



**Rendibilidades Anormais em Ofertas Públicas de  
Aquisição no Mercado Acionista Português  
(operações ocorridas entre 1989 e 2016)**

**Jorge Filipe Soares Rafael**

**Dissertação de Mestrado**

**Mestrado em Contabilidade e Finanças**

**Porto – 2016**

**Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto  
Instituto Politécnico do Porto**



**Rendibilidades Anormais em Ofertas Públicas de  
Aquisição no Mercado Acionista Português**

**(operações ocorridas entre 1989 e 2016)**

**Jorge Filipe Soares Rafael**

**Dissertação de Mestrado  
apresentada ao Instituto Superior de Contabilidade e  
Administração do Porto para  
a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob  
orientação do Professor Doutor Luís Pereira Gomes**

**Porto – 2016**

**Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto  
Instituto Politécnico do Porto**

## **Resumo**

As Ofertas Públicas de Aquisição (OPA's) são operações de reestruturação empresarial que permitem às entidades oferentes crescerem mais rapidamente, adquirindo a totalidade ou parte do capital das entidades visadas com vista ao seu controlo. A evidência empírica internacional tem demonstrado que os anúncios preliminares de OPA's provocam uma reação imediata anormal sobre as cotações das ações nos mercados bolsistas.

O objetivo central desta dissertação é estudar o impacto do anúncio preliminar de uma OPA sobre a rendibilidade anormal das ações das empresas cotadas no mercado bolsista português.

A informação recolhida reporta ao período compreendido entre 1 de janeiro de 1989 e 31 de maio de 2016, durante o qual ocorreram 281 anúncios preliminares de OPA's. O estudo empírico analisou 37 operações, recorrendo à metodologia de investigação definida pelo estudo dos acontecimentos. Neste contexto, foram utilizados três métodos para determinação das rendibilidades anormais das ações (um proposto por Ball & Brown, outro proposto por Agrawal, Jaffe & Mandelker e o último proposto por nós (método misto)), e um método para determinação da reação das cotações das ações, proposto por Beaver.

Os resultados obtidos através dos três primeiros métodos são convergentes, embora o método misto pareça mais conservador. Este procedimento sugere que as OPA's geram rendibilidades médias anormais acumuladas positivas de 3,24% para as entidades envolvidas conjuntamente, desagregando-se com ganhos de 12,67% para as empresas visadas e com perdas de 5,27% para as empresas oferentes, na janela temporal entre a semana -5 e a semana +5 em torno da data de anúncio.

Os resultados do método de Beaver sugerem que, no período do anúncio preliminar das OPA's, a reação das cotações das ações das empresas visadas é superior à reação das cotações das empresas oferentes.

Finalmente, os resultados do estudo empírico também indicam que as empresas oferentes apresentam melhor desempenho quando financiam as OPA's através de numerário, face à modalidade da troca de títulos.

**Palavras-Chave:** Empresas oferentes, Empresas visadas, Fusões e Aquisições, Método misto, Ofertas Públicas de Aquisição, Rendibilidades anormais.

## **Abstract**

The public takeover is a corporate restructuring strategy that allows the acquiring companies to grow faster, acquiring all or part of the capital of target companies with the objective of having control. The international empirical evidence has demonstrated that takeover preliminary announcement generates an immediate abnormal reaction on the price of the exchange stock markets.

The main objective of this dissertation is to study the impact of the takeover preliminary announcement over the abnormal returns of the companies' stocks listed on the Portuguese stock market.

The information collected considered the period from 1<sup>st</sup> January of 1989 to 31<sup>st</sup> May of 2016. During that period there were 281 takeover preliminary announcements. The empirical study analysed 37 operations, using the research methodology defined by the event studies. In this context three models are used to determine the abnormal returns of the stocks (one proposed by Ball & Brown, other proposed by Agrawal, Jaffe & Mandelker and the last model is proposed by us (Mixed Model)), and other one proposed by Beaver to determine the price reaction of the stocks.

