DE CAPITAIS	21
3.1. TAKEOVERS HOSTIS E SUAS DEFESAS E TAKEOVERS AMIGÁVEIS	22
3.2. MOTIVOS QUE ESTÃO NA ORIGEM DAS F&A.....	26
3.3. FACTORES EXÓGENOS QUE AFECTAM AS F&A	32
3.4. QUESTÕES RELACIONADAS COM O DESEMPENHO DAS OPERAÇÕES DE F&A	34
3.5. F&A E A SUA RELAÇÃO COM A TEORIA DA AGÊNCIA E CORPORATE GOVERNANCE	37
3.6. DETERMINANTES DA REACÇÃO DOS PREÇOS DAS ACÇÕES (EVENT STUDIES)	42
CAPÍTULO IV- EFEITOS DAS OPA' S NO MERCADO BOLSISTA PORTUGUÊS: ENQUADRAMENTO E ANÁLISE EMPÍRICA	47
4.1. A EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO MERCADO DE CAPITAIS PORTUGUÊS.....	48
4.2. ENQUADRAMENTO JURÍDICO DO PROCESSO DE UMA OPA EM PORTUGAL	48
4.3. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO.....	52
4.3.1. <i>Event Studies</i>	54
4.3.2. <i>Estimation Window</i>	57
4.3.3. <i>Event Window</i>	58
4.3.4. <i>Thin Trading</i>	59
4.4. RECOLHA E CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA	60
4.4.1. Características das empresas adquirentes e suas ofertas	62
4.4.2. Características das empresas-alvo e as ofertas que lhes foram lançadas	63
4.4.3. Características das empresas que foram alvo de ofertas nacionais	64
4.4.4. Características das empresas que foram alvo de ofertas estrangeiras	66
4.5. RETORNOS PROPICIADOS PELAS OPA 'S	67
4.5.1. Empresas adquirentes	67
4.5.2. Empresas <i>target</i>	69
4.5.3. Retorno agregado.....	71
4.5.4. Empresas <i>cross-border</i> versus empresas nacionais.....	73

4.6. HIPÓTESES ACERCA DOS IMPACTOS NOS RETORNOS PROPORCIONADOS PELAS OPA'S.....	76
4.7. DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS	80
4.8. ANÁLISE UNIVARIADA.....	81
4.9. MATRIZES DE CORRELAÇÕES.....	83
4.10. ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	84
4.10.1. Retorno dos accionistas das empresas adquirentes.....	85
4.10.2. Retorno dos accionistas das empresas-alvo.....	86
4.10.3. Retorno agregado.....	87
4.10.4. Retorno dos accionistas das empresas-alvo de lançamento de OPA 's por empresas nacionais.....	88
4.10.5. Retorno dos accionistas das empresas-alvo de lançamento de OPA 's por empresas <i>cross-border</i>	89
CONCLUSÕES.....	91
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	95

Índice Anexos

Anexo I- Processo de Lançamento das OPA' s	103
Anexo II- Variáveis Explicativas.....	106
Anexo III- Análise Univariada dos Determinantes do Retorno Supranormal Cumulativo das Empresas Adquirentes.....	108
Anexo IV: Análise Univariada dos Determinantes do Retorno Supranormal Cumulativo das Empresas <i>Target</i>	110
Anexo V: Análise Univariada dos Determinantes do Retorno Supranormal Cumulativo Agregado.....	112
Anexo VI: Análise Univariada dos Determinantes do Retorno Supranormal Cumulativo Nacionais.....	114
Anexo VII: Análise Univariada dos Determinantes do Retorno Supranormal Cumulativo <i>Cross-Border</i>	116
Anexo VIII- Matrizes de Correlações	118
Anexo IX- Modelos de Regressão	124

Índice Figuras

Figura 1. Retorno supranormal cumulativo médio (CAAR) das empresas adquirentes	67
Figura 2. Retorno supranormal cumulativo médio (CAAR) das empresas-alvo.....	69
Figura 3. Retorno supranormal cumulativo médio (CAAR) agregado	71
Figura 4. Comparação entre CAAR das empresas-alvo em ofertas nacionais vs CAAR F&A cross-border.....	73

Índice Tabelas

Tabela 1: <i>Características das empresas adquirentes e suas ofertas</i>	62
Tabela 2: <i>Características das empresas-alvo de OPA' s e as ofertas que lhes foram lançadas</i>	64
Tabela 3: <i>Características das empresas-alvo de OPA' s lançadas por empresas nacionais</i>	65
Tabela 4: <i>Características das empresas-alvo de OPA' s lançadas por empresas estrangeiras</i>	66
Tabela 5: <i>Retorno supranormal médio cumulativo das empresas adquirentes pelo método OLS</i>	68
Tabela 6: <i>Retorno supranormal médio cumulativo das empresas-alvo pelo método OLS</i>	70
Tabela 7: <i>Retorno supranormal médio cumulativo agregado pelo método OLS</i>	72
Tabela 8: <i>Comparação dos CAAR' s obtidos aquando os adquirentes nacionais vs cross-border</i>	74
Tabela A1: <i>Descrição das variáveis e sinal esperado</i>	106
Tabela A2: <i>Estatística descritiva das variáveis</i>	107
Tabela A3: <i>Variáveis contínuas explicativas do CAR das empresas adquirentes</i>	108
Tabela A4: <i>Variáveis dummies explicativas do CAR das empresas adquirentes</i>	109
Tabela A5: <i>Variáveis contínuas explicativas do CAR das empresas target</i>	110
Tabela A6: <i>Variáveis dummies explicativas do CAR das empresas target</i>	111
Tabela A7: <i>Variáveis contínuas explicativas do CAR agregado</i>	112
Tabela A8: <i>Variáveis dummies explicativas do CAR agregado</i>	113
Tabela A9: <i>Variáveis contínuas explicativas do CAR nacionais</i>	114
Tabela A10: <i>Variáveis dummies explicativas do CAR nacionais</i>	115
Tabela A11: <i>Variáveis contínuas explicativas do CAR cross-border</i>	116
Tabela A12: <i>Variáveis dummies explicativas do CAR cross-border</i>	117
Tabela A13: <i>Matriz de correlações das variáveis contínuas das empresas adquirentes</i>	118
Tabela A14: <i>Matriz de correlações das variáveis contínuas das empresas-alvo</i>	119
Tabela A15: <i>Matriz de correlações das variáveis contínuas agregado</i>	120
Tabela A16: <i>Matriz de correlações das variáveis contínuas das ofertas lançadas por nacionais</i>	121
Tabela A17: <i>Matriz de correlações das variáveis contínuas das ofertas lançadas por cross-border</i>	122
Tabela A18: <i>Matriz de correlações das variáveis contínuas (amostra total)</i>	123
Tabela A19: <i>Análise de regressão dos determinantes do retorno supranormal cumulativo (CAR) do adquirente</i>	124
Tabela A20: <i>Análise de regressão dos determinantes do retorno supranormal cumulativo (CAR) da empresa-alvo</i>	125
Tabela A21: <i>Análise de regressão dos determinantes do retorno supranormal cumulativo (CAR) agregado</i>	126

Tabela A22: <i>Análise de regressão dos determinantes do retorno supranormal cumulativo (CAR) das empresas-alvo de ofertas por empresas nacionais</i>	127
Tabela A23: <i>Análise de regressão dos determinantes do retorno supranormal cumulativo (CAR) das empresas-alvo de ofertas por empresas cross-border</i>	128

INTRODUÇÃO

Cada vez mais as empresas encontram-se inseridas num ambiente bastante competitivo e globalizado, surgindo a necessidade de se adaptarem à velocidade alarmante com que ocorrem as mudanças no tecido empresarial.

Segundo Rodrigues (2001), o movimento de concentração empresarial tem alterado a estrutura de muitas indústrias, na última década do século XX. Ribeiro (2001, p.3), reforça esta linha de pensamento ao considerar *que* “As Fusões e Aquisições são instrumentos importantes para o redesenho de novos equilíbrios ao nível do tecido empresarial e económico”.

No entanto, apesar de não se verificar um consenso sobre a popularidade emergente das operações de Fusões e Aquisições (F&A) (e.g. Lubatkin, 1983 e Gaughan, 2007), são inúmeros os motivos para a realização destas operações, sendo o mais apontado a realização de um bom investimento, isto é, negócios rentáveis (Pautler, 2001).

De facto, as F&A são uma estratégia utilizada pelas organizações com a finalidade de alcançarem os seus objectivos de crescimento e diversificação.

Por outro lado, Pasha (2010) afirma que, apesar de as F&A terem como finalidade o aumento da performance das empresas, os estudos efectuados na área de finanças não chegam a essa conclusão, isto é, o retorno obtido pela empresa adquirente não tem sido superior ao que esta obteria numa operação de investimento-produção, com o mesmo nível de risco.

Considerando esse aspecto, torna-se um desafio desvendar se as decisões dos gestores são o resultado de “Gestores fracos podem fazer más aquisições simplesmente porque eles são maus gestores”^{1 2} (Morck, Shleifer & Vishny, 1990, p.33), ou se, tal como afirma Jensen (1988), a ideia de que os gestores (excepto quando existe evidência de fraude e precursão de interesse próprios) agem de acordo com os interesses máximos dos *shareholders*, isto é, agem altruisticamente e não protegem os seus próprios interesses, parece estar incorrecta pois esta descrição não corresponde ao comportamento humano.

MOTIVAÇÃO PARA A ESCOLHA DA PROBLEMÁTICA EM ESTUDO

Pautler (2001), considera que as organizações optam por esta estratégia de investimento (F&A) quando este tipo de actividade proporciona a obtenção de novos conhecimentos e capacidades, isto é, a capacidade de entrar em novos mercados (e produtos).

Sabendo que as F&A são uma alteração muito significativa na vida das organizações e sendo estas constituídas por pessoas é necessário analisar o impacto destas operações na performance, motivação e satisfação dos colaboradores das empresas (Pasha, 2010).

¹ “*Bad managers might make bad acquisitions simply because they are bad managers*”.

² Todas as traduções da tese são da responsabilidade do autor.

Assim sendo, com esta alteração acentuada no tecido empresarial provocada pelas F&A, torna-se deste modo relevante analisar as motivações subjacentes a estes fenómenos e as suas consequências. Assim, no que concerne a esta dissertação optamos por focalizar as nossas análises nas Ofertas Públicas de Aquisição (OPA' s) ocorridas em Portugal, na última década.

OBJECTIVOS DA INVESTIGAÇÃO

O presente trabalho tem como objectivo primordial averiguar o impacto dos anúncios das OPA' s, realizadas na última década, nos retornos auferidos pelos accionistas das empresas envolvidas nestas operações, em Portugal.

A presente dissertação poderá contribuir para o aumento do conhecimento do comportamento do mercado bolsista em Portugal e corroborar ou não os estudos efectuados anteriormente, quer sejam eles nacionais (e.g. Rodrigues, 2001; Farinha & Miranda, 2003) ou internacionais (e.g. Anderson & Marshall, 2007; Alcalde & Espitia, 2003).

É necessário, para além deste principal objectivo apresentado, delinear o seguinte objectivo específico: determinar e averiguar quais as variáveis com influência nos retornos supranormais obtidos pelos accionistas.

METODOLOGIA

Com o intuito de alcançar os objectivos descritos anteriormente, recorremos a uma metodologia muito aplicada na análise deste fenómeno (OPA' s), os *Event Studies*. A aplicação desta metodologia implica que as empresas analisadas estejam cotadas em bolsa.

Os *Event Studies* permitem efectuar uma comparação do retorno obtido pelos accionistas das empresas envolvidas nestas estratégias (proporcionado pela cotação das acções das empresas), aquando do anúncio das OPA' s, com o retorno que estes mesmos accionistas iriam arrecadar, caso este anúncio não tivesse ocorrido.

Para obter uma análise mais completa tornou-se imprescindível investigar quais os determinantes com influência nos retornos auferidos pelos accionistas das empresas envolvidas, para o período em estudo.

Assim sendo, após a determinação do retorno supranormal arrecadado pelos accionistas envolvidos nas operações, procedemos à estimação dos modelos através do método OLS. Estes modelos têm como base uma variável explicada, o retorno supranormal ou CAR (retorno

supranormal cumulativo), bem como as variáveis explicativas descritas no capítulo 5 desta dissertação.

ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

A estrutura desta dissertação encontra-se organizada, para além desta introdução, em cinco capítulos. No segundo capítulo encontra-se a caracterização dos efeitos económicos das F&A, onde são descritos os tipos de F&A existentes e a teoria do oligopólio. Neste mesmo capítulo é apresentado um fenómeno interligado às F&A, as *merger waves* ou vagas de fusões. Segundo a literatura existente sobre este fenómeno, a comunidade científica acredita que existiram pelo menos cinco vagas de fusões, sendo estas caracterizadas por um elevado número de operações de F&A e após um súbito decréscimo.

No terceiro capítulo expomos o impacto das F&A no mercado de capitais, onde apresentamos previamente os motivos que estão na origem destas operações; a distinção das aquisições de natureza amigável e hostil e as defesas existentes para contrariar as de carácter hostil. Este capítulo incorpora ainda a apresentação da relação existente entre as F&A com a teoria da agência e *corporate governance* e os factores que afectam as F&A.

O capítulo quatro descreve o enquadramento jurídico do processo de uma OPA em Portugal.

Quanto ao capítulo cinco, concentra a análise empírica dos efeitos das OPA's no mercado bolsista português. Assim sendo, este capítulo expõe a metodologia de investigação; a recolha e caracterização da amostra; os retornos propiciados pelas OPA'; a definição das variáveis; a descrição das hipóteses com impacto nos retornos auferidos; a análise univariada; a matriz de correlação e a análise dos resultados.

Finalmente, o último capítulo concentra as conclusões do presente estudo e as sugestões para futuras análises.

LIMITAÇÕES DO ESTUDO

Qualquer tipo de investigação está sujeita a algumas limitações, algumas das quais se esperam poder vir a ser colmatadas em estudos futuros.

Mais especificamente, este estudo apresenta algumas limitações nomeadamente na interpretação dos resultados obtidos, pelo facto da amostra ser de pequena dimensão, ou seja, a leitura dos resultados deve ser feita com alguma reserva. Contudo, deve-se salientar que esta limitação é

comum nos estudos centrados no mercado de capitais em Portugal, que é exíguo, resultando naturalmente em amostras de pequena dimensão (vide e.g. Rodrigues, 2001).

Um outro aspecto limitador nesta dissertação prende-se com a recolha dos dados, isto é, vários dados necessários para a construção das variáveis em análise foram de difícil obtenção, pelo facto de estes não serem recentes e como tal, já não se encontrarem disponíveis.

Este estudo poderia também ser aplicado ao mercado de capitais espanhol com a finalidade de comparar as divergências e/ou similitudes entre os dois países (Portugal vs Espanha). No entanto, a recolha de dados fiáveis necessária para a análise seria inexequível pelas mesmas razões que foram apontadas anteriormente para o estudo em Portugal.

CAPÍTULO II- CARACTERIZAÇÃO E EFEITOS ECONÓMICOS DAS F&A

2.1. TIPOS DE F&A

A vasta literatura disponível tem oferecido um conjunto de informações diversas acerca deste fenómeno cada vez mais presente na nossa sociedade. Nesse sentido, é necessário esclarecer os conceitos subjacentes a este assunto. Deste modo, esta secção pretende oferecer uma breve exposição dos conceitos e tipos de F&A presentes na literatura.

De facto, os conceitos de F&A expostos pelos autores são em termos gerais similares. É de salientar, no entanto, que as F&A são uma demonstração da visão e estratégia das empresas tendo "...um profundo impacto nos processos sociais e políticos bem como nos puramente de negócios e económicos"³ (Ghuri & Buckley, 2003, p. 224).

Assim Reed e Lajoux (1995), consideram que estamos perante uma fusão quando uma das empresas é incorporada noutra dando lugar a uma nova empresa, ocorrendo estas transacções de acordo com a regulação presente no país onde ocorre.

Na mesma linha de raciocínio Singh e Mogla (2008) e Ribeiro (2001), definem a fusão como sendo uma junção entre empresas com o intuito de formar uma única.

Ghuri e Buckley (2003), por sua vez, acrescentam que a fusão é uma conjugação ou combinação dos activos de duas empresas distintas, do qual resulta numa nova organização.

A definição de aquisição ou *takeover* é encarada por Ghauri e Buckley (2003), como sendo a transferência de controlo de uma determinada organização para outra (aquisição total implica a absorção de todos os activos pela empresa adquirente e a extinção da empresa-alvo).

Deste modo, as aquisições tal como a própria palavra sugere, refere-se a uma aquisição de uma participação social de uma dada organização permitindo ou não o seu controlo, onde podem tomar um carácter amigável ou hostil dependendo do modo como este processo é proposto à empresa visada (Ribeiro, 2001).

Em alternativa, Frantslikh (2005) considera que o termo "*acquisition*" é vulgarmente utilizado para descrever a absorção/dominância de uma empresa de grande dimensão sobre uma empresa de pequena empresa enquanto, que uma "*merger*" é dita ocorrer entre empresas similares.

No entanto Ribeiro (2001), refere dois tipos de aquisições mais usuais nas F&A, as denominadas aquisições de capital e as aquisições de activos. As aquisições de capital têm como objectivo a obtenção de uma posição de controlo (aquisição de direitos de voto), enquanto que, por outro lado, as aquisições de activos necessitam do aval da gestão e accionistas, particularmente quando esta operação consiste na aquisição de todos os activos da empresa-alvo.

Todavia, as F&A podem ainda ser classificadas em três grupos. De acordo com Ribeiro (2001), as fusões podem ser consideradas como fusões/aquisições horizontais; fusões/aquisições verticais e

³ "...a profound impact on social and political processes as well as the purely business and economic ones".

fusões/aquisições de diversificação (estratégia levada a cabo por sociedades que actuam em actividades económicas distintas).

Desta forma, também Brealey e Myers (2007), citados por Santos (2009), apontam três tipos de F&A, as de concentração horizontal (empresas envolvidas na operação encontram-se na mesma actividade); as de concentração vertical (empresas exercem actividades complementares) e as de conglomerados (a empresa adquirente explora actividades diferenciadas da que é exercida pela adquirida).

Por outro lado, Hubbard e Palia (1999) apresentam cinco tipos de fusões, as horizontais, verticais, *product extension*, *market extension* e *other*.

A fusão do tipo horizontal é apresentada por Frantslikh (2005), como aquela que ocorre com o intuito de aumentar a concentração de mercado e conseqüentemente a possibilidade de criar colusões entre empresas (e.g. caso da *Staples vs Home Depot* onde a *Federal Trade Commission* impediu esta operação, justificando com a salvaguarda dos interesses dos consumidores).

Hubbard e Palia (1999), acrescentam que as fusões horizontais são as que ocorrem entre empresas que produzem produtos iguais ou similares partilhando o mesmo mercado (geograficamente).

Quanto às fusões verticais, estas ocorrem quando estamos perante empresas com uma relação de “*buyer-seller*” (junção com o distribuidor, fornecedor), de modo a garantir que os seus rivais não possam utilizar o mesmo fornecedor e assim mitigando a concorrência (Frantslikh, 2005).

Esta convicção é partilhada por Hubbard e Palia (1999), ao argumentarem que as fusões verticais ocorrem quando as empresas já têm um relacionamento, ou seja, antes de ocorrer a operação (relação de vendedor-comprador).

Segundo Carvalho (2007, p.41), as fusões do tipo vertical são as que realizam-se entre empresas com “...diferentes estádios da cadeia de produção e distribuição de um produto ou serviço”, isto é, as empresas actuam em actividades económicas distintas.

A fusão conglomerada é considerada como a “técnica de eliminação de potenciais concorrentes da empresa”⁴, ou seja, uma empresa adquire outra com potencial de fornecer resistência ao domínio da adquirente. Este tipo de fusão ocorre com o intuito de garantir preços elevados dos produtos/serviços transaccionados (a concorrência levaria à diminuição dos preços) e garantir que potenciais “inimigos” não entrem no mercado (Frantslikh, 2005, p.10).

Para Hubbard e Palia (1999), as fusões do tipo *product extension* referem-se a empresas que produzem produtos que não competem entre si mas partilham o mesmo tipo funcional. Pelo contrário, considera este autor que as de *market extension*, ocorrem quando as empresas envolvidas produzem os mesmos produtos, porém a sua venda ocorre em mercados geograficamente diferentes. Finalmente, o quinto tipo (*other*) ponderado pelo mesmo autor, ocorre entre empresas completamente antagónicas.

⁴ “*elimination technique of a company's potential competitors*”.

Ribeiro (2001), apresenta ainda duas modalidades jurídicas em que assentam as ditas fusões; as fusões por incorporação e as fusões por constituição de uma nova sociedade. As fusões por incorporação resultam de uma transmissão global do património de uma ou mais organizações para uma outra organização previamente existente, a dita incorporante. Por outro lado, as fusões por constituição de uma nova sociedade resultam na extinção das organizações envolvidas e a criação/constituição de uma nova organização (transmissão do património para a nova organização a criar).

2.2. TEORIA DO OLIGOPÓLIO

O aumento da competição entre as empresas, não apenas no seu país de origem como também em termos globais, tem alterado e desenvolvido as indústrias e as economias. De facto, a competição entre as empresas é feroz e implacável, de tal modo que Sherman e Hart (2006, p.1), enaltecem que “Nos negócios existe apenas uma regra: crescer ou morrer”.⁵ Assim, nesta secção pretendemos dar um breve esclarecimento acerca de uma das estruturas de mercado em particular, o oligopólio (existem quatro estruturas de mercado: o monopólio, oligopólio; concorrência perfeita e concorrência monopolista), pelo evidente impacto e modificações nas estruturas de mercado provocadas pelas F&A.

As F&A representam um elemento vital na garantia de que as empresas cresçam mais rapidamente que os seus rivais (Sherman & Hart, 2006).

Para Cowling, Stoneman, Cubbin, Cable, Hall, Domberger e Dutton (1980), as F&A são um elemento que altera a estrutura e o comportamento de mercado, nomeadamente na distribuição das quotas de mercados.

Nesse sentido Olsson e Bladini (2000), consideram que duas empresas ao recorrerem à fusão, podem juntas ou com outra empresa adquirir um domínio colectivo do mercado.

Todavia, não existe domínio colectivo quando apesar de duas empresas fundirem-se e restarem poucos produtores, estes não terem poder de mercado suficiente para o domínio (Olsson & Bladini, 2000).

No entanto Rodrigues (2001), admite que a fusão possui dois efeitos contraditórios no bem-estar, ou seja, existe um decréscimo do excedente consumidor e um aumento do excedente do produtor.

Carbaugh (1946), acrescenta que uma fusão consiste numa conjugação dos activos de duas empresas numa só empresa onde, estas empresas esperam conseguir obter mais lucro do que obteriam antes desta operação.

⁵ “In business there is one simple rule: grow or die”.

Deste modo, “Outra consequência notável da globalização e da especialização na actividade de fusões é o acréscimo da ocorrência de fusões nos mercados que podem ser descritas como oligopolistas”⁶ (Olsson & Bladini, 2000, p.3).

Assim sendo Scitovsky (1950), menciona que é usual intitular a competição como sendo um meio para a eliminação do lucro e por outro lado, considerar o monopólio e o oligopólio como sendo um factor que restringe a competição e, assim sendo previne a eliminação do lucro.

Nesta linha de pensamento Carbaugh (1946), declara que as fusões potenciam o desenvolvimento de estruturas de mercado do tipo oligopolista.

Olsson e Bladini (2000), definem um mercado oligopolista como sendo constituído por poucos produtores/fornecedores que possuem uma quota de mercado significativa, sem a presença de uma empresa que possa dominar sozinha.

Para Kon (1994), a principal característica do oligopólio está relacionada com a presença de um número reduzido de entidades que estão numa determinada indústria.

É de salientar que apesar de num oligopólio existir um reduzido número de empresas a competir no mercado, estas apresentam uma elevada capacidade de decidir o preço exercido (Carbaugh, 1946).

Deste modo, Scitovsky (1950) descreve o oligopólio como sendo o poder para restringir a competição. No entanto Olsson e Bladini (2000), consideram que o controlo de fusões é uma importante medida de prevenção contra a criação de estruturas de mercado anticompetitivas.

Frantslikh (2005), refere que uma fusão anti-competitiva ocorre quando esta operação leva à saturação do mercado ou impossibilita a entrada de novas empresas (aumento da dificuldade das novas empresas conseguirem rivalizar com as que já estão estabelecidas).

Por outro lado Williamson (1968), se questionou se as políticas *antitrust* não provocariam perdas para a economia ao rejeitarem as aquisições (naquela altura considerava-se que estas operações provocariam o monopólio e a redução da competitividade).

Frantslikh (2005, p.7), enaltece o volume dispendido pelo governo na prevenção da ocorrência de monopólios, isto é o controlo apertado com o intuito de garantir que “... mercados financeiros vão continuar impolutos e a competição saudável pode continuar a prosperar”⁷. Segundo Carbaugh (1946), existem três tipos de fusões, as horizontais, verticais e conglomerados.

As fusões horizontais (podem originar o receio por efeitos unilaterais e efeitos coordenados) ocorrem entre empresas que concorrem directamente entre si e as fusões verticais (podem levantar questões de competitividade tais como a colusão) ocorrem entre empresas que agem em níveis diferentes (Olsson & Bladini, 2000).

⁶ “Another notable consequence of the globalization and the specialization in merger activity is the increased occurrence of mergers in markets that could be described as oligopolistic”.

⁷ “...financial markets will stay unpoluted and healthy competition can continue to thrive”.

Contudo Carbaugh (1946), considera que, nos Estados Unidos da América (E.U.A.), o governo federal é mais cauteloso quando se trata de fusões entre duas empresas rivais, que ao unirem-se reduzem a competição e aumentam o monopólio dessas empresas fundidas.

As fusões horizontais podem ter consequências na competitividade, uma vez que, com a redução do número de empresas a competir e um aumento do domínio na quota de mercado por uma única empresa, poderá provocar o aumento dos preços em todas as empresas do mercado, isto é, verificar-se a presença de “efeitos coordenados” (Olsson & Bladini, 2000).

Para Stigler (1950, p.23), “O crescimento das empresas através de fusões com os rivais é um desenvolvimento extraordinário da história económica moderna”.⁸ Todavia, Olsson e Bladini (2000), argumentam que um mercado passa a ser denominado por oligopólio quando as empresas se apercebem que as suas acções (alteração do preço) provocam reacções no mercado. Contudo, os economistas ainda não conseguiram perceber de como as empresas envolvidas vão decidir o preço a vigorar no mercado.

A interdependência existente entre as empresas verificadas em oligopólio origina, segundo Kon (1994), a criação de acordos entre elas, de modo a garantir a maximização do lucro em conjunto em detrimento do lucro individual.

No entanto, para entender o problema do oligopólio é necessário salientar que, nos mercados oligopolistas, existe uma forte tendência para ocorrer uma coordenação espontânea das políticas de negócios entre as empresas (Fellner, 1950).

Assim sendo, o incentivo à colusão pode surgir se as empresas restringirem a concorrência entre elas através da coordenação de comportamentos (Rodrigues, 2001).

Estas empresas demonstram a presença de uma interdependência nas suas acções, pelo facto da empresa estar condicionada à reacção das outras empresas e também à sua capacidade de prever as acções das suas rivais, para poder sobreviver no mercado (Kon, 1994).

Contudo, Fellner (1950, p.54), acrescenta que “O tipo de característica da “colusão” nas estruturas de mercado oligopolista não requer contratos directos entre as empresas rivais”.⁹ Para Rodrigues (2001), a colusão é rentável pelo facto de uma empresa poder ganhar mais se não cumprir o acordo e os outros cumprirem (teoria dos jogos). Por outro lado, se as restantes empresas não cumprirem o acordo, esta beneficia igualmente em não cumprir.

No entanto, Olsson & Bladini (2000, p.9) acrescentam que estas empresas têm um incentivo para quebrar o contrato (e.g. baixar o preço), num período de curto prazo, porém o que as faz repensar são as consequências de longo prazo: “Essas consequências são a ameaça de que os preços vão cair bastante no futuro através de punições e redução dos seus lucros próprios e colectivos”.¹⁰

⁸ *The growth of individual firms to Great size through merger with rivals is an outstanding development of modern economic history*”.

⁹ *The Kind of “collusion” characteristic of oligopolistic market structures does not require direct contracts between rival firms*”.

¹⁰ *“These consequences are the threat that prices will fall much in the future through punishments and reduce their own and collective profits”.*

Estes mercados (oligopólio) caracterizam-se ainda pela presença de muitas barreiras à entrada de novas empresas, por economias de escala e fusões (Carbaugh, 1946).

Scitovsky (1950), declara por outro lado que as economias de escala são um obstáculo à entrada de novas empresas e facilitam as práticas colusivas ao favorecer a garantia de que o número de competidores é diminuto.

Em consonância, Bain (1950) acredita que os mercados oligopolistas já estabelecidos ou em colusão, reconhecem e reagem à ameaça de novas entradas. Assim, a existência de impedimentos à entrada permitem que estas empresas (em oligopólio ou colusão) pratiquem preços suficientemente altos para obterem lucros mas, em simultâneo, suficientemente reduzidos com o intuito de desencorajar as potenciais novas entradas.

Neste sentido, Frantslikh (2005) acredita que as F&A podem promover alguns aspectos nefastos para os consumidores, ou seja, a concentração de mercado (poucas empresas a operar no mercado) fomentando a possibilidade de haver conluio entre as empresas (concentração/acerto de preços entre eles). De facto, a concentração de mercado é prejudicial porque origina o aumento dos preços dos produtos /serviços, a diminuição da competitividade, o declínio da inovação, entre outros aspectos.

A ignorância é apontada por Scitovsky (1950, p.48), como sendo outro obstáculo à entrada de novas empresas e permite também a presença de colusão ao garantir que o número de competidores seja reduzido. Este autor vai mais longe ao considerar que a “ignorância dos compradores e as técnicas de venda que abastecem a ignorância dos compradores são talvez a fonte mais importante do poder do oligopólio”.¹¹

Bain (1950), assume que num mercado oligopolista pode-se conceber a existência de alguns comportamentos notórios, entre eles, a observação da presença de práticas colusivas relativamente aos preços; o reconhecimento mútuo de uma interdependência entre as empresas; o padrão do convencional *“kinked demand curve”*, como resultado de um certo padrão por parte dos vendedores acerca da reacção dos seus rivais e a existência da denominada “competição caótica”.

No entanto Rodrigues (2001), elucida que mesmo que não se verifiquem práticas colusivas, a estrutura de mercado resultante das fusões pode impulsionar as empresas a exercerem preços elevados relativamente aos que eram praticados anteriormente.

Neste sentido Olsson e Bladini (2000), acrescentam a possibilidade da empresa recém formada poder aumentar os preços, mesmo que a fusão não tenha consequências no comportamento das empresas da concorrência. Assim sendo, estamos perante efeitos unilaterais que ocorrem entre empresas que competiam directamente e ficam sob a mesma gestão/propriedade.

¹¹ “Buyers’ ignorance and Sales techniques catering to buyers’ ignorance are perhaps an even more important source of oligopoly power”.

Como consequência dos efeitos unilaterais, Olsson e Bladini (2000) consideram que a concorrência beneficia com este aumento dos preços.

Segundo Kon (1994), a teoria da “Curva de Procura Quebrada” tenta explicar a razão de algumas empresas oligopolistas apresentarem preços estáticos (estabilidade de preços).

Olsson e Bladini (2000), apontam que a razão primordial para as empresas não aumentarem os preços está relacionada com a perda nas vendas, uma vez que os consumidores irão começar a comprar os produtos na concorrência.

Numa outra perspectiva, Williamson (1968) sublinha que a maioria das fusões não provoca alterações significativas no preço de mercado.

No entanto, Kon (1994) considera que uma nova entrada num mercado oligopolista pode alterar o nível de lucros obtidos e o nível dos preços.

De facto, não existe uma única teoria do comportamento em oligopólio devido essencialmente à incerteza de como as empresas competem.

No entanto, Fagundes e Kanczuk (2004) afirmam que os modelos económicos calibrados são utilizados na análise da defesa da concorrência através da simulação dos efeitos das actividades de concentração, sendo os modelos de Bertrand-Nash e Cournot-Nash os mais utilizados nessas simulações.

Carbaugh (1946), aponta a teoria dos jogos para demonstrar a interdependência mútua das empresas em mercados oligopolistas. Neste sentido Kon (1994, p.27), acrescenta que “...a teoria do oligopólio é formada por uma série de modelos e não um único generalizado”.

Olsson e Bladini (2000) apontam duas conclusões acerca do oligopólio. A primeira conclusão é que esta situação (oligopólio) pode fomentar a maximização do lucro, uma vez que as condições para levar a cabo práticas colusivas são favoráveis.

A segunda constatação destes autores encontra-se relacionada com o facto da competição em oligopólio poder ser activa tal como nos outros casos, isto porque a estrutura continua a permitir a entrada de um número de concorrentes suficientes.

De facto, Rodrigues (2001) refere que o modelo de Williamson (1968) considera que as fusões originam um aumento do preço de mercado. Assim, este aspecto (subida do preço de mercado) pode ocorrer porque a fusão origina uma estrutura de mercado mais concentrada o que facilita as práticas colusivas.

Deste modo, Olsson e Bladini (2000) consideram que o que é importante é o mecanismo que garante que as empresas ajam como se estivessem sob um contrato, no que diz respeito ao preço ou volume de produção.

No entanto, estes autores advertem que parte-se do princípio que as empresas são cautelosas no aumento do preço e além disso, mesmo que haja pouca alteração de preço, isso não significa que esteja a haver competição.

Em suma, as actividades de F&A proporcionam que um número reduzido de empresas consiga alcançar um considerável controlo do mercado, presenciando-se porém uma certa interdependência entre estas empresas que operam em mercados oligopolistas. Esta estrutura caracteriza-se ainda pela presença de barreiras à entrada de novas empresas, como forma de garantir o controlo de mercado; preços fixos; práticas colusivas entre as empresas que actuam como se estivessem num monopólio (as empresas determinam os preços e volume de vendas) e fusões que são nomeadamente um meio que permite uma empresa alcançar o controlo do mercado.

2.3. VAGAS DE FUSÕES

O debate existente sobre a temática das denominadas “vagas de fusões” tem intrigado ao longo dos anos os investigadores, uma vez que, a razão pela qual em determinados períodos de tempo ocorre este fenómeno, permanecer desconhecida.

Ribeiro (2010), menciona que apesar dos esforços de vários investigadores que tentam indagar o padrão subjacente às vagas, ainda não foi possível encontrar um consenso acerca deste evento.

No entanto, a abordagem deste assunto complexo, remete-nos para dois aspectos que são unanimemente aceites pela comunidade científica, a existência de cinco vagas de fusões e a presença de uma acréscimo acentuado desta actividade em períodos específicos e posteriormente a sua diminuição.

Rodrigues (2001), entende as “vagas de fusões” como sendo uma concentração, num determinado período de tempo, de operações de fusões em elevado número relativamente a outros períodos, que provocam um impacto relevante na estrutura das indústrias.

Segundo a mesma linha de pensamento Ribeiro (2010), defende que quando estamos perante uma intensa actividade de F&A, origina as denominadas “vagas de fusões”, ou seja, a evolução das F&A tendem a ocorrer em ciclos acompanhando o ambiente económico e empresarial.

De facto, do contínuo estudo efectuado sobre estas operações, Geraldes (2009) refere que a comunidade científica acredita terem existido cinco vagas de fusões, existindo nestas fases um elevado número de operações de F&A e após um decréscimo súbito.

Nas investigações efectuadas, com vista ao esclarecimento deste fenómeno alguns autores (e.g. Jensen, 1988 e Tse & Soufani, 2001), apontam alguns aspectos presentes aquando a ocorrência das “vagas de fusões”.

Tse e Soufani (2001), argumentaram que presencia-se um *link* entre as condições prevaletentes na economia onde ocorrem as F&A e o valor obtido pelos accionistas, isto é, o ciclo de negócios tem impacto no nível de valor obtido pelos accionistas.

Por outro lado Jensen (1988), reforça esta premissa ao considerar que as operações de *takeovers* têm como base as alterações nas condições de mercado e tecnologia que exigem uma grande reestruturação das empresas. Assim sendo, essa reestruturação e mudança serão executadas mais facilmente se estivermos perante uma nova gestão, com novos pontos de vista e uma nova visão de negócio, sendo uma mais-valia uma vez que estes não têm nenhum “laço” para com os empregados e comunidade (menor resistência da empresa às alterações quando estamos perante novos gestores de topo).

As oportunidades para a obtenção de economias de custos e a intensidade da concorrência esperada nas indústrias são apontadas por Rodrigues (2001) como factores explicativos da ocorrência de vagas de fusões do tipo horizontal.

Por sua vez, Cartwright e Cooper (1993) sugerem que as vagas de F&A verificadas no globo têm a intenção de aumentar o poder de mercado e crescimento, porém também estão acompanhadas por um elevado grau de falhanços.¹²

Uma das razões apontadas por Rosen (2003) para a ocorrência deste fenómeno encontra-se relacionada com as sinergias obtidas pelas fusões durante estas vagas, ou seja, este autor demonstrou que estas são superiores em relação às que ocorrem durante outros períodos.

No seguimento desta linha de raciocínio, Cartwright e Cooper (1993) acrescentam que as F&A ocorrem com o intuito de atingir o efeito “*two plus two equals five*”, isto é, sinergias, porém muitas destas operações não têm o sucesso desejado.

Tichy (2001), aponta como ponto em comum nas “vagas de fusões” o facto de se caracterizarem por um dos seguintes aspectos: nova produção tecnológica (mencionando o *Taylorismo*, *Fordismo*); avanço organizacional ou uma nova forma de *governance*; a existência de políticas mais ou menos restritivas para as aquisições e a desregulação ou privatização.

Por outro lado, Gugler, Mueller e Yurtoglu (2006) argumentam que as “vagas de fusões” encontram-se correlacionadas com o aumento do preço das acções e dos *price/earning ratios*.

Rosen (2003), aponta ainda mais uma razão para a ocorrência de fusões. Essa razão baseia-se nas motivações da gestão, isto é, se os gestores regiam as suas acções de encontro com os seus interesses, conduziria então a piores fusões (maus investimentos) durante as vagas de fusões. De facto, essa situação chegou-se a verificar em termos específicos, na vaga ocorrida na década de 90.

Estes períodos (vagas de fusões) caracterizam-se ainda por mercados de capitais mais activos e, conseqüentemente, com mais dinheiro para o financiamento de aquisições. Assim sendo, existe uma relação entre a performance da economia e a actividade de *takeover*, isto é, um “*boom*”

¹² Segundo Cartwright & Cooper (1993), num questionário efectuado a 200 chefes executivos europeus, estes afirmaram que o factor fulcral para uma aquisição de sucesso reside na capacidade de integração da nova empresa, isto é, uma cultura compatível é fundamental para o sucesso de um “casamento”. No entanto, se ao se seleccionar um parceiro as empresas averiguam a viabilidade; preço; e economias de escala; estas, porém, têm descurado o factor humano.

destas operações origina e estimula um aumento dos lucros e da dimensão das empresas (Tse & Soufani, 2001).

A evidência obtida por Harford (2005), sugere que as “vagas de fusões” são provocadas por “choques” nomeadamente económicos, a nível de regulação ou tecnológicos. No entanto, afirma que não são todos os “choques” que originam as “vagas de fusões” porque é necessário existir liquidez de capital suficiente. Deste modo, “Este componente de liquidez a um nível macro provoca na indústria vagas de fusões mesmo se os choques da indústria não o façam”¹³ (Harford, 2005, p.529).

Gugler *et al.* (2006), consideram que encontraram pontos em comum no padrão das “vagas de fusões”, ou seja, estes autores verificaram que nos E.U.A: as fusões que ocorriam em vagas encontram-se associadas a *booms* no preço das acções e quando estamos perante gestores e mercados optimistas em simultâneo.

Chidambaran, John, Shangguan e Vasudevan (2010) apresentam duas teorias, a neoclássica e a comportamental, que são utilizadas para explicar o nível de retorno obtido pelos *shareholders* das empresas visadas e adquirentes, quando estamos perante períodos de aumento de transacções de fusões, bem como para explicar o seu impacto nas “vagas de fusões”.

Seguindo a mesma linha de pensamento, Harford (2005) também examinou estas duas possíveis explicações causais das “vagas de fusões”, o modelo neoclássico e o modelo comportamental.

A teoria neoclássica consiste no pressuposto que os gestores actuam de modo a conseguirem maximizar o valor do accionista, considerando deste modo que as fusões que surjam após o *shock* (resultando o aumento de sinergias), deverão obter melhores resultados em média (Rosen, 2003).

Por outro lado, Chidambaran *et al.* (2010) afirmam que a teoria neoclássica parte do pressuposto de que nos períodos de “vagas de fusões”, os *premium* (prémios de aquisição) são superiores (empresa-alvo), não delineando uma relação entre as “vagas de fusões” e os retornos obtidos pelos accionistas das empresas adquirentes. Acrescentam ainda que a teoria neoclássica não indica quando os gestores irão accionar/utilizar as acções como meio de financiamento.

A segunda teoria considerada por Rosen (2003), encontra-se relacionada com a motivação dos gestores para envergarem por esta estratégia (as fusões).

De acordo com a teoria comportamental, nos períodos em que decorrem as “vagas de fusões”, as F&A caracterizam-se por financiamento através de acções, além de que os gestores estão dispostos a pagar elevados *premium* aos *shareholders* (accionistas) das empresas-alvo (Chidambaran *et al.*, 2010).

De facto, Gordan, Kahl e Rosen (2002), citados por Rosen (2003), acreditam que quando a motivação para uma fusão se baseia nos objectivos dos gestores, então as aquisições ocorridas em “vagas de fusões” terão uma performance inferior às outras fusões.

¹³ “This macro-level liquidity component causes industry merger waves to cluster even if industry shocks do not”.

Segundo Harford (2005), o modelo comportamental consiste no facto dos gestores aproveitarem os erros sistemáticos na avaliação do preço das acções no mercado e comprarem esses bens com base nos preços de acções avaliados em alta.

Os gestores, eventualmente, estão dispostos a executar “más aquisições” (quando estamos perante recompensas de performance dos gestores, a curto prazo), pois estas aquisições potenciam um aumento da performance das acções a curto prazo (Rosen, 2003).

Assim, as aquisições podem ser em simultâneo uma manifestação inerente aos problemas de agência e um meio para resolver essas mesmas questões (Shleifer & Vishny, 1991).

Com efeito, as duas teorias indicadas por Rosen (2003) têm como ponto em comum o facto de considerarem que os *shareholders*, sendo racionais, reagem de imediato ao anúncio das fusões, isto é, respondem à nova informação fomentada por esse anúncio.

Todavia, Rosen (2003) evidenciou também a existência de uma terceira teoria que vai de encontro com o momento das fusões.

A terceira teoria, consiste numa “crença optimista” dos gestores e investidores, no qual o momento da fusão poder advir do facto de um determinado grupo de investidores evidenciarem optimismo relativamente a um anúncio de fusão (num determinado período de tempo) e, como tal, a atitude do accionista perante um anúncio poderá ser afectado pelo “*investor sentiment*” (Rosen, 2003).

Assim sendo, Ribeiro (2010, p.14) assume que a teoria neoclássica e comportamental compõem um contributo importante para a compreensão deste fenómeno e acrescenta que “ Em conclusão, existem muitas teorias mas elas apenas podem fornecer uma explicação parcial, baseada em factores e períodos de tempo específicos. Por exemplo, a teoria que pode explicar satisfatoriamente a ocorrência da quinta vaga de fusões pode não ser adequada para a próxima vaga de fusões”.¹⁴

Com foi referido anteriormente é possível identificar cinco “vagas de fusões”. De facto, as vagas de fusões pretendem descrever o padrão temporal das F&A, uma vez que a frequência com que ocorrem e seu impacto nas empresas e estrutura de mercado ocorrem com grandes oscilações (Rodrigues, 2001).

Geraldes (2009), considera que a denominada “primeira onda” ocorreu entre 1897 e 1904. Esta era consistiu em fusões de natureza horizontal (junção de duas empresas concorrentes).

Seguindo o mesmo pensamento, Rodrigues (2001) referiu ainda que a 1.^a vaga ocorreu no início do século XX nos E.U.A., do qual resultou a criação de monopólios.

No entanto, Ribeiro (2010) acrescenta que esta “primeira vaga”, dominada por grandes fusões do tipo horizontal, ocorreu em indústrias ligadas ao aço, petróleo e produção.

¹⁴ “In conclusion, there are many theories but they can provide only partial explanations, based on specific time periods and factors. For instance, a theory that can explain satisfactorily the occurrence of fifth merger wave may not be suitable for the following merger wave.”

A “segunda onda” teve lugar entre 1916 e 1929 caracterizando-se por oligopólios. Esta vaga cessou com o *crash* de 1929 (Geraldès, 2009). Nesta altura, surge a necessidade dos reguladores de mercado terem maior relevância na altura de efectuar fusões (Geraldès, 2009). Ribeiro (2010), considera que verificou-se um aumento das fusões verticais, sendo esta vaga de fusões potenciada pelo desenvolvimento da indústria automóvel e rádio.

Na “terceira onda” (1965 e 1969), surgiram os conglomerados (junção/cominação de empresas de sectores diferentes) onde as empresas de pequena dimensão adquirem grandes empresas, facto pouco comum nas anteriores ondas (Geraldès, 2009).

Esta condição é partilhada por Rodrigues (2001), que refere que esta vaga de fusões ocorreu aquando do *boom* da década de 60, sendo caracterizado por fusões por via de diversificação ou conglomerado.

Reforça ainda Shleifer e Vishny (1991), que a onda de 60 distinguiu-se por fusões por via de diversificação e conglomerado, através de aquisições tipicamente amigáveis. Contudo, estes autores afirmam que as F&A por via de diversificação de actividades tiveram um impacto negativo para os accionistas, isto observado num período de longo prazo. Ribeiro (2010, p.9), descreveu esta vaga como um período “...onde a diversificação era moda...”¹⁵

As razões apontadas por Shleifer e Vishny (1991) para esta onda de aquisições ser do foro da diversificação, assenta no facto de haver políticas *antitrust* agressivas que proibiam a ocorrência de fusões entre empresas do mesmo ramo (mesma indústria) e como tal os gestores tiveram que diversificar caso quisessem fazer aquisições, apontando ainda a possibilidade dos gestores acreditarem que tinham capacidade para gerir melhor a empresa-alvo.

Autores como Rodrigues (2001) e Ribeiro (2010) declaram que a 4.^a vaga de fusões ocorreu na década de 80. Esta afirmação é corroborada por Geraldès (2009) que aponta em termos mais específicos o período compreendido entre 1984 e 1989.

De salientar que Rodrigues (2001), aponta as políticas *antitrust* como um factor incentivador para a ocorrência deste fenómeno durante este período.

Para além deste aspecto, Geraldès (2009) apresentou a “quarta onda” como sendo caracterizada por operações hostis. Shleifer e Vishny (1991), seguindo a mesma linha de pensamento, reafirmam que durante este período as aquisições foram contra a vontade apresentada pela empresa-alvo, ou seja, considera que esta década distinguiu-se por um enquadramento/ambiente mais competitivo.

Geraldès (2009), apresentou ainda a convicção de que nesta altura houve um acréscimo da sofisticação das defesas usadas pelas empresas contra as investidas de tentativas de fusões e das estratégias de internacionalização.

¹⁵ “...where the diversification was fashionable...”

Em suma, as políticas *antitrust* foram fundamentais e tiveram um papel muito relevante nas duas ondas (onda de 60 e 80) de *takeholders*, uma vez que esta política determinou a ocorrência de aquisições por diversificação (Shleifer & Vishny, 1991).

A quinta “vaga de fusões” foi caracterizada por Ribeiro (2010) pela existência de mega fusões potencializada pelas operações *cross-border*. De facto, na “quinta onda” ocorreram fusões com uma finalidade estratégica, tendo por objectivo entrar em novos mercados e aproveitar ganhos em sinergias (Geraldes, 2009).

Neste sentido, Martynova e Renneboog (2006) acrescentam ainda que no ano de 1999 (pico da 5.ª vaga na Europa), ocorreu um número sem precedentes de *takeovers* de natureza hostil e descrevem esta década constituída por um elevado crescimento, devido essencialmente ao aumento de aquisições intra-europeias.

De acordo com Ribeiro (2010, p.17), “... a quinta vaga de F&A nos Estados Unidos foi também considerada como sendo a primeira vaga internacional de F&A”.¹⁶ Martynova e Renneboog (2006) afirmam que factores ligados à introdução do euro, inovação tecnológica; globalização dos processos; falta de regulação e privatizações e o denominado “boom” dos mercados financeiros conduziram as empresas europeias a participarem mais nas operações de F&A. Estes mesmos autores salientam que as empresas do Reino Unido, Alemanha e França foram as empresas adquirentes e empresas-alvo que mais se destacaram nestas operações no mercado *cross-border*.

Martynova e Renneboog (2006) referem, porém, que apesar da maioria desta actividade ter ocorrido no sector industrial, o investimento internacional em F&A verificou-se sobretudo no sector das telecomunicações (sendo a maioria das F&A entre empresas do mesmo sector).

A literatura existente sobre estas “vagas de fusões” apresenta um conceito tido em consideração para a compreensão e explicação deste fenómeno, o denominado *Hot Merger Market*. De acordo com Chidambaran *et al.* (2010), estamos num período denominado por *Hot Merger Market*¹⁷ quando existe uma elevada intensidade de actividades relacionadas com F&A, criando assim as populares “vagas de fusões”. Com efeito, Rosen (2003, p.11) define um *hot market* quando este se caracteriza por “... um onde fusões recentes geraram grandes retornos com o anúncio”.¹⁸

Chidambaran *et al.* (2010), chegaram à conclusão de que, durante as “vagas de fusões”, as empresas adquirentes têm uma maior valorização e em simultâneo encontraram evidências de que estando perante um *hot merger market* o *premium* é superior.

¹⁶ “...the fifth M&A wave in the US has also been considered to be the first international M&A wave”.

¹⁷ “Nós definimos o mercado de fusões como “quente” se o nível de actividade de fusões nos 12 meses anteriores está acima do nível mediano dos 12 meses anteriores em todas as fusões. É correspondentemente, o mercado de fusões é “frio” se o nível de actividade de fusões nos 12 meses anteriores está abaixo do nível mediano da actividade de fusões nos 12 meses anteriores em todas as fusões” (Chidambaran *et al.*, 2010, p. 329). (“We define the merger market as hot if the level of prior – 12- month merger activity is above the median level of prior-12-month merger activity across all mergers. Correspondingly, a merger market is cold if the level of prior-12-month merger activity is below the median level of prior-12-month merger activity across all mergers” (Chidambaran *et al.*, 2010, p. 329)).

¹⁸ “... one where recent mergers have generated strong announcement returns”.

Rosen (2003), descreve o momento da fusão como sendo a correlação existente entre a reacção do mercado a um anúncio de aquisição e as condições de mercado (recentemente) e, assim sendo, quando essa mesma reacção é positiva/favorável, estamos perante a denominada *hot merger market* (que pode estar relacionado com as vagas de fusões).

Contudo, Tse e Soufani (2001) ao analisarem as transacções de F&A no Reino Unido, focando o estudo no valor/ganhos obtidos pelos accionistas, distinguiram estas operações por períodos com elevada e baixa actividade, designadamente HMAE (*High Merger Activity Era*) e LMAE (*Lower Merger Activity Era*). Estabeleceram estes dois períodos para obterem uma comparação de modo a determinar uma relação entre a performance da economia e os efeitos no valor obtidos pelos accionistas.

Assim, no desenvolvimento do seu estudo, Tse e Soufani (2001) chegaram à conclusão de que na generalidade a performance da economia é adversa na LMAE, enquanto que a HMAE ocorre em economias com uma performance elevada.

Seguindo a mesma linha de raciocínio, Rosen (2003) conclui que os anúncios efectuados durante os períodos *hot stock market* obtiveram uma reacção mais favorável por parte do mercado, do que aqueles que ocorreram nos momentos *cold market*.

Com base no exposto anteriormente permanece a incógnita de quando irá ocorrer a próxima onda de fusões. Gugler *et al.* (2006, p.28), acreditam que “A próxima grande vaga pode ser esperada ocorrer quando a próxima grande progressão do mercado de capitais acontecer, e o seu fim quando os preços das acções começarem a cair”.¹⁹

¹⁹ “The next Great wave can be expected to occur when the next Great stock market advance occurs, and to subside when share price begin to fall”.

CAPÍTULO III- O IMPACTO DAS F&A NOS MERCADOS DE CAPITAIS

3.1. TAKEOVERS HOSTIS E SUAS DEFESAS E TAKEOVERS AMIGÁVEIS

Nesta secção vamos debruçar a nossa atenção na distinção entre *takeovers* amigáveis e hostis. Além destes conceitos, apresentamos as defesas que podem ser utilizadas pelas empresas para evitar as investidas das empresas adquirentes.

De facto, esta secção torna-se ainda pertinente numa tentativa de perceber a razão de alguns casos os *bidders* oferecerem tanto pela empresa *target*.

Na vasta literatura existente sobre este âmbito, é notório a constatação de que as empresas adquirentes não beneficiam à partida com esta actividade.

Um dilema permanente nas finanças reside na questão "...Por que razão muitas das fusões aparecem relacionadas com valor baixo para o accionista?"²⁰ (Yan, 2006, p.2).

Contudo Lubatkin (1983, p.221), sugere duas possíveis explicações por este facto. A primeira potencial explicação baseia-se no gestor, isto é, considera que os gestores cometem erros (estes têm de analisar os potenciais benefícios futuros da empresa emergente da fusão, tendo em conta o risco), salientando esta dificuldade com a seguinte expressão: "Seleccionar o candidato adequado para fundir e o adequado preço pode ser mais uma arte do que uma ciência".²¹

A segunda explicação é relativa ao potencial dos gestores perseguirem os seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos accionistas (existência de uma discrepância entre os baixos retornos das fusões e a sua elevada utilização, pelo facto dos gestores elegerem os seus objectivos pessoais).

Gondhalekar, Sant e Ferris (2002, p.19), por outro lado verificaram que quando estamos perante empresas adquirentes com elevado *free cash flow*, estas tendem a pagar mais para conseguir obter a empresa *target*, isto é, os gestores utilizam o *free cash flow* de modo a conseguir atingir os seus interesses (prestígio adquirido por gerir empresas de grande dimensão).

De acordo com Ghauri e Buckley (2003), o *premium* obtido numa F&A considerada hostil tende a ser superior do que uma amigável.

Lipton (2006), demonstra o seu cepticismo acerca do que refere ser "*love affair*" dos académicos de *Chicago School* acerca do denominado *market for corporate controls*, isto é, não aceita como justificação para a ocorrência de aquisições hostis a presença da teoria da agência e a eficiência do mercado de capitais. Justifica este facto como a possibilidade do *board* da empresa *target* recorrerem a mecanismos e acções (e.g. *poisson pill*), para se defenderem e prevenir o sucesso destes ataques (*takeovers* hostis).

²⁰ "...Why many mergers appear to lower shareholder value?"

²¹ "Selecting the proper merger candidate and the proper price may be more an art than science".

As *takeover* ou aquisições hostis, são consideradas por Reed e Lajoux (1995), como sendo aquelas que dizem respeito a aquisições por parte de uma empresa, aquisição esta não aprovada nem desejada pela empresa-alvo (gestores ou *board*).

Por outro lado Mueller e Sirower (2003), caracterizam as aquisições amigáveis como sendo um relacionamento amigável entre os gestores das empresas envolvidas aquando a operação.

Na mesma linha de pensamento, Reed e Lajoux (1995) acreditam que as intituladas amigáveis têm como base uma negociação pacífica entre as partes, crendo estes que esta junção irá ser benéfica (acreditam que obterão mais sucesso unidas do que separadas), isto é, partilham interesses em comum.

Assim, numa aquisição encarada como amigável existe um acordo/consenso entre os gestores das empresas ao contrário do que acontece numa hostil, em que o gestor da empresa adquirente negocia directamente com os *shareholders* da empresa visada (isto após o desacordo entre os gestores). Neste sentido, o comportamento do gestor da empresa-alvo define se a aquisição vai ser amigável ou hostil, isto é, se o gestor da empresa-alvo aceitar vender a empresa à adquirente, então estamos perante uma aquisição amigável, caso não aceite os termos da empresa adquirente torna-se numa aquisição hostil (Demidova, 2007).

Mueller e Sirower (2003), acrescentam ainda que as *takeovers* são hostis quando os “avanços” do oferente é rejeitada pelos gestores, mesmo quando esta operação providencia ganhos/valor para os *shareholders*, pois os gestores temem perder o seu emprego quando esta operação se tornar bem-sucedida.

Uma aquisição é considerada bem sucedida quando a empresa adquirente consegue ter o controlo da empresa-alvo, ao obter a maioria das suas acções e, por outro lado o insucesso de uma aquisição tem lugar quando a operação de aquisição não leva a uma troca de controlo num período de 365 dias (Schwert, 1996).

No entanto Demidova (2007), declara que apesar de as *takeovers* serem consideradas como benéficas na U.E., (a Comissão Europeia acredita que o aumento deste fenómeno terá como consequência o desenvolvimento do mercado pelo controlo de empresas (*market for corporate control*), o contrário tem sido assegurado por alguns estudos, ao evidenciarem a criação de externalidades negativas, perda de bem-estar social e deterioração dos interesses dos outros *stakeholders*.

Esta convicção é partilhada por Hanly (1992), ao afirmar que sob o ponto de vista do *stakeholder* (trabalhadores e comunidade), as inúmeras fusões e *takeovers* hostis que tem “assolado” as empresas e as medidas defensivas implementadas (pelas empresas alvo), têm sido prejudiciais.

Demidova (2007), é mais radical ao considerar as *takeovers* hostis como sendo agressores²². De facto, esta actividade é encarada como *gaps* na legislação, isto é, desvios da lei.

²² Demidova (2007), reforça a ideia de que este conceito é encarado de modo diferente da U.E. Esta autora investigou as diferentes práticas exercidas pela Rússia e U.E., relativamente a este fenómeno (*takeovers hostis*) e apurou que as *takeovers* hostis são superiores às relatadas na U.E.

As defesas implementadas pelas empresas para se defenderem de aquisições hostis podem ser classificadas em duas categorias, isto é, as preventivas (e.g. *poison pills*; *golden parachutes* e alterações no quadro de gestão) e activas (e.g. *greenmail*; *standstill agreements*; *white knight* e *white squire*; alteração na estrutura de capital; alegação de ilegalidades e *pac-man defense*) (Geraldes, 2009).

Nesse sentido Hanly (1992), argumenta que as *takeovers* hostis estão associadas/relacionadas com algumas medidas defensivas preconizadas pelos gestores com a finalidade de bloquear as tentativas de *takeovers* hostis, medidas estas, que considera questionáveis sob o ponto de vista moral. Essas medidas denominam-se por *greenmail*; *golden parachutes* e *leveraged buyouts*.

Seguindo o mesmo raciocínio Campbell, Ghosh, Petrova e Sirnans (2009), confirmam que os gestores recorrem a medidas (e.g. *staggered board*; *poison pill* e *golden parachutes*), contudo estas medidas originam o aumento do custo de aquisições hostis e uma maior possibilidade de falhanços de uma aquisição bem sucedida.

O *Greenmail* pode ser encarado como "...a prática de comprar novamente as acções a um preço de mercado superior de modo a bloquear a *takeover* hostil"²³ (Hanly, 1992, p. 896).

Para além disso, Geraldes (2009) define o *greenmail* como uma forma de recomprar acções da própria empresa.

No entanto Hanly (1992), alega que o *greenmail* é considerado como uma medida que aparentemente afecta os direitos de outros *shareholders*, uma vez que, este instrumento implica o pagamento de um *premium* superior ao valor de mercado (ao detentor das acções *greenmail*).

Acrescenta ainda que, uma *takeover* hostil bem-sucedida implica o despedimento do gestor e como tal, promove um aumento do interesse do gestor em defender o seu emprego através do *greenmail*.

Considerando este comportamento, Jensen (1988, p.41) atesta que o *greenmail* consiste numa proposta *antitakeover* efectuada pelos gestores detentores de acções de um subconjunto de *shareholders*, proposta esta, que não será feita aos outros *shareholders*, sugerindo que o "*Greenmail* é um nome apelativo que sugere chantagem".²⁴

De acordo com Demidova (2007), os *golden parachutes* são uma medida que pretende tornar a aquisição da empresa mais dispendiosa, através da garantia de elevados pagamentos aos gestores de topo em caso de *takeover*, o que poderá fomentar comportamentos oportunistas por parte dos gestores.

Segundo Jensen (1988), a ideia de que os gestores (excepto quando existe evidência de fraude e precursão de interesse próprios) agem de acordo com os interesses máximos dos *shareholders*, isto é, considerando que agem altruisticamente e, que não protegem os seus próprios interesses, está incorrecta, pois esta descrição não corresponde ao comportamento humano.

²³ "... the practice of buying back a raider's shares at a higher market price in order to block a hostile takeover".

²⁴ "Greenmail is an appellation that suggests blackmail".

Esta ideia é corroborada por Geraldès (2009), ao considerar que os *golden parachutes* permitem que os gestores recebam compensações em caso de ocorrência de ofertas de aquisição, sendo este instrumento um meio utilizado para tornar a empresa menos atractiva, no caso de uma potencial oferta hostil.

De facto, estes *golden parachutes* consistem numa compensação aos gestores sujeitos a uma alteração no controlo da organização (*takeovers*), originando a perda do seu emprego. Assim sendo, estes contratos são benefícios com a finalidade de mitigar o conflito de interesses entre gestores e accionistas na altura deste evento, uma vez que, os ganhos de produtividade obtidos em resultado desta mudança de controlo implicam a perda de emprego dos gestores de topo, poder e prestígio (Jensen, 1988).

Para além das medidas mencionadas anteriormente existem outros métodos que pretendem atingir o mesmo propósito, nomeadamente *poison pills*; criação de alianças estratégicas; aquisições estratégicas; *supermajority* e *asset protection*.

Os “*poison pills*” são a criação de títulos com determinadas especificidades, utilizadas contra potenciais aquisições hostis ou quando se defronta uma aquisição potencialmente relevante e com impacto na estrutura da empresa (Geraldès, 2009).

Este aspecto é reforçado por Jensen (1988, p.43), ao alegar que “Eles são apelidades de “*poison pills*” porque eles alteram a empresa de modo a tornar-la indigestível para as empresas adquirentes”.²⁵ Contudo Demidova (2007), defende a utilização deste instrumento como meio de defesa, nomeadamente por parte empresas de pequena dimensão, face a *takeovers*.

Para além destes factos, os *poison pills* permitem que os gestores possam tomar decisões unilateralmente, quando ocorre um evento de mudança de controlo, isto é, este “mecanismo” altera aspectos relacionados com as regras existentes no relacionamento entre gestores e *shareholders* na altura de actividade de *takeover* (Jensen, 1988).

Uma outra medida apresentada por (Demidova, 2007), consiste na criação de uma aliança estratégica, apesar de uma aliança entre duas ou mais empresas ser um desafio difícil de alcançar (muitas das tentativas falharam). Assim, esta medida pretende aumentar a capacidade de defesa de todas as empresas envolvidas nesta aliança, de potenciais *takeovers* (é aplicada antes da ameaça de *takeover* ocorrer).

De salientar ainda que Demidova (2007), tendo por base o estudo efectuado na Rússia, concluiu que as *strategic acquisitions* são uma medida pouco utilizada na Rússia, pois esta, não consegue prever uma potencial *takeover* antes do seu anúncio, ou seja, tem como finalidade dificultar o processo de *takeover*. Contrariamente, apresentou o *asset protection* como uma medida muito utilizada nesse país, o qual se baseia na transferência de recursos para uma terceira parte.

²⁵ “They are called “*poison pills*” because they alter the company to make it indigestible to an acquirer”.

Finalmente, apresentou o *supermajority*, como sendo um instrumento utilizado para conciliar os interesses dos gestores e dos *shareholders* das empresas-alvo, sendo esta medida limitadora, isto é, garante uma maior dificuldade do *bidder* adquirir com sucesso a empresa-alvo. Deste modo, Demidova (2007, p.57) considera necessário "...regular os mecanismos de defesa de aquisições"²⁶, acreditando que, estes são "...o "comprimido" para a cura das maleitas do mercado pelo controlo de empresas da Russia".²⁷

De facto, Tzu (1994, p.40) sugere que será melhor evitar o confronto, criando uma situação em que o agressor se iniba: "Se nós desejamos lutar, o inimigo pode ser forçado a um combate apesar de ele se abrigar atrás de uma muralha alta e numa vala profunda. Tudo o que precisamos de fazer é atacar um outro local que ele vai ser obrigado a render-se".²⁸

Em suma, existe um conjunto de atitudes (contra vs a favor) perante o interesse demonstrado por parte de empresas adquirentes e implementação de medidas de defesa cada vez mais sofisticadas, que tornam este mundo complexo das F&A mais intrigante e repleto de controvérsias.

3.2. MOTIVOS QUE ESTÃO NA ORIGEM DAS F&A

O conceito globalização e o conseqüente crescimento da economia e nível de competição não apenas entre empresas como também entre os colaboradores inseridos nas organizações originou uma "batalha" com o intuito de serem os melhores a actuar no mercado.

Uma das estratégias bastante utilizada pelas organizações para esse fim consiste nas F&A (método rápido de atingir o crescimento da empresa e diversificação), técnica esta usada com a finalidade de maximização de conhecimentos e competências e deste modo conseguem alcançar a capacidade de derrotarem os seus rivais atingindo os seus objectivos mais rapidamente que os seus adversários.

Frantslikh (2005), defende a existência de "três forças" que impulsionam a ocorrência de F&A: i) rápida evolução tecnológica; ii) novas e mais eficientes meios de financiamento e iii) regulamentos mais favoráveis.

Ribeiro (2001, p.15), acrescenta que os "... processos de F&A empresariais, constituem poderosos tecidos e válidos agentes de concentração, reestruturação e crescimento do tecido empresarial".

Por sua vez Frantslikh (2005), aponta a facilidade de comunicação como sendo um aspecto primordial no aumento das F&A. Este autor, acrescenta ainda que as operações de F&A têm ocorrido a um ritmo estonteante (quer as nacionais ou internacionais), suportadas pelo

²⁶ "...regulate takeover defense mechanisms".

²⁷ "...the "pill" that will be to cure the ailments of the Russian market for corporate control".

²⁸ "If we wish to fight, the enemy can be forced to an engagement even though he be sheltered behind a high rampart and a deep ditch. All we need do is attack some other place that he will be obliged to relieve."

crescimento do desenvolvimento tecnológico e facilidade de comunicação (a informação chega à população a uma velocidade extraordinária (velocidade da luz).

No entanto, os motivos que conduzem às operações de F&A não estão compreendidos na sua totalidade (Roll, 1986).

Damiani e Pompei (2009), contribuem para o esclarecimento deste fenómeno ao apresentarem como principais razões para executar aquisições, o facto de estas promoverem o aumento do poder de mercado das empresas, a sua eficiência e mitigar o impacto dos custos de transacção.

Andrade, Mitchell e Stafford (2001), adicionam que vários aspectos têm sido expostos para explicar o aparecimento de fusões, estando estes relacionados com a eficiência (economias de escala e/ou sinergias); obtenção de quota de mercado (garantir monopólios ou oligopólios); *market discipline* (afastamento de gestores de empresas que apresentem fraca performance); interesses pessoais dos gestores; obtenção de vantagem através da diversificação (exploração de mercados de capitais interno).

Sob um outro prisma Jensen (1988), argumenta que as transacções relacionadas com o controlo de uma organização têm impacto na vida dos seus intervenientes (quer sejam gestores, clientes, comunidade e colaboradores), uma vez que estas operações estão normalmente relacionadas com grandes reestruturações, *layoffs* (desde gestores até aos trabalhadores) com o intuito de adquirir novas condições competitivas.

Em contrapartida Martynova e Renneboog (2006), afirmam que as *takeovers* são um meio de sobrevivência utilizado pelas empresas para fazer face ao impacto da globalização do mercado e à competitividade.

Desta forma, Stigler (1950) citado por Pautler (2001), considera que a principal razão para a ocorrência desta actividade, está na capacidade de obtenção de poder de mercado.

De acordo com Tichy (2001), uma das justificações para a ocorrência deste fenómeno está associada ao aumento da eficiência, através de sinergias ou oportunidades de crescimento e melhoria da gestão/organização (controlo de empresas).

Dito isto, afirma “ Lucros, vendas, quotas de mercado, e como consequência os retornos devem aumentar após a aquisição, devido à maior eficiência”²⁹ (Tichy, 2001, p.369).

Seguindo a mesma linha de raciocínio Martynova e Renneboog (2006), reforçam este argumento ao indicarem como explicações primordiais para a ocorrência deste fenómeno a criação de sinergias e a correcção das falhas de gestão.

De facto, Berkovitch e Narayanan (1993) citados por Anderson e Marshall (2007), consideram que estamos perante motivações relacionadas com sinergia quando os gestores procuram obter rentabilidades que beneficie os accionistas. Contrariamente, quando estes (gestores) procuram obter ganhos para si próprios, então estamos perante motivações ligadas à agência.

²⁹ “Profits, Sales, market shares, and in consequence share returns should increase after the acquisition, due the higher efficiency”.

Ferreira (2002) citado por Santos (2009), acrescenta por outro lado que, as principais razões/factores para a ocorrência de F&A encontram-se relacionadas com a rapidez de entrada em novos mercados ou negócios; inexistência de *know-how* no interior da organização para o desenvolvimento de processos; aumento de quota de mercado; ambiente competitivo; motivos de ordem financeira; divisão de activos ou de negócios e eficiência na gestão de custos.

A redução de custos, entrada em novos mercados ou exploração de *premium mispricing* são, segundo Martynova e Renneboog (2006) as razões primordiais para as *takeovers*.

Jensen e Ruback (1983), apresentam como fontes de valor para os *takeovers* (motivação para proceder a estas operações), a redução de custos de agência; evitar o colapso das empresas; redução dos custos de produção e distribuição (sinergias); atingir economias de escala; maior eficiência e utilização dos recursos tecnológicos e produtivos da empresa; eliminar o mau desempenho por parte dos gestores das empresas-alvo, entre outros.

As F&A possibilitam segundo (Pautler, 2001), que através da diversificação dos negócios (obtenho assim eficiências financeiras) obtenham benefícios financeiros, pois as empresas ao diversificar reduzem os seus riscos (sejam eles custo ou o próprio colapso da empresa).

Do estudo³⁰ efectuado por Anderson e Marshall (2007), num mercado de capitais com poucas transacções e com baixa regulação *takeover*, estes autores encontraram evidências de que a sinergia foi um dos grandes motivos para os *takeovers*. Mas contrariamente ao que seria esperado por estes autores, não encontraram fortes indícios da presença da teoria da agência na motivação desta actividade.

No entanto Cole, Fatemi e Vu (2006), consideram que os gestores são levados a agirem de acordo com os interesses máximos dos accionistas, uma vez que, quando estes não conseguem garantir ganhos e a maximização do valor/ganhos dos accionistas, estes ficam sujeitos a ameaças externas.

Assim sendo, neste caso estamos perante gestores motivados por sinergias, onde estes fazem um julgamento preciso sobre o valor da empresa a adquirir e têm como intenção aumentar o valor dos accionistas, isto porque a conjugação de empresas permite criar outras sinergias e reduzir custos (Arnold & Parker, 2009).

Lubatkin (1983), argumenta que as sinergias associadas às F&A podem ser de três tipos, a *technical economies* (capacidade da empresa praticar preços mais baixos através da melhor utilização/ eficiência dos seus recursos); economias de diversificação (estando relacionado com fusões conglomeradas, baseia-se no alcance do aumento da performance associado ao risco ou através de uma diminuição do seu risco relativamente à sua performance) e *pecuniary economies*

³⁰ Anderson e Marshall (2007), efectuaram um estudo com a finalidade de detectar os motivos para a ocorrência de *takeovers* na Nova Zelândia e, em simultâneo efectuar uma comparação com o mercado de U.S, tendo em consideração que existem diferenças estruturais entre eles. Segundo Anderson e Marshall (2007), o mercado de Nova Zelândia foi severamente atingido pelo *crash* de 1987, em termos de período de recuperação, tornando-se num mercado vital para verificar o impacto dos *crash's* na motivação de *takeovers*.

(associada à capacidade das empresas conseguirem exercer os preços que acharem adequados através da sua quota de mercado e dimensão) e está associada a fusões verticais e horizontais.

Pautler (2001), acrescenta ainda alguns factores que estão relacionados à ocorrência de fusões, nomeadamente as ligadas à eficiência; taxas e benefícios financeiros; *market power effects*; ganância dos gestores e *hubris*; obter uma “*good buy*” e expropriação de *stakeholders*.

Assim sendo, este autor considera que se pode obter benefícios de eficiência através de F&A, pois estas empresas ao unirem esforços conseguem reduzir os seus custos de produção, aumentar a qualidade e produção dos produtos, adquirir novas tecnologias, atingir economias de escala e redução dos custos de transacção e distribuição.

Salienta este facto, ao afirmar que “Pode ser que as fusões ou aquisições sejam a maneira mais rápida, barata ou o único meio de obter esses benefícios”³¹ (Pautler, 2001, p.3).

Contudo, esta actividade cria o denominado mercado pelo controlo de empresas, tendo este facto um papel importante na garantia e pressão do esforço dos gestores para melhorarem a sua performance (Pautler, 2001).

Mueller e Sirower (2003), acreditam que os objectivos dos gestores passam pelo crescimento/dimensão da empresa, sendo esse mesmo objectivo mais rapidamente atingido através de aquisições.

Por outro lado Arnold e Parker (2009), consideram que os países que possuem um nível fraco de protecção dos investidores, serão mais susceptíveis e mais facilmente alvo de gestores que agem de acordo com os seus interesses do que países como o U.S. Estes autores acrescentam que, o potencial de *hubris* é superior nestes países, uma vez que torna-se mais difícil para a empresa adquirente avaliar correctamente o alvo.

Roll (1986), apresenta deste modo o fenómeno de *hubris hypothesis* como uma explicação verosímil para a ocorrência de aquisições, ou seja, quando as decisões efectuadas pelas empresas interessadas em adquirir outra, esta basear-se numa avaliação acima do preço de mercado, isto é, pagam um preço alto à empresa adquirida (existência de erros de avaliação).

Reforçando esta ideia, Arnold e Parker (2009, p.213) afirmam que, quando os gestores avaliam a empresa-alvo, podem ser levados por, “... Imperfeições de informação e por orgulho excessivo ou pela arrogância dos gestores”.³²

Tichy (2001), define o fenómeno de *hubris* como uma ideia errada por parte dos gestores, isto é, estes sujeitos acreditam que conseguem gerir melhor a empresa-alvo.

Por outro lado, Anderson e Marshall (2007) consideram o *hubris* como a incapacidade dos gestores adquirentes anteverem que, não estão a pagar um preço justo à empresa-alvo.

³¹ “ It may be that mergers or acquisitions are the quickest, cheapest, or only way to attain these benefits”.

³² “... Information imperfections and of excessive pride or arrogance by managers”.

Contrariamente, quando estes gestores estão focalizados nos seus próprios interesses, sobressai o fenómeno ligado à agência.

De facto, “Os gestores podem sobrediversificar, enfatizar demasiado o crescimento, ou simplesmente efectuar decisões de aquisições erradas”³³ (Pautler, 2001, p.6).

No entanto Arnold e Parker (2009), argumentam que o fenómeno de *hubris*, pode ocorrer quando o gestor da empresa adquirente acredita que os benefícios futuramente obtidos serão superiores àqueles que são demonstrados pelos factos disponíveis publicamente, resultando deste modo, de um julgamento supra optimista por parte dos gestores.

Anderson e Marshall, (2007, p.55), admitem que “Dado que o *corporate governance* falha muitas vezes na protecção dos interesses dos accionistas em relação às alterações económicas (e.g. Jensen, 1993), é razoável esperar o aumento das aquisições motivadas pelo *hubris* e agência após um *crash* do mercado de capitais”.³⁴

Considerando o exposto Cole *et al.* (2006), declaram que os investidores esperam disciplinar o comportamento dos gestores através de mercado pelo controlo de empresas.

Martynova e Renneboog (2006), consideram que as *takeovers* hostis são um mecanismo disciplinador das falhas da gestão (gestores das empresas-alvo com baixa performance são substituídos).

Campbell *et al.* (2009), reforçam esta premissa ao considerar que um mecanismo existente para a protecção dos interesses dos accionistas, é a existência de um mercado de aquisições activo (*external corporate governance*), fomentado/criado para controlar as empresas com baixa performance, através de ameaças de aquisições hostis.

Deste modo, “o mercado pelo controlo de empresas é um dos mecanismos fundamentais para o *corporate governance*”³⁵ (Cole *et al.*, 2006, p.2).

Mueller e Sirower (2003, p.33), questionaram-se também quanto à base/origem das causas de *takeovers*, “Porque que é que os gestores dessas empresas empreendem estes jogos?”³⁶ A esta questão apontaram duas razões, o *hubris* (gestores acreditam que conseguem observar o verdadeiro valor das outras empresas que, em simultâneo mais ninguém o consegue ver) e o *managerial discretion* (pois consideram que estes estão a “jogar” com o dinheiro das outras pessoas).

Investigadores como por exemplo Anderson e Marshall (2007) e Arnold e Parker (2009)³⁷, nas suas análises tentaram determinar as motivações para a ocorrência desta actividade. Desse estudo Anderson e Marshall (2007), ressaltaram a presença de motivações ligadas à sinergia e

³³ “The managers may overdiversify, overemphasize growth, or simply make bad acquisitions decisions”.

³⁴ “Since corporate governance often fails to protect shareholders interests against economic changes (e.g. Jensen, 1993), it is reasonable to expect a surge in agency and hubris-motivated takeovers following a stock market crash”.

³⁵ “the market for corporate control is one of the fundamental mechanisms for corporate governance”.

³⁶ “Why do the managers of these firms undertake such gambles?”.

³⁷ Arnold e Parker (2009), examinaram as fusões ocorridas entre 1989 e 2003 em U.K com o intuito de determinar se o controlo externo levado a cabo pelas autoridades da competição (gestores têm em consideração este processo e alteram os seus planos de fusão), influencia ou não a motivação para a ocorrência desta actividade.

hubris nas *takeovers* (*takeovers* que destroem valor), mas não detectaram a presença da motivação ligada à agência.

Na mesma linha de orientação Arnold e Parker (2009), também verificaram a existência desses fenómenos (*hubris* e sinergias). Assim sendo, consideram que a hipótese de sinergia está associada a uma expectativa de aquisição bem sucedida e criação de valor, enquanto, que o *hubris* e *managerialism* estão associadas a uma má performance pós-fusão e deterioração do valor.

Estes autores, verificaram em simultâneo que as políticas competitivas podem influenciar o número de fusões motivadas por *managerialism*³⁸ (este aspecto influencia sem intenção).

Uma outra motivação exposta por Cole *et al.* (2006), está relacionada com o facto de os gestores pretenderem aumentar o seu “império”, pois a dimensão da empresa é um factor tido em consideração para a determinação da compensação obtida pelos gestores. Assim sendo, têm todo o interesse em aumentar a dimensão da empresa e uma das formas/estratégia para o conseguir é através de aquisições (incentivos para os gestores fazerem as aquisições).

A hipótese de aquisições por diversificação também é posta como factor, pois os gestores têm uma menor capacidade para diversificar o seu risco ao contrário dos accionistas, que podem construir o melhor portfólio possível controlando o nível de risco, por este considerado aceitável (Tichy, 2001).

Pautler (2001), apresenta a possibilidade de se recorrer a esta estratégia (F&A) com o intuito de se desviarem de problemas financeiros. No entanto os *stakeholders* (sujeitos interessados no sucesso da empresa englobando clientes, fornecedores, estado, credores e empregados) saem prejudicados.

Contudo, Tichy (2001) avança ainda potenciais justificações para o aparecimento desta actividade, estando entre elas o aumento da quota de mercado e poder através de aquisições (hipótese do poder de mercado); alterações no ambiente actual, isto é, mudança de tecnologias, políticas competitivas ou desregulamentação e obtenção de lucro após o fecho do acordo, através da aquisição das empresas que agem em mercados diferentes.

Uma das razões apontadas pelas empresas adquirentes para seguirem esta estratégia, está relacionado com o facto de fazer uma “*good buy*”. Deste modo, considera-se uma boa compra quando a empresa-alvo está subavaliada, isto devido ao fraco desempenho dos gestores ou pela existência de leis *antitakeovers* que impeçam o bom funcionamento do mercado para controlo de empresas (Pautler, 2001).

Por outro lado Alcalde e Espitia (2003), consideram que as empresas que possuam um elevado montante de recursos e em simultâneo, oportunidade de crescimento diminuta, estas são

³⁸ Quando os gestores pretendem aumentar o seu próprio valor (através de bónus; aumentos salariais; criação de impérios) em detrimento dos interesses dos accionistas, estamos perante *managerialism* (o valor é redireccionado do accionista para o gestor, onde este considera que o valor obtido pelo accionista é satisfatório) (Arnold & Parker, 2009).

consideradas atractivas por potenciais empresas adquirentes, pois estes vão querer tirar partido do excesso de recursos da empresa-alvo.

Um outro motivo apontado por estes autores, está relacionada com a substituição dos gestores ineficientes, uma vez que, a *under-valuation* de uma empresa torna-a num potencial alvo de uma *takeover*, isto porque o valor de mercado destas empresas está abaixo do seu verdadeiro valor.

Finalmente, podemos constatar que vários motivos têm sido apontados como justificação para as empresas utilizarem as F&A como estratégias. Ribeiro (2001), classificou as inúmeras motivações como sendo: as motivações estratégicas; operacionais; organizacionais; financeiras; económicas; fiscais; legais; contabilísticas; políticas e sociais.

Assim de uma forma geral, da literatura disponível podemos verificar que os autores apontam geralmente os seguintes aspectos:

- 1- As empresas que levam a cabo estas estratégias, executam-nas sob dois pressupostos: i) a empresa adquirente consegue obter um ganho superior do que está a ser obtido pelos gestores actuais; ii) o valor extraído desses mesmos activos será superior do que o valor pago pelo mercado (Ghauri & Buckley, 2003);
- 2- A obtenção de sinergias, a importância do valor investido na operação e o papel do gestor envolvido na operação (Campa & Hernando, 2004);
- 3- “Maximização do lucro é o objectivo vital das fusões”³⁹ (Singh & Mogla, 2008: 63);
- 4- A possibilidade de alcançar economias de escala; comportamento dos gestores (criação de impérios) (Ghauri & Buckley, 2003);
- 5- Um meio de eliminação de gestores ineficientes (empresa-alvo), maximização de vendas; redução do risco; entre outros (Singh & Mogla, 2008);
- 6- Obtenção de lucro (objectivo crucial das fusões); aumentar a dimensão; liquidez; leverage; obter ganhos através da fusão com outra empresa do mesmo sector de actividade; idade das empresas (as mais antigas possuem mais experiência e melhor performance que as mais novas, que por sua vez são mais flexíveis) e fusões entre grupos e subsidiárias (Singh & Mogla, 2008).

3.3. FACTORES EXÓGENOS QUE AFECTAM AS F&A

Do contínuo debate sobre a actividade relacionada com as F&A, os factores que influenciam essas operações permanecem a intrigar os académicos. Nesse sentido, esta secção pretende apontar os factores referenciados ao longo da literatura.

McCutcheon (1992), revela que a identificação desses factores pode desvendar o mistério subjacente a esta actividade.

³⁹ “profit maximization is a vital objective of mergers”.

Na mesma linha de raciocínio (Wübben, 2007), indica que a direcção e grau de sucesso das F&A são esclarecidos por um conjunto de factores endógenos (factores que podem ser influenciados pela actuação dos gestores envolvidos de forma directa ou indirecta) e exógenos (factores que apenas podem ser observado pelas entidades antes de estas entrarem no negócio/transacção).

É de salientar que McCutcheon (1992, p.29), argumenta que os "...factores nos mercados de capitais externos estão associados às fusões e à diversificação na economia".⁴⁰ Por outro lado Lipton (2006), admite que os factores externos (aspectos que as empresas não conseguem controlar ou influenciar a um nível significativo) não explicam a razão de as empresas quererem fundir-se. Nesse sentido aponta aspectos, tais como, as políticas *antitrust*, mercado; contabilidade; activistas; taxas de câmbio e a entrada de novas empresas, que verificou existirem durante as "vagas de fusões".

As políticas *Antitrust*⁴¹ são segundo Lipton (2006, p.9), o aspecto fundamental que afecta a actividade de F&A, pois permite promover ou proibir as fusões, porém na generalidade os países aceitaram e reconheceram que o mercado é global, isto é, "o conceito "grande é mau" foi abandonado".⁴²

Lipton (2006), introduziu também as taxas de câmbio, ou seja, as diferenças entre as moedas existentes nos diversos países incubem uma vantagem ou desvantagem para as empresas adquirentes. De facto, este factor tem impacto nas fusões *cross-border*, uma vez que, as empresas adquirentes com uma moeda mais forte têm mais vantagens ao adquirir uma empresa pertencente a um país com uma moeda fraca.

O impacto das normas contabilísticas foram analisadas por Ribeiro e Crowther (2008, p.30), contudo verificaram que "...a eficiência das novas normas de contabilidade não tem um impacto significativo na actividade de F&A nos Estados Unidos América...".⁴³ No mesmo sentido Lipton (2006, p.8), acrescenta "Assim, hoje a contabilidade é basicamente um factor neutro, nem sequer significativamente estimulante nem restritivo de fusões".⁴⁴

Quanto à entrada de novas empresas, este mesmo autor considera que o crescimento frenético de novas empresas impulsiona as vagas de fusões (assim este acréscimo de empresas em áreas tecnológicas impulsiona a 5.^a e a 6.^a vaga⁴⁵).

É de referir ainda que Lipton (2006), acredita que os activistas (*activist hedge funds* e *activist institutional investor*) tiveram um papel fulcral na 6.^a vaga de fusões ao pressionarem as empresas executarem fusões e colocarem as suas empresas "à venda".

Por fim, o mercado é um factor crítico para esta actividade, reagindo a factores tais como o *Millenium Bubble Burst* (decréscimo dramático das F&A), declínio da economia de U.S., o 11 de

⁴⁰ "...factors in external capital markets are linked to mergers and diversification in the economy".

⁴¹ "Current antitrust enforcement policies are not unduly restraining mergers" (Lipton, 2006, p. 9).

⁴² "the "big is bad" concept has been abandoned".

⁴³ "...the effectiveness of the new accounting standards did not have any significant impact on the M&A activity in the U.S.A....".

⁴⁴ "Thus, accounting today is basically a neutral factor, neither significantly stimulating nor restraining mergers".

⁴⁵ A sexta vaga iniciou-se em 2003. Os factores prevalentes nesta era foram a globalização; taxas de juro baixas e o encorajamento por parte de alguns governos para a criação de um "campeão" nacional ou global, entre outros (Lipton, 2006).

Setembro 2001 (terrorismo); os conflitos nacionais e internacionais resultantes destes acontecimentos trágicos; escândalos como o da *Enron* (levou ao levantamento de questões relativamente à contabilidade e *corporate governance*) teve implicações no mercado, isto é, tornou-se menos receptivo a esta actividade e quebra de confiança dos investidores (Lipton, 2006).

No entanto, os aspectos relacionados com as condições do mercado financeiro e outros factores endógenos têm um impacto superior nesta actividade (Ribeiro & Crowther, 2008).