The results from the first three models are convergent, although the Mixed Model looks more conservative. This procedure suggests that the takeover generates positive cumulative average abnormal returns of 3,24% for the entities together, divided in 12,67% of gains to the target companies and 5,27% losses for the acquiring companies, in the event window among the week -5 to the week +5 around the preliminary announcement date.

The results of the Beaver's method suggests that, in the Takeover preliminary announcement, the reaction of the target companies' stocks is stronger than the reaction of the acquiring companies' stocks.

Finally, the results of the empirical study also indicate that acquiring companies show better performance when they finance the takeover with cash instead of a securities change.

**Key Words:** Abnormal returns, Acquiring companies, Mergers and Acquisitions, Mixed Model, Takeover, Target companies.

## **Agradecimentos**

Fazer um agradecimento nunca é uma tarefa simples porque se torna difícil exprimir por palavras o que efetivamente vai no nosso coração.

Quero agradecer ao meu orientador, o Professor Doutor Luís Gomes. Como orientador foi sempre dedicado, preocupado e disponível para ajudar em todas as dúvidas. Para mim é muito mais do que professor e orientador, é um ótimo amigo que se tem dedicado a ajudar-me não só na vida académica mas também na vida pessoal e profissional.

Agradeço à CMVM e à *Euronext Lisbon*, que foram duas entidades importantes para a realização desta dissertação. Sem elas não conseguiria ter feito tudo o que fiz. Demonstraram sempre enorme disponibilidade e abertura para ajudarem na elaboração do estudo.

Quero agradecer ao meu amigo André Moreira por toda a ajuda na tarefa árdua da recolha de dados e por demonstrar sempre que tudo é fácil quando existe persistência e dedicação.

À minha esposa Liliana Lopes agradeço por todo o apoio ao longo do percurso académico. Estás sempre presente e disponível para ajudar, principalmente na leitura atenta da dissertação. Foste a pessoa mais importante para a conclusão desta etapa.

Aos meus pais, George e Dulcídea, e ao meu irmão, Rui, agradeço profundamente por tudo aquilo que fazem por mim. Espero um dia ser o que vocês me ensinaram a ser e o que vocês são.

Para terminar, a todos os meus amigos, família e a todos aqueles que de forma direta ou indireta contribuíram para a elaboração e conclusão desta dissertação.

A todos o meu sincero obrigado.