De facto, não existe uma ou simples explicação para este factor contudo apresenta alguns factores presentes em todas as fusões (um ou mais factores) tais como: 1) obtenção de poder de mercado; 2) "Partilha dos benefícios de uma melhoria da margem operacional através da redução dos custos operacionais"⁴⁶, 3) partilha de custos e benefícios pela eliminação do excesso de capacidade; 4) necessidade de possuir uma linha produtiva mais completa de modo a garantir competitividade; 5) necessidade de partilhar o risco e custos avultados no desenvolvimento de novas tecnologias; 6) resposta ao mercado global; 7) resposta à desregulação; 8) resposta às alterações tecnológicas; 9) concentração das energias e *focus* dos gestores; 10) resposta à consolidação da indústria; 11) pressão dos accionistas (atitude activa) para o aumento do seu valor; 12) receptividade de equity e debt markets a avultadas transacções estratégicas; 13) redução da resistência dos gestores às *takeovers*; 14) negligência das altas taxas de falhanços das F&A; 15) integração como meio de possuir as matérias-primas necessárias de modo a controlar a sua distribuição (Lipton, 2006, p.14).

Em suma, os factores exógenos apontados que podem potenciar ou não as transacções, isto é, o seu sucesso ou insucesso (ambiente económico) não estão sob o controlo dos gestores das empresas adquirente (e.g. o crescimento económico do país e "força " do mercado de capitais e força da moeda (taxas de câmbio)) (Wübben, 2007).

3.4. QUESTÕES RELACIONADAS COM O DESEMPENHO DAS OPERAÇÕES DE F&A

As F&A, são actualmente um fenómeno sistematicamente estudado sob diversos prismas (e.g. impacto nas empresas *bidder* e *target*, vagas de fusões; motivação para adoptarem esta estratégia, entre outros). É razoável assumir que estas operações atingiram uma magnitude extraordinária e que vão continuar a ser tema em debate pela comunidade científica.

Para Frantslikh (2005, p.5), as empresas encontram-se inseridas num mercado nacional e internacional cada vez mais competitivo, resultado da globalização e do crescimento económico. Este ambiente orienta as empresas a perseguirem um objectivo, a de serem os melhores do

⁴⁶ "sharing the benefits of an improved operating margin through reduction of operating costs".

mercado e alcançarem este objectivo primeiro que os seus rivais, ou seja, “Às vezes, uma fusão ou uma aquisição simplesmente torna uma empresa maior, expande o seu *staff* e produção, e providencia mais recursos financeiros e outros recursos para a tornar no concorrente mais forte do mercado”.⁴⁷

Neste sentido Shimizu *et al.* (2004), declaram que as F&A são uma estratégia de expansão dos negócios, onde a globalização e progresso tecnológico são aspectos que contribuíram para a emergente popularidade das F&A.

No entanto, é necessário assinalar que este evento recentemente conquistou proporções que ultrapassam as barreiras nacionais, ou seja, as empresas neste momento vêm no mercado mundial uma oportunidade para diversificar os seus negócios. Assim sendo, presencia-se cada vez mais F&A do tipo *cross-border*.

De facto Shimizu, Hitt, Vaidyanath e Pisano (2004, p.348), argumentam que “...F&A *cross-border* são uma iniciativa estratégica crucial que envolve muitos desafios na economia global”⁴⁸, onde este interesse aumentou especialmente na 5.ª vaga de fusões.

Contudo, as transacções *cross-border* contêm potenciais riscos políticos, sobretudo nos países desenvolvidos, ou seja, “Qualquer transacção *cross-border* é acompanhada pela possibilidade de risco político, que pode ser definido como a potencial perda resultante de acções governamentais”⁴⁹ (Fisher & Inserra, 1998, p.428).

Wood e Porter (1998), indicam alguns indicadores presentes no insucesso das F&A. Estes autores acreditam que as empresas adquirentes não deram a relevância necessária a aspectos tais como, um profundo conhecimento do mercado em que pretendem entrar (incluindo as diferenças culturais); a utilização de recursos orientados para o processo de integração; as pessoas envolvidas neste processo; considerar a globalização na estratégia organizacional e não recorrerem a diferentes gestores em cada etapa do processo de aquisição (aptidões específicas dos gestores).

Marks e Mirvis (2011), acrescentam ainda que a empresa adquirente tem um típico comportamento que denomina por “*tunnel vision*”, isto é, o adquirente apenas tem em consideração os aspectos financeiros do acordo.

Lubatkin (1983, p.221), constatou que as F&A permitem uma adequação dos trabalhadores e gestores ao cargo que melhor utiliza as suas competências apesar de se verificarem também *downsizing*, em contrapartida a produtividade tem um acréscimo nos casos de aquisições parciais.

No entanto, o sucesso da fusão de empresas requiere uma integração e harmonização dos processos, ou seja, é necessário o alinhamento da estratégia e cultura de ambas as empresas envolvidas no processo (Sabrautzki, 2010).

⁴⁷ “At times, a merger or an acquisition simply makes a company larger, expands its staff and production, and gives it more financial and other resources to be a stronger competitor on the market”.

⁴⁸ “...cross-border M&A are a crucial strategic initiative involving many challenges in the global economy”.

⁴⁹ “Any cross-border transaction brings with it the possibility of political risk, which may be defined as the potential for loss resulting from arbitrary government action”.

Siegel e Simons (2010), consideram que os estudos baseados na performance possuem limitações, uma vez que, estes não têm em linha de conta a relação entre o capital humano e a real performance, além de que não têm em consideração os efeitos inerentes aos vários níveis da organização.

De acordo com Pasha (2010), as F&A são uma alteração muito significativa na vida das organizações e sendo estas constituídas por pessoas, considera necessário analisar o impacto destas operações na performance, motivação e satisfação dos colaboradores das empresas.

Assim, muitos casos de falhanços nestas operações derivam do facto da integração *post-merger* ser um aspecto subestimado (Sabrautzki, 2010).

Contudo é necessário considerar que as “Fusões e aquisições *cross-border* abrangem a maior parte do investimento estrangeiro directo...”⁵⁰ (Frantslikh, 2005, p.13).

Pasha (2010), verificou que a participação dos colaboradores Pós-Fusão/Aquisição influencia o crescimento e performance das organizações.

Por outro lado, as transacções bem sucedidas derivam de um ponto crítico, a integração e execução pós-fusão, ou seja, é necessário e relevante avaliar as F&A a longo prazo (resposta do mercado ao longo do tempo) (Mullin, Mullin & Mullin, 1995).

Schraeder e Self (2003), reconhecem que o conceito de fusões encontra-se reflectido na consolidação de duas empresas numa única organização, deste modo, torna-se claro que o aspecto cultural tem um papel fundamental no sucesso desta actividade. Assim sendo, surge um aumento do interesse pelo sistema legal e pelas implicações culturais emergentes destas operações.

Contudo, a complexidade do alinhamento das estruturas e culturas de ambas as empresas constitui um grande desafio (Sabrautzki, 2010).

Demers (1998, p.433), argumenta que “Claramente, o sucesso de uma estratégia global pode depender da gestão adequada dos recursos humanos”.⁵¹

Segundo Schraeder e Self (2003), o potencial de sucesso das F&A deriva de uma incorporação das estratégias num plano de integração por parte das empresas adquirentes. Estes autores, enunciaram assim algumas das estratégias que podem ser utilizadas pelas empresas, tais como a avaliação da compatibilidade das empresas; encorajar a participação dos colaboradores; gerir a transição através de formações e socialização; partilha de informação e encorajar a comunicação, entre outras.

Sabrautzki (2010), acrescenta que um aspecto que garante o sucesso consiste em preparar a integração o mais cedo possível, pois uma integração lenta custa dinheiro.

⁵⁰ “Cross-border mergers and acquisitions comprise a major part of the foreign direct investments...”

⁵¹ “Clearly, the success of a global strategy can depend on the proper management of human resource issue”.

Nesta linha de raciocínio Lubatkin (1983), acredita que quanto maior for a interligação entre a empresa adquirente e a empresa-alvo, melhor será a performance da empresa-alvo, ou seja, as estratégias de ambas as empresas devem ser congruentes para ocorrer o sucesso.

Pasha (2010), adiciona a necessidade da administração após o processo de F&A ter em linha de conta o aumento da satisfação e motivação dos colaboradores, sendo estes aspectos, os que desenvolvem nos colaboradores a necessidade de “vestirem a camisola” da empresa (através das suas políticas, sistemas de recompensas e condições de trabalho). De facto, “sem essas pessoas, não existe negócio”⁵² (Demers, 1998, p.433).

Wood e Porter (1998), apontam ainda alguns factores importantes na integração pós-fusão. Assim, esses factores estão relacionados com a experiência da empresa adquirente; considerar a integração como um objectivo por parte da empresa após a conclusão do negócio; a sensibilidade cultural e a lentidão da empresa adquirente em dar resposta a certos assuntos (e.g. a estrutura da nova organização, quais colaboradores irão manter o seu posto de trabalho).

De acordo com Demers (1998), as F&A internacionais têm vindo a presenciar um desenvolvimento estonteante onde o seu impacto financeiro e económico tem sido analisado à lupa. Dessa análise tem-se em linha de conta aspectos tais como a capacidade e facilidade produtiva, eficiência do sistema produtivo, entre outros, porém tem sido negligenciado um aspecto envolvido nestas operações, as pessoas.

Neste sentido, Schraeder e Self (2003), aferiram que existe uma lacuna por parte das organizações num momento pré-evento (pré-fusão) na avaliação da compatibilidade cultural entre as empresas.

No entanto, o risco de gestão acresce quando estamos perante transacções fora de fronteiras, isto é, as diferenças culturais aumentam a complexidade destas operações (Fisher & Inserra, 1998).

Assim sendo, “Em todos os acordos, locais ou *cross-border*, o risco de gestão é uma parte integral do processo de diligência e pode afectar materialmente o preço e a estrutura da transacção”⁵³ (Fisher & Inserra, 1998, p.421).

3.5. F&A E A SUA RELAÇÃO COM A TEORIA DA AGÊNCIA E CORPORATE GOVERNANCE

A teoria da agência e o *corporate governance* são dois conceitos interligados ao vasto mundo das F&A. Estes aspectos vão ser apresentados nesta secção, uma vez que, a premissa da criação de valor dos accionistas e o conflito de interesses entre estes e os gestores que, efectivamente controlam as empresas aparentemente influenciam a performance das F&A.

⁵² “without those people, there is no business”.

⁵³ “In all deals, local or cross-border, risk management is an integral part of the due diligence process and may materially affect the price and structure of the transaction”.

Campbell *et al.* (2009), expõem que as acções dos gestores nem sempre são as mais assertivas/adequadas para a maximização do valor para os accionistas, isto é, os interesses não estão alinhados.

Nesse sentido Fama (1980, p.289), argumenta que “A empresa é vista como um conjunto de contratos entre factores de produção, onde cada factor é motivado pelos seus próprios interesses”.⁵⁴

O estudo da teoria da agência torna-se, deste modo, fundamental na análise do comportamento organizacional, uma vez que esta teoria baseia-se na ideia de que os gestores perseguem os seus próprios interesses/objectivos e não os dos accionistas (Shleifer & Vishny, 1991).

Na mesma linha de pensamento considera-se que os “Os gestores têm uma inclinação natural para aumentar a dimensão da empresa porque uma empresa de grande dimensão proporciona-lhes mais visibilidade, poder e prestígio, maiores compensações, e maior segurança de emprego. Na ausência de controlo, os gestores tendem a desperdiçar os recursos das empresas em aquisições inúteis para atingirem os seus objectivos pessoais”⁵⁵ (Campbell *et al.*, 2009, p.2).

De facto, nos recentes anos são vários os acontecimentos relacionados com fraudes e escândalos das empresas (e.g. *Enron*; *World-com*), que têm vindo a enaltecer a preocupação para com as medidas de protecção dos gestores das empresas adquirentes e *outside directors* de potenciais *takeovers*. Assim sendo, considera-se que estas medidas de protecção poderão conduzir à manipulação dos resultados da empresa por parte dos gestores (Zhao, Chen & Yao, 2009).

Este comportamento e acontecimentos reforçam a premissa defendida por Smith (1776, pp.606-607), ao considerar que “Dos directores dessas empresas, contudo, sendo gestores do dinheiro de outras pessoas em vez do seu próprio, não pode ser esperado que eles o devam vigiar com a mesma vigilância ansiosa com as quais os parceiros numa coparceria privada frequentemente vigiam os seus próprios. Tal como o administrador de um homem rico, eles estão aptos para prestarem atenção a pequenas questões e não para a honra dos seus senhores, e muito facilmente dão a eles mesmos a dispensa de tê-lo de fazer. Nigligência e exuberância, por isso, devem sempre prevalecer, mais ou menos, na gestão de negócios dessas empresas”.⁵⁶

No entanto Jensen e Ruback (1983), acrescentam a dificuldade de aferir a avaliação dos custos resultantes dos conflitos entre gestores e accionistas, ou seja, existe uma dificuldade em saber e determinar com que informações-base partiu a tomada de decisão do gestor, se foram erros na avaliação das acções presentes no mercado ou mesmo identificar os benefícios adquiridos pelos gestores ao tomarem decisões (benefícios obtidos tendo em conta os seus interesses pessoais).

⁵⁴ “The firm is viewed as a set of contracts among factors of production, with each factor motivated by its self-interest”.

⁵⁵ “Managers have a natural inclination to increase firm size because a larger firm affords them more visibility, power and prestige, higher compensation, and greater job security. In the absence of monitoring, managers tend to waste corporate resources on unprofitable acquisitions to enhance their personal goals”.

⁵⁶ “The directors of such companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company”.

Como consequência, a dificuldade em controlar o comportamento dos gestores, torna-se acessível a estes apresentarem argumentos ao conselho de administração de que uma *takeover* hostil não vai de encontro com os interesses da empresa (Hanly, 1992).

É de referir ainda que a performance negativa das acções no período pós-fusão tem sido justificada através da teoria da agência (relação entre o principal-agente) (Yan, 2006, p.2).

Segundo Jensen e Ruback (1983), a ameaça de potenciais *takeovers* é um mecanismo de controlo externo que limita o comportamento dos gestores, contudo este mecanismo não pode ser encarado como uma garantia absoluta do alinhamento das acções dos gestores para a maximização dos proveitos dos accionistas (criação de valor).

Deste modo Manne (1965) citado por Zhao *et al.* (2009), reforça a ideia de que a actividade *antitakeover* consiste num meio utilizado para orientar o comportamento dos gestores.

Por outro lado Zhao *et al.* (2009), afirmam que as medidas *antitakeover* poderão conduzir e motivar os gestores a manipularem os lucros e deste modo os gestores, investidores e reguladores têm todo o interesse em conhecer os efeitos que estas medidas possuem na qualidade dos resultados financeiros.

Ao analisar (1997 e 2006) a relação entre os mecanismos internos e externos de *governance* da adquirente e os retornos supranormal, Campbell *et al.* (2009), verificaram que as medidas anti-aquisições são prejudiciais para os interesses dos accionistas das empresas que estão vulneráveis a um mercado de aquisições hostis.

Arnold e Parker (2009), ao examinarem o impacto do controlo externo relacionado com fusões levado a cabo neste caso em específico pelo OFT (*Office of Fair Trading*),⁵⁷ concluíram que a motivação fulcral para a ocorrência de fusões foi a sinergia, contudo, constataram que este “peso” diminui nos casos que foram mencionados para investigação por parte do OFT.

É de salientar contudo que, existem apoiantes da tese de que a protecção de *takeover* mitiga a manipulação de lucros ao contrário de outro argumento defendido de que “ Até ao ponto em que a manipulação de resultados permite que os gestores disfarçam os benefícios próprios à custa dos interesses dos accionistas”⁵⁸ (Zhao *et al.*, 2009, p.348).

Todavia, existe uma maior oportunidade de ocorrência de aquisições que promovem os interesses dos gestores em detrimento dos accionistas quando, nessa mesma empresa, existem muitas medidas anti-aquisições (Campbell *et al.*, 2009).

Deste modo Zhao *et al.* (2009), acrescentam que quando estamos perante uma *takeover* de sucesso é viável considerar a probabilidade dos directores responsáveis pela empresa-alvo serem

⁵⁷ O papel do OFT não se baseia na protecção dos accionistas de fusões prejudiciais, ou seja, não investigam fusões resultantes de *Hubris* ou *Managerialism* apesar de “... *Our findings suggest that, as a by-product, the competition regime may have this effect*” mas têm como intenção prevenir fusões que possam afectar o interesse público e que levem a uma perda de competitividade (Arnold & Parker, 2009, p. 227).

⁵⁸ “*To the extent that earnings manipulation allow management to disguise ill-gained private benefits at the expense of shareholder interests*”.

dispensados e como tal, esta ameaça sentida por estes directores incentiva-os a monitorizar e supervisionar de perto e com rigor as acções dos gestores.

Seguindo o mesmo raciocínio Arnold e Parker (2009, p.212), reforçam ainda que "o controlo externo da autoridade da concorrência nos casos de fusão influencia o comportamento e motivos dos gestores".⁵⁹

Além disso, Zhao *et al.* (2009) encontraram evidências⁶⁰ que vão de encontro com o argumento de que a existência de *staggered board's*⁶¹ mitiga os incentivos de manipulação de lucros levado a cabo pelos gestores, além de que mitiga manipulação de resultados e orienta as empresas a apresentarem relatórios financeiros com qualidade.

Em suma, "Os resultados sugerem que a protecção de *takeovers* mitiga a inclinação dos gestores para cederem a pressões de aquisições através da manipulação de resultados"⁶² (Zhao *et al.*, 2009, p.367).

Campbell *et al.* (2009), sugerem dois mecanismos para a protecção dos interesses dos accionistas. Um desses mecanismos está relacionado com a existência de um mercado de aquisições activo (*external corporate governance*), fomentado para controlar as empresas com baixa performance através de ameaças de aquisições hostis.

O segundo mecanismo apresentado com o intuito de controlar as acções dos gestores é o controlo interno, que diz respeito à "...dimensão e composição do conselho de administração, separação do papel de CEO de *chairman* do conselho de administração, posse por parte dos gestores e directores de acções, e estrutura de compensações de gestão"⁶³ (Campbell *et al.*, 2009, p.2).

Damiani & Pompei (2009), admitem que as F&A são assim consideradas uma estratégia valiosa que melhora a *corporate governance*⁶⁴ e as principais razões para a sua ocorrência estão ligadas ao facto de aumentar o poder de mercado das empresas, a sua eficiência e mitigar o impacto dos custos de transacção.

Assim, Rossi e Volpin (2004), ao analisarem estas operações (1990 e 2002) aferiram que um mercado activo em F&A provém de um regime de *corporate governance* com elevada protecção dos accionistas.

⁵⁹ "the competition authority's external monitoring of merger cases influence management behavior and motives".

⁶⁰ Zhao *et al.* (2009), estudaram a relação entre *staggered boards* e a manipulação de lucros como meio de alcançar protecção de *takeovers*, considerando que uma empresa que possua um *staggered board* poderá proteger as empresas de uma potencial *takeover*, quer esta seja, hostil ou uma *proxy contest*.

⁶¹ A presença de um *staggered board* reduz a potencialidade de *takeover* e, conseqüentemente a pressão exercida nos gestores para "inflacionarem" os lucros, isto é, "...nós descobrimos que as empresas com um conselho de administração fixo são mais prováveis que exagerem os resultados" (Zhao *et al.*, 2009, p.347). ("... We find that firms with *staggered boards* are likely to overstate earnings" (Zhao *et al.*, 2009, p.347)).

⁶² "The results suggest that takeover protection mitigates managers's inclination to ease takeover pressures through manipulating earnings".

⁶³ "... size and composition of the board of directors, separation of the roles of the CEO and chairman of the board, ownership of stock by managers and directors, and managerial compensation structure".

⁶⁴ Segundo Monks e Minow (1995, p.1), o *corporate governance* "É o relacionamento entre vários participantes na determinação da direcção e performance da empresa". ("It is the relationship among various participants in determining the direction and performance of corporation").

De facto, Sudarsanan e Mahate (2006) citados por Arnold e Parker (2009), declaram que presencia-se uma melhor performance pós-aquisição, nos casos em que as empresas adquirentes tenham um bom *corporate governance* (número de membros *board* externos).

Deste modo, os gestores são levados a agirem de acordo com os interesses máximos dos accionistas, uma vez que, quando estes não conseguem garantir os ganhos e a maximização do valor dos accionistas estes ficam sujeitos a ameaças externas, ou seja, “ O controlo de mercado de empresas é um dos mecanismos fundamentais para o *corporate governance*”⁶⁵ (Cole *et al.*, 2006, p.2).

Para Rossi e Volpin, (2004), a diferença existente na regulação entre os países tem impacto nas F&A, reforçando que estas ocorrem em maior número nos países com melhores normas contabilísticas e com uma maior protecção dos interesses dos accionistas.

Por outro lado, Martynova e Renneboog (2006), defendem que a localização da empresa-alvo é outro aspecto referido que influencia o *premium* pago nas *takeovers*, isto devido ao diferente nível de desenvolvimento do mercado de capitais e *corporate governance* do país.

Esta convicção é partilhada por Rossi e Volpin (2004), os quais consideram que as transacções *cross-border* têm um papel fundamental no *corporate governance* (melhoria do nível de protecção dos accionistas das empresas-alvo).

Estes autores, acrescentam ainda que, quando estas operações ocorrem num ambiente *cross-border*, as empresas-alvo são substancialmente de países com baixa protecção dos accionistas relativamente ao país adquirente.

Este pressuposto é congruente com o estudo de Anderson e Marshall (2007). Estes autores, ao analisarem a motivação na execução de uma *takeover* com base nas diferenças existentes na regulação de cada país, constataram que quando estamos perante um país considerado de pequena dimensão (mercado de capitais) este, estará mais vulnerável ao impacto do comportamento dos gestores da empresa adquirente (pouca regulação que protegem investidores).

Em conclusão, uma boa protecção dos accionistas está correlacionada com um mercado mais activo de F&A, isto é, presencia-se um maior número de acordos hostis nos países que possuem uma boa protecção dos accionistas, uma vez que, “...uma boa protecção dos accionistas minoritários torna o controlo mais contestável pela redução dos benefícios privados obtidos pelo controlo”⁶⁶ (Rossi & Volpin, 2004, p.278).

⁶⁵ “the market for corporate control is one of the fundamental mechanisms for corporate governance”.

⁶⁶ “... Good protection for minority shareholders makes control more contestable by reducing the private benefits of control”.

3.6. DETERMINANTES DA REACÇÃO DOS PREÇOS DAS ACÇÕES (EVENT STUDIES)

Nesta secção encontram-se descritos os determinantes com impacto na reacção dos preços das acções das empresas envolvidas nas F&A.

A avaliação do impacto de um acontecimento económico é uma tarefa delicada, no entanto pode-se recorrer aos dados disponíveis no mercado financeiro para calcular o impacto de um acontecimento específico (neste caso, a reacção do mercado de capitais aos anúncios de OPA's), através do valor da empresa (utilização do *Event Study*) (Mackinlay, 1997).

No entanto, os benefícios arrecadados pelas entidades envolvidas nas operações de F&A são aparentemente díspares.

Segundo Healy, Palepu e Ruback (1990), existe em consenso de que os accionistas das empresas-alvo beneficiam com estas operações. Estes autores acrescentam porém que os estudos focados nos preços das acções indicam que o valor combinado das empresas envolvidas (adquirente e alvo) apresenta um acréscimo (associado a sinergias ou ineficiências do mercado de capitais).

Na mesma linha de raciocínio Campa e Hernando (2004), concluíram que o retorno combinado dos adquirentes e alvo apresentam valores positivos.

De salientar que Rodrigues (2001), ao analisar o retorno total das OPA's nos casos em que ambas as empresas estavam cotadas (agregado), verificou a existência de um resultado positivo na janela temporal (-20;+20), entre os 2% e os 3%.

Contudo, Campa e Hernando (2004) argumentam que os accionistas das empresas-alvo obtêm retornos positivos enquanto, que do ponto de vista dos accionistas das empresas adquirentes é inconclusiva, pois parte dos estudos efectuados apresentam retornos supranormais cumulativos negativos ou zero ou em alguns casos retornos positivos mas pouco significativos.

Nesse sentido também Rodrigues (2001), constatou que os ganhos obtidos pelos accionistas das empresas adquirentes têm uma tendência negativa (apesar de ser indistinguível de zero).

Por outro lado Agrawal e Jaffe (1999), referem que a maioria das investigações que envolvem as *takeovers* aponta para um retorno supranormal médio positivo para os accionistas das empresas-alvo.

Esta convicção é partilhada por Rodrigues (2001), ao verificar que o ganho dos accionistas da empresa-alvo (metade desse ganho obtido num período (-20;+20)) foi aproximadamente 18% sobre o valor de mercado da empresa.

Para Eije e Wiegerink (2010), existe uma maior possibilidade dos accionistas obterem retornos superiores nos países emergentes do que obteriam ao optarem pelo anúncio de aquisições em economias desenvolvidas. A razão deste facto, encontra-se relacionada com o custo de capital,

uma vez que, este é mais barato nos países em desenvolvimento (as empresas-alvo têm acesso a capital barato).

Gondhalekar *et al.* (2002), avançam uma potencial explicação para as empresas adquirentes estarem dispostas a pagar montantes elevados para adquirir a empresa visada.

De facto, as empresas adquirentes que apresentam elevado *free cash flow* tendem a pagar mais para conseguir obter a empresa-alvo, isto é, os gestores utilizam o *free cash flow*, com o intuito de conseguir atingir os seus interesses (e.g. prestígio adquirido por gerir empresas de grande dimensão). Estes autores, concluíram assim que "...a decisão de efectuar uma fusão não é meramente um exercício de previsão de *cash flow* pelos adquirentes, mas envolve também efeitos de agência importantes"⁶⁷ (Gondhalekar *et al.*, 2002, p.19).

Deste modo, as "Aquisições são uma maneira dos gestores gastarem *cash flow* em vez de os pagarem aos accionistas"⁶⁸ (Jensen, 1988, p.34)

Por fim Rodrigues (2001, p.180), finaliza que "Globalmente, estes resultados apontam para que as OPA's tenham sido, no período estudado, um importante instrumento de criação de valor no mercado de capitais português".

Alguns autores (e.g. Rodrigues, 2001; Martynova & Renneboog, 2006), apontam alguns determinantes com influência nos retornos auferidos pelos accionistas nas empresas envolvidas nestas actividades.

Martynova e Renneboog (2006), investigaram e esperavam explicar a variação do valor dos accionistas nas *takeovers* que envolviam empresas europeias entre 1993 a 2001 (*takeovers* domésticas e *cross-border*).

Os factores considerados por estes autores para análise estavam relacionados com a influência do tipo de *takeover*, podendo ela designar-se por fusão ou *tender offer*; a atitude dos adquirentes, podendo ser de carácter amigável ou hostil; o método de pagamento (numerário; acções ou um *mix* dos dois géneros); estatuto legal de empresa-alvo, designadamente pública ou privada; estratégia da *takeover* podendo ser *focus* ou por diversificação e a origem legal da empresa adquirente e empresa-alvo.

Para Rodrigues (2001), um dos determinantes explicativos do CAR obtido pelas empresas envolvidas encontra-se relacionado com a experiência do adquirente. Contudo, ao contrário do que se esperava este autor encontrou evidências de que a experiência do adquirente não foi uma vantagem (retorno negativo para a empresa adquirente), apontando como justificação o facto de se tratar de um processo complexo como consequência das constantes aquisições executadas anteriormente).

Saari (2007), considerou como determinante a dimensão da empresa-alvo e da adquirente. Assim, encontrou evidências de este determinante possui um papel relevante para explicar os retornos

⁶⁷ "... the decision to merge is not merely an exercise in cash flow forecasting by the acquirer, but involves important agency effects as well".

⁶⁸ "Acquisitions are one way managers spend cash flow instead of paying it out to shareholders".

obtidos pela fusão, estando este aspecto, no entanto também relacionado com o meio de pagamento.

Seguindo a mesma linha de pensamento, Rodrigues (2001), considerou a dimensão relativa do adquirente e alvo (na amostra obtida no mercado português, as empresas são maioritariamente maiores do que as empresas-alvo, logo considera que os CAR's relacionados com este determinante seja negativo).

De acordo com Martynova e Renneboog (2006), constataram que um dos determinantes com influência no preço das acções está relacionado com o facto de se tratar de uma aquisição hostil ou amigável (retorno superior em F&A de carácter hostil).

Demidova (2007), acrescenta que as análises efectuadas nos Estados Unidos da América e na União Europeia demonstram que as *takeovers* hostis são mais favoráveis, ou seja, existe criação de mais valor do que se obteria numa aquisição amigável.

Em consonância com essa preposição Rodrigues (2001), acredita que o carácter da aquisição do tipo hostil fomenta retornos positivos. Assim sendo, apurou no seu estudo que as aquisições de carácter hostil proporcionaram um acréscimo de valor apesar dos accionistas das empresas adquirentes saírem penalizados.

Um outro determinante apontado por Martynova e Renneboog (2006), está relacionado com o facto dos gestores da empresa adquirente possuírem *large equity stakes*, ou seja, se estes não possuírem *equity* emergem os problemas de agência (desconto no preço das acções, isto é, a reacção nos preços das acções da empresa adquirente é inferior). Estes autores, justificam este aspecto pelo facto dos accionistas das empresas adquirentes acreditarem que os gestores com pouca participação nas acções da empresa dão maior relevância às estratégias de crescimento em detrimento da maximização do valor dos accionistas.

O facto de presenciarem-se uma participação prévia do adquirente no capital do alvo, favorece a capacidade negocial e como tal, esta participação é mais favorável para os accionistas da adquirente (Rodrigues, 2001).

Com base no estudo⁶⁹ de Farinha e Miranda (2003, p.42), estes constataram que a existência de accionistas e *takeholders* na empresa-alvo tem influência nos retornos da empresa adquirente e alvo.

Rodrigues (2001, p.165), considera que a imposição legal; autorização administrativa; controlo de concentração; sucesso e nacionalidade da empresa adquirente têm impacto nos retornos. De facto, acredita que a imposição legal impõe um grau de incerteza quanto ao seu desfecho (sucesso de OPA) e que (“...as OPA's lançadas por imposição legal têm um impacto negativo sobre o CAR de todos os intervenientes”).

Outro aspecto mencionado como determinante com influência no preço das acções está ligado ao facto de “adquirir empresas para aplicação de excedentes de tesouraria destrói valor, pois

⁶⁹ Farinha e Miranda (2003), analisaram o fenómeno das F&A, entre 1989 e 2001, que ocorreram em Portugal (mercado emergente).

normalmente o valor pago é exagerado⁷⁰ (Martyniva & Renneboog, 2006, p.9). Deste modo, os ganhos obtidos pelos accionistas resultantes de fusões, deverão aparecer reflectidas no *cash flow* das empresas (Andrade *et al.*, 2001).

As *takeovers* ou mega acordos, visam o crescimento das empresas e tal actividade exige a contracção de elevados financiamentos para o alcance desse objectivo (através de numerário; acções ou a sua combinação) (Martynova & Renneboog, 2006).

Assim, o meio de pagamento, ou seja, as OPA' s baseadas em financiamentos através de numerário suscita retornos superiores para os accionistas das empresas envolvidas do que se verificaria em aquisições com financiamento através de acções (Martynova & Renneboog, 2006).

Este determinante é também considerado por Rodrigues (2001), ao admitir que o retorno obtido pelos accionistas da empresa-alvo é superior quando estamos perante aquisições com numerário.

Para Asquith, Bruner e Mullins (1990), os retornos obtidos pela empresa adquirente são positivos quando o meio de pagamento utilizado é em numerário e negativo quando estamos perante ofertas de aquisição baseadas em pagamento por acções.

Chevalier e Redor (2006), expuseram duas hipóteses explicativas para a escolha do tipo de pagamento levado a cabo nas F&A: i) a hipótese da informação assimétrica⁷¹ (parte do pressuposto que os gestores das empresas envolvidas nesta estratégia não possuem a mesma informação acerca do valor da empresa) e ii) a hipótese da tributação (está relacionada com a vantagem obtida ao decorrer à tributação da acção e às desvantagens em simultâneo pela utilização do numerário e vice-versa).

De facto Chevalier e Redor (2006, p. 3), reforçam que se uma das partes "...fechar um acordo com outro agente que tem mais informação que ele, um agente não informado tem de enfrentar problemas de selecção adversa porque ele não sabe se o outro agente tem informação positiva ou negativa".⁷²

Segundo Mullin *et al.* (1995), o mercado apresenta reacções mais favoráveis quando estamos perante transacções baseadas em dinheiro do que no caso contrário, isto é, quando estamos perante financiamento por acções, isto quer a curto como a longo prazo. Estes autores, apontam duas potenciais explicações para esta constatação, uma delas está relacionada com a ideia de que quando se efectua aquisições financiadas com dinheiro, demonstra e transparece para os investidores que a empresa adquirente tem capacidade para repor o seu *cash balance*.

⁷⁰ "acquiring firms with excess cash destroy value by overbidding".

⁷¹ O modelo baseado na hipótese da informação assimétrica parte do princípio que existe uma diferença de conhecimentos detida pelos gestores e os restantes agentes que actuam no mercado. Assim, esta hipótese assenta no facto dos gestores possuírem informação privada acerca do valor das acções e oportunidades de investimento que não são acedidas pelos outros utilizadores de informação (Chevalier & Redor, 2006).

⁷² "...strikes a deal with an another agent having more information than him, a non informed agent have to face to heavy adverse selection problems because he does not know if the other agent has positive or negative information".

Um outro aspecto considerado está relacionado com a “pressão para restituir este débito que pode fornecer um incentivo significativo para realizar sinergias e para gerir mais de perto o processo de integração da fusão”⁷³ (Mullin *et al.*, 1995, p.85).

Uma característica importante para o sucesso das F&A está relacionada com o facto de estas actividades serem focadas ou diversificadas (Mullin *et al.*, 1995).

Dito isto, Jensen (1986), considera que o maior benefício de fusões por via diversificação consiste no facto de existir um menor desperdício de recursos do que se verificaria em investimentos em projectos a nível interno (não lucrativos).

Por outro lado, Rodrigues (2001), argumenta que as aquisições de natureza horizontal permitem uma maior probabilidade de obtenção de ganhos de eficiência, poder de mercado e um menor risco de perda de controlo, isto é, considera que as partes envolvidas adquiram ganhos positivos. Contudo, os resultados da sua análise apontaram um retorno inferior ao esperado para os accionistas da empresa (aquisições de natureza horizontal).

Todavia, as aquisições tendem a ser mais agressivas/hostis quando estamos em segmentos de actividade diferentes. Além disso, as aquisições por via de diversificação são impulsionadas por motivos relacionados com a maximização do lucro dos accionistas (Martynova & Renneboog, 2006).

Kaplan e Weisbach (1992), ao analisarem as operações de aquisições, no período compreendido entre 1971 e 1982, concluíram que não tinham obtido uma forte evidência de que, as aquisições diversificadas alcancem um nível de sucesso inferior às aquisições entre empresas do mesmo sector de actividade.

Martyniva e Rennebbog (2006), acrescentam ainda que na década de 90 verificou-se muitas operações de F&A entre empresas do mesmo sector de actividade, o que confirma a tese de que, um dos objectivos que incentivam as empresas a participar em F&A do tipo *cross-border* estão relacionadas com a expansão internacional dos negócios.

Contudo Mullin *et al.* (1995), consideram que as aquisições *focused* têm um maior potencial de serem bem sucedidas, uma vez que, é mais fácil adquirir sinergias quando estamos perante uma operação entre empresas do mesmo sector. Todavia, estes autores acentuam o facto de ser da extrema importância uma integração e execução pós-fusão de sucesso que, são mais facilmente transponíveis em aquisições entre empresas da mesma indústria do que entre empresas completamente antagónicas (por questões culturais e sociais).

⁷³ “pressure to repay this debt can provide a significant incentive to realize synergies and to closely manage the merger integration process”.

**CAPÍTULO IV- EFEITOS DAS OPA' S NO MERCADO BOLSISTA
PORTUGUÊS: ENQUADRAMENTO E ANÁLISE EMPÍRICA**

4.1. A EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO MERCADO DE CAPITAIS PORTUGUÊS

A relevância dos mercados de capitais tem vindo a ganhar cada vez maior destaque no nosso dia-a-dia. Reconhecendo que um mercado de capitais activo é favorável à ocorrência de transacções, tais como as F&A torna-se imperativo compreender a evolução histórica do mercado de capitais português.

O início do mercado de capitais em Portugal remonta ao ano de 1769 com a instalação da Bolsa de Lisboa (Assembleia dos Homens de Negócios). Posteriormente surgiu a Bolsa do Porto no ano de 1891 (NYSE, 2010).

No entanto, face ao contexto político vivenciado em 1974 (em 25 de Abril deu-se a revolução) deu-se ao encerramento de ambas as bolsas de valores, sendo apenas reabertas de novo dois anos após esse acontecimento.

No início de 1999 as operações no mercado de valores (cotações, negociação, difusão de preços) passam a ser efectuadas em euros para dar resposta à necessidade de integração e internacionalização do mercado e, nesse mesmo ano ocorreu a fusão entre a bolsa de Lisboa com a do Porto dando deste modo origem à BVLP (Bolsa de Valores de Lisboa e Porto).

Com o contínuo desenvolvimento e internacionalização dos mercados financeiros tornou-se necessário mitigar as barreiras nacionais e proceder à melhoria dos serviços prestados aos seus utilizadores. Nesse sentido, em 2002 surge a *Euronext Lisbon* com a aquisição da BVLP pela *Euronext N.V.* que veio aprofundar a integração do mercado português a nível europeu.

A *Euronext Lisbon* tem como principal índice de referência o PSI-20 que é constituído pelas 20 maiores empresas cotadas em bolsa.

Actualmente a *Euronext Lisbon* pertence ao NYSE Euronext Group pela fusão do *Euronext* com a NYSE ocorrida em 2007. Assim sendo, o NYSE Euronext Group é constituído pelas bolsas de Lisboa; Paris; Bruxelas e Amesterdão.

4.2. ENQUADRAMENTO JURÍDICO DO PROCESSO DE UMA OPA EM PORTUGAL

Diariamente os accionistas e gestores de organizações, sejam estas cotadas ou não em bolsa, na procura da obtenção dos seus objectivos tomam decisões estratégicas que podem ter como consequência alterações na estrutura accionista e do capital.

As OPA' s são um claro exemplo dessa situação vivenciada pelas empresas (pode ser considerado como um dos seus maiores eventos) onde Ribeiro (2001, p.53) reforça que “As

ofertas públicas de aquisição (OPA) e de troca (OPT) são operações realizadas em mercados de valores mobiliários e constituem um instrumento precioso para a realização de F&A”.

O Código das Sociedades Comerciais (CSC) define ocorrer uma fusão entre sociedades quando “duas ou mais sociedades ainda que de tipo diverso...”, se transformem numa só sociedade (art. 97.º do CSC).

Este mesmo artigo acrescenta ainda que uma fusão pode ocorrer através de uma transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra; através da “constituição de uma nova sociedade para a qual se transferem globalmente os patrimónios das sociedades fundidas...” (art. 97.º, n.º 4 do CSC).

No entanto é imprescindível definir o que são sociedades abertas, requisito essencial que permite o direito à sua aquisição. O artigo 13.º, n.º 1, estabelece que uma sociedade aberta consiste em sociedades emittentes de acções que estejam ou que estiveram cotadas no mercado regulamentado português (*Euronext Lisbon*) (alínea c do CVM).

No entanto pode verificar-se a perda da qualidade de sociedade aberta quando ocorre uma OPA, do qual resulta a detenção de mais de 90% dos direitos de voto por parte de um accionista e esta é publicada pela CMVM (arts. 27.º e 29.º do CVM).

De facto é razoável assumir que estas decisões implicam a existência de operações especiais em bolsa que necessitam da intervenção e supervisão de entidades reguladoras (CMVM⁷⁴), ou seja, existe a necessidade do mercado ter conhecimento da existência destas decisões e que os interesses dos accionistas minoritários sejam salvaguardados.

O artigo 212.º, n.º1 remete-nos para a existência de uma entidade⁷⁵ (*Euronext Lisbon*) onde esta tem o dever de prestar informação ao público acerca de entre outros, quais os instrumentos financeiros admitidos para negociação e as operações ocorridas e seus respectivos preços (alíneas a e b do CVM).

Estas operações tal como foi referido anteriormente tem implicações no controlo accionista da organização, visto a entidade interessada em adquirir a empresa-alvo recorre ao aliciamento dos accionistas detentores das acções da empresa-alvo com o intuito de angariar o controlo accionista da empresa através do pagamento de um prémio acima do valor transaccionado em bolsa (*goodwill*⁷⁶).

O artigo 8.º da Lei n.º 18/2003 de 11 Junho 2003 determina que estamos perante uma situação de controlo quando existe a possibilidade de influenciar de forma isolada ou em conjunto na actividade de uma determinada empresa, isto é, “aquisição da totalidade ou de parte do capital

⁷⁴ Em Portugal, a supervisão e regulação dos mercados de capitais está a cargo da CMVM, organismo independente e autónomo que actua com a finalidade de acompanhar a actuação das entidades com o objectivo de detectar actos ilícitos; detectar infracções; difusão de informação acerca da actuação das entidades e fiscalização do cumprimento das regras (CMVM, 2010).

⁷⁵ Este dever não se restringe apenas ao *Euronext Lisbon*, outra entidade dotada deste dever é a CMVM.

⁷⁶ “Numa operação de aquisição de uma empresa, o termo *goodwill* designa o montante pago acima do somatório do valor de mercado dos diferentes activos da empresa adquirida. Traduz o diferencial de valor que resulta de manter a empresa intacta e em actividade, por oposição à venda separada dos seus activos. Contabilisticamente, o valor do *goodwill* é considerado uma imobilização incorpórea, equivalente a um *trespasse*” (Dathis, 2010).

social; aquisição de direitos de propriedade, de uso ou de fruição sobre a totalidade ou parte dos activos de uma empresa; aquisição de direitos ou celebração de contratos que auferam uma influência preponderante na composição ou nas deliberações dos órgãos de uma empresa”.

Em Portugal, o Código dos Valores Mobiliários é responsável pela determinação da conduta no mercado financeiro através da exposição de um conjunto de regulamentos que garantem a transparência no mercado e protecção dos accionistas.

O art. 145.º-A do CVM declara esta afirmação ao considerar a CMVM como a autoridade competente na supervisão das OPA's que possuam como objecto valores mobiliários emitidos por sociedades portuguesas que estejam ou não admitidos à negociação em mercado regulamentado, isto é, cotadas ou não em bolsa-*Euronext Lisbon*.

Reconhecendo que “São mercados regulamentados os sistemas que, tendo sido autorizados como tal por qualquer Estado membro da União Europeia, são multilaterais e funcionam regularmente a fim de possibilitar o encontro de interesses relativos a instrumentos financeiros com vista à celebração de contratos sobre tais instrumentos” (art. 199.º, n.º1 do CVM).

Dado que com o actual estudo pretendemos explorar mais detalhadamente as OPA's, é necessário esclarecer alguns procedimentos (ver anexo I e quadro 1) e características presentes nestas operações. Assim a própria determinação do conceito de OPA torna-se primordial para o seu absoluto esclarecimento, onde podemos considerar como propostas efectuadas por uma determinada organização ou pessoa singular sobre um determinado conjunto de conjunto de valores mobiliários que se encontram na posse do destinatário a quem se destina a proposta.

O Dathis (2010), base de dados gerida pela *Euronext Lisbon*, intitula as OPA's como sendo uma “proposta de aquisição lançada por um oferente (pessoa (s) singular (es) ou colectiva (s)), em determinadas condições, de um conjunto de valores mobiliários (acções, obrigações e outros valores convertíveis em acções ou que confirmam o direito à subscrição de acções) detidos pelos respectivos destinatários da oferta (titulares dos valores mobiliários em causa)”.

No que respeita a esta actividade, está solidamente definido que os envolvidos nestas operações (oferente, visada, accionistas e titulares de órgãos sociais) devem manter segredo quanto a esta operação até ser publicado o seu anúncio preliminar pela CMVM (art. 174.º do CVM). Apesar de este detalhe encontrar-se bem assente é comum verificar-se a presença de *insider trading* no mercado de capitais (e.g. Keown & Pinkerton, 1981), aspecto também encontrado no mercado português por Rodrigues (2001).

O artigo 114.º, n.º 2 do CVM, expõe que as OPA's estão sujeitas a aprovação e registo prévio na CMVM sendo comunicada a aprovação do prospecto no prazo de 8 dias (art. 118.º, n.º 1, alínea a) do CVM).