## **Lista de Abreviaturas**

**AAR** - *Average Abnormal Return*

**$\beta$**  - Beta de mercado

**BdP** - Banco de Portugal

**BDP** – Bolsa do Porto

**BVL** – Bolsa de Valores de Lisboa

**BVLP** – Bolsa de Valores de Lisboa e Porto

**CA** - Conselho de Administração

**CAAR** - *Cumulative Average Abnormal Return*

**CAPM** - *Capital Asset Pricing Model*

**CMVM** - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

**CSC** - Código das Sociedades Comerciais

**CVM** - Código dos Valores Mobiliários

**EUA** – Estados Unidos da América

**F&A** - Fusões e Aquisições

**I&DT** – Investimento e Desenvolvimento Tecnológico

**MAAF** - Modelo de Avaliação de Ativos Financeiros

**M&A** - *Mergers and Acquisitions*

**MMQ** – Método dos Mínimos Quadrados

**OPA** - Oferta Pública de Aquisição

**OPA`s** - Ofertas Públicas de Aquisição

**SPSS** - *Statistical Package for the Social Sciences*

## ÍNDICE

ÍNDICE DE GRÁFICOS .....	x
ÍNDICE DE TABELAS .....	xi
INTRODUÇÃO.....	1
1. REVISÃO DA LITERATURA .....	3
1.1 Fusões e Aquisições .....	3
1.1.1 As Fusões.....	4
1.1.2 As Aquisições.....	5
1.1.3 Distinção entre Fusões e Aquisições .....	5
1.2. Ofertas Públicas de Aquisição (OPA`s) .....	6
1.2.1 Definição de Oferta Pública de Aquisição .....	6
1.2.2 Tramitação Legal das Ofertas Públicas de Aquisição .....	7
1.2.3 Importância das Ofertas Públicas de Aquisição .....	8
1.2.4 Defesas Anti-Oferta Pública de Aquisição.....	9
1.3 Estudo dos Acontecimentos .....	10
1.3.1 Evidência Empírica sobre Rendibilidades Anormais .....	11
1.3.2 Evidência Empírica sobre Rendibilidades Anormais das Empresas Oferentes em Ofertas Públicas de Aquisição.....	11
1.3.3 Evidência Empírica sobre Rendibilidades Anormais das Empresas Visadas em Ofertas Públicas de Aquisição.....	12
1.3.4 Evidência Empírica sobre Rendibilidades Anormais das Empresas Envolvidas em Oferta Pública de Aquisição .....	14
1.3.5 Evidência Empírica sobre a Reação das Cotações das Empresas à Oferta Pública de Aquisição .....	15
1.3.6 Evidência Empírica sobre Reação das Cotações das Empresas em função da Modalidade de Financiamento da Oferta Pública de Aquisição.....	15
2. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO.....	17
2.1 Objetivo do Estudo Empírico e Hipóteses de Pesquisa.....	17

2.2 Horizonte Temporal, Amostra e Dados .....	18
2.2.1 Horizonte Temporal.....	18
2.2.2 Amostra .....	19
2.2.3 Dados .....	21
2.3 Métodos Empíricos.....	21
2.3.1 Método de Ball & Brown .....	22
2.3.2 Método de Agrawal, Jaffe & Mandelker .....	23
2.3.3 Método Misto .....	24
2.3.4 Método de Beaver.....	25
2.4 Análise Estatística .....	25
2.4.1 Testes sobre a Normalidade da Distribuição Amostral .....	26
2.4.2 Significância Estatística da Diferença dos Valores Médios Amostrais.....	28
2.5 Modelo de Regressão Linear .....	29
2.5.1 Pressupostos e Testes de Validação do Modelo de Regressão Linear .....	30
2.5.1.1 Teste à Independência dos Resíduos .....	31
2.5.1.2 Teste à Normalidade dos Resíduos.....	32
2.5.1.3 Teste à Heteroscedasticidade dos Resíduos.....	33
3. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS .....	34
3.1 Estatísticas Descritivas e Teste à Normalidade da Distribuição Amostral.....	34
3.2 Análise à Qualidade de Ajustamento do Modelo de Regressão .....	35
3.3 Testes de Validação do Modelo de Regressão Linear.....	35
3.4 Teste à Significância Estatística da Diferença das Rendibilidades Médias.....	37
3.5 Rendibilidades Médias Anormais Acumuladas.....	38
3.5.1 Configuração das Rendibilidades Médias Anormais Acumuladas nas Empresas Ofertantes.....	38
3.5.1.1 Método de Ball & Brown .....	38
3.5.1.2 Método de Agrawal, Jaffe & Mandelker .....	39

3.5.1.3 Método Misto .....	39
3.5.2 Configuração das Rendibilidades Médias Anormais Acumuladas nas Empresas Visadas .....	40
3.5.2.1 Método de Ball & Brown .....	40
3.5.2.2 Método de Agrawal, Jaffe & Mandelker .....	41
3.5.2.3 Método Misto .....	41
3.5.3 Configuração das Rendibilidades Médias Anormais Acumuladas nas Empresas Envolvidas Conjuntamente.....	42
3.5.3.1 Método de Ball & Brown .....	42
3.5.3.2 Método de Agrawal, Jaffe & Mandelker .....	42
3.5.3.3 Método Misto .....	43
3.6 Reação das Cotações das Ações .....	44
3.6.1 Configuração da Reação das Cotações das Ações nas Empresas Oferentes .....	44
3.6.2 Configuração da Reação das Cotações das Ações nas Empresas Visadas .....	44
3.6.3 Configuração da Reação das Cotações das Ações nas Empresas Envolvidas Conjuntamente.....	45
3.7 Modalidade de Financiamento da Oferta Pública de Aquisição .....	46
3.7.1 Financiamento das Empresas Oferentes em Numerário.....	46
3.7.2 Financiamento das Empresas Oferentes por Troca de Títulos .....	47
CONCLUSÃO.....	49
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	51
APÊNDICES .....	59
APÊNDICE 1 – Constituição da Amostra de Estudo.....	59
APÊNDICE 2 – Modalidade de Financiamento da Oferta Pública de Aquisição.....	60
APÊNDICE 3 – Anúncios de Factos Relevantes .....	61

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1</b> - Anúncios preliminares de OPA`s no mercado português entre janeiro de 1989 e maio de 2016.....	19
<b>Gráfico 2</b> - Processo de Análise Estatística .....	25
<b>Gráfico 3</b> - Valores críticos da estatística de teste de Durbin-Watson .....	32
<b>Gráfico 4</b> - CAAR pelo método de Ball & Brown para as empresas oferentes.....	39
<b>Gráfico 5</b> - CAAR pelo método de Agrawal, Jaffe & Mandelker para as empresas oferentes.....	39
<b>Gráfico 6</b> - CAAR pelo método misto para as empresas oferentes .....	40
<b>Gráfico 7</b> - CAAR pelo método de Ball & Brown para as empresas visadas .....	40
<b>Gráfico 8</b> - CAAR pelo método de Agrawal, Jaffe & Mandelker para as empresas visadas .....	41
<b>Gráfico 9</b> - CAAR pelo método misto para as empresas visadas .....	41
<b>Gráfico 10</b> - CAAR pelo método de Ball & Brown para as empresas envolvidas conjuntamente.....	42
<b>Gráfico 11</b> - CAAR pelo método de Agrawal, Jaffe & Mandelker para as empresas envolvidas conjuntamente .....	43
<b>Gráfico 12</b> - CAAR pelo método misto para as empresas envolvidas conjuntamente .....	43
<b>Gráfico 13</b> - Reação das cotações pelo método de Beaver para as empresas oferentes .....	44
<b>Gráfico 14</b> - Reação das cotações pelo método de Beaver para as empresas visadas .....	45
<b>Gráfico 15</b> - Reação das cotações pelo método de Beaver para as empresas envolvidas conjuntamente.....	45
<b>Gráfico 16</b> - CAAR pelo método misto para as empresas oferentes (financiadas em numerário) .....	47
<b>Gráfico 17</b> - CAAR pelo método misto para as empresas oferentes (financiadas por troca de participações).....	47

## ÍNDICE DE TABELAS

<b>Tabela 1</b> - Constituição da Amostra .....	20
<b>Tabela 2</b> - Valores críticos da distribuição qui-quadrado .....	27
<b>Tabela 3</b> - Teste de hipótese sobre a normalidade da distribuição amostral .....	34
<b>Tabela 4</b> - Coeficientes de determinação $R^2$ dos modelos de regressão linear .....	35
<b>Tabela 5</b> - Teste de Durbin-Watson, Teste de Shapiro-Wilk e Teste de White.....	36
<b>Tabela 6</b> - Teste de validação da regressão linear .....	36
<b>Tabela 7</b> - Teste t de Student para o método de Ball & Brown .....	37
<b>Tabela 8</b> - Teste t de Student para o método de Agrawal, Jaffe & Mandelker.....	37
<b>Tabela 9</b> - Teste T-Student para o método Misto .....	38
<b>Tabela 10</b> - CAAR pelos métodos empíricos para as empresas oferentes (financiadas por ambas as modalidades) .....	48

## INTRODUÇÃO

O aumento da competição entre as empresas dispersas por todo o globo tem alterado e desenvolvido as indústrias e as economias. No mundo empresarial a competição entre as empresas é muito forte, de tal modo que Sherman (2010) refere que nos negócios existe apenas uma regra: crescer ou morrer.