Após a publicação do anúncio preliminar da OPA pode ocorrer uma oferta concorrente contudo a contrapartida proposta não pode ser inferior à antecedente (deve ser pelo menos superior em 2% do seu valor) e não podem incidir sobre uma quantidade de valores mobiliários inferiores ao seu antecedente (art. 185.º, n.ºs 4 e 5 do CVM).

A empresa adquirente numa OPA ao comunicar o seu propósito deve ter em consideração o conjunto de acções que irão fazer parte da proposta, pois as acções detidas anteriormente pela empresa adquirente serão consideradas como detentoras de direitos de votos.

Esta matéria encontra-se regulamentada no artigo 20.º, n.º 1 do CVM, onde está estipulado que o direito de voto além de ser obtido pela titularidade do participante através das acções na sociedade, como também poderá adquirir esta capacidade quando as acções estão detidas por terceiros mas que estejam sob responsabilidade do participante ou ainda quando o participante alcance este direito através de um acordo celebrado com os titulares dessa sociedade (alíneas a) e e) do CVM).

No que concerne ao anúncio de lançamento propriamente dito, o artigo 183.º-A do CVM aborda aspectos indispensáveis na sua realização. No âmbito deste artigo as OPA's devem ser divulgadas descrevendo alguns pontos relevantes tais como a identificação e sede dos intermediários, do oferente e alvo; o tipo de oferta; a quantidade de valores mobiliários sujeitos à oferta; o prazo da oferta; o preço; a natureza e condições de pagamento, podendo no entanto ser revista até 5 dias antes do fim do prazo da oferta (revisão do montante e natureza) (art. 184.º, n.º1 do CVM).

Por outro lado o prospecto das OPA's deve conter informações tais como a contrapartida oferecida, a quantidade de valores mobiliários que se propõe a adquirir; a percentagem dos direitos de voto que possui sob a sociedade visada; acordos existentes; o modo de pagamento da contrapartida e as intenções da empresa adquirente quanto ao futuro da empresa visada (quanto à continuidade ou modificação da actividade empresarial) (art. 138.º do CVM).

A realização de qualquer oferta pública está sujeita à prévia selecção do tipo de pagamento por parte da empresa adquirente, onde esta escolha tal como foi referido anteriormente produz consequências no retorno obtido pelos accionistas.

Este aspecto está exposto no artigo 177.º n.º1 do CVM, onde está descrito que a contrapartida pode ser efectuada sob a forma de numerário, em valores mobiliários emitidos ou que ainda serão emitidos ou ser um misto destas duas modalidades.

É importante esclarecer que a oferta pública de aquisição pode torna-se do tipo obrigatório. Encontra-se estabelecido no artigo 187.º, n.º 1 do CVM um dever de lançamento de OPA's quando a participação numa sociedade aberta ultrapassa, directa ou sob o artigo 20.º, n.º1; 1/3 ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social.

Nos casos em que após ter ocorrido a OPA o oferente adquirir pelo menos 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital, pode exercer o direito de adquirir as restantes acções nos 3 meses seguintes. Neste contexto a decisão de aquisição potestativa deve ser enviado para a CMVM para o seu devido registo e publicação desse mesmo anúncio preliminar (art. 194.º, n.ºs 1 e 3 do CVM).

Em jeito de súmula podemos aferir que esta actividade tem especial ênfase na valorização das acções que estão afectas ao anúncio (OPA), porém este acréscimo de valor está relacionado com o montante oferecido como contrapartida pela empresa adquirente.

Atendendo todavia que nos casos em que os accionistas considerem o preço oferecido injusto, este mesmo valor é ultrapassado potenciando a revisão da oferta ou aparecimento de uma nova OPA, a intitulada “contra OPA”. Após ultimado o negócio a tendência do preço dessas acções é a sua desvalorização, característica mais afincada nos casos de aquisições potestativas sendo assim mais vantajoso para os accionistas procederem á venda das acções uma vez que estas deixam de ter relevância e interesse em termos bolsistas podendo mesmo ocorrer a perda da qualidade de sociedade aberta (empresa-alvo), ou seja, as acções deixam de estar admitidas no mercado de valores.

4.3. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

As empresas com o intuito de garantir a optimização dos seus conhecimentos e competências assumem táticas com a finalidade de “combater os seus concorrentes”, sendo uma das mais populares as F&A (Frantslikh, 2005).

Contudo, também a performance da economia tem impacto nos inúmeros negócios e nas decisões, onde se incluem actividades como F&A e, como tal, produz efeitos no valor obtido pelos accionistas (sensibilidade ao ciclo económico) (Tse & Soufani, 2001).

Mackinlay (1997), considera que avaliar o impacto de um acontecimento económico é uma tarefa complicada, no entanto pode-se recorrer aos dados disponíveis no mercado financeiro, para calcular o impacto de um acontecimento específico (neste caso, a reacção do mercado de capitais aos anúncios de OPA's), através do valor da empresa (utilização da metodologia *Event Study*).

Este assunto tem sido largamente estudado e esmiuçado por um conjunto de estudos empíricos, uma vez que estas operações influenciam os vários agentes económicos (e.g. accionistas; gestores; trabalhadores; entre outros), sendo a metodologia mais recorrente os *Event Studies* sobre cotações arrastadas, tal como referido extensamente por diversos autores, tais como Mackinlay (1997) e Rodrigues (2001).

Esta metodologia permite averiguar o retorno inesperado obtido pelo accionista aquando do anúncio público da transacção nos momentos imediatamente anteriores e posteriores a este acontecimento, partido do pressuposto central de que os preços das acções reflectem no momento todos os futuros *cash flow* (Wübben, 2007).

Bartholdy, Olson e Peare (2007) acrescentam que os *Event Studies* são uma técnica largamente utilizada nas áreas das finanças e contabilidade na detecção das alterações nos preços de determinadas acções, num período em específico onde ocorreu um determinado evento.

A metodologia *Event Study* apesar de ser amplamente aceite na área das finanças é criticada por muitos economistas cépticos acerca dos pressupostos baseados na capacidade dos mercados eficientes poderem antecipar os efeitos das fusões (Duso, Gugler & Yurtoglu, 2010).

Efectivamente, o sucesso da proliferação desta metodologia pode ser atribuído a vários aspectos, porém têm sido apontadas várias falhas nesta metodologia, entre elas o facto de esta metodologia não conseguir distinguir os efeitos de outros eventos que possam ocorrer no período em estudo (e.g. anúncio de distribuição de dividendos; alteração de executivos-chave) ou, porque este método assume que o mercado de capitais não obtém a informação acerca da iminência desta transacção antes de ela ser anunciada (Wübben, 2007).

O comportamento dos preços das acções e os mercados de capitais têm sido extensivamente analisado nos mercados bem desenvolvidos, contudo existe uma lacuna destes estudos nos mercados emergentes (Mollah & Mobarek, 2009).

Verifica-se porém que o grau de integração dos mercados emergentes nos mercados de capitais desenvolvidos têm vindo a aumentar, existindo no entanto características presentes nos mercados emergentes que diferem dos detectados nos mercados bem desenvolvidos (Siriopoulos, Tsotsos & Karagianni, 2001).

Estes autores consideram que nos mercados emergentes existe um maior risco e assim sendo quanto maior o risco, maior o retorno dos investidores. Associam deste modo três factores ao risco elevado: (1) alterações inesperadas das condições macroeconómicas; (2) imprudentes *debt structures*; (3) rápidas alterações do enquadramento onde o sector financeiro opera.

Contudo, o facto de esta metodologia ser geralmente aceite pelos académicos deve-se, segundo Wübben (2007), aos seguintes aspectos: este mecanismo é de fácil implementação/execução; ser orientada para o futuro (utilização de futuros *cash flows* esperados); recorrer aos preços das acções (evita possíveis problemas pela contaminação obtida nas demonstrações financeiras, isto é, aplicação de diferentes medidas); os dados do mercado de capitais são públicos permitindo as análises empíricas; está orientada para dados relacionados com o mercado de capitais e finalmente como os retornos supranormais são calculados, estes não são enviesados pela sensibilidade da indústria.

Este autor acrescenta ainda que para a realização desta metodologia é necessário proceder a quatro passos, sendo eles: i) definição do “dia do evento” e a *event window*; ii) cálculo dos retornos esperados das acções obtidos na *event window* considerada para estudo partindo do pressuposto que o anúncio não ocorreu; iii) cálculo do retorno supranormal (AR); iv) avaliação do significado estatístico dos retornos supranormais.

4.3.1. *Event Studies*

Os *Event Studies* têm sido utilizados para analisar aspectos relacionados com as empresas (e.g. alterações na distribuição dividendos; emissão de acções); actividades empresariais (e.g. anúncios de fusões e *spinoff*; contratação e despedimentos de gestores de topo) e regulação (e.g. alterações na regulação dos bancos e alterações da regulação relativamente à poluição) (Campbell, Lo, & Mackinlay, 1997).

Peterson (1989), esclarece que o objectivo de um *Event Study* consiste em verificar se existe algum retorno supranormal numa determinada organização que esteja relacionada com um determinado evento. Acrescenta ainda esta metodologia permite analisar a resposta do mercado a um determinado acontecimento (pode ser observado no preço das acções num período próximo do evento).

Campbell *et al.* (1997), reforçam esta ideia ao afirmar que os *Event Studies* permitem verificar o efeito produzido no valor das acções provocado por um ou por um conjunto de eventos.

Um evento é assim considerado como qualquer alteração, desenvolvimento, anúncio que pode provocar uma alteração considerável no preço de uma determinada acção num determinado período, ou seja, está relacionado com a divulgação de informação para o mercado (Campbell *et al.*, 1997; Peterson, 1989).

Khotari e Warner (2006), acrescentam ainda que esta técnica possui um propósito relevante no mercado de capitais, ou seja, é um meio de testar a sua eficiência apesar dos inúmeros estudos baseados nesta metodologia não se terem alterado ao longo dos tempos, ou seja, continuam a focar a sua atenção nos retornos supranormais cumulativos num determinado período em que ocorre o evento e na média da amostra de acções.

Contudo apesar dos *event studies* ser uma técnica utilizada na análise do impacto das F&A no mercado de capitais, ou seja, aplicada na investigação na área de finanças e contabilidade, pode também ser empregada noutras áreas (Pautler, 2001; Mackinlay, 1997).

Rodrigues (2001), considera o “*Event Study*” uma metodologia adoptada no estudo de fenómenos como as F&A, método este que recorre às cotações das acções em bolsa, para retirar ilações acerca dos retornos auferidos pelos accionistas das empresas envolvidas nestas estratégias. Esta metodologia permite executar uma comparação entre os retornos obtidos pelos shareholders envolvidos nestas operações, aquando do momento do anúncio da intenção de aquisição, e o retorno que esses mesmos *shareholders* obteriam caso não ocorresse o anúncio.

Sabendo que um acontecimento/evento tem reflexo imediato no preço das acções é de considerar que após o anúncio de fusões o preço das acções rapidamente se ajusta a esta nova informação, incorporando deste modo, qualquer alteração no preço das acções (mercado de capitais eficiente) (Andrade *et al.*, 2001; Mackinlay, 1997).

Considerando a existência de evidências estatísticas, de que as fusões criam valor para os shareholders (análises executadas através de *event studies*), pode-se encontrar um *link* entre as condições prevalecentes na economia em que ocorrem estas operações e o valor obtido pelos shareholders, isto é, o ciclo de negócios tem impacto no nível de valor obtido pelos shareholders (Andrade *et al.*, 2001; Tse & Soufani, 2001).

Assim sendo, o *Event Study* é um método utilizado para determinar a reacção dos investidores, isto é, “O objectivo de um estudo de evento é averiguar os retornos supranormais das acções associados ao anúncio de um evento exógeno”,⁷⁷ sendo expectante obter um retorno supranormal positivo nos casos de fusões bem sucedidas (existe a criação de valor “... *in the eyes of investor*”), por outro lado, nas fusões fracassadas espera-se obter um retorno supranormal negativo, devido à destruição do valor esperado (Diepold, Feinberg, Round & Tustin, 2006, p.6).

Em suma, *Event Studies*, ou estudos de evento, é uma metodologia que se baseia na diferença do retorno obtido por determinados títulos aquando um acontecimento (anúncio de OPA's), denominado por R_{it} (retorno do título i no momento t) e o retorno que se obteria se não tivesse ocorrido esse anúncio (denominado por $E(R_{it})$) (Rodrigues, 2001).

Assim, com esta diferença obtemos o retorno supranormal ($AR_{it} - Abnormal Return$) conforme a equação [1]:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad [1]$$

Para a determinação do retorno obtido por determinado título, caso não houvesse o anúncio ($E(R_{it})$), isto é, na ausência da informação desta operação, recorre-se à informação existente nos retornos dos títulos em questão, num período denominado por *Estimation Window*. A *Estimation Window*, consiste no momento/período imediatamente anterior ao *Event Window*, sendo este o dia em que ocorre o anúncio (Rodrigues, 2001).

Esta metodologia parte do pressuposto de que o mercado de capitais é eficiente (as cotações das acções reflectem toda a informação disponível no mercado), além de que considera que o retorno de cada título (R_{it}) tem uma relação estável e linear com o retorno médio de mercado (R_{mt}). Assim sendo, uma técnica utilizada para determinar o retorno potencial de determinado título na ausência do anúncio é o *Market Model* ou Modelo de Mercado (Pautler, 2001; Rodrigues, 2001).

Deste modo, estima-se o modelo recorrendo aos retornos proporcionados pelos títulos da empresa e pelo índice de mercado, durante a *Estimation Window*.

Mackinlay (1997), afirma que para qualquer título o modelo de mercado é dado pela seguinte equação [2]:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i * R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

⁷⁷ “The goal of an event study is to measure the abnormal stock market returns associated with the announcement of an exogenous shock”.

Sendo o valor esperado e a variância dos erros obtidos da seguinte forma:

$$E(\varepsilon_{it}) = 0; \text{VAR}(\varepsilon_{it}) = \sigma^2 \varepsilon_{it} \quad [3]$$

Após a determinação dos parâmetros deste modelo, define-se o retorno supranormal proporcionado pelo anúncio, para cada um dos dias da *Event Window* através da estimação da equação [4]:

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i * R_{mt}) \quad [4]$$

Em seguida, procede-se ao cálculo dos retornos supranormais médios (AAR) para cada dia da *Event Window* e por fim, acumulam-se os retornos supranormais médios. Deste modo os retornos supranormais médios são obtidos através da equação [5]:

$$AAR_t = \frac{1}{N} * \sum_{i=1}^N AR_{it}; \text{VAR}(AAR_t) = \frac{1}{N^2} * \sum_{i=1}^N \sigma_{\varepsilon_i}^2 \quad [5]$$

Onde os retornos supranormais médios cumulativos (CAAR) e sua variância são obtidos pela equação [6]

$$CAAR_{(T1;T2)} = \sum_{i=1}^N AAR_i; \text{VAR}(CAAR_{(T1;T2)}) = \sum_{t=T1}^{T2} \text{VAR}(AAR_t) \quad [6]$$

Sendo:

T1: primeiro dia da *Event Window*

T2: último dia da *Event Window*

Para finalizar realizamos duas análises adicionais, o teste t (T_A) e o *sign test* (T_B) que se encontram expostos nas equações 7 e 8, respectivamente.

$$T_A = CAAR_{(T1;T2)} \sim N(0, \text{VAR}(CAAR_{(T1;T2)})) \quad [7]$$

$$T_B = \frac{S - 0,5n}{\sqrt{0,25n}} \sim N(0,1) \quad [8]$$

Rodrigues (2001), recorreu a estes dois testes no seu estudo com o intuito de verificar a normalidade dos retornos. Assim sendo, tal como este autor recorreremos ao teste T_A para estudar

se o evento altera os parâmetros do modelo de mercado. Com efeito, procedeu-se ao cálculo do teste t, onde a hipótese nula verifica se o CAAR é ou não nulo.

Adicionalmente, na equação 8 encontra-se exposto o teste *sign test*, que nesta dissertação corresponde ao T_B . A necessidade de calcular este teste tem em consideração a presença de *thin trading* nas operações estudadas, onde tal como foi mencionado por Rodrigues (2001) carece de uma confirmação dos resultados obtidos através de um teste não paramétrico. O *sign test* ou T_B , testa a hipótese nula de que a mediana dos CAR' s é nula.

De referir ainda que o n consiste no número de títulos e o S corresponde ao número desses títulos que possuíam CAR^{78} positivo.

4.3.2. Estimation Window

Na execução de um *Event Study* um passo necessário é a determinação da *estimation window*. Campbell *et al.* (1997) definem a *estimation window* como o período no qual os parâmetros irão ser estimados.

Mackinlay (1997, p.15) considera que é mais comum recorrer a um período anterior ao evento onde "...os parâmetros do modelo de mercado podem ser estimados ao longo de 120 dias..."⁷⁹ ressaltando que o período do evento não se inclui na *estimation window* de modo a garantir que o evento não influencie a performance dos parâmetros do modelo estimados.

Farinos, Herrero e Latorre (2010), desenvolveram em Espanha o seu estudo recorrendo a uma amostra de 260 anúncios de ofertas públicas de aquisição entre 1991 e 2006 usando uma *estimation window* de 100 dias, ou seja, (-125;-25) apontando como razão para esta escolha o facto dos 100 dias proporcionarem uma estimacão fiável.

Por outro lado, Tse e Soufani (2001) recorreram a uma *estimation window* com uma base mensal, ou seja, (-12;+3). O seu estudo iniciou-se um ano antes do anúncio tornar-se público até 3 meses após esse mesmo evento. Este facto deve-se à possibilidade de analisar e escrutinar detalhadamente os movimentos dos preços das acções antes do anúncio bem como as suas consequências no valor criado por esse mesmo acontecimento (+3 meses).

Tse e Soufani (2001) para determinarem a sua *estimation window* citaram Kennedy e Limmack (1996) que consideravam que os dados mensais recolhidos reduzem o número de problemas reconhecidos pelos que são baseados em dados diários.

⁷⁸ O CAR (*cumulative average return*) que corresponde ao cálculo sob uma perspectiva individual, ou seja, empresa a empresa é obtido através da equação:

$$CAR_{(T1;T2)} = \sum_{T=T1}^{T2} AR_i$$

⁷⁹ "... the market model parameters could be estimated over the 120 days...".

No entanto, vários estudos têm sido elaborados com base nas cotações diárias como por exemplo os estudos levados a cabo por Schwert (1996); Farinha e Miranda (2003); Anderson e Marshall (2007) e Cole *et al.* (2006).

Schwert (1996) no seu estudo efectuado entre 1975 e 1991 com base nas fusões e aquisições bem e mal sucedidas (1814 casos), recorreu a uma *estimation window* de 253 dias (-379;-127), isto é, acabando 127 dias antes do primeiro anúncio público da intenção de efectuar esta operação.

Ainda no seu estudo, Schwert (1996) no cálculo dos retornos supranormais cumulativos utilizou uma *estimation window* entre (-126;+253) relativamente ao dia do anúncio, constatando que o CAR começou a aumentar 42 dias antes do anúncio, ocorrendo o aumento mais acentuado entre -21 e -1 dias antes do anúncio.

No estudo executado na Nova Zelândia por Anderson e Marshall (2007), foram analisados 290 anúncios de fusões e aquisições entre 1983 e 1992, utilizando os parâmetros do modelo de mercado para medir os retornos supranormais num período de 200 dias (-300; -101) antes do anúncio ($t=0$).

Cole *et al.* (2006) analisaram 220 fusões entre 1991 e 2000 e estimaram a regressão por OLS com uma *estimation window* entre 300 a 50 dias antes do anúncio vir a público.

Em Portugal, Farinha e Miranda (2003) analisaram as OPA's anunciadas entre 1989 e 2001 onde na sua análise utilizaram uma *estimation window* de 160, isto é, (-200; -41).

Peterson (1989) considera que o período de estimação com base diária ronda tipicamente entre 100 a 300 dias de análise e os estudos baseados numa base mensal rondam os 24 a 60 meses.

Deste modo, tal como Rodrigues (2001), vamos recorrer a uma *estimation Window* com um período de 120 dias (-140;-21) apesar de se considerar que uma *estimation Window* longa permite obter uma maior fidedignidade dos parâmetros do modelo de mercado, sabe-se que esses mesmos parâmetros são instáveis, pelo que se vai recorrer a uma *estimation Window* de curta duração.

4.3.3. Event Window

Mackinlay (1997), aponta alguns passos necessários para executar um *Event Study* sendo o primeiro passo, a definição do evento que queremos analisar e a determinação do seu *event window*.

Campbell *et al.* (1997) descrevem o *Event Window* como o período no qual ocorre o evento. De facto, Mackinlay (1997) considera que o *event window* diz respeito ao período em que os preços das acções envolvidas vão ser estudados argumentando que este deve ser superior ao dia em específico do dia do evento ou acontecimento. Assim sendo deve-se considerar pelo menos o dia

anterior e posterior ao dia do evento para que se possa capturar o que ocorre nesses momentos em consideração.

Cole *et al.* (2006) no seu estudo recorreram a uma *event window* de 3 dias (-1;0;+1), também utilizada nesta tese.

Por outro lado, Rodrigues (2001) declara que a *event Window* deve ser de curta duração, isto é, o ideal seria recorrer ao dia da divulgação da intenção demonstrada pela empresa adquirente.

Em suma, Peterson (1989) acrescenta que os períodos do evento rondam os 21 e 121 dias (quando os estudos são efectuados com base diária) e 25 a 121 meses (base mensal).

4.3.4. Thin Trading

Apesar de este método (*event study*) ser bastante utilizado em mercados bem desenvolvidos existem resguardos acerca da sua eficiência quando aplicado a mercados de pequena dimensão com poucas transacções (Bartholdy *et al.*, 2007).

Deste modo, estes autores efectuaram um estudo com o intuito de verificar se é possível realizar um *event study* quando estamos perante uma bolsa de valores de pequena dimensão caracterizada por poucas transacções, como é o caso de Lisboa.

Assim sendo analisaram a eficiência do *event study* quando estamos na presença de *thin trading* (mercados pequenos com poucas transacções) recorrendo aos dados obtidos na bolsa de valores de Copenhaga. Deste estudo verificaram a necessidade dos investigadores ajustarem o método utilizado, não sendo tão restritos, isto é, aumentarem o número de observações/eventos (deve ter o mínimo de 25 eventos para obter um nível aceitável de tamanho e o poder dos testes estatísticos com 50 ou mais observações fornece um maior poder estatístico).

Em Portugal, o mercado de capitais caracteriza-se por um número reduzido de transacções, isto é, existem dias em que determinados títulos não chegam a formar cotações (este aspecto denomina-se por *thin trading*).

Assim para determinar os retornos nos dias em que não ocorrem transacções, recorre-se à cotação do dia anterior com o intuito de colmatar esta situação (Rodrigues, 2001).

Por fim, após a obtenção da série de retornos estima-se o modelo por OLS com cotações arrastadas. É ainda necessário referir que tem-se recorrido à metodologia de Scholes e Williams e Dimson para resolver o problema do *thin trading*, contudo este procedimento não tem demonstrado ser mais rigoroso do que o OLS (Rodrigues, 2001).

4.4. RECOLHA E CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

Para a realização da análise empírica foi necessária a recolha de informação e dados de diversas fontes, a saber: CMVM; Dathis; *Euronext Lisbon*; BolsaPT e *Yahoo Finance*. A recolha dos dados provou ser uma tarefa árdua uma vez que algumas das informações necessárias para o estudo, tal como por exemplo a obtenção do respectivo CAE das empresas envolvidas, pelo facto de estas empresas já não se encontrarem activas ou estarem incorporadas em outras empresas; ou a identificação de quais as empresas que se encontravam cotadas na bolsa na altura do lançamento das OPA's, lacuna esta que foi colmatada através da análise dos boletins de cotações fornecidos pela *Euronext Lisbon*, alguns casos pontuais do resultado das OPA's sucesso ou insucesso da operação. De facto, estas informações demonstraram ser de difícil obtenção por não se tratarem de dados relativamente recentes ou não se encontrarem disponíveis.

O presente estudo tem como horizonte temporal o período compreendido entre 2000 e 2010, espaço de tempo que parece ser suficiente para verificar o contexto em termos de OPA's em Portugal. O espaço temporal seleccionado permite-nos analisar as características destas operações na última década e deste modo facultar-nos um estudo mais recente. Além disso, uma década possibilita a incorporação e inclusão dos vários acontecimentos que caracterizaram a envolvente do mercado português (e.g. crise financeira de 2007; entrada em vigor em 2000 do novo Código dos Valores Mobiliários; introdução da moeda única na zona euro; integração da Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (BVLP) no *Euronext*).

Para a execução deste propósito, ou seja, contribuir para um maior conhecimento acerca do nosso mercado bolsista foi considerado para análise todas as OPA's que ocorreram em Portugal ou que envolveram empresas portuguesas, isto é, operações entre empresas nacionais e operações que tenham sido lançadas por empresas consideradas *cross-border* a empresas nacionais.

Na preparação deste estudo recorreremos à CMVM (2010) onde se encontram registadas as OPA's lançadas em Portugal. A CMVM (2010) tem disponível a listagem das OPA's ocorridas nesta última década onde possui ainda informações valiosas para a elaboração das variáveis utilizadas neste estudo e para a determinação do dia do evento.

A CMVM (2010) tem deste modo compilado os documentos de suporte de cada OPA com os dados das empresas adquirentes e visadas. Esses dados permitiram elaborar as variáveis de dimensão relativa; percentagem de participação da empresa adquirente na empresa-alvo e imposição legal.

A execução deste estudo esteve sujeita a um processo de selecção de empresas com informação suficiente para a validação empírica. Assim sendo a escolha e selecção da amostra final das OPA's consideradas para a investigação passaram por um processo de triagem que envolveu algumas fases.

Algumas restrições foram impostas para a incorporação dessas OPA's na amostra final. Numa primeira fase eliminamos as OPA's cujas empresas não estavam cotadas no mercado de capitais

português (é necessário que pelo menos uma delas esteja cotada). Na segunda fase procedemos à eliminação das operações que apesar de envolverem empresas cotadas no mercado de capitais, as suas acções não foram transaccionadas em pelo menos 50% dos dias correspondentes à nossa *estimation window* (120 dias).

No entanto, a recolha de dados das empresas não esteve confinada apenas ao que se encontrava registado na CMVM (2010), ou seja, foi ainda essencial recorrer a outras fontes para complementar e reunir todas as informações relevantes.

Uma fonte indispensável na recolha de dados foi o sistema Dathis (2010) da *Euronext Lisbon*. Este sistema permitiu a obtenção das cotações diárias das empresas envolvidas além de informações acerca da capitalização bolsista das empresas cotadas (3 meses antes do dia do evento). O Dathis (2010) demonstrou ainda ser uma mais-valia na construção de uma das variáveis estudadas (variável sucesso).

O *Euronext Lisbon* forneceu ainda os boletins de cotações respeitantes aos anos em estudo para saber em concreto quais as empresas que estavam cotadas em bolsa na altura em que foi lançada a OPA.

Com o intuito de colmatar alguns problemas relacionadas com falta de informação foi necessário recorrer a outras fontes entre elas, o site do INE (2010) para a elaboração de uma variável relacionada com a actividade das empresas envolvidas (CAE a 5 dígitos); *Yahoo Finance* (2010) e BolsaPT (2010) para efectuar as conversões de alguns dados com base na taxa de câmbio existente na altura (capital social e capitalização bolsista das empresas *cross-border*). O *Yahoo Finance* (2010) e BolsaPT (2010) permitiram ainda retirar cotações de empresas *cross-border* e seus índices de mercado (IBEX 30; FTSE 100; OMX 30 e BOVESPA).

No período em análise (2000 a 2010) as empresas portuguesas estiveram envolvidas em 90 OPA's. Assim partimos numa fase inicial com uma amostra constituída por 90 OPA's (das quais 2 casos são de empresa que foram alvo de OPA pela mesma empresa mas através de outra do mesmo grupo).

Após este processo de selecção a amostra final utilizada para a consolidação da revisão literária e consequentes hipóteses consideradas para o estudo empírico ficou pelas 60 OPA's. Esta amostra é constituída por 27 adquirentes e 55 empresas-alvo onde existe uma sobreposição de 18 OPA's. Desta amostra encontram-se englobadas 10 OPA's consideradas *cross-border* e 44 foram lançadas por empresas nacionais.

Desta amostra retiramos ainda que 7 delas foram de carácter hostil e 27 foram lançadas por imposição legal.

Em suma, este estudo vai permitir aferir quais as variáveis com maior impacto nestas operações e a realização de inúmeras comparações dos retornos obtidos pelas empresas envolvidas. Estas comparações possibilitam uma visão mais ampla destas operações uma vez que para além de confrontar a consonância dos nossos resultados com outros estudos já realizados a nível internacional vai ser possível constatar se, quando estamos perante OPA's lançadas por

entidades *cross-border*, estas potenciam um maior retorno para os accionistas ou pelo contrário se são as operações lançadas por entidades nacionais as que são as maiores geradoras de retornos para os accionistas envolvidos.

4.4.1. Características das empresas adquirentes e suas ofertas

A devida compreensão da complexidade subjacente a estas operações, requer uma análise mais aprofundada das características das empresas que estiveram envolvidas nestas OPA' s entre 2000 e 2010. A Tabela 1 exhibe algumas das características presentes nas empresas adquirentes. A visualização desta tabela permite-nos retirar algumas conclusões pertinentes, nomeadamente o facto de, em termos médios, as empresas adquirentes aquando o lançamento da OPA' s, eram detentoras de mais de 50% da participação prévia e assim a mesma percentagem de direitos de votos na empresa alvo.

Tabela 1: *Características das empresas adquirentes e suas ofertas*

Descrição	Participação Prévia	Dimensão Relativa	C. Bolsista Adquirente
Média	53,802	18,3095	8694,71
Mediana	55	1,88361	16600
Desvio Padrão	30,4975	58,3082	27958,6
Coef. de Variação	56,68%	318,46%	321,56%
Mínimo	0	0	16,3113
Máximo	99,77	300,986	120404
Intervalo de Amplitude	99,77	300,986	120387
Stnd. Skewness	-1,2251	10,0529	7,27867
Stnd. Kurtosis	-0,488962	24,8408	15,3779

Nota: Os valores da capitalização bolsista encontram-se em milhões de euros; amostra com 27 empresas adquirentes
Fonte: Elaboração própria

De realçar também que através da análise desta tabela podemos observar que, em média, as empresas adquirentes são substancialmente maiores do que as empresas visadas. É possível visualizar este aspecto através da dimensão relativa apresentada na tabela 9. Assim, a dimensão relativa consiste no rácio obtido através do capital social das empresas adquirentes e o respectivo capital social das empresas alvo. Desta forma, a média da dimensão relativa entre as empresas envolvidas é de aproximadamente 18 vezes com uma mediana de 1,88, isto é, em média a dimensão do adquirente supera a do adquirido em 18 vezes sendo, contudo, mais comum uma diferença relativa mais inferior, de cerca 2 vezes (mediana).

Quanto à variável relacionada com a capitalização bolsista constatamos uma elevada dispersão, uma vez que existe uma grande diferença entre o valor mínimo e máximo. A média da capitalização bolsista das empresas adquirentes mostra-se próxima dos 8695 milhões de euros.

Numa análise mais cuidada desta variável, é possível constatar que a sua distribuição está positivamente enviesada e podemos considerar que o valor médio pode-se justificar pela presença de empresas estrangeiras e de bancos (que nesta amostra têm capitalização bolsista notavelmente superiores às restantes existentes no mercado).

É ainda possível apurar que das 27 OPA' s pertencentes à nossa amostra, 10 foram lançadas por imposição legal e 5 foram de carácter hostil. No que diz respeito à experiência das adquirentes apuramos que 10 dessas empresas já detinham experiência nestas operações e 7 eram de nacionalidade estrangeira.

Podemos ainda destacar que quanto à classificação do sector de actividade das empresas adquirentes, deparamo-nos com 20 de natureza horizontal. É essencial referir que 11 das operações ficaram sujeitas a autorização administrativa e 10 careceram de autorização de controlo de concentração.

Para finalizar, a totalidade das OPA' s é descrita por 22 casos de sucesso, isto é, o adquirente conseguiu obter o mínimo de acções pretendidas com a aquisição.

Em seguida, são apresentadas as características das empresas que foram alvo de uma OPA e alguns aspectos relevantes para a sua análise.

4.4.2. Características das empresas-alvo e as ofertas que lhes foram lançadas

Na Tabela 2, apresentada mais abaixo, encontram-se destacadas as características das empresas que foram alvo de uma OPA.

A sua visualização permite apurar que as empresas visadas, em termos médios, representam aproximadamente um quinto da empresa adquirente, isto é, contêm uma dimensão relativa de 5,18. Relativamente à variável relacionada com a participação prévia no capital da empresa-alvo, concluímos que esta é detentora de montantes similares aos apresentados pelas empresas adquirentes. Desta forma, a empresa visada apresenta uma média e uma mediana de 51,19 e 51,85 em contrapartida a empresa adquirente possui 53,80 e 55, respectivamente.

Tabela 2: Características das empresas-alvo de OPA's e as ofertas que lhes foram lançadas

Descrição	Participação Prévia	Dimensão Relativa	C. Bolsista Alvo
Média	51,1917	5,18095	729,13
Mediana	51,854	1,359	106
Desvio Padrão	31,8548	15,5296	1673,71
Coef. de Variação	62,23%	299,75%	229,55%
Mínimo	0	0	1,63963
Máximo	99,77	93,947	11074,1
Intervalo de Amplitude	99,77	93,947	11072,4
Stnd. Skewness	-0,987706	14,651	14,3959
Stnd. Kurtosis	-1,46151	36,6985	41,5776

Nota: Os valores da capitalização bolsista encontram-se em milhões de euros; amostra com 55 empresas-alvo
Fonte: Elaboração própria

É ainda possível destacar, ao efectuar uma comparação com a Tabela 1, que a capitalização bolsista da empresa visada é muito inferior à usufruída pela empresa adquirente. Em média, as empresas-alvo apresentam uma capitalização bolsista de 729,13 milhões de euros enquanto, que as adquirente têm 8694,71 milhões de euros.

Deste modo, tal como as empresas adquirentes, também as empresas visadas apresentam uma grande dispersão, uma vez que existe uma elevada discrepância entre o valor mínimo e máximo apresentado pela análise.

As 55 OPA's são constituídas por 25 casos resultantes de imposição legal, não apresentando os restantes tal condicionamento legal e 47 resultaram de pagamento através de numerário. Relativamente à atitude das empresas adquirentes nestas operações, aferimos 9 como sendo hostis. Para além desse facto, é possível distinguir 20 operações com necessidade de autorização administrativa e 16 que requereram de autorização do controlo de concentração.

Para além disso, podemos constatar que 47 operações são consideradas como bem sucedidas.

4.4.3. Características das empresas que foram alvo de ofertas nacionais

A Tabela 3 e 4 permitem analisar as características subjacentes às empresas que foram alvo de uma OPA por parte de entidades consideradas nacionais e pelas denominadas *cross-border* ou estrangeiras.

Considerando os 44 casos de empresas que foram sujeitas a uma OPA lançada por entidades nacionais, conseguimos extrair que em termos médios essas empresas possuem uma dimensão relativa de apenas 2,30. No entanto, é necessário referir que existe uma grande desproporção entre as empresas adquirentes e visadas devido ao facto dos montantes mínimos e máximos variarem aproximadamente entre 0% e 99,77%.

Tabela 3: Características das empresas-alvo de OPA's lançadas por empresas nacionais

Descrição	PPREVIA	DIMREL	CAP_BOL_ALVO	CAP_BOLS_ADQ
Média	50,8793	2,29725	676,58	934,17
Mediana	51,33	1,25788	88,08	54,25
Desvio Padrão	30,9078	4,27634	1782,15	1847,01
Coef. de Variação	60,75%	186,15%	263,41%	197,72%
Mínimo	0	0	1,64	6000*
Máximo	99,77	25,8819	11074,1	6840,54
Intervalo Amplitude	99,77	25,8818	11072,4	6840,54
Stnd. Skewness	-0,838021	11,6576	13,4067	5,89086
Stnd. Kurtosis	-1,09298	29,8888	37,8463	5,00707

Nota: Os valores da capitalização bolsista encontram-se em milhões de euros, excepto a assinalada com o símbolo *; que se encontra em euros; amostra com 44 empresas nacionais
Fonte: Elaboração própria

Como é ainda possível verificar através da análise da Tabela 3, a dimensão das empresas adquirentes e visadas quanto à sua capitalização bolsista apresentam claramente, mais uma vez, uma diferença acentuada. De facto, é possível averiguar que em média as capitalizações bolsistas das empresas visadas e adquirentes eram de aproximadamente 680 milhões de euros e 934 milhões de euros, respectivamente. Contudo, a capitalização bolsista destas duas entidades apresentam uma grande variabilidade, ou seja, existe uma grande discrepância entre os valores mínimos e máximos ostentados pelas empresas envolvidas.

Assim, o montante mínimo e máximo da capitalização bolsista das empresas visadas varia aproximadamente entre 1,64 milhões de euros e 11074,1 milhões de euros, respectivamente. Quanto às empresas adquirentes visualizamos um valor mínimo de apenas 6000 euros, contrastando com um valor máximo de 6840,54 milhões de euros.

Pela observação desta tabela podemos concluir que em média as empresas adquirentes desfrutavam de aproximadamente 50,9% dos direitos de voto na empresa visada. Todavia, este aspecto é caracterizado por uma grande dispersão entre o valor mínimo e máximo, ou seja, existem casos em que empresas adquirentes aquando o lançamento não usufruíam de uma participação prévia na empresa visada (mínimo) e outros casos em que tinham uma participação de 99,77%.

Por fim, podemos salientar que neste caso em concreto (empresas-alvo de oferta por empresas nacionais) verificou-se que 50% (22 casos) das OPA's lançadas são resultantes de uma imposição legal e apenas 10 das empresas adquirentes tinham experiência nestas operações. É ainda possível salientar que o meio de pagamento proeminente nestas operações foi o recurso ao numerário e que apurou-se 6 casos de OPA's mal sucedidas, isto é, as empresas adquirentes não conseguiram adquirir acções da empresa visada.

4.4.4. Características das empresas que foram alvo de ofertas estrangeiras

A nossa amostra final apresentou 10 casos em que as ofertas foram lançadas por empresas *cross-border*. Estas OPA's ficaram caracterizadas pela presença de dois casos onde o meio de pagamento apresentado pelas empresas adquirentes consistia em acções e por três casos em que o seu lançamento resultou de uma imposição legal. Para além destes aspectos, destacou-se a existência do lançamento de uma OPA com carácter hostil e uma OPA que não teve como resultado o seu "sucesso" (a empresa adquirente não conseguir arrecadar acções da empresa visada em detrimento desta operação).

Tabela 4: Características das empresas-alvo de OPA's lançadas por empresas estrangeiras

Descrição	PPRÉVIA	DIMREL	CAP_BOLS_ALVO	C_BOLS_ADQUIR
Média	49,3336	26,1162	844,18	13113,1
Mediana	57,4	4,1785	345,98	1524,56
Desvio Padrão	3875,37%	3758,62%	1206,33	37715,4
Coef. de Variação	78,55%	143,92%	142,90%	287,62%
Mínimo	0	0,001	5,5	0,008057
Máximo	94,68	93,947	3845,18	120404
Intervalo Amplitude	94,68	93,946	3839,68	120404
Stnd. Skewness	-0,36306	1,45267	2,58508	4,07552
Stnd. Kurtosis	-1,06077	-0,4507	2,7484	6,43879

Nota: Os valores da capitalização bolsista encontram-se em milhões de euros; amostra com 10 empresas estrangeiras
Fonte: Elaboração própria

A Tabela 4 permite-nos concluir de uma forma inequívoca que as empresas adquirentes são tipicamente muito maiores relativamente às empresas visadas. Este facto pode ser facilmente observado através dos valores médios das capitalizações bolsistas de ambas as entidades envolvidas nas operações. Assim sendo, conseguimos observar que a capitalização bolsista média das empresas-alvo é de "apenas" 844,18 milhões de euros em contrapartida dos 12113,1 milhões de euros ostentados pelas empresas adquirentes. De salientar porém que existe uma grande variabilidade entre os valores mínimos e máximos em ambas as partes envolvidas nas operações.

A dimensão relativa entre as empresas envolvidas permite-nos mais uma vez concluir que as empresas adquirentes são normalmente maiores do que as empresas que foram sujeitas a estas ofertas. Com base na informação extraída na Tabela 4 verificamos que a média da dimensão relativa é de aproximadamente 26,12 com uma mediana de 4,18.

Nestas operações verificou-se ainda que as empresas adquirentes estrangeiras já detinham, aquando o lançamento das ofertas, mais de um terço do capital social das empresas visadas. De facto, em termos médios a participação prévia detida pelas empresas adquirentes rondava os 49,33% com uma mediana de 57,4%.

4.5. RETORNOS PROPICIADOS PELAS OPA 'S

A presente secção inicia-se com a apresentação dos retornos supranormais auferidos pelos accionistas das empresas adquirentes e alvo que fazem parte da nossa amostra, além dos retornos supranormais obtidos pelos accionistas em termos agregados. Estes resultados foram alcançados através da análise das séries de cotações das entidades constituintes da nossa amostra final. Assim, são expostas para cada uma destas entidades em estudo 14 janelas temporais, onde a janela mais longa é (-20;+20) e a mais curta corresponde ao próprio dia do lançamento preliminar da OPA.

Posteriormente, irão ser também demonstrados de uma forma mais superficial os retornos supranormais arrecadados pelos accionistas das empresas que foram alvo de ofertas públicas de aquisição por parte de empresas estrangeiras (*cross-border*) e, em simultâneo, os retornos dos accionistas das empresas-alvo nos casos em que as empresas adquirentes são nacionais.

4.5.1. Empresas adquirentes

A Figura 1 apresentada abaixo expõe a evolução do CAAR que as empresas adquirentes arrecadaram com as OPA' s durante os vinte dias anteriores e posteriores ao anúncio de lançamento preliminar na CMVM.

As 27 empresas adquirentes que constituem a amostra final parecem obter retornos muito baixos, pouco superiores a zero, ou seja, estas operações parecem sugerir não serem muito vantajosas para os accionistas adquirentes, em termos de retornos supranormais.

Contudo, através da observação da Figura 1 podemos constatar um movimento (acrécimo) nos retornos dias antes do anúncio preliminar e um declínio acentuado no dia do evento.

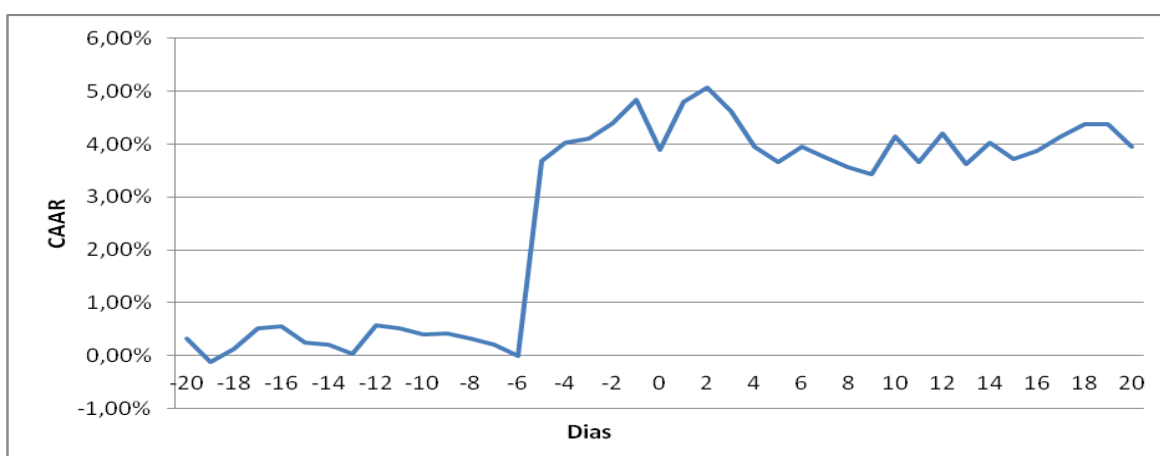


Figura 1. Retorno supranormal cumulativo médio (CAAR) das empresas adquirentes
Fonte: Elaboração própria

A análise da evolução da evolução do CAAR através da figura 1 permite constatar um aspecto muito curioso no momento -6 (seis dias antes do anúncio preliminar), ou seja, é saliente um acréscimo acentuado nos retornos supranormais arrecadados pelos accionistas. Tal como referido anteriormente para os casos das empresas-alvo, também neste caso aparece reflectida a potencial existência de *insider trading* no mercado português.

De facto, Gonçalves e Duque (2008) ao examinarem a (in) existência de lucros supranormais resultantes da actividade de *insider trading* no *Euronext Lisbon* (entre 2001 e 2005) verificaram que apesar da regulação existente relativamente a estas transacções, os *insiders* continuam a conseguir usufruir de lucros supranormais.

No que diz respeito aos dias posteriores ao lançamento preliminar oficial o movimento não demonstra ter uma tendência contínua e clara ao longo dos dias, parecendo estabilizar em torno dos 4%.

A Tabela 5 sumariza o CAAR das empresas adquirentes e a sua análise estatística para as várias janelas temporais seleccionadas. Ao efectuar a sua análise aferimos que os accionistas das empresas adquirentes obtêm retornos próximos de zero nas janelas temporais respeitantes a períodos mais curtos e chegam a alcançar retornos negativos em duas janelas, mais concretamente a (0;+1) e (0;0).

Tabela 5: Retorno supranormal médio cumulativo das empresas adquirentes pelo método OLS

JANELAS	CAAR	T _A	Nº CAR > 0	T _B
(-20;+20)	0,03944	8,80515***	15	0,3849
(-20;+5)	0,03654	5,61726***	15	0,3849
(-20;-1)	0,04841	8,88401***	14	0
(-10;10)	0,0362	7,2903***	15	0,3849
(-5;+5)	0,03665	28,6056***	14	0
(-5;+3)	0,04639	4,50674***	13	0
(-5;+1)	0,04803	3,49601***	14	0
(-5;-1)	0,04853	3,99438***	12	0,3849
(-3;+3)	0,00598	28,2217***	13	0
(-1;+3)	0,00233	8,60605***	14	0
(-1;+1)	0,00398	14,487***	11	0,7698
(0;+2)	0,00233	11,1412***	13	0
(0;+1)	-0,00049	7,1563	12	0,3849
(0;0)	-0,00957	-2,36275**	10	1,1547

Nota: * significativo a 1%; ** significativo a 5% e *** significativo a 10%, em testes bilaterais
Fonte: Elaboração própria

O teste paramétrico T_A consegue atingir níveis de significância em quase todas as janelas temporais. Este facto, no entanto, não ocorreu na janela (0;+1) uma vez que esta não conseguiu

atingir níveis estatisticamente significativos e na janela temporal que diz respeito ao dia do anúncio que atingiu um nível de significância de 5%.

Por outro lado, o teste não paramétrico T_B não demonstrou ser estatisticamente relevante em nenhuma janela temporal em estudo.

É ainda observável na Tabela 5 que os accionistas das empresas adquirentes arrecadaram retornos positivos, cerca de 4% na janela temporal de maior duração (-20;+20). Adicionalmente, podemos visualizar uma deterioração dos retornos dos retornos supranormais destes accionistas três dias antes e após o dia do anúncio, com retornos insignificantes, isto é, muito próximas de um retorno nulo.

4.5.2. Empresas *target*

A visualização da evolução do CAAR das 55 empresas que foram alvo de uma OPA encontra-se exposta na Figura 2. Esta figura tem como base a *event window* mais longa, isto é, vinte dias úteis antes e após a data do lançamento preliminar e o respectivo CAAR. Deste modo, conseguimos aferir que parece existir um crescimento dos retornos arrecadados pelos accionistas das empresas visadas dias antes do lançamento preliminar da operação atingindo o seu “pico” no momento zero, ou seja, no dia do evento. É, ainda possível constatar que esse mesmo crescimento tende a declinar após a data de lançamento preliminar da OPA.

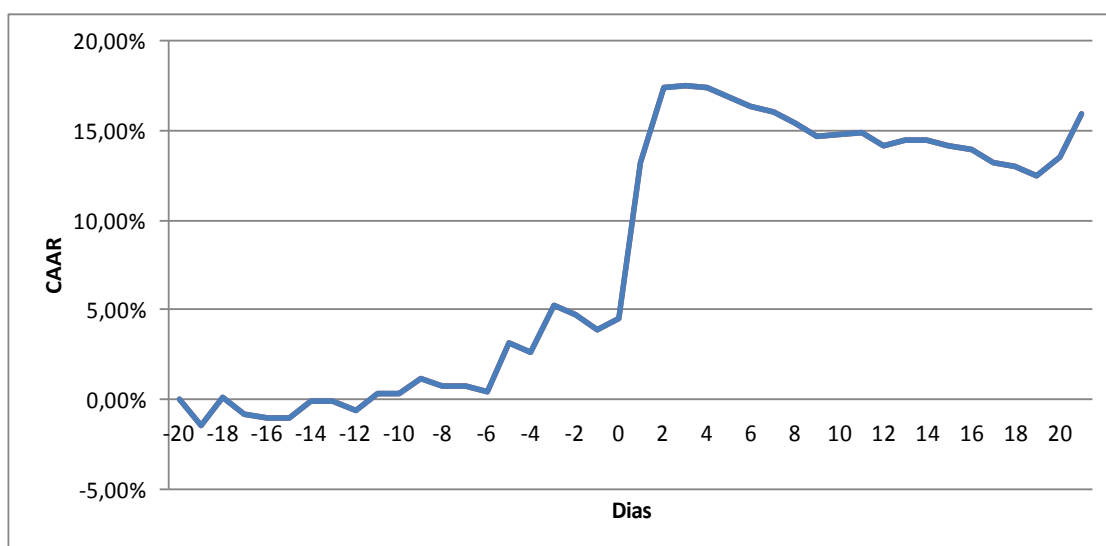


Figura 2. Retorno supranormal cumulativo médio (CAAR) das empresas-alvo
Fonte: Elaboração própria

Podemos ainda reconhecer a presença de um acréscimo dos retornos auferidos pelos accionistas das empresas-alvo, dias antes do lançamento preliminar oficial na entidade CMVM. Uma potencial justificação para este aspecto poderá estar relacionada com a actividade de *insider trading*, ou

seja, existe uma divulgação sobre a ocorrência da operação para o mercado antes do seu anúncio se tornar oficial. A ocorrência deste acréscimo dias antes ao momento de anúncio foi também encontrada no estudo levado a cabo por Rodrigues (2001) ao estudar as OPA's no mercado português na década de 90.

Na Tabela 6 encontra-se explanada a quantificação dos retornos visíveis na Figura 2 e os testes paramétrico e não paramétrico que foram apresentados anteriormente com os seus respectivos níveis de significância.

Tabela 6: Retorno supranormal médio cumulativo das empresas-alvo pelo método OLS

JANELAS	CAAR	T _A	Nº CAR >0	T _B
(-20;+20)	0,15952	7,25831*	45	4,58456*
(-20;+5)	0,16361	3,4468*	44	4,31488*
(-20;-1)	0,04555	2,36455**	34	1,61808***
(-10;10)	0,14648	6,34141*	40	3,23616*
(-5;+5)	0,13245	5,50199*	42	3,77552*
(-5;+3)	0,14245	4,36136*	42	3,77552***
(-5;+1)	0,14279	3,45554**	40	3,23616*
(-5;-1)	0,01438	9,24463*	34	1,61808***
(-3;+3)	0,12171	4,5018*	44	4,31488*
(-1;+3)	0,13507	5,60506*	45	4,58456*
(-1;+1)	0,13542	3,10071***	43	4,0452*
(0;+2)	0,1297	11,4057*	43	4,0452*
(0;+1)	0,12841	7,37013***	43	4,0452*
(0;0)	0,08684	1,70452***	35	1,88776**

Nota: * significativo a 1%; ** significativo a 5% e *** significativo a 10%, em testes bilaterais

Fonte: Elaboração própria

Os resultados apresentados permitem-nos verificar que o CAAR é positivo em todas as janelas temporais consideradas na análise, atingindo 16% na janela temporal mais longa (-20;+20).

Através da observação da janela temporal correspondente a um dia antes e posterior ao dia do evento (-1;+1), conseguimos apurar que os accionistas das empresas-alvo obtiveram um CAAR de 13,5%. No que diz respeito ao próprio dia do lançamento preliminar da OPA, esses mesmos accionistas conseguiram adquirir retornos que rondaram os 8,7%.

O teste paramétrico T_A atesta que os CAAR expostos na Tabela 6 atingem níveis de significância em todas as janelas temporais em estudo. Esses mesmos resultados são também confirmados pelo teste não paramétrico T_B.

4.5.3. Retorno agregado

O estudo dos retornos supranormais decorrentes das OPA 's apresentadas nas secções anteriores permitem-nos avaliar o impacto deste fenómeno (OPA) nos retornos obtidos pelos accionistas das empresas visadas e adquirentes separadamente.

A análise do impacto global destas operações nos retornos dos accionistas, em conjunto, não foi conseguida nas secções anteriores. Assim sendo, vai ser aprofundada nesta secção o retorno agregado que incorpora as empresas adquirentes e visadas que se encontravam cotadas.

Rodrigues (2001), considerou como sendo o retorno agregado a média ponderada dos retornos das empresas adquirentes e alvo, onde o factor de ponderação seleccionado foi a capitalização bolsista de cada um dos títulos em análise. Deste modo, também neste presente estudo vamos considerar a mesma definição para o cálculo dos retornos supranormais agregados.

Como foi já referenciado, o cálculo do retorno supranormal agregado necessita que, em cada OPA, ambas as empresas envolvidas estejam cotadas em simultâneo e, assim sendo, apenas foi possível efectuar esta análise em 18 OPA' s. Após a obtenção dos retornos supranormais agregados procedemos ao cálculo dos retornos supranormais agregados médios e por fim os retornos supranormais agregados médios cumulativos.

A observação da Figura 3 permite visualizar a evolução dos retornos supranormais médios cumulativos e na Tabela 7 encontra-se exposta a quantificação desses mesmos CAAR e a sua respectiva validação estatística, para cada janela temporal.

A Figura 3 permite-nos inferir que os retornos agregados são constantemente positivos em todas as janelas temporais expostas, sendo ainda possível visualizar um crescimento mais acentuado dos retornos agregados nos dias imediatamente anteriores à data do anúncio.

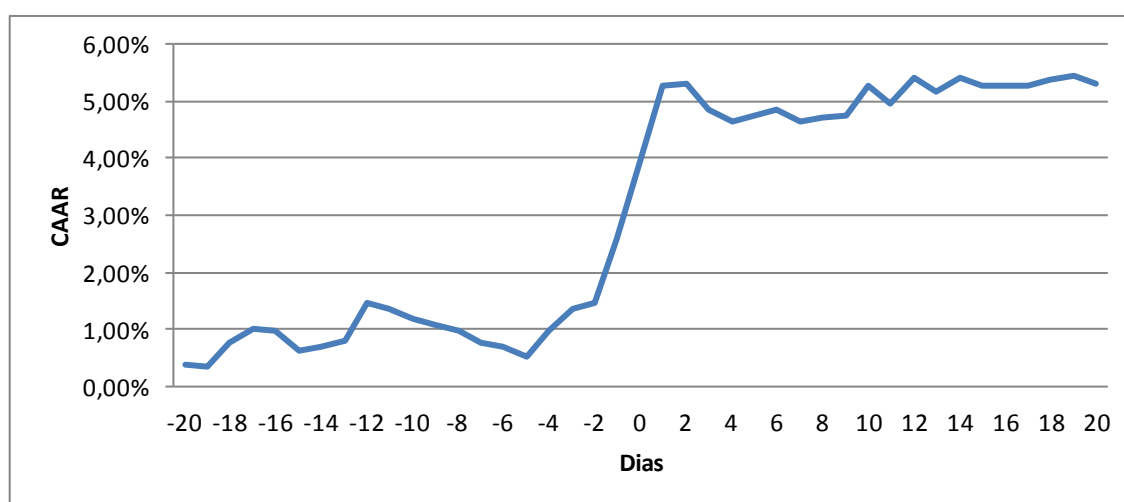


Figura 3. Retorno supranormal cumulativo médio (CAAR) agregado
Fonte: Elaboração própria

Do exposto na Tabela 7, facilmente averiguamos que o CAAR agregado é positivo em todas as janelas temporais seleccionadas, o que nos leva a acreditar que os retornos positivos obtidos pelos accionistas das empresas-alvo conseguem colmatar as perdas sentidas pelos accionistas das empresas adquirentes.

Tabela 7: Retorno supranormal médio cumulativo agregado pelo método OLS

JANELAS	CAAR	T _A	Nº CAR > 0	T _B
(-20;+20)	0,053153	9,40199***	12	0,707107
(-20;+5)	0,047431	5,61726***	13	1,64992**
(-20;-1)	0,02596	8,88401***	10	0,235702
(-10;10)	0,038989	7,2903***	12	1,17851
(-5;+5)	0,040485	5,71948***	13	1,64992**
(-5;+3)	0,041455	4,50674***	11	0,707107
(-5;+1)	0,006028	3,49601***	13	1,64992*
(-5;-1)	0,019014	3,99438***	11	0,707107
(-3;+3)	0,038621	5,42039***	10	0,235702
(-1;+3)	0,03381	8,60605***	13	1,64992**
(-1;+1)	0,038308	5,09051***	13	1,64992**
(0;+2)	0,027199	11,1412***	11	0,707107
(0;+1)	0,026939	7,1563***	11	0,707107
(0;0)	0,013967	1,49789	10	0,235702

Nota: * significativo a 1%; ** significativo a 5% e *** significativo a 10%, em testes bilaterais
 Fonte: Elaboração própria

Adicionalmente, ao analisar a janela de maior extensão (-20;+20) constatamos que o retorno agregado é de 5%. Quanto visualizamos os retornos agregados auferidos no dia do anúncio verificamos que os accionistas envolvidos nestas operações arrecadaram 1,39% com estas operações.

Em contrapartida, a janela temporal respeitante ao dia anterior e posterior ao dia do evento torna-se visível um retorno agregado de quase 4%, indiciando que a maioria dos retornos arrecadados pelas partes envolvidas ocorre nesse período.

O teste realizado (T_A) para a validação estatística dos retornos supranormais positivos obtidos pelos accionistas indicia que estes apenas são estatisticamente significativos a um nível de 10%, em todas as janelas temporais com uma excepção, o dia do evento, em que não consegue atingir nenhum nível considerado convencional.

Por outro lado, o teste T_B apenas consegue ser estatisticamente relevante em cinco janelas temporais. De facto, a análise remete-nos para quatro janelas temporais que conseguem atingir um nível de significância de 5% e uma que é estatisticamente validada a 1% [a janela (-5;+1)].

4.5.4. Empresas *cross-border* versus empresas nacionais

A nossa amostra, tal como foi mencionado anteriormente, inclui também empresas estrangeiras que lançaram ofertas sob empresas portuguesas. Assim, pela presença destas empresas no nosso estudo, consideramos essencial facultar uma breve, apesar de superficial, comparação entre os retornos supranormais obtidos pelos accionistas das empresas- alvo quando estas ofertas de aquisição são lançadas por empresas com natureza estrangeira ou doméstica.

Deste modo, através da visualização da Figura 4 podemos analisar a evolução dos CAAR' s das empresas que foram alvo de uma oferta por parte de empresas nacionais (44 empresas) e estrangeiras (10 empresas). É de realçar, que esta figura apresenta as tendências desse comportamento para a janela temporal mais longa do nosso estudo (-20;+20), ou seja, 20 dias antes do anúncio e 20 dias posteriores a esse anúncio.

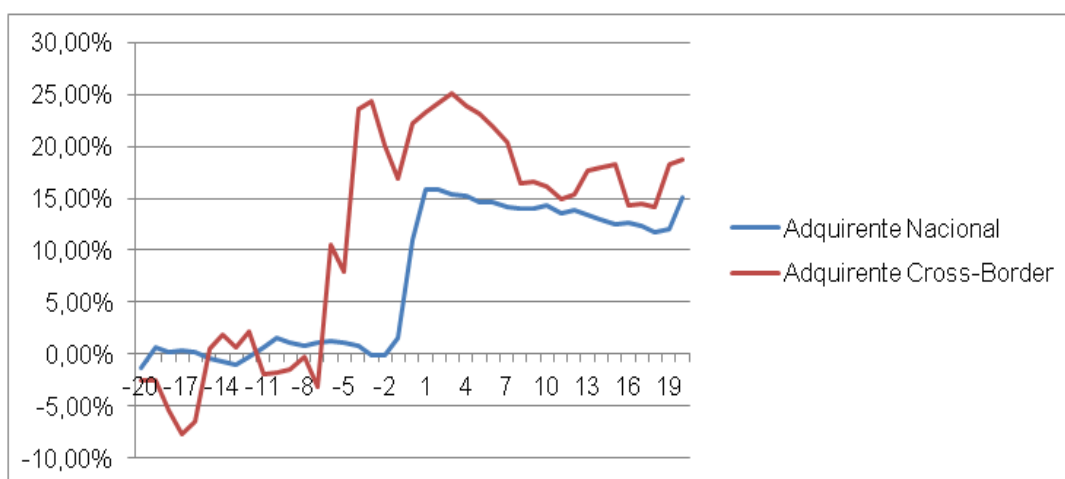


Figura 4. Comparação entre CAAR das empresas-alvo em ofertas nacionais vs CAAR F&A cross-border
Fonte: Elaboração própria

Por outro lado, a Tabela 8 permite aferir que os CAAR positivos em todas as janelas temporais em estudo são uma característica comum em ambas as situações, isto é, os accionistas obtiveram benefícios quer nos casos de OPA' s lançadas por entidades estrangeiras quer por nacionais.

Numa análise mais cuidada, conseguimos detectar um aparente acréscimo de retorno auferido pelos accionistas nos dois casos em apreço, sendo visível a sua tendência crescente nos dias anteriores ao dia de anúncio preliminar, mantendo-se praticamente estável após atingir o seu "pico" (dito dia do evento).

Tabela 8: Comparação dos CAAR's obtidos aquando os adquirentes nacionais vs cross-border

Retorno Supranormal cumulativo médio (CAAR) das empresas alvo aquando adquirente são nacionais			Retorno Supranormal cumulativo médio (CAAR) das empresas alvo aquando adquirente são Cross-Border		
PAINEL 1:			PAINEL 2:		
JANELAS	CAAR	VAR (CAAR)	JANELAS	CAAR	VAR (CAAR)
(-20;+20)	0,150245	0,000148	(-20;+20)	0,1868253	0,005401
(-20;+5)	0,146761	0,000124	(-20;+5)	0,2310101	0,004673
(-20;-1)	0,015095	0,000024	(-20;-1)	0,1693326	0,004518
(-10;10)	0,137198	0,000111	(-10;10)	0,18089	0,004071
(-5;+5)	0,134433	0,000107	(-5;+5)	0,1258349	0,002445
(-5;+3)	0,141828	0,000106	(-5;+3)	0,1466298	0,002432
(-5;+1)	0,14624	0,000106	(-5;+1)	0,1279704	0,002399
(-5;-1)	0,002767	0,000006	(-5;-1)	0,0641575	0,00229
(-3;+3)	0,146493	0,000106	(-3;+3)	0,0158367	0,00053
(-1;+3)	0,155648	0,000103	(-1;+3)	0,0504069	0,00017
(-1;+1)	0,16006	0,000102	(-1;+1)	0,0317475	0,000138
(0;+2)	0,143629	0,000099	(0;+2)	0,0726578	0,000133
(0;+1)	0,143472	0,000091	(0;+1)	0,0638129	0,000109
(0;0)	0,095409	0,00008	(0;0)	0,0530754	0,000106

Fonte: Elaboração própria

Estes resultados indiciam a presença da potencial existência de *insider trading*. De facto, este aspecto é mais saliente nos casos em que as ofertas são efectuadas por empresas estrangeiras, sendo possível detectar a sua existência aproximadamente uma semana antes do anúncio formal, enquanto que nos outros casos apenas é verificável 2 dias antes do anúncio (aproximadamente). Deste modo, os resultados sugerem que nas operações de F&A *cross-border* existe mais *insider trading*, uma vez que estas reagem mais cedo do que as operações nacionais.

A tendência dos retornos auferidos quando estamos perante empresas nacionais é similar aos detectados nos casos de adquirentes estrangeiros, porém não são tão significativos, isto é, os resultados sugerem que os ganhos arrecadados pelos accionistas são inferiores nos casos em que a empresa adquirente é nacional (nas janelas temporais mais longas).

Em termos de valores de análise, o resumo dos retornos supranormais para as diversas janelas temporais e as respectivas variâncias são apresentados na Tabela 8.

Ao observar os resultados é evidente que as ofertas públicas de aquisição permitiram gerar retornos para os accionistas das empresas-alvo em todas as janelas temporais em apreço, quer estas tenham sido exercidas por empresas nacionais quer por estrangeiras. Nota-se ainda que obtivemos CAAR positivos em todas as janelas temporais para ambos os casos.

Pode-se ainda destacar que na janela mais longa do nosso estudo (-20;+20) os accionistas da empresa visada obtiveram um CAAR de cerca de 15,02% e 18,68%, lançadas por empresas nacionais e estrangeiras, respectivamente.

Em termos globais, a maioria dos retornos adquiridos pelos accionistas concentram-se em algumas janelas específicas. Quanto aos accionistas das empresas que foram alvo de ofertas por parte de adquirentes nacionais, destacam-se os dias imediatamente anteriores ao dia de anúncio preliminar, especialmente, a janela (-1;+1) onde esta apresenta um CAAR de 16%. Acresce o facto de o próprio dia do evento garantir a estes accionistas 9,5% dos ganhos.

Contrariamente, os accionistas das empresas que receberam uma oferta de aquisição por parte de empresas estrangeiras arrecadaram “apenas” 5,3% dos retornos no dia do evento. Uma justificação potencial para este resultado pode estar relacionada com o facto de o anúncio formal não ser coincidente com a libertação da informação para o mercado (*insider trading*). Esta constatação é concordante com os resultados obtidos uma semana útil antes do anúncio preliminar, isto é, a janela (-5;+1) que apresenta um CAAR de aproximadamente 13%.

No que diz respeito à janela temporal mais longa em análise (-20;+20), os accionistas beneficiaram com um CAAR positivo de 17%. Em contrapartida, esses mesmos accionistas arrecadaram um retorno supranormal de 3% entre o dia anterior e posterior ao dia do evento (-1;+1).

Efectuando uma comparação superficial dos CAAR descritos na Tabela 8 conseguimos detectar que os accionistas obtiveram mais benefícios quando o adquirente possui nacionalidade estrangeira em quase todas as janelas temporais. As excepções encontram-se relacionadas com os dias mais próximos do lançamento preliminar oficial, mais concretamente (-3;+3); (-1;+3); (-1;+1); (0;+2); (0;1) e (0;0).

A visualização da Figura 4 apresenta um aspecto interessante nos dias anteriores ao anúncio da OPA's em ambos os casos (adquirentes nacionais e estrangeiras) que poderá justificar o facto dos retornos supranormais serem inferiores nas janelas temporais de pequena duração (adquirentes estrangeiros) em relação aos visualizados quando estamos perante adquirentes nacionais.

É possível constatar um crescimento nos retornos supranormais obtidos pelos accionistas das empresas que foram alvo de uma OPA por parte de uma empresa estrangeira, com uma maior antecedência do que é verificado nos casos de adquirentes nacionais.

Rodrigues (2001, p.159), considera que a existência de retornos positivos nos dias anteriores à data do lançamento “...poderá decorrer de situações de *insider trading* ou resultar de uma tentativa da empresa compradora de tomar, ou reforçar, uma posição no capital do alvo antes do anúncio da OPA”.

Conforme referido anteriormente, Gonçalves e Duque (2008, p.28), ao esmiuçarem a actividade de *insider trading* no *Euronext Lisbon* constataram que apesar da regulação existente em Portugal, os *insiders* continuam a conseguir arrecadar retornos supranormais. Deste estudo, podemos

salientar a conclusão de que “algumas transacções com informação privilegiada podem conter mais informações do que outras”.⁸⁰ Este fenómeno, o *insider trading* nas operações de F&A, foi estudado por diversos autores, tais como Cassandre (2007), onde esta autora encontrou evidências da sua existência no mercado brasileiro (empresas cotadas na Bovespa).

4.6. HIPÓTESES ACERCA DOS IMPACTOS NOS RETORNOS PROPORCIONADOS PELAS OPA' S

Vários argumentos têm sido introduzidos numa tentativa de atingir uma maior compreensão sobre o complexo “mundo das F&A”. No sentido de proporcionar um contributo nesse sentido vão ser testadas 10 hipóteses que são apontadas pela literatura.

Um dos factores referidos por Rodrigues (2001) encontra-se relacionado com a experiência anterior do adquirente nestas operações. Rodrigues (2001) e Eije e Wiegerink (2010), verificaram que este aspecto, ao contrário do que seria espectável, originou um impacto negativo, ou seja, influencia negativamente os retornos supranormais dos accionistas da empresa adquirente (Portugal e E.U.A.). Por outro lado, Eije e Wiegerink (2010), verificaram ainda que este comportamento não era similar no mercado europeu, ou seja, esta variável não implica retornos negativos para os accionistas da empresa adquirente no velho continente.

Reforçando esta ideia, Zollo e Leshchinskii (2000, p.3) indicam que “os nossos resultados sugerem que quer as decisões de integração quer as de aprendizagem obtidas de experiências anteriores têm um papel importante na explicação da variação no desempenho de aquisições focalizadas”.⁸¹

Desta forma, irá ser testada a seguinte hipótese:

H₁: A experiência da empresa adquirente surge positivamente associada ao retorno proporcionado pela OPA.

A natureza da OPA (horizontal; vertical e conglomerado) é apresentada como um determinante nos retornos auferidos pelas OPA' s. Rodrigues (2001), apresenta esta hipótese numa relação positiva com os retornos gerados justificando-os com o aumento dos ganhos de eficiência e menor risco de perda de controlo.

Mullin *et al.* (1995), argumentam que as aquisições *focused* têm um maior potencial de serem bem sucedidas pois é mais fácil adquirir sinergias quando estamos perante uma operação entre empresas do mesmo sector.

No que respeita a este aspecto, Rodrigues (2001) constatou que a natureza horizontal da operação não produz benefícios para os accionistas da empresa adquirente, além de que os

⁸⁰ “some insider's transactions may comprise more information than others”.

⁸¹ “Our results suggest that both integration decisions and learning from prior experiences do play an important role in explaining the variation in performance of the focal acquisition”.

retornos gerados tendem a ser menores para os accionistas da empresa-alvo quando são de natureza horizontal. Deste modo, formula-se a hipótese abaixo:

H₂: As OPA' s horizontais surgem positivamente associadas ao retorno proporcionado pela operação.

Um aspecto referenciado por vários autores, (e.g., Rodrigues (2001); Lipton (2006) e Campbell *et al.* (2009)), diz respeito ao carácter amigável/hostil das aquisições. Por aquisições hostis entende-se como sendo aquisições por parte de uma empresa, aquisição esta não aprovada nem desejada pela empresa-alvo (gestores ou *board*) (Reed & Lajoux, 1995). Este aspecto possui um forte suporte de estudos apesar dos seus resultados contraditórios.

Demidova (2007, p.45) afirma que a pesquisa levada a cabo nos E.U.A. e União Europeia demonstram que as aquisições hostis (na Rússia são consideradas como um *gap* na legislação) são mais favoráveis, ou seja, existe criação de mais valor do que se obteria numa aquisição amigável. Esta afirmação é justificada pelo facto de “nas aquisições hostis existe uma maior possibilidade de reestruturações substanciais da empresa visada; compreendendo o aumento dos lucros dos seus accionistas”.⁸²

Contrariamente, Campbell *et al.* (2009) mencionam que os custos (e.g., *staggered board; poison pill e golden parachutes*) decorrentes das aquisições hostis originam uma maior possibilidade de falhanços, isto é, a possibilidade de ocorrer uma aquisição bem sucedida é inferior.

O estudo de Rodrigues (2001), reforça esta mesma premissa no mercado português, pois concluiu que a hostilidade das aquisições origina um efeito contrário ao que esperava encontrar nos retornos auferidos pelos accionistas da empresa adquirente (contrariamente, os accionistas da empresa-alvo garantiram melhores resultados do que as de natureza amigável).

Assim assumiu que o resultado desfavorável pode resultar do facto de envolver conflitos que suscitam um aumento de custos financeiros e dificuldade de integração pós-aquisição.

H₃: As OPA' s de carácter hostil surgem positivamente associadas ao CAR obtido pelos envolvidos.

Saari (2007), com o seu estudo verificou que a dimensão da empresa-alvo e adquirente também possui um papel relevante para explicar os retornos obtidos pela fusão.

Ao analisar os determinantes com impacto nos retornos, Rodrigues (2001) lançou para estudo esta variável e comprovou que os retornos são mais benéficos quando estamos perante empresas de dimensão similar.

Com base nesta evidência testámos a seguinte hipótese:

⁸² “In hostile takeovers there is a greater likelihood of substantial restructuring of the target company; this entails increased profits for its shareholders”.

H₄: A dimensão relativa encontra-se positivamente associada ao CAR arrecadado pelos accionistas da empresa-alvo.

Rodrigues (2001) e Farinha e Miranda (2003), expuseram nos seus estudos a capacidade de influência de uma participação prévia por parte da empresa adquirente nos retornos gerados nestas operações.

Farinha e Miranda (2003, p.42), argumentam que "...a presença de grandes accionistas nas empresas adquirentes aumenta significativamente os retornos dos adquirentes, assim como *takeholders* adquirentes nas empresas alvo. Em contrapartida, a existência de grandes accionistas na empresa *target* e importantes adquirentes reduz significativamente os retornos supranormais da empresa *target*".⁸³

Rodrigues (2001), ao testar esta hipótese verificou que a contrapartida auferida pelos accionistas da empresa adquirente está positivamente relacionada com a sua participação prévia na empresa-alvo. Este caso deve-se ao facto dos accionistas da empresa adquirente possuírem um maior poder negocial. Desta forma, irá ser testada a seguinte hipótese:

H₅: A existência de uma participação prévia por parte da empresa adquirente surge positivamente associada ao CAR obtido por estes, com a OPA.

As F&A *cross-border* são hoje uma nova fonte de angariação de valor para os accionistas. Martynova e Renneboog (2006) descrevem que as empresas estão incentivadas a participar em F&A *cross-border* com o objectivo de expandir internacionalmente os seus negócios.

A localização da empresa-alvo é deste modo um aspecto referenciado com influência no *premium* pago nas aquisições. Justifica-se esta ocorrência com o facto de as empresas-alvo serem substancialmente de países com baixa protecção dos accionistas relativamente ao país adquirente, com diferente nível de desenvolvimento do mercado de capitais e de *corporate governance* (Martynova & Renneboog, 2006) e (Rossi & Volpin, 2004).

H₆: O lançamento de uma OPA por parte de uma empresa estrangeira surge positivamente associada ao CAR obtido pela empresa-alvo.

O retorno potenciado pelo meio de pagamento empregado nas OPA' s tem sido indagado por vários autores (e.g., Mullin *et al.* 1995; Demidova, 2007; Saari, 2007 e Chevalier & Redor, 2006).

Asquith *et al.* (1990), tal como Rodrigues (2001), ao investigarem o impacto deste factor verificaram que este aspecto tem influência e afecta a reacção do mercado ao anúncio da F&A. Nesta perspectiva alegam que os retornos obtidos pela empresa adquirente são positivos quando o meio de pagamento utilizado é em numerário.

Baseados nesta evidência testámos a seguinte hipótese:

⁸³ "... the presence of large shareholders in the bidding firms significantly increases returns for bidders, as well as acquirer takeholders in the target. In contrast, the existence of large shareholders in the target and important bidder takeholds significantly reduce target abnormal returns".

H₇: A escolha do meio de pagamento em numerário encontra-se positivamente relacionada com os CAR' s das empresas envolvidas.

As nossas análises têm ainda em linha de conta as particularidades do contexto português, nomeadamente quanto à obrigatoriedade de lançamento de uma OPA' s por parte da empresa adquirente. Este caso (presença de uma participação que ultrapasse directamente ou nos termos mencionados no nº. 1 do artigo 20, metade ou um terço dos direitos de voto da empresa-alvo) encontra-se especificamente estabelecido no artigo 187º., do CVM.

Rodrigues (2001), ao analisar este aspecto verificou que as OPA' s resultantes de uma imposição legal originaram um retorno inferior ao apurado nas outras OPA' s. Assim, apoiados nesta evidência consideramos a seguinte hipótese:

H₈: As OPA' s lançadas por imposição legal surgem negativamente associadas aos CAR' s das entidades envolvidas.

As políticas governamentais são consideradas como sendo um aspecto que afecta a actividade de F&A, uma vez que estas permitem promover ou proibir as fusões. Contudo, tal como Lipton (2006, p.9) expõe, os países na generalidade aceitaram e reconheceram que o mercado é global, ou seja, “ o conceito “grande é mau” foi abandonado”.⁸⁴

Rodrigues (2001), aferiu que a necessidade de uma autorização prévia induz um impacto positivo nos retornos arrecadados pelos envolvidos nestas operações. Seguindo a metodologia adoptada por este autor são testadas as seguintes hipóteses:

H_{9a}: A exigência de uma autorização administrativa surge positivamente relacionada com os CAR' s das entidades envolvidas.

H_{9b}: A necessidade de uma autorização pela autoridade da concorrência surge positivamente relacionada com os CAR' s dos accionistas envolvidos.

Uma aquisição é considerada bem sucedida quando a empresa adquirente consegue ter o controlo da empresa-alvo, ao obter a maioria das suas acções (Schwert, 1996).

Contudo o sucesso ou insucesso destas operações podem ser influenciadas por medidas impostas pelos gestores (*staggered board; poison pill e golden parachutes*), criadas com o intuito de protegerem-se de aquisições hostis promovendo uma maior possibilidade de falhanços de uma aquisição bem sucedida (Campbell *et al.*, 2009).

Baseados na afirmação “...as operações bem sucedidas deveriam ter maior impacto, em termos absolutos, sobre todos os intervenientes,” de Rodrigues (2001, p.166), testámos a seguinte hipótese:

H₁₀: Considera-se que as OPA' s bem sucedidas encontram-se positivamente associadas aos retornos obtidos pelos intervenientes.

⁸⁴ “the “big is bad” concept has been abandoned”.

4.7. DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

No intuito de testar as hipóteses anteriormente apresentadas são efectuadas análises univariadas e multivariáveis, tendo em consideração o CAR como variável dependente e como variáveis explicativas as avançadas na Tabela 9 (ver o anexo II). Nesta mesma tabela acresce ainda o sinal que é esperado obter nas respectivas variáveis em função das hipóteses que pretendemos averiguar.

No estudo dos factores/determinantes que podem ter influência nos CAR' s são considerados aspectos legais (imposição legal; autorizações administrativas e autorizações de controlo/concentração); características das empresas envolvidas na operação (dimensão, actividade das empresas; nacionalidade; participação prévia; empresas em conjunto; experiência em operações similares); intenção de lançamento (hostil ou amigável) e resultado da operação (sucesso ou insucesso da operação).

Em seguida são enunciadas as principais estatísticas descritivas das variáveis empregadas na análise empírica, as quais podem ser visualizadas na Tabela 10 (ver o anexo II). Esta tabela encontra-se subdividida em dois painéis. O painel 1 exhibe as variáveis contínuas que foram utilizadas nas regressões e o painel 2 expõe as variáveis *dummy*.

Quanto às variáveis contínuas expostas no painel 1, podemos destacar a dimensão relativa e a percentagem de participação prévia por parte da empresa adquirente. Podemos facilmente observar que em média as empresas que lançaram as OPA' s continham uma participação prévia de cerca de 51% da empresa adquirida. A empresa adquirida apresenta, em média, uma dimensão de 10,55 e uma mediana de 1,4.

Ao analisar o segundo painel, verificamos que em média 87% das OPA' s lançadas no período em análise foram bem sucedidas e o meio de pagamento oferecido foi em numerário. Desta tabela, podemos ainda inferir que em média 45% dos casos resultaram de uma imposição legal e cerca de 75% das empresas adquirentes já eram detentoras de 33% dos direitos de voto das empresas adquiridas.

De salientar que o carácter destas operações (hostis) e a experiência da empresa adquirente nestas operações apresentam valores médios de 15% e 18%, respectivamente.

De seguida, apresentam-se os resultados da análise univariada das variáveis em estudo.

4.8. ANÁLISE UNIVARIADA

Em detrimento da necessidade de averiguação da capacidade explicativa das variáveis expostas anteriormente nos retornos gerados pelas OPA' s, efectuamos uma análise univariada.

Neste sentido, calculamos o CAR para 6 janelas temporais (-20;+20); (-5; +5); (-10; +10); (-1; +1); (+3; -3) e (0;0), pelo método OLS para as variáveis apresentadas na Tabela 9, que se encontra no anexo II. Assim, como podemos constatar, as variáveis explicativas em análise são maioritariamente *dummies* com apenas 8 variáveis contínuas.

A examinação do impacto das variáveis *dummies* nos retornos supranormais foi elaborada através do cálculo do valor médio da nossa variável dependente (CAR) relativamente a cada valor possível que as variáveis *dummies* podem adoptar (0 ou 1) e realizando um teste t à diferença das médias.

Mackinlay (1997), argumenta que a inclusão de testes não paramétricos na análise ajuda na verificação da robustez das ilações retiradas através dos testes paramétricos. De facto, os testes paramétricos partem do pressuposto de que os retornos supranormais seguem uma distribuição normal.

Nesse sentido, e com o objectivo de reforçar esta análise, recorremos a um teste não paramétrico designado por U de Mann-Whitney. Este teste demonstra ser útil nos casos em que o pressuposto da normalidade é questionável e também perante a potencial existência de *outliers*.

A análise univariada implica ainda um estudo às variáveis contínuas que foi conseguido através dos coeficientes de correlação de Pearson e Spearman. Apesar de considerado como mais robusto em relação a outliers, o coeficiente de Pearson é naturalmente enviesado pois tende para uma aproximação linear, enquanto que o coeficiente de Spearman captura tendências monotónicas. Para além destes testes, a análise foi complementada através do teste não paramétrico Kendall tau-b, pela mesma razão anunciada anteriormente, ou seja, efectuamos os testes de Kendall tau-b e de Spearman para colmatar a potencial presença de outliers na amostra, bem como tendências.

Os resultados destas análises e os respectivos níveis de significância encontram-se discriminados nas Tabelas 11; 13; 15; 17 e 19 do anexo III, IV, V, VI e VII, respectivamente.

Estas tabelas permitem-nos retirar algumas ilações pertinentes, brevemente aqui sintetizadas.

Quanto ao carácter hostil das OPA' s, os resultados apresentados parecem confirmar a afirmação inicial, isto é, os accionistas das empresas envolvidas obtêm maiores benefícios/retornos quando estamos perante operações de natureza hostil.

Contudo, é possível observar que apesar dos resultados serem estatisticamente significativos, estes retornos médios parecem ser arrebatados pelos accionistas das empresas-alvo, chegando-se a verificar retornos médios negativos para os accionistas das empresas adquirentes em algumas janelas temporais (e.g. 0;0).

A análise univariada revela que ao, contrário do expectável, a experiência da empresa adquirente nestas operações não é uma mais-valia apesar de esta variável atingir níveis estatísticos significativos.

A convicção de que os accionistas das empresas-alvo obtêm retornos superiores quando estamos perante adquirentes estrangeiros, isto pelo facto de estarem dispostos a pagar um *premium* superior, parece ser uma ideia corroborada pela nossa análise univariada. É de salientar, contudo, que apesar dos retornos médios obtidos pelos accionistas das empresas-alvo serem positivos ao longo das janelas expostas, é possível reconhecer um declínio desse retorno auferido, quando se aproxima o dia do evento.

Este aspecto poderá ser justificado pela divulgação de informação confidencial para o mercado antes da data preliminar, ou seja, presença de *insider trading* (verifica-se acréscimo dos retornos supranormais, aproximadamente 1 semana antes da data de evento, tal como pode ser observado na Tabela 8 e Figura 5).

Na precursão do estudo verificou-se em 4 casos o lançamento da OPA por parte de duas ou mais empresas em conjunto sobre uma empresa-alvo. Reconhecendo que estamos perante poucos casos, esta característica foi incluída na nossa análise com o objecto de avaliar o seu impacto. Os testes realizados apontam para o facto dos benefícios destas operações recaírem essencialmente sobre os accionistas das empresas-alvo.

Os resultados respeitantes à variável meio de pagamento apesar de atingirem níveis de significância para todos os intervenientes, induzem-nos a crer que os benefícios foram encaminhados para os accionistas das empresas-alvo.

Através da observação do factor “imposição legal” apuramos que os resultados são congruentes com a literatura, isto é, apesar de atingir níveis de significância os retornos médios obtidos pela empresa adquirente são negativos (influencia inversamente os CAR).

A actividade económica das empresas intervenientes nas aquisições é ainda tida em linha de conta neste estudo (através do factor HZ_CAE). Esta variável apresenta níveis significativos em ambos os tipos de empresas, porém tal como em Rodrigues (2001), os accionistas das empresas visadas parecem ser mais favorecidos quando estas operações não são de natureza horizontal.

Finalmente, o determinante “dimensão relativa” parece influenciar negativamente os retornos médios auferidos pela empresa-alvo e, ao contrário do esperado, este factor não atinge níveis significativos excepto numa janela temporal, a (-3;+3) e só a 10% nos retornos supranormais das empresas adquirentes.

Adicionalmente, as aquisições de empresas por parte de adquirentes de natureza *cross-border* foram também alvo de uma análise mais detalhada. Em paralelo analisámos as operações que foram lançadas por empresas nacionais sendo possível visualizar detalhadamente ambos os casos nas Tabelas 17 a 20 (anexo VI e VII).

Esta abordagem surgiu da necessidade de efectuar uma comparação entre estas operações de modo a aferir quais são as operações que potenciam maiores retornos, ou seja, mais vantajosas para os accionistas das empresas envolvidas.

A visualização das Tabelas 17 a 20 (anexo VI e VII) permite verificar que quando estamos perante operações lançadas por entidades *cross-border* os factores “autorização” e “imposição Legal” não atingem, em nenhuma das janelas temporais estudadas, níveis significativos. Um aspecto facilmente destacável nestas operações especificamente foi o facto de em nenhum dos casos o lançamento da OPA ser executado em conjunto com outras empresas.

Pela análise das operações lançadas por empresas nacionais aferimos que algumas das variáveis não são estatisticamente relevantes, isto é, não atingem níveis significativos nas janelas temporais analisadas. De facto, factores tais como a “participação prévia” da empresa adquirente na empresa visada; a “dimensão relativa”; “dimensão relativa 2” e “capital social adquirente” parecem não ser relevantes para o acréscimo dos retornos auferidos pelos accionistas das empresas envolvidas.

Todavia, os resultados encontrados na análise univariada não fornecem conclusões inequívocas acerca do impacto de cada variável nos CAR. Deste modo, em seguida apresentamos a matriz de correlações e os respectivos níveis de significância, para além da análise de regressão.

4.9. MATRIZES DE CORRELAÇÕES

Este presente subcapítulo tem como finalidade apresentar os resultados empíricos respeitantes à matriz de correlações entre as variáveis contínuas utilizadas na análise de regressão. As Tabelas 21 a 25, expostas no anexo VIII, apresentam os coeficientes de correlações de *Pearson* e os respectivos níveis de significância das variáveis. Na construção das matrizes de correlação foram consideradas não apenas a totalidade da amostra (Tabela 26) como também foi executada a elaboração da respectiva matriz de correlações para cada grupo em estudo, ou seja, as tabelas 21; 22; 25 e 24 representam as matrizes de correlações das empresas adquirentes, visadas, estrangeiras e nacionais, respectivamente.