As Fusões e Aquisições (F&A) assumem um papel primordial para as empresas crescerem mais rapidamente do que os seus rivais (Sherman, 2010). De acordo com Atanassov (2013), David (2014) e Lucas & Moll (2014) as F&A assumem um papel de destaque na economia mundial, principalmente nas empresas envolvidas porque tendem a aumentar a produtividade e a competitividade. Salienta-se que a concretização de uma operação de aquisição tende a alterar as políticas operacionais da empresa, tornando-a mais eficiente, investindo mais em Investimento e Desenvolvimento Tecnológico (I&DT) e dotando-a de meios capazes de se impor no ambiente competitivo em que se insere (Phillips & Zhdanov, 2013). As economias fechadas fazem parte do passado. Segundo Madura, Ngo & Viale (2011) a globalização desenvolve a capacidade de produzir e/ou vender bens ou serviços em todos os mercados mundiais em competição aberta e justa. Silva *et al.* (2013) afirmam que as F&A representam uma ferramenta extremamente útil para as empresas entrarem em mercados externos, aumentarem dimensão e competirem com os seus rivais.

As OPA's traduzem uma forma de reestruturação que pode atingir a totalidade ou apenas parte do capital da empresa visada. Esta via tem sido implementada com frequência nos últimos anos, envolvendo grandes grupos económicos, com destaque para o setor bancário. As empresas cotadas em bolsa estão sujeitas à volatilidade dos preços dos títulos, originando ganhos ou perdas maiores ou menores. Estes desempenhos estão diretamente relacionados com o setor em que atuam as empresas. Ainda assim, podem ocorrer nos mercados fenómenos inesperados que influenciam significativamente a cotação dos títulos. Esses fenómenos podem derivar de acontecimentos diversos, tais como anúncios de F&A, de resultados anuais, de aumentos de capital ou de distribuição de dividendos. Neste contexto, os preços das ações das empresas envolvidas tendem a reagir de forma imediata e extraordinária a esses acontecimentos, formando rendibilidades anormais diferentes das que são formadas no decorrer do normal funcionamento do mercado. O interesse pelo tema da presente dissertação decorre do aumento do número de operações de F&A realizadas em Portugal e no resto do mundo. Além disso, o tema tem colhido enorme interesse na investigação científica financeira, embora as conclusões não sejam unânimes no espaço

internacional nem suficientes no espaço nacional. Por isso, torna-se importante revisitar o estudo das OPA's, nomeadamente para compreender se estas operações contribuem para a criação ou destruição de valor nas empresas envolvidas.

O objetivo principal desta dissertação é estudar o impacto da divulgação do anúncio preliminar de OPA sobre a rendibilidade anormal das ações das empresas envolvidas (oferentes e visadas) cotadas no mercado bolsista português, durante o período compreendido entre 1 de janeiro de 1989 e 31 de maio de 2016.

Para cumprir os objetivos da dissertação recorre-se à metodologia do estudo dos acontecimentos, incorporando quatro métodos distintos. A literatura internacional propõe o método de Ball & Brown e o método de Agrawal, Jaffe & Mandelker para determinação das rendibilidades anormais das ações das empresas envolvidas em OPA's. Com o mesmo propósito, nós propomos um método misto alternativo inspirado nas duas técnicas anteriores. Finalmente, recorre-se ao método de Beaver para determinação da reação das cotações das ações das empresas envolvidas.

A estrutura desta dissertação está organizada em três capítulos, o primeiro para a revisão da literatura, o segundo para a metodologia de investigação e o terceiro para a discussão dos resultados. O primeiro capítulo inclui três pontos, começando com a definição das F&A e avançando para a apresentação das OPA's, incluindo a tramitação legal e algumas medidas de defesa. No terceiro ponto introduz-se o estudo dos acontecimentos, com detalhe da evidência empírica a propósito do impacto do anúncio de OPA's sobre as cotações das empresas envolvidas.