Pela sua visualização podemos facilmente verificar que existe um grupo de variáveis que apresentam correlações estatisticamente significativas. Analisando de uma forma mais atenta a matriz de correlação correspondente à totalidade da amostra, verificamos que existe uma correlação positiva entre o capital social da empresa visada e o capital social da empresa adquirente, a um nível de 1% de significância. Esta tabela demonstra ainda uma correlação positiva entre a variável “dimrel” e a capitalização bolsista da empresa adquirente. Finalmente, é ainda detectada uma relação negativa entre a participação prévia e a capitalização bolsista da empresa-alvo.

No entanto, as matrizes de correlações e a análise univariada são insuficientes para retirar ilações conclusivas, uma vez que apresentam o sentido das relações existentes entre as variáveis em estudo. Este aspecto facilmente nos remete para a necessidade de aprofundar a análise e, assim sendo, foram elaboradas regressões no sentido de averiguar quais são de facto as variáveis com impacto nos retornos supranormais auferidos pelos accionistas. Deste modo, em seguida iremos demonstrar e expor as análises dos diversos modelos referenciados anteriormente.

4.10. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta secção tem como finalidade apresentar os resultados empíricos respeitantes à potencial relação entre as variáveis previamente referenciadas e o retorno supranormal arrecadado pelos accionistas envolvidos nas OPA's.

Esta análise surge no sentido de aprofundar a análise univariada, uma vez que esta não tem em consideração a interligação dos vários factores aquando da execução de uma OPA. Assim, facilmente depreendemos da necessidade de elaborar modelos de regressão (OLS) que atestem o impacto dos determinantes anteriormente enunciados nos retornos (CAR) auferidos pelos accionistas envolvidos.

Nas Tabelas 27, 28, 29, 31 e 30 (ver anexo IX) encontram-se descritos os resultados obtidos através das regressões aos retornos supranormais dos accionistas das empresas adquirentes; visadas; agregado das duas entidades; *cross-border* e nacionais, respectivamente.

As tabelas apresentadas contêm oito modelos distintos obtidos por OLS, sendo quatro deles incorporados numa janela temporal mais longa, ou seja, vinte dias antes e após o anúncio preliminar (-20;+20) tendo como variável dependente o respectivo CAR. Quanto aos restantes quatro modelos encontram-se relacionados com uma janela temporal considerada mais curta (-5;+5), onde o seu CAR correspondente é a variável explicada.

Em cada uma das janelas consideradas para análise, foram estimados quatro modelos distintos, que são intitulados por Modelo I; II; III e IV. Numa primeira fase, iremos expor dois modelos (Modelo I e II): o modelo I contém uma variável explicativa dos retornos para cada uma das hipóteses definidas anteriormente e o modelo II abrange as variáveis explicativas que em alguma das análises univariadas elaboradas conseguiram atingir níveis de significância estatística de pelo menos 10%. Serão ainda apresentados mais dois modelos, os modelos III e IV, que correspondem a modelos otimizados. O modelo III equivale ao melhor R^2 ajustado possível para explicar a nossa variável dependente (CAR) e o modelo IV apresenta a melhor estatística F encontrada nos modelos testados.

Para cada um dos modelos apresentados foram efectuados o teste White ou Breush-Pagan (nos casos em que não existem observações suficientes) para verificar a existência ou não da presença

de heteroscedasticidade. Nos casos em que se detectou a sua presença foi executada a respectiva correcção, contudo para poder fazer uma correcta selecção do modelo que apresenta uma capacidade explicativa superior de entre os modelos estimados, o R^2 apresentado nas tabelas corresponde ao original, ou seja, não tem o efeito da correcção.

Para averiguar se algumas das variáveis explicativas se encontravam em relação linear ou perfeitamente correlacionada com outra variável explicativa usada na análise, foi testada a multicolinearidade. Este aspecto foi facilmente detectado e/ou verificado a sua ausência através de um indicador designado por VIF (*Variance Inflation Factors*). Este remete-nos para a existência de multicolinearidade quando os VIF são superiores a 10, ou seja, quanto maior for o VIF, maior será a multicolinearidade. Contudo, existem mais ferramentas que podem ser utilizadas na detecção de multicolinearidade, tais como o desvio-padrão dos coeficientes estimados e a presença de R^2 elevado. De facto, nesta dissertação foi detectada a presença de multicolinearidade em alguns dados e, como tal optamos por retirar as variáveis que provocavam este problema.

4.10.1. Retorno dos accionistas das empresas adquirentes

A visualização da Tabela 27 (anexo IX) permite-nos apurar quais são as variáveis que demonstraram ser as mais relevantes e com impacto nos retornos arrecadados pelos accionistas das empresas adquirentes.

O modelo que manifestou uma maior capacidade explicativa da nossa variável dependente foi o modelo III na janela temporal (-20;+20). Deste modo, os comentários aqui descritos estão interligados com esse mesmo modelo.

Quanto à capacidade explicativa do modelo III é considerada bastante elevada (R^2 e R^2 ajustado de 0,869 e 0,774, respectivamente) para este tipo de modelos, porém mais uma vez este aspecto pode ser fundamentado pela reduzida dimensão da nossa amostra.

Ao analisar o valor da estatística F de todos os modelos expostos na Tabela 27 (anexo IX) conseguimos retirar que em termos globais os modelos são considerados significativos.

De facto, o valor evidenciado pela estatística F ($F= 9,102$) do modelo III possibilita-nos aferir que a um nível de significância de 1%, a regressão é globalmente significativa, isto é, as variáveis apresentam capacidade explicativa para a variável explicada (CAR).

As variáveis que no modelo III atingiram algum nível significativo exibem sinais idênticos dos seus coeficientes nos vários modelos elaborados.

A variável "*Hostil*", tal como aconteceu nos modelos I e II não conseguiu atingir níveis de significância considerados mínimos. No entanto, podemos retirar que, tal como aconteceu no estudo de Rodrigues (2001), as OPA's com carácter hostil induziram a apresentação de CAR's mais reduzidos do que as amigáveis.

Os resultados descritos no modelo III permitem-nos ainda retirar algumas ilações pertinentes. No que diz respeito às variáveis relacionadas com o capital social e capitalização bolsista da empresa adquirente, verificamos que estas, apesar de serem estatisticamente relevantes a um nível de 5%, não representam um impacto nos retornos auferidos pelos accionistas com as OPA's.

Por outro lado, conseguimos visualizar três variáveis que mostraram um impacto positivo nos retornos supranormais dos accionistas. Esses factores encontram-se relacionados com a nacionalidade da empresa adquirente "*adqu_estr*"; a necessidade/importância de uma autorização "*aut*" para realizar a OPA e o facto de se tratar de uma imposição legal.

Contrariamente ao esperado, as variáveis "*exp_adqu*"; "*meio_pag*"; "*PPrévia*" e "*Hz_CAE*" não representam uma mais-valia para os accionistas das empresas adquirentes. De facto, estas conclusões não se encontram em consonância com as hipóteses H₁; H₂, H₅ e H₇, anteriormente referenciadas.

4.10.2. Retorno dos accionistas das empresas-alvo

Observando a Tabela 28 (anexo IX), verifica-se mais uma vez que o modelo mais adequado para explicar a nossa variável dependente, isto é, os retornos supranormais arrecadados pelos accionistas da empresa visada, é o modelo III. Deste modo, as principais ilações aqui retratadas estão relacionadas com a janela temporal (-20;+20) deste mesmo modelo.

Os resultados, no entanto, sugerem que a sua capacidade explicativa é reduzida, uma vez que o R² é de 0,44205 e o R² ajustado apenas fica-se pelos 0,3152.

Quanto ao F (F=3,486) possibilita-nos considerar que, em termos globais, este modelo é significativo (a um nível de significância de 1%), ou seja, as variáveis incorporadas são globalmente relevantes para a explicação dos retornos arrecadados pelos accionistas das empresas visadas.

Neste modelo é possível destacar três factores que parecem influenciar de forma positiva os CAR dos accionistas das empresas visadas. Assim, considerando este modelo pode-se destacar as variáveis "*imp_legal*"; "*partprev*" e "*aut_conj*".

Em contrapartida, este modelo aponta quatro variáveis que influenciam negativamente os retornos supranormais auferidos pelos accionistas das empresas visadas. O facto da empresa interessada em adquirir a empresa-alvo possuir aquando o lançamento da OPA uma participação de pelo menos 1/3 no capital da visada, parece proporcionar retornos inferiores aos accionistas da empresa-alvo.

A "*dim_rel2*" que resulta do coeficiente entre a capitalização bolsista da empresa adquirente e a capitalização da empresa-alvo indica-nos, segundo estes resultados, um factor que contribui para um impacto negativo nos CAR's.

De referir ainda que o lançamento de uma OPA por empresas do mesmo sector de actividade (*Hz_CAE*) não parece contribuir de modo positivo nos retornos supranormais obtidos pelos accionistas das empresas-alvo. Os resultados sugerem assim que as ofertas lançadas por empresas de diferente sector de actividade relativamente à empresa visada, proporcionam melhores resultados para os accionistas.

Além destas variáveis, constatamos que apesar da empresa adquirente obter acções da empresa visada em detrimento da OPA lançada, isto é, a operação ser considerada como um sucesso, este aspecto parece influenciar de uma forma negativa os CAR's obtidos pelos accionistas das empresas visadas, a um nível de 1% de significância.

Todavia, é possível visualizar, através da Tabela 4, que as variáveis "*aut_conj*"; "*PPrevia*" e "*Imp_legal*" evidenciaram ser significativas (de uma forma positiva) para os retornos supranormais auferidos pelos accionistas das empresas visadas, a 5%; 1% e 5% de significância, respectivamente.

Por último, são observadas as variáveis relacionadas com a dimensão das empresas em termos de capitalização bolsista, isto é, "*cap_bols_alvo*" e "*cap_bols_adqu*". Em relação ao impacto destes factores nos retornos auferidos pelos accionistas das empresas-alvo, os resultados demonstram que é praticamente nulo, apesar de atingirem um nível de significância de 10% e 1%, respectivamente.

4.10.3. Retorno agregado

Neste subcapítulo, apresentamos os resultados empíricos relacionados com o retorno agregado das empresas-alvo e adquirentes.

A Tabela 29 (anexo IX) apresenta os resultados estatísticos dos diversos modelos utilizados no nosso estudo, sendo expostos aqui de uma forma mais sumária os que concernem à janela temporal mais longa (-20;+20), por esta apresentar uma capacidade explicativa superior comparativamente às que se referem à janela temporal (-5;+5).

Os resultados encontrados sugerem que o modelo mais adequado, ou seja, com maior capacidade explicativa, é o modelo III e, por essa mesma razão vamos partir para a sua descrição. O modelo III, apresenta um R^2 de aproximadamente 0,9 e um R^2 ajustado de 0,81 o que podemos considerar como sendo bastante elevado para modelos *cross section*. No entanto, este facto pode ser justificado como sendo o resultado da dimensão da amostra (pequena dimensão).

Ao visualizar de uma forma mais atenta os modelos apresentados podemos aferir que as variáveis que conseguiram atingir algum nível de significância mantêm o mesmo sinal dos seus coeficientes nos vários modelos.

Os resultados encontrados para as variáveis “*dim_rel2*” e “*capital social alvo*” parecem evidenciar que se tratam de variáveis sem impacto nos retornos auferidos pelos accionistas envolvidos nestas operações.

Alguns resultados encontrados demonstram ser concordantes com os estudos já realizados, nomeadamente as variáveis relacionadas com o meio pagamento; nacionalidade da empresa adquirente e necessidade de autorização das autoridades da concorrência. Para estas variáveis encontramos uma relação estatisticamente relevante e positiva relativamente ao CAR, a um nível de significância de 5%; 1% e 5% respectivamente.

O sinal negativo encontrado para os coeficientes das variáveis relacionadas com a actividade económica das empresas, “*Hz_CAE*” e “*Hz_sub*” indiciam a presença de uma relação negativa entre estas e os retornos obtidos pelos accionistas envolvidos, sendo significativas a 5% e 10%, respectivamente.

Rodrigues (2001), considera que a potencial explicação para estes resultados pode estar relacionada com o facto dos accionistas das empresas que não actuam na mesma indústria estarem dispostos a despende um maior prémio do que os restantes accionistas.

Quanto à variável “*imposição legal*”, ostenta um impacto negativo nos retornos dos accionistas, sendo este comportamento congruente com a hipótese 8 anteriormente exposta.

Os modelos I e II permitem-nos ainda apurar que as variáveis “*hostil*” e “*participação prévia*”, apesar de não atingirem níveis de significância estatística relevantes, apresentam resultados congruentes com a literatura.

A variável “*empresas_conjunto*”, apesar de não ter sido encarada como sendo uma das nossas hipóteses em análise, consideramos ser pertinente a sua inclusão. Este facto resulta da nossa amostra, isto é, constatamos casos em que as OPA' s foram lançadas por mais do que uma empresa em simultâneo. Esta variável explicativa apresenta um sinal positivo com os retornos recebidos pelos accionistas atingindo a relevância estatística de 5%.

4.10.4. Retorno dos accionistas das empresas-alvo de lançamento de OPA 's por empresas nacionais

A Tabela 30 (anexo IX) apresenta os factores/determinantes que demonstraram ser os mais importantes e com impacto, seja ele positivo ou negativo, nos retornos supranormais obtidos pelos accionistas, aquando o lançamento de uma OPA' s por parte de entidades ditas nacionais, isto é, com sede no território português.

Assim sendo, de seguida são descritos os resultados apurados para o período em análise. Os resultados sugerem que o modelo III, da janela temporal mais longa, possui uma capacidade explicativa superior em relação à janela (-5;+5), com um R^2 e R^2 ajustado de 0,506 e 0,415, respectivamente. Em relação à capacidade explicativa na globalidade das variáveis incorporadas

no modelo podemos aferir que a estatística F ($F= 5,558$) consegue atingir um nível de significância de 1%, isto é, não podemos rejeitar a hipótese que este modelo apresenta capacidade explicativa.

No entanto, de acordo com este modelo apenas quatro variáveis conseguiram atingir algum nível de significância, a *capit_bols_agregada* (1%); *aut_conj* (10%); *hostil* (10%) e *sucesso* (1%).

Se considerarmos a variável *capit_bols_agregada* verificamos que apesar de conseguir atingir um nível de significância de 1%, o impacto deste factor nos retornos dos accionistas das empresas-alvo é considerado nulo.

A evidência dos resultados adquiridos neste modelo permite-nos concluir que o carácter hostil da operação e a necessidade de uma autorização conjunta reproduz um impacto positivo nos retornos supranormais dos accionistas das empresas visadas.

Por outro lado, a variável *sucesso* evidenciou um impacto negativo nos retornos supranormais dos accionistas das empresas visadas em todos os modelos estimados, nas duas janelas temporais em estudo.

4.10.5. Retorno dos accionistas das empresas-alvo de lançamento de OPA 's por empresas *cross-border*

Relativamente às empresas que foram alvo de OPA' s lançadas por empresas consideradas *cross-border*, o modelo que apresenta uma maior capacidade explicativa da nossa variável dependente reporta-se à janela temporal (-20, +20), apesar dos modelos da janela temporal (-5;+5) também apresentarem valores significativos. No entanto, tal como já foi referido anteriormente, esta amostra é de reduzida dimensão e assim sendo os resultados expostos na Tabela 31 (anexo IX) devem ser encarados com elevada precaução na sua leitura.

De referir que o modelo que aqui vai ser analisado em mais detalhe, o modelo III, apresenta um R^2 e R^2 ajustado (0,999 e 0,998) bastante elevado pela razão já anunciada.

Conforme a Tabela 31, constatamos a existência de três variáveis (*exp_adqu*; *HZ_CAE* e *imp_legal*) com impacto positivo nos retornos supranormais dos accionistas das empresas que foram alvo de uma OPA' s por parte de uma entidade estrangeira. De facto, verificamos que a experiência da empresa adquirente neste tipo de operações (a um nível de significância de 1%) traduz-se numa mais-valia para os accionistas quando estamos perante entidades adquirentes estrangeiras.

De salientar que também a natureza da operação, isto é, o facto de ser horizontal, parece proporcionar retornos positivos para os accionistas alvo, com um nível de significância de 1%. O terceiro determinante que se destacou neste modelo foi o facto de se tratar de uma OPA resultante de uma "*imp_legal*". Assim, as OPA' s que foram lançadas por imposição legal evidenciaram ser um factor com relevância (1%) e que afecta de modo positivo a nossa variável dependente.

Pela observação dos resultados expostos na Tabela 31, extraímos no entanto que, contrariamente ao esperado, o meio de pagamento (numerário) implica um impacto negativo nos retornos auferidos pelos accionistas nestas condições (adquirentes estrangeiros).

Considerando os restantes factores que conseguiram atingir níveis de significância, constatamos a existência de dois determinantes que influenciaram de modo negativo os retornos dos accionistas das empresas-alvo durante o período em estudo.

Essas variáveis encontram-se relacionadas com a necessidade de uma autorização para realização destas operações pelas entidades da concorrência e pelo facto das empresas adquirentes possuírem aquando o lançamento da OPA' s uma participação nos direitos de voto.

CONCLUSÕES

Neste trabalho de investigação pretendemos dar um pequeno contributo para a compreensão do fascinante “mundo” das F&A. Nesse sentido, efectuamos uma revisão da literatura que se encontra exposta nos capítulos II e III.

No decorrer da presente dissertação verificou-se a existência de uma discussão acesa entre os académicos no que concerne a este assunto. De facto, não existe um consenso quanto à razão da ocorrência de F&A, se estas operações produzem aumento ou não da produtividade ou se criam ou não valor para os accionistas das empresas envolvidas. Contudo, em termos gerais é aceite que estas transacções são um dos eventos mais marcantes que podem ocorrer nas empresas.

Estas operações podem implicar não apenas alterações nas empresas e accionistas, como também podem ter consequências na competitividade no mercado. Assim sendo, no capítulo II encontram-se descritos alguns aspectos subjacentes a esta problemática, tais como a constatação da existência de diferentes tipos de F&A, a presença de “vagas de fusões” ao longo dos anos e o impacto das F&A nas estruturas de mercado (e.g. dificuldade acrescida nas novas empresas entrarem no mercado, como consequência da alteração da estrutura de mercado).

Adicionalmente, no presente estudo são apresentados os motivos que estão na origem das F&A, a distinção e descrição das *takeovers* amigáveis e hostis, factores com impacto nas F&A e os determinantes com impacto nos preços das acções das empresas envolvidas, que se encontram referenciados no capítulo III.

A estes aspectos acresce a exposição de várias explicações para a proliferação destas estratégias, quer sejam domésticas ou internacionais, apesar de os resultados aparentemente assinalarem os falhanços destas operações.

Nesta linha de raciocínio, Marks e Mirvis (2011) argumentam que apesar da popularidade destas transacções, estas encontram-se relacionadas com falhanços financeiros com consequências indesejáveis para as pessoas e empresas envolvidas.

Por outro lado, estes mesmos autores defendem que um comportamento de sucesso enfatiza não apenas os aspectos financeiros mas também acrescenta os aspectos relacionados com a combinação das estratégias de negócios (factores culturais e comportamentais) que podem complicar a forma como as empresas vão ser integradas.

No capítulo III, são ainda apresentados dois conceitos que surgem interligados a estas estratégias, a Teoria da Agência e o *Corporate Governance*. De facto, com este capítulo verificámos que os gestores podem seguir os seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos accionistas e que a protecção dos interesses dos accionistas parece estar relacionada com um mercado activo de F&A. No capítulo IV é apresentado o enquadramento jurídico do processo de uma OPA em Portugal.

Posteriormente, no capítulo V procedemos a uma análise empírica sobre as OPA 's que ocorreram na última década em Portugal. Os resultados encontrados indicam ser congruentes com a literatura exposta no capítulo III.

De facto, ao determinar os retornos propiciados pelas OPA 's na última década verificamos que em termos globais os accionistas das empresas envolvidas obtiveram retornos positivos em todas as janelas temporais analisadas. Em termos mais específicos, estes accionistas arrecadaram um retorno positivo que ronda os 5% (janela temporal mais longa).

As conclusões relativamente aos accionistas das empresas adquirentes demonstraram ser similares aos restantes estudos, ou seja, os resultados indiciam que estes accionistas obtiveram um retorno positivo, mas pouco significativo, nas janelas analisadas e negativo em duas dessas delas (janelas relativas ao dia do evento e a que inclui o dia posterior ao dia do evento).

Ao analisar os retornos auferidos pelos accionistas das empresas visadas facilmente detectamos um impacto positivo destas operações em todas as janelas em análise, isto é, estes accionistas arrecadaram um retorno próximo dos 16% (janela temporal mais longa).

É de salientar que neste capítulo procedemos a uma comparação superficial dos retornos obtidos pelos accionistas nos casos em que a empresa adquirente era estrangeira em contrapartida de empresas adquirentes nacionais. Os resultados sugerem que os ganhos são mais significativos quando estamos perante empresas estrangeiras, apesar de serem positivos para ambos os casos. Nesta análise, foi ainda reconhecida a possibilidade de o *insider trading* ser mais notório nos casos em que envolvam uma empresa estrangeira.

No capítulo V, foram ainda apresentados um conjunto de variáveis que podem influenciar os retornos auferidos pelos accionistas envolvidos nas OPA 's. No entanto, é de referir que os resultados obtidos neste estudo devem ser encarados com precaução pelo facto de a amostra ser reduzida.

Alguns dos resultados obtidos evidenciaram ser coincidentes com estudos efectuados anteriormente, nomeadamente os que concernem ao meio de pagamento utilizado nas operações, a nacionalidade da empresa adquirente, a necessidade de uma autorização da autoridade da concorrência e o facto de a operação estar relacionada com uma imposição legal (retornos arrecadados pelos accionistas em termos agregados).

Ao contrário do esperado, constatamos que aspectos tais como a experiência da empresa adquirente, o meio de pagamento utilizado, a presença de uma participação prévia na empresa visada e o sector de actividade (HZ_CAE), não demonstraram ser uma mais-valia para os accionistas das empresas adquirentes.

Os resultados encontrados evidenciaram que o facto de as operações resultarem de uma imposição legal e necessitarem de uma autorização conjunta, contribuíram de forma positiva para os retornos supranormais auferidos pelos accionistas das empresas visadas. Acresce ainda que a presença da empresa adquirente no capital da visada (participação prévia) contribui para um impacto positivo nos retornos arrecadados com estas operações.

Tendo ainda presente a existência de empresas estrangeiras envolvidas nestas operações na última década, aferimos que nestes casos a experiência da empresa adquirente (estrangeiras) têm um impacto positivo nos retornos obtidos pelos accionistas das empresas visadas. A este aspecto acrescentam características como a imposição legal e sector de actividade (HZ_CAE) como sendo mais-valias para os accionistas das empresas visadas.

No entanto, constatamos que o meio de pagamento nestes casos implica um impacto negativo nos retornos supranormais dos accionistas.

Finalmente, os resultados relacionados com os casos em que as empresas adquirentes são nacionais sugerem que o carácter hostil da oferta e a necessidade de uma autorização conjunta provoca um impacto positivo nos retornos supranormais arrecadados pelos accionistas das empresas visadas.

Por último, como linhas de investigação futura consideramos que seria interessante analisar e determinar se a presença de uma empresa estrangeira nas operações de F&A potenciam um aumento da presença de *insider trading* tentando também capturar as razões e a dimensão do fenómeno do *insider trading* no mercado de capitais português.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agrawal, A., & Jaffe, J.F. (1999). The Post-merger performance puzzle. *Cary Cooper and Alan Gregory eds., Advances in Mergers and Acquisitions*, Stanford, 1-56.
- Akerlof, G. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of economics*, 84, 488-500.
- Alcalde, N., & Espitia, M. (2003). The characteristics of takeover targets: the spanish experience 1991–1997. *Journal of Management and Governance*, 7, 1-26.
- Anderson, H. D., & Marshall, B. R. (2007). Takeover motives in a weak regulatory environment surrounding a market shock: a case study of New Zealand with a comparison of Gondhalekar and Bhagwat's (2003) US findings. *Review Quantitative Finance Accounting*, 29, 53-67.
- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103–120.
- Arnold, M., & Parker, D. (2009). Stock market perceptions of the motives for mergers in cases reviewed by the UK competition authorities: An empirical analysis. *Managerial and Decision Economics*, 30, 211-233.
- Asquith, P., Bruner, R., & Mullins, D. (1990). Merger return and the form of financing, Working Paper, Massachusetts Institute of Technology.
- Bain, J. (1950). Workable competition in oligopoly: theoretical considerations and some empirical evidence. *American economic association*, 35-47.
- Bartholdy, J., Olson, D., & Peare, P. (2007). Conducting event studies on a small stock exchange. *The European Journal of Finance*, 13(3), 227-252.
- Berkovitch, E., & Narayanan, M. P. (1993). Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(3), 347-362.
- BolsaPT (2010). <http://www.bolsapt.com/cotacoes/PSII/>. Acedido a 10 de Dezembro de 2010, em <http://www.bolsapt.com>.
- Brealey, R.A., & Myers, S.t.C. (2007). *Princípios de Finanças empresariais* (8ª Edição). New York: Mcgraw-Hill.
- Campa, J., & Hernando, I. (2004). Shareholder value creation in European M&As. *European Financial Management*, 10(1), 47-81.
- Campbell, J., Lo, A. & Mackinlay, A. (1997). Event-Study Analysis. In Campbell, J., Lo, A. & Mackinlay eds. *The econometrics of financial markets*. (149-178). Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Campbell, R., Ghosh, C., Petrova, M., & Sirnans, C.F. (2009). Corporate governance and performance in the market for corporate control: The case of REITs. *Journal Real Estate Finance Economic*, 1-30.
- Carbaugh, R. J. (1946). Imperfect Competition. In Carbaugh, R. J.. *Contemporary economics: An applications approach eds.* (6ª Edição) (127-146). U.S.A: M.E.Sharpe . Inc.
- Cartwright, S., & Cooper, C.L. (1993). The role of culture compatibility in successful organizational marriage. *Academy of Management Executive*, 7(2), 57-70.

- Carvalho, M. (2007). Fusões e Aquisições no Sector Bancário: Homogeneização ou Diferenciação dos Produtos Bancários? Dissertação de Mestrado em Economia, Universidade do Minho.
- Cassandre, P. M (2007). Anúncios de fusões e aquisições-Análise empírica da existência de insider trading no mercado Brasileiro. Faculdade IBMEC São Paulo.
- Chevalier, A., & Redor, E. (2006). Payment methods in mergers and acquisitions: a survey of the models of informational asymmetries and taxation. *Comunicação apresentada no 8º Congresso Mundial da International Federation of Scholarly Associations of Management (IFSAM), Berlim, Alemanha.*
- Chidambaran, N. K., John, K., Shangguan, Z., & Vasudevan, G. (2010). Hot and cold merger markets. *Review Quantitative Finance Accounting*, 34(3), 327- 349.
- CMVM (2010). <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/opas.cfm>. Acedido a 15 de Novembro de 2010, em <http://www.cmvm.pt>.
- Código das Sociedades Comerciais*. Decreto-Lei n.º 262/86 de 2 de Setembro. Supremo Tribunal de Justiça. Acedido a 15 de Setembro de 2010, em <http://www.stj.pt/nsrepo/geral/cptlp/Portugal/CodigoSociedadesComerciais.pdf>.
- Código dos Valores Mobiliários*. Acedido a 12 Setembro de 2010, em http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Codigo%20dos%20Valores%20Mobiliarios/Pages/default.aspx.
- Cole, R., Fatemi, A., & Vu, J. (2006). Do mergers create or destroy value? Evidence from unsuccessful mergers. *Munich Personal RePEc Archive*, 1-24.
- Cowling, K., Stoneman, P., Cubbin, J., Cable, J., Hall, G., Domberger, S., & Dutton, P. (1980). Mergers and economic performance. University of Warwick. Centre for Industrial Economic and Business Research.
- Damiani, M., & Pompei, F. (2009). Takeover activities in the last European merger wave: A cross-country comparison. *Corporate Ownership & Control*, 6(3), 8-25.
- Dathis (2010). Acedido a 10 de Outubro de 2010, em base de dados Dathis da *Euronext lisbon*.
- Demers, R. (1998). Human resources issues in international mergers and acquisitions. In BenDaniel, D., & Rosenbloom, A. *International M&A, Joint Ventures & Beyond Doing de Deal eds.* (433-444). New York: Wiley frontiers in Finance.
- Demidova, E. (2007). Hostile takeovers and defenses against them in Russia. *Problems of Economic Transition*, 50(5), 44-60.
- Diepold, B., Feinberg, R. M., Round, D. K., & Tustin, J. (2006). Merger impacts on investor expectations: an event study for Australia. *Department of Economics, Working Paper Series*, 1-24.
- Duso, T., Gugler, K., & Yurtoglu (2010). Is the event study methodology useful for merger analysis? A comparison of stock market and accounting data. *International Review of Law and Economics*, 30(2), 186-192.
- Eije, H., & Wiegerinck, H. (2010). Shareholders' reactions to announcements of acquisitions of private firms: Do target and bidder markets make a difference?. *International Business Review*. 19, 360-377.

- Fagundes, J. & Kanczuk (2004). O uso de modelos de simulação em análises de fusões. *Revista do IBRAC*, 12(4).
- Fama, E.F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *The journal of political economy*, 88(2), 288-307.
- Farinha, J., & Miranda, F. (2003). Run-Up, toeholds, and agency effects in mergers and acquisitions: Evidence from an emerging market. *Universidade do Porto*, 1-52.
- Farinos, J.E., & Herrero, B. & Latorre, M.A. (2010). Impacto del anuncio de adquisición en la cotización de las empresas adquirentes. Universidad Católica de Valencia.
- Fellner, W. (1950). Collusion and its limits under oligopoly, University of California, *American economic association*, 54-62.
- Ferreira, D. (2002). *Fusões, Aquisições e reestruturações de empresas*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Fisher, A., & Inserra, R. (1998). Risk Management in Cross-Border transactions. In BenDaniel, D., & Rosenbloom, A. *International M&A, Joint Ventures & beyond doing the deal eds.* (421.430). New York: Wiley frontiers in Finance.
- Frantslikh, S. (2005). Mergers and acquisitions featured case study: JP Morgan. Chase Honors College Theses, Pforzheimer Honors College.
- Gaughan, P. A. (2007). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings* (4th ed.). New Jersey, NJ: John Wiley & Sons.
- Geraldes, R. (2009). *Portugal Telecom-O Efeito da OPA na proposta de valor para os Accionistas da PT*. Mestrado Executivo em Gestão. ISCTE Business School, 1-78.
- Ghauri, P., & Buckley, P. (2003). International mergers and acquisitions: past, present and future. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 2, 207-229.
- Gonçalves, P., & Duque, J. (2008). Do Insiders time their trades? Evidence from Euronext Lisbon. Advance-Centro de Investigação Avançada do ISEG, Instituto Superior de Economia e Gestão- Universidade Técnica de Lisboa.
- Gondhalekar, V. B., Sant, R. R., & Ferris, S. P. (2002). The price of corporate acquisition: determinants of takeover. *Department of Finance, College of Business, University of MissouriPremia*, 1-28.
- Gorton, G., Kahl, M., & Rosen, R. (2002). Eat or be eaten: A theory of mergers and merger waves, working paper.
- Gugler, K., Mueller, D., & Yurtoglu, B. B. (2006). The determinants of merger waves, *Working Paper No. SP II 2006-01*.
- Hanly, K. (1992). Hostile Takeovers and Methods of Defense: A Stakeholder Analysis. *Journal of Business Ethics*, 11(12), 895-913.
- Harford, J. (2005). What drives merger waves?. *Journal of Financial Economics*, 77, 529-560.
- Healy, P., Palepu, K., & Ruback, R. (1990). Does corporate performance improve after mergers?, Working paper, Alfred P. Sloan School of Management.
- Hubbard, R.G., & Palia, D. (1999). A reexamination of the conglomerate merger wave in the 1960s: An internal capital markets view. *The journal of finance*, 54(3), 1131-1152.

- INE (2010). <http://webinq.ine.pt/public/files/consultacao.aspx?Id=1>. Acedido a 16 de Novembro de 2010, em <http://ine.pt>.
- Jensen, M. (1988). Takeovers: their causes and consequences. *The Journal of Economic Perspectives*, 2, 21-48.
- Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*.
- Jensen, M. C., & Ruback, R.S. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow; corporate, finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, 321-329.
- Kaplan, S.N., & Weisbach, M.S. (1992). The success of acquisitions: Evidence from Desvistitures. *The Journal of finance*, 47(1), 107-138.
- Kennedy, V.A. & Limmack, R.J. (1996). Takeover Activity, CEO Turnover, and the Market for Corporate Control, *Journal of Business Finance and Accounting*, 23(2), 267-285.
- Keown, A., & Pinkerton (1981). Merger Announcement and insider trading activity: an empirical investigation. *Journal of Finance*, 36(4), 855-869.
- Khotari, S.P., & Warner, J. (2006). Econometrics of event studies. Working paper, Center for Corporate Governance, Tuck School of Business at Dartmouth.
- Kon, A. (1994). O Oligopólio na Teoria na Economia Industrial. In Kon, A. *Economia industrial*. (27-41). São Paulo: AMPUB Comercial Lda.
- Lipton, M. (2006). Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries. The Davies Lecture, Osgoode Hall Law School, York University.
- Lubatkin, M. (1983). Mergers and the performance of the acquiring firm. *The Academy of Management Review*, 8(2), 218-225.
- Mackinlay, C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35, 13-39.
- Manne, H. (1965). Mergers and the market for corporate control. *Journal Politic Economic*, 73, 110-120.
- Marks, M., & Mirvis, P. (2011). Merge ahead: A research agenda to increase merger and acquisition sucesss. *Journal Business Psychol*, 26,161-168.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2006). Mergers and acquisitions in Europe. Tilec Discussion paper, Tilburg University, 1-77.
- McCutcheon, B. (1992). What caused conglomerate formation? An examination of managerial behavior and internal capital markets in the 1960s conglomerates. *Business and Economic History*, 21(2), 26-29.
- Mollah, S., & Mobarek, A. (2009). Thin trading, the estimation of beta and the relationship between share return and beta in the emerging market of Botswana. *International Journal of Business Research*, 9(1), 119-125.
- Monks, R., & Minow, N. (1995). *Corporate Governance*. Blackwell Publishers Inc. Oxford, U.K.

- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions?. *The Journal of Finance*, XLV(1), 31-48.
- Mueller, D. C., & Sirower, M. L. (2003). The causes of mergers: tests based on the gains to acquiring firms' shareholders and the size of premia. *Managerial and Decision Economics*, 24(5), 1-41.
- Mullin, G.L., Mullin, J.C., & Mullin, W.P. (1995). The competitive effects of mergers: stock market evidence from U.S. steel dissolution suit. *The Rand journal of economics*, 26(2), 314-330.
- NYSE (2010). <http://www.nyx.com/en/who-we-are/history/lisbon>. Acedido a 15 de Novembro de 2010, em <http://www.nyx.com>.
- Olsson, C., & Bladini, F. (2000). Collective dominance-merger control on oligopolistic markets. Göteborgs Universitet.
- Pasha, A. T. (2010). Effects of merger on management: case study of a bank. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, (19), 98-106.
- Pautler, P. A. (2001). Evidence on Mergers and Acquisitions. *Bureau of Economics, Federal Trade Commission*, 1-84.
- Peterson, P. (1989). Event Studies: A review of issues and methodology. *Quarterly Journal of Business & Economics*, 28(3), 36-66.
- Presidência da República (2003). Lei nº 18/2003 de 11 Junho. *Diário da República- I Série- A*.
- Reed, S.F., & Lajoux, A. R. (1995). *The art of M&A-A merger acquisition buyout guide* (2ª Edição). USA: Library of Congress Cataloguing-in-Publication Data.
- Ribeiro, H. R. (2001). *Os Processos de Fusões e Aquisições em Portugal nos Anos Noventa*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças Empresariais.
- Ribeiro, H. R. (2010). The missing links of Mergers & Acquisitions Waves. *The IUP Journal of Business Strategy*, 7(3), 7-25.
- Ribeiro, H. R., & Crowther, D. (2008). M&A accounting and activity: a perspective from the U.S.A. to the U.K.
- Rodrigues, V. (2001). *Causas e Efeitos das Fusões de Empresas: Teoria e Evidência*. Universidade Católica Portuguesa. Tese de Doutoramento, Faculdade de Economia e Gestão.
- Roll, R. (1986) .The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The journal of Business*, 59(2), 197-216.
- Rosen, R. J. (2003). Merger momentum and investor sentiment: the stock market reaction to merger announcements. *Journal of Business*, 1-42.
- Rossi, S., & Volpin P. F. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74, 277-304.
- Saari, R. (2007). Management motives for companies mergers and acquisitions. A research proposal to be presented at Accounting tutorial Turku School of Economics, University of Lapland, Faculty of Bussiness and Tourism.
- Sabrautzki, S. (2010). Post merger integration management. International Finance & Accounting, BRIN Publishing GmbH, Seminar paper.

- Santos, P. M. P. G. (2009). A inevitável Fusão entre a Sonaecom e a Zon. Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa, 1-98.
- Schraeder, M., & Self, D.R. (2003). Enhancing the success of mergers and acquisitions an organizational culture perspective. *Management decision*, 41(5), 511-522.
- Schwert, G. W. (1996). Markup pricing in merger and acquisitions. *National Bureau Research*, 1-43.
- Scitovsky, T. (1950). Ignorance as a source of oligopoly power. Stanford University. *American economic association*, 48-53.
- Sherman, A., & Hart, M. (2006). *Mergers & Acquisitions from A to Z*. 2ª Edição, U.S.A.
- Shimizu, K., Hitt, M., Vaidyanath, D., & Pisano, V. (2004). Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations of the future. *Journal of International Management*, 10, 307-353.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1991). Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications. *Strategic Management Journal*, 12, 51-59.
- Siegel, D., & Simons, K. (2010). Assessing the effects of mergers and acquisitions on firm performance, plant productivity, and workers: new evidence from matched employer-employee data. *Strategic Management Journal*, 31(8), 903-916.
- Singh, F., & Mogla, M. (2008). Impact of mergers on profitability of acquiring companies. *The Icfai University Press*, 60-75.
- Siriopoulos, C., Tsotsos, R., & Karagianni, S. (2001). The impact of non linearities, thin trading and regulatory changes in the efficiency of an emerging capital market. *The Journal of Applied Business Research*, 17(4), 81-92.
- Smith, A. (1766). An inquiry into the nature and causes of The wealth of nations. A Penn State Electronic Classics Series Publications
- Stigler, G. (1950). Monopoly and Oligopoly by Merger. *American Economic Review*, 40(2).
- Sudarsanam, S., & Mahate, A. A. (2006). Are friendly acquisitions too bad for shareholders and managers? Long-term value creation and top management turnover in hostile and friendly acquirers. *British Journal of Management*, 17, 7-30.
- Tichy, G. (2001). What do we Know about Success and failure of Mergers?. *Journal of Industry, Competition and Trade*, 1(4), 347-394.
- Tse, T. & Soufani, K. (2001). Wealth effects of takeovers in merger activity eras: empirical evidence from the UK. *Int. Journal of the Economics of Business*, 8(3), 365-377.
- Tzu, S. The Art of War. The oldest military treatise in the world. Tradução de Lionel Giles. Manybooks.net.
- Williamson, O. (1968). Economies as an antitrust defense: the welfare tradeoffs. *The American Economic Review*, 58(1), 18-36.
- Wood, C., & Porter, R. (1998). Post merger integration. In BenDaniel, D., & Rosenbloom, A. *International M&A, Joint Ventures & Beyond Doing de Deal eds.* (459-487). New York: Wiley Frontiers in Finances.
- Wübben, B. (2007). *German Mergers & Acquisitions in the USA: Transaction Management and Success*. Wiesbaden: Gabler Edition Wissenschaft.

- Yahoofinance (2010). <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=PSI20.NX+Historical+Prices>. Acedido a 10 de Outubro de 2010, em <http://finance.yahoo.com>.
- Yahoofinance (2011). <http://finance.yahoo.com/currency-converter/#from=USD;to=EUR;amt=1>. Acedido a 17 de Setembro de 2010, em <http://finance.yahoo.com>.
- Yan, J. (2006). Merger waves: theory and evidence. University of Pennsylvania, 1-31.
- Zhao, Y., Chen, K. H., & Yao, L. J. (2009). Effects of takeover protection on earnings overstatements: evidence from restating firms. *Review Quantitative Accounting*, 33, 347-369.
- Zollo, M., & Leshchinskii, D. (2000). Can firms learn to acquire? Do markets notice?. Working Paper, Financial Institutions Center, The Wharton School, Philadelphia, PA.

Anexo I- Processo de Lançamento das OPA' s

A legislação vigente em Portugal quando às Ofertas Públicas de Aquisição (OPA' s) encontram-se referenciadas no capítulo III do Código dos Valores Mobiliários (CVM). É ainda possível encontrar legislação relacionada com estas operações na Secção III da Lei n.º 18 de 11 de Junho de 2003 (Concentrações de empresas).

O lançamento de uma OPA por parte de uma entidade contém várias fases até se considerar a operação como finalizada. De facto, os pontos fulcrais preconizados pelas empresas envolvidas durante este processo encontram-se expostos no quadro 1 deste mesmo anexo (anexo A).

Ponto 1- Publicação do anúncio preliminar (Artigo 175.º CVM)

No momento em que a empresa interessada decidir lançar uma OPA a outra empresa esta, deve informar as entidades, ou seja, o oferente deve enviar o anúncio preliminar à CMVM, à sociedade visada e às entidades gestoras dos mercados regulamentados. Este mesmo artigo adverte que a empresa adquirente deve proceder ao pedido de registo da oferta no prazo de 20 dias.

Ponto 2-Instrução do pedido (Artigo 115.ºCVM)

Este artigo em específico remete-nos para o pedido do registo ou aprovação do prospecto. Deste modo, o art. 115.º descreve a panóplia de documentos que a CMVM precisa deter no seu poder para conseguir proceder à aprovação do processo.

Ponto 3- Decisão (Artigo 118.º CVM)

A aprovação do prospecto, registo ou recusa é comunicada à empresa adquirente, no prazo de 8 dias. É, de salientar que o prazo começa a contar a partir do recebimento do pedido pela CMVM.

Ponto 4- Decisão (Artigo 118.º CVM)

O art. 118.º do CVM comunica que, caso surja a necessidade de prestação de informações por parte da empresa adquirente, a CMVM tem um prazo de 10 dias úteis para efectuar a comunicação ao oferente.

Ponto 5- Deveres da sociedade visada (Artigo 181.ºCVM)

Este artigo informa que o conselho de administração da empresa visada tem um período de 8 dias para enviar à empresa adquirente e à CMVM, um relatório relativamente à oportunidade e condições da oferta proposta. A contagem dos dias para fazer este procedimento começa a contar a partir da data de recebimento dos projectos de prospecto e de anúncio de lançamento. Para além disso, a empresa visada tem 5 dias após a divulgação da adenda aos documentos da oferta para enviar o relatório à empresa adquirente e à CMVM.

Ponto 6- Revisão da oferta (Artigo 184.ºCVM)

O art. 184.º do CVM clarifica que a empresa adquirente tem 5 dias antes de acabar o prazo da oferta para rever a contrapartida (natureza e montante).

Ponto 7- Processo das ofertas concorrente (Artigo 185.º-A do CVM)

Enquanto decorre o processo de uma OPA, pode surgir uma outra entidade com interesse na empresa que está a ser alvo da OPA. Nestes casos, estamos perante ofertas concorrentes. O art. 185.º-A comunica que esta “contra OPA” tem de ser lançada até ao quinto dia anterior ao termo do prazo da oferta inicial.

Ponto 8- Prazo da Oferta (Artigo 183.ºCVM)

O art. 183.º esclarece a duração da oferta, isto é, o seu prazo. Deste modo, informa que a oferta pode ter uma duração que varia entre 2 a 10 semanas.

Na leitura do CVM é possível verificar outros pontos relevantes e a ter em conta durante todo este processo. De facto, no caso de ser detectado algum erro ou dado novo, entre a data da aprovação do prospecto e o fim do prazo da oferta, torna-se necessário requerer à CMVM que proceda à rectificação da adenda, imediatamente. Essa rectificação do prospecto deve ser aprovada no prazo de 7 dias úteis após o requerimento. Esta situação especial encontra-se explicada no art. 142.º Adenda do prospecto e rectificação do prospecto.

A CMVM apresenta no art. 133.º a possibilidade da oferta ser suspensa. No entanto, o período de suspensão da oferta não pode ser mais do que 10 dias úteis. Se após os ditos 10 dias úteis, as razões para a suspensão não for corrigida, a CMVM deve ordenar a retirada da oferta.

Quadro 1: Cronograma do processo do lançamento das OPA 's

Nº da tarefa	Designação	Calendarização														
		Dias														
		0	4	8	12	16	20	24	28	30	32	36	71	76
1	Anúncio Preliminar	█														
2	Pedido Registo na CMVM	█	█	█	█	█	█									
3	Aprovação Prospecto/Registo/Recusa *						█	█	█	█						
4	Comunicação CMVM se for necessária informação						█	█	█	█	█					
5	Relatório da Administração empresa visada								█	█	█	█				
6	Revisão oferta	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█	
7	Lançamento de oferta concorrente	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█	
8	Prazo da Oferta	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█	█

Nota: * O lançamento da OPA e prospecto são lançados em simultâneo
 Fonte: Elaboração própria

Anexo II- Variáveis Explicativas

Tabela A 1: Descrição das variáveis e sinal esperado

Variável	Descrição	Sinal Esperado		
		Adquirente	Target	Agregado
Aut_CC	Autorização prévia por parte do controlo de concentrações: variável dummy que assume o valor 1 se a realização da OPA ficou sujeita à obtenção de autorização por parte da autoridade do controlo de concentrações e 0 nos restantes casos	+	+	+
Autoriz.	Autorização prévia: variável dummy que toma o valor 1 se, no momento do lançamento da OPA, a sua realização ficou sujeita à obtenção de autorização prévia de alguma entidade administrativa e 0 nos restantes casos		-	-
C.Bols.Agreg.	Capitalização bolsista agregada consiste no somatório da capitalização bolsista da empresa adquirente e empresa - alvo (três meses antes do lançamento da OPA)			
C.Bols.adq.	Capitalização bolsista do adquirente (medida três meses antes do lançamento da OPA)			
C.Bols. Targ	Capitalização bolsista da empresa - alvo (três meses antes do lançamento da OPA)			
C.Social Target	Capital social da empresa - alvo			
MeioPag.	variável dummy que toma o valor 1 quando o meio de pagamento oferecido pela empresa adquirente consiste exclusivamente em numerário e 0 nos restantes casos	+	+	+
Dim_Rel	Dimensão relativa do adquirente e alvo (rácio entre o capital social da empresa adquirente e do alvo)	-	+	?
Dim_Rel2	Dimensão relativa da empresa adquirente e alvo: rácio entre capitalização bolsista da empresa adquirente e do alvo (a capitalização bolsista é medida três meses antes do lançamento da OPA). Nos casos em que alguma das empresas não esteja cotada, recorreu-se ao rácio dos capitais sociais.	?	?	?
Exp.Adq.	Experiência prévia da empresa adquirente aquando o lançamento de OPA's: variável dummy que assume o valor 1 se a empresa adquirente lançou anteriormente alguma OPA (durante o período em estudo) e 0 caso não tenha acontecido	+	-	0
Adq. Estrang.	Empresa adquirente estrangeira: variável dummy que toma o valor 1 se a empresa adquirente é estrangeira e 0 no caso contrário		+	
Hostil	OPA hostil: variável dummy que toma o valor 1 se a administração da empresa alvo rejeitou a oferta e 0 nos restantes casos	+	+	+
HZ_CAE	OPA horizontal: dummy que assume o valor 1 quando as empresas envolvidas na operação têm a mesma actividade, em termos de CAE (sempre que possível a 5 dígitos) e 0 nos restantes casos	+	+	+
HZ_SUB	OPA horizontal com uma classificação subjectiva: variável dummy que assume o valor 1 quando as empresas envolvidas na OPA, apesar de não possuírem o mesmo CAE, a empresa adquirente seja uma SGPS, que controla outras empresas na CAE do alvo, ou actua em concentração com empresas que estão nessas circunstâncias e nos casos em que a empresa adquirente tenha já controle a empresa visada aquando o momento da oferta	?	?	?
Imp.Leg.	OPA lançada por imposição legal: dummy que toma o valor 1 caso o lançamento da oferta resulte de uma obrigação legal, como resultado de um acontecimento anterior e 0 nos restantes casos	-	-	-
PartPrev.	Participação prévia da empresa adquirente: variável contínua que toma o valor da % dos direitos de voto na empresa alvo detidos pela adquirente aquando o lançamento da oferta (assumiu-se que na determinação dos direitos de voto das empresas adquirentes devam ser consideradas as empresas como actuando em colaboração com a adquirente; quando temos várias empresas a lançar a OPA em conjunto, assim sendo atribuem-se a cada uma delas os direitos detidos por todas em conjunto, isto em termos legais)	+	-	0
PPrev33	Participação prévia da empresa adquirente: variável dummy que toma o valor 1 se, aquando o lançamento da oferta, a empresa adquirente já detinha mais de 33% dos direitos de voto na empresa alvo; (assumiu-se que na determinação dos direitos de voto das empresas adquirentes devam ser consideradas as empresas como actuando em colaboração com a adquirente; quando temos várias empresas a lançar a OPA em conjunto, assim sendo atribuem-se a cada uma delas os direitos detidos por todas em conjunto, isto em termos legais)	?	?	?
Sucesso	Sucesso da OPA: dummy que toma o valor 1 caso a oferta tenha sido realizada e a empresa adquirente tenha obtido acções do alvo	?	?	?
EMPCONJ	Variável dummy que toma o valor 1 quando as empresas adquirentes actuam em conjunto com outra, seja ela ou não pertencente ao grupo e 0 nos restantes casos	?	?	?

Fonte: Elaboração própria

Tabela A2: Estatística descritiva das variáveis

PAINEL 1: Variáveis Contínuas					
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>CAPSOCIALADQ</i>	511,015	43,9071	1140,12	3005,06*	7220,46
<i>CBOLSAD</i>	3145,72	126,25	15523,7	3005,06*	120404
<i>CBOLSAGRE</i>	3817,53	320,526	15750,7	3,28963	121971
<i>CBOLSALVO</i>	671,824	99,723	1612,77	1,32272	11074,1
<i>CSOCIALALVO</i>	159,062	59,4442	248,978	20000*	1128,86
<i>DIMREL</i>	10,5472	1,43998	41,128	0,0000	300,986
<i>DIMREL2</i>	78,0446	1,01237	520,194	0,0000	4034,84
<i>PPREV%</i>	51,4605	52,6611	31,6066	0	99,77

PAINEL 2: Variáveis Dummy				
	Média	Variância	Desvio Padrão	Coef. de variação
<i>Adqestr</i>	0,2	16,27%	0,403376	201,69%
<i>Aut</i>	0,35	23,14%	0,480995	137,43%
<i>AutCC</i>	0,266667	19,89%	0,445948	167,23%
<i>Autconj</i>	0,433333	24,97%	0,499717	115,32%
<i>Empconj</i>	0,0666667	6,33%	0,251549	377,32%
<i>Expadq</i>	0,183333	15,23%	0,390205	212,84%
<i>Hostil</i>	0,15	12,97%	0,360085	240,06%
<i>Hzcaee</i>	0,55	25,17%	0,501692	91,22%
<i>Hzsub</i>	23,33%	0,181921	0,426522	182,80%
<i>ImpLegal</i>	45,00%	0,251695	0,501692	111,49%
<i>Meiopag</i>	86,67%	0,117514	0,342803	39,55%
<i>PPrev33</i>	75,00%	0,190678	0,436667	58,22%
<i>Sucesso</i>	86,67%	0,117514	0,342803	39,55%

Nota: Os valores das variáveis encontram-se milhões de euros, excepto os assinalados com símbolo *, que estão em euros.

Fonte: Elaboração própria

Anexo III- Análise Univariada dos Determinantes do Retorno Supranormal Cumulativo das Empresas Adquirentes

Tabela A3: Variáveis contínuas explicativas do CAR das empresas adquirentes

Painel 1: Variáveis Contínuas		Event Window					
Variável	Estatística	(-20;+20)	(-5,+5)	(-10;+10)	(-1;+1)	(-3;+3)	(0;0)
<i>PARTPREV %</i>	<i>Pearson</i>	-0,413	-0,3948	-0,3873	0,1677	0,0494	0,0335
	<i>P-Value</i>	3,23%	4,16%	4,60%	40,31%	80,67%	86,84%
	<i>Kendall tau-b</i>	-0,2439	-0,2095	-0,2037	0,0717	-0,0373	-0,0488
	<i>P-Value</i>	7,60%	12,76%	13,84%	60,18%	78,61%	72,27%
	<i>Spearman</i>	-0,3755	-0,3077	-0,2967	0,0785	-0,0669	-0,0498
	<i>P-Value</i>	5,55%	11,67%	13,03%	68,89%	73,30%	79,95%
<i>DIM_REL</i>	<i>Pearson</i>	0,0064	-0,0194	0,0145	-0,0816	0,1366	-0,0453
	<i>P-Value</i>	97,47%	92,36%	94,30%	68,59%	49,70%	82,25%
	<i>Kendall tau-b</i>	0,0285	0,194	0,1598	0,0456	0,234	0,0456
	<i>P-Value</i>	83,48%	15,62%	24,29%	73,87%	8,73%	73,87%
	<i>Spearman</i>	0,0641	0,3102	0,2314	0,0849	0,3334	0,1069
	<i>P-Value</i>	74,37%	11,37%	23,80%	66,52%	8,91%	58,59%
<i>DIM_REL 2</i>	<i>Pearson</i>	0,0356	-0,0152	0,0321	-0,0826	0,1368	-0,0474
	<i>P-Value</i>	86,01%	93,98%	87,36%	68,21%	49,63%	81,45%
	<i>Kendall tau-b</i>	-0,1541	-0,0685	-0,1255	-0,0685	-0,0285	-0,194
	<i>P-Value</i>	26,02%	61,68%	35,89%	61,68%	83,48%	15,62%
	<i>Spearman</i>	-0,1908	-0,109	-0,1267	-0,0864	-0,0046	-0,2146
	<i>P-Value</i>	33,06%	57,84%	51,83%	65,95%	98,14%	27,38%
<i>C.BOL.ADQUIRENTE</i>	<i>Pearson</i>	-0,2175	-0,0937	-0,1731	-0,0648	-0,1178	-0,1419
	<i>P-Value</i>	27,58%	64,21%	38,79%	74,82%	55,85%	48,03%
	<i>Kendall tau-b</i>	-0,1459	-0,0486	-0,0944	-0,186	-0,0887	-0,3348
	<i>P-Value</i>	28,74%	72,29%	49,12%	17,51%	51,78%	1,47%
	<i>Spearman</i>	-0,2165	-0,0464	-0,1353	-0,2868	-0,1264	-0,477
	<i>P-Value</i>	26,96%	81,29%	49,03%	14,37%	51,91%	1,50%

Nota: Em cada variável apresenta-se os coeficientes de correlação de Pearson; Kendall tau-b e de Spearman (testes bilaterais) e os seus níveis de significância para as janelas (-20;+20); (5;+5);(10;+10);(-1;+1);(-3;+3) e (0;0)Fonte: Elaboração própria

Tabela A4: Variáveis dummies explicativas do CAR das empresas adquirentes

Painel 2: Variáveis Dummy			Event Window					
Variável	Estatística	N	(-20;+20)	(-5,+5)	(-10;+10)	(-1;+1)	(-3;+3)	(0;0)
Hostil	0 (média)	22	0,012757	0,00002	0,00592318	0,00972275	0,011062738	-0,00599541
	1 (média)	5	0,163292	0,204585	0,010050177	-0,017763808	-0,015300836	-0,02354247
	t		10,42%	9,02%***	8,70%***	2,22%**	2,44%*	1,38%**
	U		54,23%	31,55%	54,23%	2,88%**	16,21%	0,99%*
PPREV_33	0 (média)	6	0,181045	0,175906	0,160210031	-0,013909941	-0,007875644	-0,01239474
	1 (média)	21	0,000517	-0,00153	0,048058616	0,009930529	0,010196663	-0,00834489
	t		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
	U		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
Expe. Adq	0 (média)	17	0,047262	0,053493	0,053207961	0,011728413	0,012539209	-0,00602846
	1 (média)	10	0,029366	0,011399	0,054130325	-0,007430155	-0,004629049	-0,01471275
	t		0,25%*	0,20%*	0,19%*	0,03%*	0,04%*	0,02%*
	U		5,46%***	2,63%**	5,46%**	0,18%*	1,17%**	0,06%*
ESTRANG_ADQ	0 (média)	21	0,01515	0,007623	0,008630689	0,011570257	0,014332498	-0,00597861
	1 (média)	6	0,129829	0,14388	0,026551179	-0,019648989	-0,022351067	-0,02067674
	t		5,40%***	4,59%**	4,42%**	1,05%**	1,15%**	0,65%*
	U		38,19%	21,16%	38,19%	1,76%**	10,44%	0,60%*
empconj	0 (média)	25	0,040784	0,033171	0,032678821	0,000318727	-0,000543119	-0,00990668
	1 (média)	2	0,038766	0,097043	-0,016849695	0,058556649	0,090227014	-0,00097211
	t		61,93%	57,52%	55,93%	18,76%	100%	11,19%
	U		85,54%	79,86%	85,54%	10,48%	47,72%	99,31%
Autoriz. Conj	0 (média)	13	-0,05114	-0,01295	-0,0212166	0,009542025	0,008133391	-0,00560237
	1 (média)	14	0,125853	0,085121	0,066665874	0,0000074	0,004367284	-0,01262718
	t		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
	U		0,30%*	0,14%*	0,30%*	0,01%*	0,06%*	0,00%*
autorização	0 (média)	16	-0,02703	-0,00924	-0,009931203	0,005858448	0,002608487	-0,00400839
	1 (média)	11	0,139058	0,106474	0,096819134	0,002849663	0,011376387	-0,01686154
	t		0,10%*	0,08%*	0,08%*	0,01%*	0,01%*	0,01%*
	U		2,908%**	1,37%**	2,90%**	0,09%*	0,60%*	0,03%*
Aut.Cont. Conc.	0 (média)	17	-0,03136	-0,00746	-0,012986619	0,012086112	0,010012441	-0,007534
	1 (média)	10	0,163021	0,115018	0,01524506	-0,008038244	-0,000333543	-0,01215332
	t		0,25%*	0,20%*	0,19%*	0,03%*	0,04%*	0,02%*
	U		5,46%***	2,63%***	5,46%***	0,18%*	1,17%**	0,06%*
HZ_CAE	0 (média)	7	0,228344	0,205309	0,212635481	0,013065963	0,029653419	-0,00565992
	1 (média)	20	-0,02506	-0,02069	0,023498081	0,001680986	-0,002034894	-0,01049959
	t		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
	U		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
Sucesso	0 (média)	5	0,163292	0,204585	0,170482873	-0,017763808	-0,015300836	-0,02354246
	1 (média)	22	0,012757	0,00002	0,00592318	0,00972275	0,011062738	-0,0059954
	t		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
	U		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
HZ_SUB	0 (média)	22	0,017051	0,027852	0,019467118	-0,000647607	-0,004813423	-0,01163193
	1 (média)	5	0,1444	0,082123	0,110889546	0,027865767	0,05455427	0,001258254
	t		10,42%	9,02%***	8,708%***	2,22%**	2,44%**	1,38%**
	U		54,23%	31,55%	54,23%	2,88%**	16,21%	0,99%*
Meio pag.	0 (média)	6	0,229239	0,14624	0,156317762	0,012806447	0,024059839	-0,02393486
	1 (média)	21	-0,01325	0,006949	-0,005673728	0,002297276	0,001072239	-0,00504772
	t		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
	U		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
Imposição Legal	0 (média)	17	0,078786	0,063659	0,057495831	0,010556483	0,017500134	-0,01398496
	1 (média)	10	-0,02422	-0,00588	0,00150987	-0,005437873	-0,013062623	-0,00118669
	t		0,25%*	0,20%*	0,19%*	0,03%*	0,04%*	0,025%*
	U		5,46%***	2,63%**	5,46%***	0,18%*	1,17%**	0,06%*

Nota: Em cada variável é apresentada o número de casos correspondentes ao valor 0 e 1, o valor médio do CAR correspondente e os valores do nível de significância do teste t e teste U de Mann-Whitney (teste bilateral) para as janelas (-20;+20); (-5;+5); (-10;+10); (-1;+1); (-3;+3) e (0;0), sendo *significativo a 1%; ** significativo a 5% e *** significativo a 10%
 Fonte: Elaboração própria

Anexo IV: Análise Univariada dos Determinantes do Retorno Supranormal Cumulativo das Empresas Target

Tabela A5: Variáveis contínuas explicativas do CAR das empresas target

Painel 1: Variáveis Contínuas		Event Window					
Variável	Estatística	(-20;+20)	(-5,+5)	(-10;+10)	(-1;+1)	(-3;+3)	(0;0)
PARTPREV %	Pearson	0,0776	0,0095	0,0691	0,0849	0,0044	0,1364
	P-Value	57,31%	94,49%	61,59%	53,77%	97,46%	32,06%
	Kendall tau-b	-0,0655	-0,135	-0,0682	-0,0409	-0,1623	-0,075
	P-Value	48,48%	14,96%	46,68%	66,24%	8,33%	42,34%
	Spearman	-0,0568	-0,1859	-0,0851	-0,0444	-0,2363	-0,1
	P-Value	67,62%	17,18%	53,15%	74,44%	8,25%	46,23%
DIM_REL	Pearson	-0,0081	0,0541	0,0604	-0,0437	0,0179	-0,0027
	P-Value	95,34%	69,46%	66,13%	75,12%	89,67%	98,43%
	Kendall tau-b	-0,0271	-0,0582	-0,0365	-0,0636	-0,088	-0,0081
	P-Value	77,14%	53,22%	69,49%	49,47%	34,50%	93,05%
	Spearman	-0,0448	-0,0857	-0,0393	-0,0897	-0,1258	-0,0138
	P-Value	74,18%	52,89%	77,29%	50,98%	35,52%	91,95%
DIM_REL 2	Pearson	-0,176	-0,0357	-0,0805	-0,0571	-0,0372	-0,0387
	P-Value	19,87%	79,58%	55,90%	67,88%	78,75%	77,91%
	Kendall tau-b	-0,0633	-0,1145	-0,0795	-0,0822	-0,1347	-0,0862
	P-Value	49,50%	21,71%	39,16%	37,58%	14,65%	35,28%
	Spearman	-0,0833	-0,1636	-0,1044	-0,1202	-0,1899	-0,1262
	P-Value	54,03%	22,92%	44,31%	37,71%	16,29%	35,38%
C.BOL. TARGET	Pearson	-0,1133	-0,0531	-0,07	-0,0395	-0,0402	-0,0552
	P-Value	41,03%	70,04%	61,18%	77,46%	77,05%	68,88%
	Kendall tau-b	-0,2535	-0,1631	-0,1537	-0,0539	-0,0971	0,0067
	P-Value	0,63%*	7,89%***	9,79%***	56,14%	29,58%	94,21%
	Spearman	-0,392	-0,2357	-0,2315	-0,0869	-0,1598	-0,0118
	P-Value	0,40%*	8,33%***	8,89%***	52,29%	24,03%	93,09%

Nota: Em cada variável apresenta-se os coeficientes de correlação de Pearson; Kendall tau-b e de Spearman (testes bilaterais) e os seus níveis de significância para as janelas (-20;+20); (-5;+5);(-10;+10);(-1;+1);(-3;+3) e (0;0)
 Fonte: Elaboração própria

Tabela A6: Variáveis dummies explicativas do CAR das empresas target

Painel 2: Variáveis Dummy			Event Window					
Variável	Estadística	N	(-20;+20)	(-5;+5)	(-10;+10)	(-1;+1)	(-3;+3)	(0;0)
Hostil	0 (média)	46	0,114413067	0,067576	0,091555	0,069056956	0,05361977	0,035346
	1 (média)	9	0,380678795	0,418573	0,424633	0,435731984	0,41737326	0,399035
	t		93,76%	59,35%	80,77%	63,00%	48,75%	34,07%
	U		0,04%*	0,79%*	3,69%**	0,32%*	0,12%*	51,03%
PPREV_33	0 (média)	14	0,161421111	0,130001	0,126877	0,105322703	0,12446797	0,115237
	1 (média)	41	0,156810114	0,123309	0,152608	0,13716317	0,10927603	0,035179
	t		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
	U		0,00%***	0,00%***	0,00%***	0,00%***	0,00%***	0,00%***
Expe. Adq	0 (média)	44	0,205074843	0,146905	0,177198	0,14235547	0,12848194	0,107345
	1 (média)	11	-0,030380259	0,037441	0,021498	0,07586974	0,05178758	0,044914
	t		57,63%	32,00%	47,32%	34,31%	25,17%	16,26%
	U		0,31%***	3,24%***	11,07%	1,59%***	0,73%***	81,43%
ESTRANG_ADQ	0 (média)	45	0,151574603	0,124829	0,138318	0,150682942	0,1347667	0,104144
	1 (média)	10	0,186825308	0,125835	0,18089	0,031747545	0,01583675	0,053075
	t		74,66%	44,23%	62,78%	47,20%	35,53%	23,86%
	U		0,12%*	1,65%**	6,57%***	0,74%*	0,31%*	65,55%
empconj	0 (média)	51	0,165219687	0,1248	0,14812	0,128665276	0,10990184	0,095057
	1 (média)	4	0,079723149	0,12772	0,119773	0,134069692	0,15446881	0,092324
	t		17,54%	40,55%	24,31%	36,51%	52,24%	72,30%
	U		0,00%***	0,01%***	0,08%***	0,00%***	0,00%***	8,21%***
Autoriz. Conj	0 (média)	30	0,082173265	0,067944	0,085695	0,065444356	0,04523841	0,058825
	1 (média)	25	0,248956492	0,193494	0,218495	0,205395086	0,19462866	0,138099
	t		0,07%*	0,02%*	0,04%*	0,02%*	0,01%*	0,00%*
	U		40,52%	16,78%	8,12%***	23,13%	31,02%	0,79%*
autorização	0 (média)	35	0,083758102	0,067413	0,082426	0,062655376	0,04692492	0,052241
	1 (média)	20	0,287878833	0,225809	0,257414	0,245263483	0,22902483	0,16944
	t		1,51%**	0,51%*	1,03%**	0,56%*	0,34%*	0,16%*
	U		61,72%	89,33%	57,49%	94,17%	77,45%	10,36%
Aut.Cont. Conc.	0 (média)	39	0,173476854	0,120744	0,147716	0,134049688	0,10820204	0,115925
	1 (média)	16	0,120219558	0,135416	0,142017	0,116891876	0,12518683	0,043509
	t		10,15%	4,19%**	7,46%***	4,57%**	3,00%**	1,63%**
	U		11,40%	38,77%	69,96%	27,02%	17,97%	42,23%
HZ_CAE	0 (média)	26	0,230780366	0,223396	0,242761	0,19116395	0,18356654	0,149177
	1 (média)	29	0,092717956	0,036806	0,05936	0,073377418	0,05000479	0,04616
	t		0,00%*	0,00%*	1,75%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
	U		5,73%***	1,75%**	0,71%*	2,66%**	3,95%***	0,05%*
Sucesso	0 (média)	8	0,411383453	0,443323	0,44665	0,459273877	0,43756818	0,429675
	1 (média)	47	0,11485197	0,070831	0,094894	0,072851422	0,05792178	0,037869
	t		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
	U		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
HZ_SUB	0 (média)	42	0,123622815	0,071748	0,092096	0,088134902	0,07722222	0,046966
	1 (média)	13	0,268996306	0,297095	0,320398	0,261272456	0,22919506	0,249588
	t		31,38%	15,39%	24,61%	16,63%	11,64%	6,98%***
	U		1,63%**	10,41%	26,77%	5,96%***	3,21%**	85,83%
Meio pag.	0 (média)	8	0,175905429	0,085971	0,072009	0,110991873	0,0882032	0,028806
	1 (média)	47	0,175905429	0,131657	0,158662	0,132133465	0,11738816	0,106102
	t		0,00%***	0,00%***	0,00%***	0,00%***	0,00%***	0,00%***
	U		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
Imposição Legal	0 (média)	30	0,15485492	0,161179	0,160417	0,161079513	0,1546519	0,120354
	1 (média)	25	0,161738505	0,081612	0,128828	0,090632898	0,06333248	0,064265
	t		0,07%*	0,02%*	0,04%*	0,02%*	0,01%*	0,00%*
	U		40,52%	16,78%	8,12%***	23,13%	31,02%	0,79%*

Nota: Em cada variável é apresentada o número de casos correspondentes ao valor 0 e 1, o valor médio do CAR correspondente e os valores do nível de significância do teste t e teste U de Mann-Whitney (teste bilateral) para as janelas (-20;+20); (-5;+5); (-10;+10); (-1;+1); (-3;+3) e (0;0), sendo *significativo a 1%; ** significativo a 5% e *** significativo a 10%
 Fonte: Elaboração própria

Anexo V: Análise Univariada dos Determinantes do Retorno Supranormal Cumulativo Agregado

Tabela A7: Variáveis contínuas explicativas do CAR agregado

Painel 1: Variáveis Contínuas		Event Window					
Variável	Estatística	(-20;+20)	(-5,+5)	(-10;+10)	(-1;+1)	(-3;+3)	(0;0)
<i>PARTPREV %</i>	<i>Pearson</i>	-0,1937	0,1042	-0,029	0,4697	0,1045	0,4372
	<i>P-Value</i>	44,12%	68,07%	90,89%	4,92%**	68,00%	6,96%***
	<i>Kendall tau-b</i>	-0,2186	-0,0729	-0,1788	0,2318	-0,1788	0,2848
	<i>P-Value</i>	20,98%	67,59%	30,48%	18,35%	30,48%	10,22%
	<i>Spearman</i>	-0,2204	-0,06	-0,148	0,2473	-0,2525	0,3952
	<i>P-Value</i>	36,35%	80,46%	54,18%	30,79%	29,79%	10,32%
<i>DIM_REL</i>	<i>Pearson</i>	0,0679	-0,0416	-0,0513	-0,1763	-0,2066	-0,1384
	<i>P-Value</i>	78,90%	86,99%	83,96%	48,42%	41,07%	58,40%
	<i>Kendall tau-b</i>	0,1373	0,1634	0,1634	0,0719	-0,0196	-0,1765
	<i>P-Value</i>	42,64%	34,37%	34,37%	67,69%	90,95%	30,64%
	<i>Spearman</i>	0,1249	0,2487	0,2322	0,0258	-0,0815	-0,29
	<i>P-Value</i>	60,67%	30,51%	33,84%	91,53%	73,68%	23,18%
<i>DIM_REL 2</i>	<i>Pearson</i>	0,0556	-0,0259	-0,0563	-0,141	-0,0687	0,0418
	<i>P-Value</i>	82,67%	91,87%	82,45%	57,68%	78,66%	86,90%
	<i>Kendall tau-b</i>	0,1242	0,1242	0,098	0,1111	0,0719	0,2026
	<i>P-Value</i>	47,17%	47,17%	56,99%	51,96%	67,69%	24,03%
	<i>Spearman</i>	0,1868	0,1847	0,1434	0,1063	0,0753	0,3044
	<i>P-Value</i>	44,12%	44,63%	55,42%	66,12%	75,61%	20,94%
<i>Capital. Bols. alvo</i>	<i>Pearson</i>	-0,108	-0,2157	-0,1316	-0,3002	-0,1588	-0,2447
	<i>P-Value</i>	66,97%	38,99%	60,27%	22,61%	52,91%	32,78%
	<i>Kendall tau-b</i>	-0,0065	-0,0065	0,0719	-0,098	0,0196	-0,2941
	<i>P-Value</i>	96,98%	96,98%	67,69%	56,99%	90,95%	8,83%***
	<i>Spearman</i>	-0,032	-0,0072	0,1001	-0,1579	0,0093	-0,3808
	<i>P-Value</i>	89,51%	97,62%	67,98%	51,50%	96,94%	11,64%
<i>Capital. Bols. adquirente</i>	<i>Pearson</i>	0,028	-0,0954	-0,1076	0,187	-0,1367	-0,0755
	<i>P-Value</i>	91,23%	70,66%	67,09%	45,74%	58,86%	76,59%
	<i>Kendall tau-b</i>	0,0329	0,0724	0,0724	-0,0197	0,0592	-0,0066
	<i>P-Value</i>	84,96%	67,65%	67,65%	90,94%	73,28%	96,97%
	<i>Spearman</i>	-0,0072	0,0899	0,0795	0,0052	0,0733	-0,0114
	<i>P-Value</i>	97,62%	71,10%	74,29%	98,30%	76,23%	96,26%
<i>Capital.bols. agregado</i>	<i>Pearson</i>	0,0178	-0,1151	-0,1194	-0,2143	-0,151	-0,098
	<i>P-Value</i>	94,40%	64,93%	63,69%	39,32%	54,98%	69,89%
	<i>Kendall tau-b</i>	-0,0065	0,0196	0,0196	-0,1765	0,0719	-0,2157
	<i>P-Value</i>	96,98%	90,95%	90,95%	30,64%	67,69%	21,13%
	<i>Spearman</i>	-0,0485	-0,0093	0,0444	-0,2425	0,0361	-0,3271
	<i>P-Value</i>	84,15%	96,94%	85,50%	31,70%	88,20%	17,70%

Nota: Em cada variável apresenta-se os coeficientes de correlação de Pearson; Kendall tau-b e de Spearman (testes bilaterais) e os seus níveis de significância para as janelas (-20;+20); (-5;+5);(-10;+10);(-1;+1);(-3;+3) e (0;0)

Fonte: Elaboração própria

Tabela A8: Variáveis dummies explicativas do CAR agregado

Painel 2: Variáveis Dummy			Event Window					
Variável	Estatística	N	(-20;+20)	(-5,+5)	(-10;+10)	(-1;+1)	(-3;+3)	(0;0)
Hostil	0 (média)	14	0,04937065	0,0404269	0,03534598	0,0414168	0,0223763	0,0214794
	1 (média)	4	0,07810484	0,0415316	0,04820546	0,0276975	0,0295244	-0,0074762
	t		12,45%	8,74%***	8,70%***	7,96%***	5,97%***	4,88%**
	U		85,76%	52,46%	85,76%	52,46%	48,30%	48,30%
PPREV_33	0 (média)	4	0,14431448	0,0381686	0,0614737	0,005345	0,025975	-0,0065339
	1 (média)	14	0,0304536	0,0413877	0,00%	0,0478032	0,0233905	0,0212101
	t		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
	U		0,02%*	0,04%*	0,02%*	0,04%*	0,01%*	0,01%
Expe. Adq	0 (média)	9	0,10424177	0,0620938	0,06026814	0,0485219	0,0516799	0,0221135
	1 (média)	9	0,00727028	0,019251	0,04140117	0,0282141	0,0096161	0,0079761
	t		0,12%*	0,07%*	0,07%*	0,06%*	0,04%*	0,03%*
	U		8,55%***	15,27%	8,55%***	15,27%	2,16%***	2,16%**
ESTRANG_ADQ	0 (média)	14	0,20947288	0,0247178	0,01898536	0,0342819	0,008833	0,0072799
	1 (média)	4	0,01183692	0,0965133	0,15074987	0,0526695	0,0806916	0,042222
	t		12,45%	8,74%***	8,70%***	7,96%***	5,97%***	4,88%**
	U		85,76%	52,46%	85,76%	52,46%	48,30%	48,30%
empconj	0 (média)	17	0,04202931	0,0304407	0,02724227	0,031983	0,0278741	0,014625
	1 (média)	1	0,28911004	0,2146111	0,0686029	0,1469138	-0,042493	0,0221817
	t		99,75%	80,45%	79,08%	76,55%	58,48%	47,83%
	U		16,52%	5,04%***	16,52%	5,04%***	80,19%	80,19%
Autoriz. Conj	0 (média)	7	0,03545709	0,040249	0,0174277	0,0447165	-0,00055	0,0144357
	1 (média)	11	0,06867352	0,0509958	0,02381665	0,0343281	0,0395649	0,0154324
	t		0,01%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
	U		1,25%**	2,31%**	1,25%**	2,31%**	0,32%*	0,32%*
autorização	0 (média)	10	0,06632395	0,0293335	0,03253267	0,0573775	0,0086755	0,0111627
	1 (média)	8	0,04254611	0,054846	0,04735098	0,0417876	0,0430765	0,0198973
	t		0,37%*	0,23%*	0,23%*	0,20%*	0,15%*	0,12%*
	U		18,20%	31,11%	18,20%	31,11%	4,80%*	4,80%*
Aut.Cont. Conc.	0 (média)	9	0,01307325	0,0174551	0,00411564	0,0350016	0,012375	0,0077659
	1 (média)	9	0,0984388	0,0638896	0,01610373	0,0417344	0,0510949	0,0223236
	t		0,12%*	0,07%*	0,07%*	0,06%*	0,04%*	0,03%*
	U		8,55%***	15,27%	8,55%***	15,27%	2,16%**	2,16%**
HZ_CAE	0 (média)	6	0,11540177	0,0793049	0,08809823	0,0452726	0,0146582	0,0131795
	1 (média)	12	0,02593314	0,0213561	0,04384477	0,0349158	0,0286181	0,0159774
	t		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
	U		0,38%*	0,70%*	0,38%*	0,70%*	0,10%*	0,10%*
Sucesso	0 (média)	4	0,07810484	0,0415316	0,05317035	0,0276975	0,0295244	-0,0074762
	1 (média)	14	0,04937065	0,0404269	0,0434158	0,0414168	0,0223763	0,0214794
	t		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
	U		0,02%*	0,04%*	0,02%*	0,04%*	0,01%*	0,01%*
HZ_SUB	0 (média)	14	0,04655052	0,0308737	0,02605618	0,0351946	0,0323314	0,0169341
	1 (média)	4	0,08797526	0,0749677	-0,0045265	0,0494749	-0,005318	0,0084322
	t		12,45%	8,74%***	8,70%***	7,96%***	5,97%***	4,88%**
	U		85,76%	52,46%	85,76%	52,46%	48,30%	48,30%
Meio pag.	0 (média)	5	0,02313881	-0,0046038	-0,0092847	0,023418	0,0163032	0,0059137
	1 (média)	13	0,0683011	0,0580863	0,05799604	0,0441181	0,0269116	0,0185568
	t		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
	U		0,10%*	0,17%*	0,10%*	0,17%*	0,03%*	0,03%*
Imposição Legal	0 (média)	12	0,06614128	0,0360738	0,04097266	0,0358219	0,0158482	0,0028351
	1 (média)	6	0,0349855	0,0498694	0,03597554	0,0434604	0,0401981	0,0394642
	t		2,53%**	1,68%**	0,00%*	1,50%**	1,11%**	0,90%*
	U		57,17%	85,89%	57,17%	85,89%	17,99%	17,99%

Nota: Em cada variável é apresentada o número de casos correspondentes ao valor 0 e 1, o valor médio do CAR correspondente e os valores do nível de significância do teste t e teste U de Mann-Whitney (teste bilateral) para as janelas (-20;+20); (-5;+5); (-10;+10); (-1;+1); (-3;+3) e (0;0), sendo * significativo a 1%; ** significativo a 5% e *** significativo a 10%
 Fonte: Elaboração própria

Anexo VI: Análise Univariada dos Determinantes do Retorno Supranormal Cumulativo Nacionais

Tabela A9: Variáveis contínuas explicativas do CAR nacionais

Painel 1: Variáveis Contínuas		Event Window					
Variável	Estatística	(-20;+20)	(-5,+5)	(-10;+10)	(-1;+1)	(-3;+3)	(0;0)
PARTPREV %	Pearson	0,1283	0,0384	0,0866	0,1052	0,065	0,1599
	P-Value	40,66%	80,44%	57,61%	49,67%	67,50%	30,00%
	Kendall tau-b	0,0043	-0,0963	-0,062	-0,0043	-0,0791	-0,1219
	P-Value	96,76%	36,16%	55,65%	96,76%	45,31%	24,78%
	Spearman	0,0319	-0,1316	-0,0751	0,0009	-0,1104	-0,1472
	P-Value	83,42%	38,83%	62,26%	99,52%	46,92%	33,43%
DIM_REL	Pearson	0,006	-0,0394	0,0005	-0,0392	-0,0459	-0,0108
	P-Value	96,94%	79,94%	99,72%	80,04%	76,75%	94,45%
	Kendall tau-b	0,0571	0,0063	0,0338	-0,0042	-0,0317	-0,0211
	P-Value	58,49%	95,16%	74,62%	96,77%	76,16%	83,97%
	Spearman	0,1025	0,0072	0,0615	0,0016	-0,0438	-0,0135
	P-Value	50,16%	96,24%	68,70%	99,19%	77,38%	92,93%
DIM_REL 2	Pearson	-0,2134	-0,0739	-0,1276	-0,0446	-0,0635	-0,0416
	P-Value	16,43%	63,34%	40,90%	77,36%	68,19%	78,84%
	Kendall tau-b	0,0402	-0,0529	-0,0127	0	-0,074	-0,0677
	P-Value	70,07%	61,31%	90,34%	100,00%	47,89%	51,74%
	Spearman	0,0657	-0,0743	-0,0114	0,008	-0,0968	-0,0919
	P-Value	66,67%	62,62%	94,03%	95,80%	52,55%	54,68%
Capít. bolsista alvo	Pearson	-0,1146	-0,0525	-0,0617	-0,0489	-0,0579	-0,0602
	P-Value	45,88%	73,50%	69,09%	75,25%	70,89%	69,80%
	Kendall tau-b	-0,2519	-0,1354	-0,1291	-0,0423	-0,091	-0,0042
	P-Value	1,61%***	19,54%	21,72%	68,58%	38,43%	96,77%
	Spearman	-0,3974	-0,1902	-0,1984	-0,0843	-0,1451	-0,0233
	P-Value	0,92%*	21,23%	19,33%	58,04%	34,13%	87,84%
Capít. bolsista adq.	Pearson	-0,2396	-0,1173	-0,1403	-0,0792	-0,1082	-0,0297
	P-Value	11,73%	44,83%	36,36%	60,94%	48,47%	84,80%
	Kendall tau-b	-0,1826	-0,1125	-0,1168	-0,0149	-0,1168	-0,0998
	P-Value	8,18%***	28,35%	26,57%	88,73%	26,57%	34,15%
	Spearman	-0,2314	-0,1769	-0,1713	-0,0254	-0,1783	-0,1358
	P-Value	12,91%	24,59%	26,13%	86,78%	24,24%	37,33%
Capít.bols. agregado	Pearson	-0,2253	-0,1081	-0,1286	-0,0813	-0,1055	-0,0565
	P-Value	14,14%	48,50%	40,55%	59,97%	49,53%	71,56%
	Kendall tau-b	-0,277	-0,167	-0,1607	-0,0423	-0,1374	-0,0846
	P-Value	0,81%*	11,00%	12,42%	68,58%	18,86%	41,84%
	Spearman	-0,3765	-0,1944	-0,2306	-0,0774	-0,1911	-0,1187
	P-Value	1,36%***	19,21%	13,05%	61,19%	21,01%	43,64%
Capital Social adq.	Pearson	-0,0805	-0,0276	-0,0136	-0,0285	-0,0408	-0,0338
	P-Value	60,33%	85,87%	93,01%	85,41%	79,24%	82,75%
	Kendall tau-b	-0,0585	-0,0457	-0,0266	0,0011	-0,0755	-0,067
	P-Value	57,78%	66,34%	80,03%	99,19%	47,24%	52,37%
	Spearman	-0,0851	-0,0701	-0,0401	-0,0065	-0,1201	-0,0981
	P-Value	57,68%	64,58%	79,25%	96,61%	43,11%	52,02%
Capital Social alvo	Pearson	-0,1511	-0,063	-0,0772	-0,0671	-0,0749	-0,0895
	P-Value	32,76%	68,47%	61,84%	66,50%	62,91%	56,34%
	Kendall tau-b	-0,2234	-0,1069	-0,0985	-0,0095	-0,0625	-0,0921
	P-Value	3,28%	30,69%	34,68%	92,75%	55,06%	37,88%
	Spearman	-0,382	-0,1666	-0,1615	-0,0291	-0,1138	-0,1221
	P-Value	1,04%***	27,46%	28,95%	84,86%	45,57%	42,34%

Nota: Em cada variável apresenta-se os coeficientes de correlação de Pearson; Kendall tau-b e de Spearman (testes bilaterais) e os seus níveis de significância para as janelas (-20;+20); (-5;+5); (-10;+10); (-1;+1); (-3;+3) e (0;0)

Fonte: Elaboração própria

Tabela A10: Variáveis dummies explicativas do CAR nacionais

Painel 2: Variáveis Dummy			Event Window					
Variável	Estatística	N	(-20;+20)	(-5,+5)	(-10;+10)	(-1;+1)	(-3;+3)	(0;0)
Hostil	0 (média)	37	0,097201	0,056149	0,070783	0,08215905	0,067892645	0,033883
	1 (média)	7	0,418585	0,489789	0,484945	0,52185619	0,4946054	0,483582
	t		89,76%	68,97%	78,84%	93,40%	78,28%	52,81%
	U		0,38%*	2,44%**	10,75%	0,13%*	0,13%*	33,34%
PPREV_33	0 (média)	10	0,133951	0,13017	0,122705	0,13460424	0,13323408	0,03534
	1 (média)	34	0,15256	0,123657	0,14078	0,15725988	0,136527202	0,12604
	t		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
	U		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
Expe. Adq	0 (média)	34	0,203349	0,150589	0,171662	0,17258205	0,159388642	0,12244
	1 (média)	10	-0,03873	0,038603	0,017708	0,08250888	0,055505183	0,04758
	t		37,75%	26,12%	31,12%	40,44%	31,17%	18,06%
	U		4,64%**	15,95%	41,13%	2,24%**	2,24%**	81,30%
ESTRANG_ADQ	0 (média)	44	0,148331	0,125138	0,136672	0,15211087	0,135778765	0,105426
	1 (média)	0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	t		1,88%**	5,31%***	2,98%**	1,78%**	3,46%**	10,18%
	U		0,00%*	0,00%*	0,04%*	0,00%*	0,00%*	0,61%*
empconj	0 (média)	40	0,155191	0,124879	0,138362	0,15391499	0,133909761	0,106736
	1 (média)	4	0,079723	0,12772	0,119773	0,13406969	0,154468807	0,092324
	t		45,13%	65,95%	54,76%	42,71%	56,13%	85,16%
	U		0,01%*	0,18%*	1,57%**	0,00%*	0,00%*	8,65%***
Autoriz. Conj	0 (média)	24	0,044234	0,060861	0,060774	0,08063588	0,071398348	0,06544
	1 (média)	20	0,273247	0,202269	0,22775	0,23788087	0,213035265	0,153409
	t		0,24%*	0,13%*	0,17%*	0,29%*	0,18%*	0,07%*
	U		36,19%	18,72%	8,43%***	47,88%	47,88%	3,29%**
autorização	0 (média)	28	0,054135	0,063419	0,066235	0,07751069	0,071087168	0,058424
	1 (média)	16	0,313172	0,233144	0,259937	0,28266119	0,248989059	0,187679
	t		2,75%**	1,62%**	2,03%**	3,14%**	2,09%**	0,94%*
	U		81,50%	81,50%	47,74%	63,67%	63,67%	23,52%
Aut.Cont. Conc.	0 (média)	33	0,162485	0,125193	0,140869	0,15757176	0,138675383	0,131118
	1 (média)	11	0,105867	0,124972	0,124083	0,1357282	0,127088911	0,028351
	t		26,46%	17,74%	21,37%	28,62%	21,49%	11,89%
	U		9,00%***	25,90%	57,40%	4,79%**	4,79%**	99,66%
HZ_CAE	0 (média)	22	0,19777	0,210892	0,210008	0,21303741	0,211206271	0,152704
	1 (média)	22	0,098891	0,039383	0,063336	0,09118434	0,060351259	0,058148
	t		0,06%*	0,03%*	0,04%*	0,07%*	0,04%*	0,01%*
	U		13,68%	6,27%***	2,55%**	19,31%	19,31%	0,91%*
Sucesso	0 (média)	6	0,465842	0,534659	0,524354	0,56759942	0,534403976	0,538527
	1 (média)	38	0,098197	0,060476	0,075459	0,08650742	0,072837942	0,037042
	t		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
	U		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
HZ_SUB	0 (média)	33	0,123183	0,073077	0,094532	0,10708254	0,08512989	0,055157
	1 (média)	11	0,223774	0,28132	0,263093	0,28719586	0,287725389	0,256233
	t		26,46%	17,74%	21,37%	28,62%	21,49%	11,89%
	U		9,00%***	25,90%	57,40%	4,79%**	4,79%**	99,66%
Meio pag	0 (média)	6	0,036642	0,067821	0,048052	0,11194097	0,079180533	0,012423
	1 (média)	38	0,165966	0,134187	0,150665	0,15845349	0,144715328	0,120111
	t		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
	U		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
Imposição Legal	0 (média)	22	0,161883	0,191964	0,187662	0,21189895	0,19087387	0,157174
	1 (média)	22	0,134778	0,058311	0,085683	0,0923228	0,08068366	0,053678
	t		0,06%*	0,03%*	0,04%*	0,07%*	0,04%*	0,01%*
	U		13,68%	6,27%***	2,55%**	19,31%	19,31%	0,91%*