O segundo capítulo está dividido em cinco pontos, iniciando com a apresentação do objetivo do estudo empírico e das hipóteses de pesquisa. No segundo ponto identificam-se o horizonte temporal, a amostra e os dados. Seguidamente, detalham-se os métodos empíricos e a análise estatística complementar. No quinto ponto apresenta-se o modelo de regressão linear, os pressupostos subjacentes e os testes de validação habituais.

O terceiro capítulo inclui sete pontos, começando com o cálculo e interpretação das estatísticas descritivas. No segundo e terceiro pontos exploram-se os testes ao modelo de regressão. No quarto ponto testa-se a diferença das rendibilidades médias anormais face ao período circundante da data de anúncio e no ponto seguinte determinam-se e discutem-se as rendibilidades médias anormais acumuladas das empresas envolvidas. Seguidamente, discutem-se as reações das cotações das empresas. No último ponto analisam-se os resultados em função das modalidades de financiamento das OPA's.

Finalmente são sintetizadas as principais conclusões.

## 1. REVISÃO DA LITERATURA

### 1.1 Fusões e Aquisições

Atualmente, as empresas encontram-se inseridas num mercado cada vez mais competitivo, dinâmico e globalizado. Segundo Silva *et al.* (2013) a globalização é o fenómeno de abertura de economias e das respetivas fronteiras, fruto do acentuado crescimento das trocas internacionais de mercadorias, da circulação de pessoas, da intensificação dos movimentos de capitais e do aumento exponencial do conhecimento e da informação.

As trocas internacionais criam rápidas e profundas alterações no tecido empresarial, coagindo as empresas a se adaptarem e reagirem vigorosamente, ou a continuidade da sua atividade pode estar em causa.

Ribeiro (2001) afirmou que as F&A são um instrumento capaz de fomentar novos equilíbrios ao nível do tecido empresarial e económico, sendo que as concentrações empresariais foram responsáveis pela alteração da estrutura de muitas indústrias na última década do século XX.

As F&A têm como premissa básica que a empresa conjunta gera valor, ou cria utilidade para as entidades intervenientes procurando um objetivo comum, conforme referem Erel, Liao & Weisbach (2012). Além disso, Brealey, Myers & Allen (2014) reforçam que as F&A só geram valor quando as duas entidades valem mais juntas do que separadas, criando assim sinergias.

Brealey, Myers & Allen (2008) referem que as F&A surgem por vagas, podendo identificar-se quatro episódios.

O primeiro no início do século XX, o segundo nos anos 1920, o terceiro desde 1967 até 1969 e o último nas décadas de 1980 e 1990, destacando ainda o biénio de 1999 a 2000 que foi muito intenso.

Os quatro episódios coincidiram com períodos de cotações elevadas das ações e terão sido desencadeados por mudanças tecnológicas, desregulamentação e alterações na procura. Lobão (2013) também acrescenta que a baixa aversão ao risco e outros traços de personalidade dos gestores impulsionam significativamente a quantidade de F&A efetuadas.

### 1.1.1 As Fusões

Reed & Lajoux (1995) consideram que se está perante uma Fusão quando uma das empresas é absorvida por outra, originando uma empresa nova. Este processo de reestruturação empresarial segue os mecanismos legais e regulações vigentes no país onde ocorre, independentemente da nacionalidade das empresas envolvidas.

Na mesma linha, Ribeiro (2001) e Singh & Mogla (2008) definem a Fusão como uma junção entre empresas com o intuito de formar uma única. Ghauri & Buckley (2003) acrescentam que a Fusão é uma conjugação ou combinação dos ativos de duas empresas distintas, de onde resulta uma nova organização.

Para Brealey, Myers & Allen (2008) existem três tipos de Fusões, ou *Mergers*, que são as horizontais, as verticais e em conglomerado. As fusões horizontais são combinações de duas empresas na mesma linha de negócios. Como exemplo refira-se a Fusão entre a Companhia Confiança Nacional e o Banco de Lisboa, que deu origem ao Banco de Portugal (BdP) em 1846 (Mendes, 2002).