Nota: Em cada variável é apresentada o número de casos correspondentes ao valor 0 e 1, o valor médio do CAR correspondente e os valores do nível de significância do teste t e teste U de Mann-Whitney (teste bilateral) para as janelas (-20;+20); (-5;+5); (-10;+10); (-1;+1); (-3;+3) e (0;0), sendo * significativo a 1%; ** significativo a 5% e *** significativo a 10%
 Fonte: Elaboração própria

Anexo VII: Análise Univariada dos Determinantes do Retorno Supranormal Cumulativo Cross-Border

Tabela A11: Variáveis contínuas explicativas do CAR cross-border

Painel 1: Variáveis Contínuas		Event Window					
Variável	Estatística	(-20;+20)	(-5,+5)	(-10;+10)	(-1;+1)	(-3;+3)	(0;0)
PARTPREV %	Pearson	-0,7109	-0,5388	-0,5089	-0,1937	0,1526	-0,4196
	P-Value	2,12%**	10,81%	13,30%	59,18%	67,38%	22,73%
	Kendall tau-b	-0,4045	-0,3146	-0,2247	-0,0899	-0,1348	0
	P-Value	0%*	0%*	0%*	0,01%*	0%*	100%
	Spearman	-0,6018	-0,535	-0,4255	-0,0973	-0,2553	-0,0608
	P-Value	7,1%***	10,85%	20,17%	77,04%	44,37%	85,53%
DIM_REL	Pearson	0,4813	0,6348	0,6682	0,3877	-0,2051	0,6186
	P-Value	15,90%	4,86%**	3,47%**	26,84%	56,98%	5,66%***
	Kendall tau-b	0,2	0,0667	-0,1111	0,1111	-0,3778	0,3778
	P-Value	0%*	0,27%*	0%*	0%*	0%*	0%*
	Spearman	0,2242	0,1515	0,0545	0,2242	-0,3576	0,5273
	P-Value	50,11%	64,94%	87,00%	50,11%	28,34%	11,37%
DIM_REL 2	Pearson	-0,1333	0,2149	0,0431	0,0692	0,2917	0,0729
	P-Value	71,35%	55,10%	90,59%	84,94%	41,35%	84,13%
	Kendall tau-b	-0,2	-0,4222	-0,3333	-0,2889	-0,2444	-0,1111
	P-Value	0%*	0%*	0%*	0%*	0%*	0%*
	Spearman	-0,3455	-0,4788	-0,4545	-0,2485	-0,2606	-0,0909
	P-Value	30,00%	15,09%	17,27%	45,60%	43,43%	78,51%
Capit. Bolsista alvo	Pearson	-0,1847	-0,0691	-0,2143	0,4489	0,2851	0,1604
	P-Value	0,61%*	84,95%	55,22%	19,31%	42,47%	65,79%
	Kendall tau-b	-0,1111	-0,3333	-0,4222	-0,0222	-0,0667	0,0667
	P-Value	0%*	0%*	0%*	31,73%	0,27%*	0,27%*
	Spearman	-0,3333	-0,4424	-0,5273	0,0788	-0,1636	0,0182
	P-Value	31,73%	18,44%	11,37%	81,31%	62,35%	95,65%
Capit. bolsista adq.	Pearson	-0,1446	-0,2988	-0,2694	-0,1796	-0,0553	-0,2466
	P-Value	69,02%	0,4%*	45,17%	61,95%	87,94%	49,21%
	Kendall tau-b	-0,3596	-0,6742	-0,5843	-0,4495	-0,4045	-0,2697
	P-Value	0%*	0%*	0%*	0%*	0%*	0%*
	Spearman	-0,541	-0,8268	-0,7781	-0,4134	-0,4316	-0,231
	P-Value	10,46%	1,31%	1,96%	21,49%	19,54%	48,83%
Capit. bols. agregado	Pearson	-0,1495	-0,2989	-0,2743	-0,1641	-0,0459	-0,2398
	P-Value	68,02%	40,14%	44,32%	0,6506	89,98%	50,46%
	Kendall tau-b	-0,2	-0,4222	-0,4222	-0,2	-0,1556	-0,1111
	P-Value	0%*	0%*	0%*	0%*	0%*	0%*
	Spearman	-0,3212	-0,5636	-0,5758	-0,0909	-0,1636	-0,0667
	P-Value	33,52%	9,09%***	8,41%***	78,51%	62,35%	84,15%
Capital Social adq.	Pearson	-0,2318	-0,2481	-0,2726	-0,1021	0,0622	-0,1925
	P-Value	51,93%	48,95%	44,60%	77,90%	86,45%	59,41%
	Kendall tau-b	-0,0899	-0,2247	-0,3146	0,00%	-0,0449	0,0899
	P-Value	0,01%*	0%*	0%*	0%*	4,55%**	0,01%*
	Spearman	-0,2128	-0,304	-0,4012	0,0365	-0,0669	0,1094
	P-Value	52,33%	36,18%	22,87%	91,29%	84,10%	74,27%
Capital Social alvo	Pearson	-0,1802	-0,0284	-0,1382	0,5086	0,2885	0,2105
	P-Value	61,84%	93,79%	70,33%	13,33%	41,89%	55,94%
	Kendall tau-b	-0,0667	-0,1111	-0,0222	0,2889	0,0667	0,2889
	P-Value	0,27%*	0%*	31,73%	0%*	0,27%*	0%*
	Spearman	-0,1273	-0,1636	-0,0424	0,3818	-0,0424	0,2848
	P-Value	70,26%	62,35%	89,87%	25,20%	89,87%	39,28%

Nota: Em cada variável apresenta-se os coeficientes de correlação de Pearson; Kendall tau-b e de Spearman (testes bilaterais) e os seus níveis de significância para as janelas (-20;+20); (-5;+5); (-10;+10); (-1;+1); (-3;+3) e (0;0)

Fonte: Elaboração própria

Tabela A12: Variáveis dummies explicativas do CAR cross-border

Painel 2: Variáveis Dummy			Event Window					
Variável	Estadística	N	(-20;+20)	(-5;+5)	(-10;+10)	(-1;+1)	(-3;+3)	(0;0)
Hostil	0 (média)	9	0,185172	0,11455319	0,176950183	0,015192775	-0,0050576	0,04136
	1 (média)	1	0,201707	0,227370685	0,216348224	0,180740482	0,20388583	0,158518
	t		51,03%	82,05%	54,24%	51,93%	49,14%	66,07%
	U		1,54%**	8,84%***	8,84%***	78,15%	32,19%	72,14%
PPREV_33	0 (média)	3	0,208691	0,135684115	0,112836225	0,013540471	0,10665837	0,030459
	1 (média)	7	0,177454	0,121613864	0,210055885	0,039550577	-0,0230868	0,062768
	t		0,84%*	0,22%*	0,80%*	0,04%*	0,07%*	0,06%*
	U		8,18%***	4,85%**	4,85%**	1,48%***	2,75%**	0,76%*
Expe. Adq	0 (média)	9	0,201682	0,136946765	0,194389099	0,034221902	0,01597289	0,056944
	1 (média)	1	0,05312	0,025828509	0,059397981	0,009478332	0,01461149	0,018255
	t		51,03%	82,05%	54,24%	51,93%	49,14%	66,07%
	U		1,56%**	8,84%***	8,84%***	78,15%	32,19%	72,14%
ESTRANG_ADQ	0 (média)	0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	1 (média)	10	0,186825	0,125834939	0,180889987	0,031747545	0,01583675	0,053075
	t		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
	U		0,01%*	0,01%*	0,01%*	0,01%*	0,01%*	0,01%*
Empresas em conjunto	0 (média)	10	0,186825	0,125834939	0,180889987	0,031747545	0,01583675	0,053075
	1 (média)	0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	t		3,49%**	2,36%**	4,39%**	27,16%	81,30%	11,97%
	U		0,14%*	1,72%**	1,72%**	44,29%	11,53%	96,78%
Autoriz. Conj	0 (média)	6	0,233931	0,096274425	0,185377372	0,004678275	-0,0594013	0,032365
	1 (média)	4	0,116167	0,170175711	0,17415891	0,072351451	0,12869387	0,084141
	t		25,85%	12,64%	24,77%	3,93%**	4,27%**	5,17%***
	U		78,78%	90,82%	90,82%	29,92%	56,41%	13,37%
autorização	0 (média)	7	0,202249	0,083389992	0,147191082	0,003234117	-0,0497241	0,027507
	1 (média)	3	0,150836	0,22487315	0,259520766	0,098278878	0,16881195	0,112735
	t		52,20%	29,37%	50,25%	10,12%	10,49%	13,13%
	U		33,36%	67,05%	67,05%	56,18%	96,91%	26,20%
Aut.Cont. Conc.	0 (média)	6	0,233931	0,096274425	0,185377372	0,004678275	-0,0594013	0,032365
	1 (média)	4	0,116167	0,170175711	0,17415891	0,072351451	0,12869387	0,084141
	t		25,85%	12,64%	24,77%	3,93%**	4,27%**	5,17%***
	U		78,78%	90,82%	90,82%	29,92%	56,41%	13,37%
HZ_CAE	0 (média)	4	0,412337	0,292171483	0,422899172	0,070859938	0,031548	0,129776
	1 (média)	6	0,036484	0,01494391	0,01955053	0,005672617	0,00536258	0,001941
	t		3,63%**	1,26%**	3,46%**	0,30%*	0,38%*	0,00%*
	U		29,92%	17,84%	17,84%	4,99%***	9,82%***	2,33%***
Sucesso	0 (média)	1	0,201707	0,227370685	0,216348224	0,180740482	0,20388583	0,158518
	1 (média)	9	0,185172	0,11455319	0,176950183	0,015192775	-0,0050576	0,04136
	t		0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*	0,00%*
	U		0,13%*	0,10%*	0,10%*	0,06%*	0,08%*	0,04%*
HZ_SUB	0 (média)	8	0,104102	0,061329051	0,067217314	0,010010993	0,04297637	0,013083
	1 (média)	2	0,517718	0,383858491	0,635580678	0,118693754	-0,0927217	0,213043
	t		93,38%	60,96%	90,47%	23,27%	23,16%	29,85%
	U		9,30%***	29,15%	29,15%	90,67%	66,74%	45,79%
Meio pagamento	0 (média)	2	0,100851	0,140418609	0,143880866	0,108144584	0,11527119	0,077954
	1 (média)	8	0,208319	0,122189022	0,190142267	0,012648286	-0,0090219	0,046856
	t		0,10%*	0,02%*	0,10%*	0,00%*	0,01%*	0,00%*
	U		1,39%**	0,89%*	0,89%*	0,34%*	0,55%*	0,20%*
Imposição Legal	0 (média)	7	0,112844	0,071556843	0,067602714	0,011822079	0,05001373	0,015009
	1 (média)	3	0,359448	0,252483829	0,445226958	0,078240301	-0,0639095	0,141896
	t		52,20%	29,37%	50,25%	10,12%	10,49%	13,13%
	U		33,36%	67,05%	67,05%	56,18%	96,91%	26,20%

Nota: Em cada variável é apresentada o número de casos correspondentes ao valor 0 e 1, o valor médio do CAR correspondente e os valores do nível de significância do teste t e teste U de Mann-Whitney (teste bilateral) para as janelas (-20;+20); (-5;+5); (-10;+10); (-1;+1); (-3;+3) e (0;0), sendo * significativo a 1%; ** significativo a 5% e *** significativo a 10%
 Fonte: Elaboração própria

Anexo VIII- Matrizes de Correlações

Tabela A13: Matriz de correlações das variáveis contínuas das empresas adquirentes

	CAPBOLSADQU	CAPBOLSAGREG	CAPBOLSALVO	CAPSOCIALADO	CAPSOCIALALVO	DIMREL	DIMREL2	PPREV
CAPBOLSADQU	1							
CAPBOLSAGREG	0,9953 0[*]	1						
CAPBOLSALVO	0,0245 0,9036	0,1217 0,5455	1					
CAPSOCIALADO	0,8288 0[*]	0,8531 0[*]	0,3104 0,1151	1				
CAPSOCIALALVO	-0,1044 0,6042	-0,0365 0,8566	0,6901 0,0001[*]	0,2219 0,266	1			
DIMREL	0,1921 0,337	0,1803 0,3683	-0,1077 0,5927	0,1233 0,5401	-0,2183 0,2741	1		
DIMREL2	0,0034 0,9867	-0,0083 0,9671	-0,12 0,5509	-0,0604 0,7648	-0,1796 0,37	0,9736 0[*]	1	
PPREV	0,0689 0,7329	0,0169 0,9334	-0,5288 0,0046[*]	-0,0758 0,707	-0,3562 0,0682^{***}	-0,3312 0,0915^{***}	-0,3325 0,0902^{***}	1
N	27							

Nota: A tabela apresenta as correlações entre as variáveis contínuas baseadas no teste de *Pearson*. Os valores a negritos representam o valor de *P-value* e os símbolos *, **, *** representam um nível de significância de 1%;5% e 10%, respectivamente

Fonte: Elaboração própria

Tabela A14: Matriz de correlações das variáveis contínuas das empresas-alvo

	PPREV%	DIMREL	DIMREL2	CBOLSALVO	CBOLSADQ	CBOLSAGREG	CSOCIALADQ	CSOCIALALVO
PPREV%	1							
DIMREL	0,0301 0,8271	1						
DIMREL2	0,2446 0,0719***	0,5737 0*	1					
CBOLSALVO	-0,2704 0,0459**	0,0331 0,8104	-0,0589 0,6693	1				
CBOLSADQ	0,0661 0,6318	0,5576 0*	0,5072 0,0001*	0,0905 0,5113	1			
CBOLSAGREG	0,0376 0,7854	0,553 0*	0,4939 0,0001*	0,191 0,1624	0,9948 0*	1		
CSOCIALADQ	0,0359 0,7949	0,6091 0*	0,3911 0,0032*	0,374 0,0049*	0,8088 0*	0,8352 0*	1	
CSOCIALALVO	-0,1577 0,2501	-0,0879 0,5234	-0,1108 0,4206	0,7241 0*	-0,0032 0,9815	0,0706 0,6086	0,3371 0,0118**	1
N	55							

Nota: A tabela apresenta as correlações entre as variáveis contínuas baseadas no teste de *Pearson*. Os valores a negritos representam o valor de *P-value* e os símbolos *, **, *** representam um nível de significância de 1%; 5% e 10%, respectivamente

Fonte: Elaboração própria

Tabela A15: Matriz de correlações das variáveis contínuas agregado

	CAPBOLSADQU	CAPBOLSAGREG	CAPBOLSALVO	CAPSOCIALADQU	CAPSOCIALALVO	DIMREL	DIMREL2	PPREV
CAPBOLSADQU	1							
CAPBOLSAGREG	0,9957 0*	1						
CAPBOLSALVO	-0,009 0,9719	0,084 0,7403	1					
CAPSOCIALADQU	0,8453 0*	0,8653 0*	0,2466 0,324	1				
CAPSOCIALALVO	-0,1527 0,5453	-0,091 0,7195	0,6579 0,003*	0,1663 0,5097	1			
DIMREL	0,9302 0*	0,9277 0*	0,0075 0,9764	0,8581 0*	-0,2394 0,3386	1		
DIMREL2	0,9724 0*	0,9596 0*	-0,1016 0,6884	0,7814 0,0001*	-0,2326 0,353	0,8904 0*	1	
PPREV	0,1046 0,6796	0,0468 0,8537	-0,6175 0,0063*	-0,0547 0,8293	-0,3119 0,2076	-0,0263 0,9174	0,1783 0,479	1
N	18							

Nota: A tabela apresenta as correlações entre as variáveis contínuas baseadas no teste de *Pearson*. Os valores a negritos representam o valor de *P-value* e os símbolos *, **, *** representam um nível de significância de 1%;5% e 10%, respectivamente

Fonte: Elaboração própria

Tabela A16: Matriz de correlações das variáveis contínuas das ofertas lançadas por nacionais

	CAPBOLSADQU	CAPBOLSAGREG	CAPBOLSALVO	CAPSOCIALADQU	CAPSOCIALALVO	DIMREL	DIMREL2	PPREV
CAPBOLSADQU	1							
CAPBOLSAGREG	0,7992 0*	1						
CAPBOLSALVO	0,2509 0,1005***	0,7823 0*	1					
CAPSOCIALADQU	0,6283 0*	0,7536 0*	0,5626 0,0001*	1				
CAPSOCIALALVO	0,3714 0,0131**	0,6795 0*	0,7095 0*	0,6734 0*	1			
DIMREL	0,3325 0,0274**	0,3268 0,0304**	0,1817 0,2379	0,5406 0,0002*	0,0026 0,9868	1		
DIMREL2	0,5357 0,0002*	0,2964 0,0507***	-0,0778 0,6159	-0,0268 0,8631	-0,0677 0,6623	0,0086 0,956	1	
PPREV	0,1724 0,2631	-0,041 0,7915	-0,2448 0,1093	-0,081 0,601	-0,0842 0,587	-0,0906 0,5587	0,2972 0,0501**	1
N	44							

Nota: A tabela apresenta as correlações entre as variáveis contínuas baseadas no teste de *Pearson*. Os valores a negritos representam o valor de *P-value* e os símbolos *, **, *** representam um nível de significância de 1%;5% e 10%, respectivamente

Fonte: Elaboração própria

Tabela A17: Matriz de correlações das variáveis contínuas das ofertas lançadas por cross-border

	CAPBOLSADQU	CAPBOLSAGREG	CAPBOLSALVO	CAPSOCIALADQU	CAPSOCIALALVO	DIMREL	DIMREL2	PPREV
CAPBOLSADQU	1							
CAPBOLSAGREG	0,9995 0*	1						
CAPBOLSALVO	0,2051 0,5697	0,2354 0,5126	1					
CAPSOCIALADQU	0,9514 0*	0,953 0*	0,2614 0,4657	1				
CAPSOCIALALVO	-0,087 0,8112	-0,0572 0,8753	0,9183 0,0002*	0,0125 0,9726	1			
DIMREL	0,379 0,2801	0,3692 0,2938	-0,2254 0,5312	0,4139 0,2344	-0,3636 0,3017	1		
DIMREL2	0,7298 0,0166**	0,7238 0,018**	-0,0282 0,9384	0,771 0,009*	-0,2537 0,4795	0,7217 0,0184**	1	
PPREV	0,1271 0,7263	0,1194 0,7425	-0,2161 0,5487	0,2412 0,502	-0,1038 0,7753	-0,1617 0,6553	0,1808 0,6172	1
N	10							

Nota: A tabela apresenta as correlações entre as variáveis contínuas baseadas no teste de *Pearson*. Os valores a negritos representam o valor de *P-value* e os símbolos *, **, *** representam um nível de significância de 1%;5% e 10%, respectivamente

Fonte: Elaboração própria

Tabela A18: Matriz de correlações das variáveis contínuas (amostra total)

	CAPBOLSADQU	CAPBOLSAGREG	CAPBOLSALVO	CAPSOCIALADQU	CAPSOCIALALVO	DIMREL	DIMREL2	PPREV
CAPBOLSADQU	1							
CAPBOLSAGREG	0,9948 0*	1						
CAPBOLSALVO	0,0899 0,4947	0,191 0,1439	1					
CAPSOCIALADQU	0,8039 0*	0,831 0*	0,378 0,0029*	1				
CAPSOCIALALVO	0,0001 0,9993	0,0746 0,5712	0,7273 0*	0,3403 0,0078*	1			
DIMREL	0,2169 0,0959***	0,2094 0,1084	-0,0434 0,7421	0,2092 0,1086	-0,1159 0,378	1		
DIMREL2	0,0376 0,7755	0,0309 0,8145	-0,0597 0,6502	0,0008 0,9952	-0,0909 0,4899	0,9366 0*	1	
PPREV	0,0617 0,6394	0,0341 0,7957	-0,2609 0,0441**	0,0313 0,8124	-0,1453 0,2678	-0,1765 0,1772	-0,1984 0,1285	1
N	60							

Nota: A tabela apresenta as correlações entre as variáveis contínuas baseadas no teste de *Pearson*. Os valores a negritos representam o valor de *P-value* e os símbolos *, **, *** representam um nível de significância de 1%;5% e 10%, respectivamente
 Fonte: Elaboração própria

Anexo IX- Modelos de Regressão

Tabela A19: Análise de regressão dos determinantes do retorno supranormal cumulativo (CAR) do adquirente

Variável Dependente: OLS (-20;+20)					Variável Dependente: OLS (-5;+5)				
Descrição	I	II	III	IV	Descrição	I	II	III	IV
CONSTANTE	0,526282 (4,3946*)	0,587371 (3,4459)*	0,553129 (6,1623)*	0,534057 (6,0627)*	CONSTANTE	0,368333 (3,3744)*	0,511172 (3,3472)*	0,495343 (5,2712)*	0,614971 (6,7349)*
EXP_ADQ	-0,12911 (-1,926)***	-0,12825 (-1,935)***	-0,14927 (-3,0614)*	-0,149696 (-3,1182)*	EXP_ADQ	-0,13936 (-2,281)**	-0,13719 (-2,3101)**	-0,1547 (-3,0588)*	-0,151984 (-2,9658)*
ADQ_EST	0,039625 (0,5385)	-0,01736 (-0,167)	0,137776 (2,2393)**		ADQ_EST	0,104687 (1,5608)	0,019612 (0,2106)	0,235633 (2,9611)**	0,107805 (1,9986)***
Hostil	0,093041 (0,8075)	-0,06328 (-0,4154)	-0,128 (-1,2483)		Hostil	0,285195 (2,7155)**	0,176624 (1,2944)		
Aut_Cont_Conc	0,099843 (1,2471)	0,097632 (1,0789)			Aut_Cont_Conc	-0,01826 (-0,2503)	0,043617 (0,538)		
HZ_CAE	-0,26912 (-3,8865)*	-0,37938 (-2,6594)**	-0,20338 (-3,6228)*	-0,277585 (-5,2611)*	HZ_CAE	-0,25572 (-4,0517)*	-0,47713 (-3,7332)*	-0,15544 (-2,6103)**	-4,8981 (-4,6951)*
Sucesso					Sucesso				-0,29194 (-4,8981)*
meio_pag.	-0,24989 (-3,0883)*	-0,18785 (-1,963)***	-0,32921 (-4,7004)*	-0,229039 (-4,1763)*	meio_pag.	-0,19732 (-2,675)**	-0,11605 (-1,3533)	-0,26647 (-3,7029)*	-0,174812 (-3,1714)*
Imp_Legal	0,042739 (0,5485)	0,025875 (0,2887)	0,161666 (2,4811)**		Imp_Legal	0,077484 (1,091)	0,011755 (0,1464)	0,184966 (2,7107)**	
PARTPREV	-0,0021 (-1,5384)	-0,00095 (-0,4313)	-0,00443 (-3,8378)*	-0,00278749 (-3,3874)*	PARTPREV	-0,00069 (-0,5552)	0,001009 (0,51)	-0,00439 (-4,2571)*	
DIM_REL		0,000322 (0,4532)			DIM_REL		0,000296 (0,4651)	-0,00095 (-1,829)***	
cap_soc_alvo	0 (-0,3115)				cap_soc_alvo	0 (-0,0179)			
PPREV_33		-0,10713 (-0,6764)			PPREV_33		-0,07934 (-0,5592)		
empresas_con			0,228592 (2,5482)**	0,192673 (2,0776)	empresas_con			0,244999 (2,6888)**	0,150382 (1,683)
Autoriz_Conj				0,157141 (3,1718)***	Autoriz_Conj			-0,16658 (-1,7428)	
autorizacao		0,126048 (1,5277)	0,13489 (2,2649)**		autorizacao		0,036847 (0,4985)	0,157907 (1,9279)***	
HZ_SUB		-0,11895 (-0,7351)			HZ_SUB		-0,27892 (-1,924)***		
C_Bolsista_Adqu		0 (-0,2189)	0 (-2,413)**		C_Bolsista_Adqu		0 (0,1659)	0 (-2,3101)**	
cap_soc_Adqu			0 (2,3755)**		cap_soc_Adqu			0 (2,6011)**	
R²	0,741272	0,794515	0,86971	0,798932	R²	0,73212	0,794446	0,840322	0,746052
R² Ajustado	0,604298	0,58903	0,774163	0,738612	R² Ajustado	0,590301	0,588892	0,703455	0,669867
F (CP)	5,411778	3,866539	9,102498	13,24482(0,9834)	F (CP)	5,162365	3,8649	6,139691	9,792694(2,2163)
Valor P(F)	0,001409	0,010432	0,000087	0,00000476	Valor P(F)	0,001825	0,01045	0,000992	0,000044
N	27	27	27	27	N	27	27	27	27

Nota: Esta tabela apresenta os retornos supranormais cumulativos para as janelas (-20;+20) e (-5;+5) pelo OLS. O modelo I contém uma variável explicativa dos retornos para cada uma das hipóteses definidas; o modelo II contém as variáveis explicativas que em alguma das análises univariadas elaboradas conseguiram atingir níveis de significância estatística de pelo menos 10%; o modelo III equivale ao melhor R² ajustado possível para explicar a nossa variável independente e o modelo IV apresenta a melhor estatística F encontrada nos modelos testados

Fonte: Elaboração própria

Tabela A20: Análise de regressão dos determinantes do retorno supranormal cumulativo (CAR) da empresa-alvo

Descrição	Variável Dependente: OLS (-20;+20)				Descrição	Variável Dependente: OLS (-5;+5)			
	I	II	III	IV		I	II	III	IV
CONSTANTE	0,474334 (1,502)	0,552701 (2,159)**	0,61602 (3,4)*	0,385895 (0,002)*	CONSTANTE	0,450854 (1,419)	0,30543 (1,7518)***	0,380848 (1,7066)***	0,380593 (1,2767)
EXP_ADQ	-0,27244 (-2,117)**	-0,06585 (-0,894)		-0,223434 (-4,146)*	EXP_ADQ	-0,1689 (-1,305)	-0,06567 (-1,2597)		
ADQ_EST	0,082167 (0,6053)	0,200195 (2,402)**			ADQ_EST	0,007603 (0,05569)	0,094164 (2,0588)**		
Hostil	0,189842 (0,8701)	0,082238 (1,11)			Hostil	0,251883 (1,148)	0,134039 (1,9589)***	0,281219 (1,3981)	
Aut_Cont_Conc	-0,07847 (-0,6069)	-0,23619 (-1,145)	-0,22769 (-1,548)		Aut_Cont_Conc	-0,03389 (-0,2606)	0,045476 (0,4095)		
HZ_CAE	-0,21736 (-2,074)**	-0,20775 (-2,359)**	-0,26488 (-2,729)*	-0,147267 (-2,059)**	HZ_CAE	-0,26069 (-2,473)**	-0,16292 (-2,6402)**		
Sucesso	-0,40143 (-1,675)	-0,38203 (-2,194)**	-0,56161 (-3,359)*	-0,287441 (-3,002)*	Sucesso	-0,3572 (-1,482)	-0,154 (-1,0011)	-0,36132 (-1,6644)	-0,30398 (-1,0373)
meio_pag.	-0,05711 (-0,3498)	-0,10145 (-0,8529)			meio_pag.	-0,09179 (-0,5589)	-0,08765 (-1,428)		
Imp_Legal	0,129413 (1,003)	0,15694 (1,758)***	0,218073 (2,078)**		Imp_Legal	0,070456 (0,5431)	0,0919 (1,7064)***		
PARTPREV	0,003215 (1,784)***		0,009339 (3,213)*	0,0019912 (1,838)***	PARTPREV	0,003038 (1,675)			
DIM_REL	-0,00067 (-0,1993)				DIM_REL	0,001671 (0,4908)			
PPREV_33		0,023625 (0,314)	-0,56442 (-2,827)*		PPREV_33		0,020635 (0,4358)		
empresas_con		0,130651 (1,03)			empresas_con		0,117794 (2,008)***		
Autoriz_Conj		0,202109 (0,9593)	0,289921 (2,183)**		Autoriz_Conj		-0,05149 (-0,4018)		
autorizacao		-0,01816 (-0,1459)			autorizacao		0,020045 (0,2165)		
HZ_SUB		-0,09935 (-1,117)			HZ_SUB		-0,03022 (-0,3688)	0,265748 (0,265748)**	0,0577088 (0,5429)
C_Bols_Alvo		-0,14864 (-0,4542)	0 (-1,74)***		C_Bols_Alvo		0 (0,1338)	0 (-2,3994)**	0 (-1,8049)***
Dim_Rel2			-0,0055 (-2,10)**		Dim_Rel2				
C_Bols_Adqu			0 (1,945)*		C_Bols_Adqu				
R²	0,299629	0,359181	0,44205	0,266969	R²	0,295128	0,33596	0,3023	0,27503
R² Ajustado	0,140454	0,134894	0,315243	0,208326	R² Ajustado	0,13492	0,103546	0,246491	0,232385
F	1,882386	1,601436	3,486005	4,55(2,464)	F	1,842265	1,445524	5,416182	6,45(-8,3867)
Valor P(F)	0,073856	0,121147	0,001911	0,003259	Valor P(F)	0,080853	0,177629	0,001057	0,000871
N	55	55	55	55	N	55	55	55	55

Nota: Esta tabela apresenta os retornos supranormais cumulativos para as janelas (-20;+20) e (-5;+5) pelo OLS. O modelo I contém uma variável explicativa dos retornos para cada uma das hipóteses definidas; o modelo II contém as variáveis explicativas que em alguma das análises univariadas elaboradas conseguiram atingir níveis de significância estatística de pelo menos 10%; o modelo III equivale ao melhor R² ajustado possível para explicar a nossa variável independente e o modelo IV apresenta a melhor estatística F encontrada nos modelos testados

Fonte: Elaboração própria

Tabela A21: Análise de regressão dos determinantes do retorno supranormal cumulativo (CAR) agregado

Variável Dependente: OLS (-20;+20)					Variável Dependente: OLS (-5;+5)				
Descrição	I	II	III	IV	Descrição	I	II	III	IV
CONSTANTE	0,117832 (1,2906)	0,168726 (1,699)	0,102534 (1,9827)***	0,0559769 (1,4143)	CONSTANTE	-0,04009 (-0,4645)	0,021699 (0,2005)	-0,05324 (-0,6296)	0,0416395 (0,734)
EXP_ADQ	-0,08353 (-1,6321)	-0,00506 (-0,0852)			EXP_ADQ	-0,05741 (-1,1868)	-0,07582 (-1,4471)	-0,04182 (-0,958)	-0,0592744 (-1,4806)
ADQ_EST	0,069743 (1,243)	0,09035 (1,2796)	0,149975 (3,5484)*	0,199609 (4,9592)*	ADQ_EST	-0,03703 (-0,6982)	0,020101 (0,261)		
Hostil	0,067071 (0,7866)	0,03406 (0,3125)			Hostil	0,104767 (1,2998)	-0,08692 (0,8636)	0,125314 (1,6001)	
Aut_Cont_Conc	0,136048 (2,4642)**	0,12199 (2,1604)***	0,115774 (3,0253)**		Aut_Cont_Conc	0,128989 (2,4717)**	0,048068 -0,728	0,096899 (2,1947)***	0,0608162 (1,5599)
HZ_CAE	-0,16406 (-3,3258)*	-0,12253 (-1,4536)	-0,15547 (-3,0242)**		HZ_CAE	-0,12368 (-2,652)**	-0,1744 (-2,034)***	-0,10984 (-2,4639)**	-0,0786141 (-1,8673)***
meio_pag.	0,126634 (2,2838)**	0,071188 (1,0806)	0,113498 (2,6362)**		meio_pag.	0,122055 (2,3288)**	0,192437 (2,5275)*	0,081998 (1,8939)***	0,0701603 (1,6072)
Imp_Legal	-0,12959 (-2,352)**	-0,07161 (-1,0134)	-0,12227 (-2,8952)**		Imp_Legal	-0,06672 (-1,2811)	-0,16015 (-1,896)		
PARTPREV	0,000192 (0,1656)	0,000277 (0,1506)		-0,00148664 (-2,202)**	PARTPREV	0,001883 (1,7167)		0,001794 (1,646)	
DIM_REL					DIM_REL		-0,00182 (-0,8579)		
cap_soc_alvo	0 (-2,449)**		0 (-2,8914)**		cap_soc_alvo	0 (-1,6885)		0 (-1,4211)	
PPREV_33		-0,11083 (-0,9866)			PPREV_33		0,100628 (1,1713)		
empresas_con		0,300245 (2,3002)***	0,229939 (2,807)**	0,346445 (4,2857)*	empresas_con				
Autorização		-0,0441 (-0,7271)			Autorização		0,099021 (1,548)		
HZ_SUB		-0,14821 (-1,5112)	-0,12019 (-2,0892)***		HZ_SUB		-0,14083 (-1,3055)		
C_Bols_Alvo		0 (-1,9963)			C_Bols_Alvo				
Dim_Rel2			-0,00156 (-1,5113)		Dim_Rel2				
R²	0,815991	0,918694	0,908684	0,738626	R²	0,652405	0,67727	0,569387	0,402037
R² Ajustado	0,608982	0,654451	0,805954	0,682617	R² Ajustado	0,26136	0,085598	0,267958	0,218048
F (CP)	3,941804	3,476703	8,845337	13,1877(0,4277)	F (CP)	1,668362	1,144672	1,888961	2,185116(5,1451)
Valor P(F)	0,033193	0,119208	0,002684	0,00023	Valor P(F)	0,24123	0,456241	0,174436	0,127727
N	18	18	18	18	N	18	18	18	18

Fonte: Elaboração própria

Nota: Esta tabela apresenta os retornos supranormais cumulativos para as janelas (-20;+20) e (-5;+5) pelo OLS. O modelo I contém uma variável explicativa dos retornos para cada uma das hipóteses definidas; o modelo II contém as variáveis explicativas que em alguma das análises univariadas elaboradas conseguiram atingir níveis de significância estatística de pelo menos 10%; o modelo III equivale ao melhor R² ajustado possível para explicar a nossa variável independente e o modelo IV apresenta a melhor estatística F encontrada nos modelos testados

Tabela A22: Análise de regressão dos determinantes do retorno supranormal cumulativo (CAR) das empresas-alvo de ofertas por empresas nacionais

Variável Dependente: OLS (-20;+20)					Variável Dependente: OLS (-5;+5)				
Descrição	I	II	III †	IV	Descrição	I	II	III	IV
CONSTANTE	0,400066 ‡ (1,2875)	0,718813 ‡ (1,2896)	0,51309 (3,7242)*	0,480268 (2,4611)**	CONSTANTE	0,942714 (2,1712)**	0,884997 ‡ (1,5571)	0,4252 (0,7814)	0,403205 (2,5828)**
Expe__Adq	-0,17728 (-2,7432)*	-0,16958 (-0,5698)			Expe__Adq	-0,28392 (-1,7943)***	-0,09837 (-0,3241)		
ESTR_ADQ	0,189798 ‡ (1,2893)	-0,1158 (-0,4339)			ESTR_ADQ	0,010833 ‡ (0,0449)	-0,06903 (-0,2536)		
Hostil	0,064284 ‡ (1,1049)	0,234929 ‡ (0,932)	0,11279 (1,8488)***		Hostil	0,336263 ‡ (1,4435)	0,378537 ‡ (1,4727)	0,254158 ‡ (0,969)	
Aut_Cont_Conc	-0,04373 (-0,6841)	-0,20328 (-0,6035)			Aut_Cont_Conc	-0,047 (-0,2812)	0,075701 ‡ (0,2204)	0,26207 ‡ (1,5183)	
HZ_CAE	-0,1086 (-0,9128)	-0,06974 (-0,2543)			HZ_CAE	-0,37347 (-2,5072)**	-0,07114 (-0,2544)		
Sucesso	-0,32868 (-1,9174)***	-0,4952 (-1,4333)	-0,49665 (-4,0372)*	-0,535561 (-3,1014)*	Sucesso	-0,6281 (-2,1985)**	-0,61413 (-1,7432)***	-0,40411 (-1,0094)	-0,31701 (-2,2057)**
meio_pag	-0,02824 (-0,1905)	-0,27498 (-0,9367)			meio_pag	-0,37968 (-1,5725)	-0,3552 (-1,1866)	-0,05603 (-0,2584)	
Imp_Legal	0,096942 ‡ (0,759)	0,212766 ‡ (0,8364)			Imp_Legal	0,241614 ‡ (1,273)	0,187236 ‡ (0,7219)		
PARTPREV	0,001376 ‡ (1,4078)		0,003054 ‡ (1,5605)	0,00290038 (1,7395)***	PARTPREV	0,002576 ‡ (1,216)		0,002383 ‡ (0,5227)	
Dim_Rel2	-0,00259 (-1,8829)***				Dim_Rel2	0,001766 ‡ (0,5621)		0,002531 ‡ (1,3723)	
PPREV_33		-0,08281 (-0,4307)	-0,14256 (-1,2369)		PPREV_33		-0,08017 (-0,4089)	-0,13605 (-0,5623)	
Autoriz__Conj		0,195891 ‡ (0,5621)	0,09792 (1,811)***		Autoriz__Conj		-0,11578 (-0,3258)		
HZ_SUB		0,227898 ‡ (1,0286)	0,068284 ‡ (1,4077)		HZ_SUB		0,329638 ‡ (1,4592)	0,161736 ‡ (1,1576)	0,0209075 ‡ (0,1933)
C_Bolsista_Agre		3085,2 ‡ (0,0284)	0 (-5,9322)*	0 (-3,5043)*	C_Bolsista_Agre		27929,5 ‡ (0,2521)	0 (-2,1469)**	0 (-1,9179)***
autorizacao		0,108634 ‡ (0,3611)		0,24908 (2,2331)**	autorizacao		0,181934 ‡ (0,5932)		
empresas_con		0,1579 ‡ (0,6638)			empresas_con		0,228002 ‡ (0,94)		
C_Bolsista_Alvo		-3085,2 (-0,0284)			C_Bolsista_Alvo		-27929,5 (-0,2521)		
C_Bolsista_Adqu		-3085,2 (-0,0284)			C_Bolsista_Adqu		-27929,5 (-0,2521)		
cap_soc_alvo		0 ‡ (0,4241)			cap_soc_alvo		0 ‡ (0,337)		
R²	0,367779	0,417814	0,50589	0,367958	R²	0,37903	0,43591	0,451652	0,309152
R² Ajustado	0,187145	0,064344	0,41487	0,306295	R² Ajustado	0,20161	0,093426	0,314565	0,259805
F(CP)	2,036041	1,182035	5,557999	5,967(0,6740)	F(CP)	2,136344	1,27279	3,294641	6,265(-3,3732)
Valor P(F)	0,059058	0,337868	0,000185	0,000703	Valor P(F)	0,047713	0,277973	0,005018	0,0013
N	44	44	44	44	N	44	44	44	44

Nota: Esta tabela apresenta os retornos supranormais cumulativos para as janelas (-20;+20) e (-5;+5) pelo OLS. O modelo I contém uma variável explicativa dos retornos para cada uma das hipóteses definidas; o modelo II contém as variáveis explicativas que em alguma das análises univariadas elaboradas conseguiram atingir níveis de significância estatística de pelo menos 10%; o modelo III equivale ao melhor R² ajustado possível para explicar a nossa variável independente e o modelo IV apresenta a melhor estatística F encontrada nos modelos testados

Fonte: Elaboração própria

Tabela A23: Análise de regressão dos determinantes do retorno supranormal cumulativo (CAR) das empresas-alvo de ofertas por empresas cross-border

Variável Dependente: OLS (-20;+20)					Variável Dependente: OLS (-5;+5)				
Descrição	I	II	III	IV	Descrição	I	II	III	IV
CONSTANTE	0,473745 (17,7936)**	0,361629 (3,5143)**	0,469498 (50,6391)*	0,469498 (50,6391)*	CONSTANTE	0,296693 f (2,2893)	0,209564 (3,7161)**	0,226288 (6,4077)*	0,229503 (5,7952)*
Expe__Adq	0,187017 (6,4124)***		0,184737 (13,1199)*	0,184737 (13,1199)*	Expe__Adq	0,052205 f (0,3998)			
Hostil	-0,0078 (-0,1994)				Hostil	-0,14686 (-0,7614)			
Aut_Cont_Conc	-0,26424 (-16,185)**	0,032686 f (0,3017)	-0,26621 (-35,279)*	-0,266213 (-35,279)*	Aut_Cont_Conc	0,076035 f (0,9027)	0,034512 f (0,7659)		
HZ_CAE	0,097417 f (3,221)		0,0976 (6,0568)*	0,0976 (6,0568)*	HZ_CAE	-0,31845 (-2,2455)	-0,2056 (-2,732)**	-0,25637 (-4,169)**	-0,235947 (-5,5263)*
Imp_Legal	0,430839 (19,6507)**		0,431544 (35,5536)*	0,431544 (35,5536)*	Imp_Legal	-0,02597 (-0,2351)			
PARTPREV	-0,0067 (-15,311)**	-0,01052 (-4,0014)**	-0,00667 (-31,566)*	-0,00667497 (-31,5659)*	PARTPREV	0,000864 f (0,4563)		0,001102 f (1,6797)	
cap_soc_alvo		0 (-1,0049)			cap_soc_alvo				
meio_pag.	-0,0703 (-2,6584)		-0,06673 (-6,5297)*	-0,0667293 (-6,5297)*	meio_pag.	-0,09486 (-0,7784)	-0,04075 (-0,7609)	-0,04159 (-1,0883)	
DIM_REL		-0,00254 (-1,099)			DIM_REL	0,001544 f (1,4051)	0,00194 -1,6292	0,002119 (3,4848)**	0,00145123 (2,474)**
cap_soc_Adqu					cap_soc_Adqu		0 (-1,2067)	0 (-2,001)	
PPREV_33		0,621182 (2,4912)***			PPREV_33		0,041258 f (0,571)		
Dim_Rel2		0 f (0,0337)			Dim_Rel2				
R²	0,999486	0,893652	0,999465	0,999465	R²	0,966958	0,955639	0,968404	0,888679
R² Ajustado	0,99537	0,760716	0,998395	0,998395	R² Ajustado	0,70262	0,866918	0,928908	0,856873
F	242,8558	11,05471	934,2522	934,25(0,8541)	F	3,658035	10,77126	24,5194	27,94(0,1984)
Valor P(F)	0,04959	0,044325	0,000054	0,000054	Valor P(F)	0,384753	0,038735	0,00423	0,00046
N	10	10	10	10	N	10	10	10	10

Nota: Esta tabela apresenta os retornos supranormais cumulativos para as janelas (-20;+20) e (-5;+5) pelo OLS. O modelo I contém uma variável explicativa dos retornos para cada uma das hipóteses definidas; o modelo II contém as variáveis explicativas que em alguma das análises univariadas elaboradas conseguiram atingir níveis de significância estatística de pelo menos 10%; o modelo III equivale ao melhor R² ajustado possível para explicar a nossa variável independente e o modelo IV apresenta a melhor estatística F encontrada nos modelos testados

Fonte: Elaboração própria