As Fusões verticais envolvem empresas em fases diferentes do processo produtivo. Como exemplo<sup>1</sup> refira-se a Fusão entre a *Walt Disney* e a rede de televisão *ABC*. As Fusões em conglomerado envolvem companhias de ramos distintos e não relacionadas entre si. Este tipo de Fusões esteve em voga nas décadas de 60 e 70, mas atualmente são menos frequentes, principalmente nas economias desenvolvidas.

Uma das justificações avançada por Brealey, Myers & Allen (2014) decorre de que as empresas não precisam de diversificar o seu negócio, que é uma tarefa árdua e dispendiosa, uma vez que os investidores podem fazer isso com facilidade e poucos recursos.

De acordo com Spiegel & Tookes (2013) as Fusões são normalmente utilizadas e justificadas devido à constante competição pelo domínio do mercado.

No entanto, Akdogu (2011) defende que estas operações criam competidores mais eficientes, uma vez que combinam os melhores recursos das empresas adquirentes e das empresas visadas.

---

<sup>1</sup> A *Disney* tinha a intenção de utilizar a *ABC* para exibir os seus filmes mais recentes com o objetivo de obter grandes audiências (Brealey, Myers & Allen, 2008).

### 1.1.2 As Aquisições

Uma Aquisição, ou *takeover*, é vista por Ghauri & Buckley (2003) como a transferência de controlo de uma determinada organização para outra<sup>2</sup>. Tal como a designação sugere, a operação refere-se à Aquisição de uma participação social de determinada organização, permitindo (ou não) o seu controlo.

A Aquisição pode tomar um carácter amigável ou hostil, consoante a forma como se apresenta e propõe o processo à empresa visada (Ribeiro, 2001). Para Demidova (2007) a Aquisição amigável ocorre quando existe um consenso entre os gestores das empresas envolvidas. Contrariamente, na Aquisição hostil esse acordo não é alcançado e o gestor da empresa adquirente negocia diretamente com os acionistas da empresa-alvo.

O comportamento do gestor da empresa visada, em grande medida, influencia o tipo de Aquisição. Se aceitar vender a empresa, a aquisição será feita de forma amigável; se discordar da proposta apresentada, os gestores da empresa adquirente negociarão diretamente com os detentores do capital, revestindo a operação uma natureza hostil uma vez que entram em guerra direta com os gestores da empresa alvo (Demidova, 2007).

Por sua vez, Frantslikh (2005) considera que o termo *acquisition* é vulgarmente utilizado para descrever a absorção/domínio de uma empresa de grande dimensão sobre uma empresa de menor dimensão. Damiani & Pompei (1999) e Soongswang (2011) também contribuem para o esclarecimento deste fenómeno, apresentando como principais vantagens das Aquisições o seu contributo para o aumento do poder de mercado das empresas para a mitigação do impacto dos custos de transação.

### 1.1.3 Distinção entre Fusões e Aquisições

Muitas vezes os termos Fusão e Aquisição são confundidos, parecendo a mesma operação. De acordo com Bradley *et al.* (1988) a grande diferença está na tentativa de controlo por parte de uma sociedade em relação a outra.

Goergen & Renneboog (2004) defendem que a Fusão é uma operação de reestruturação que envolve duas ou mais empresas que juntam os seus patrimónios para formar uma nova sociedade, deixando as primeiras de existir individualmente.

---

<sup>2</sup> Aquisição total implica a absorção de todos os ativos pela empresa adquirente e a extinção da empresa-alvo.

Geralmente, as Fusões envolvem empresas da mesma dimensão. Madura, Ngo & Viale (2011) defendem que nas Aquisições o património total de uma empresa de menor dimensão passa a ser controlado (total ou parcialmente) por uma empresa de maior dimensão, indicando assim a supremacia de uma entidade.

Na perspetiva dos detentores do capital, Valente (1999) esclarece que se os acionistas permanecerem nas empresas envolvidas trata-se de uma Fusão; se os acionistas abandonarem a empresa visada trata-se de uma Aquisição, indicando a tomada de controlo por parte dos acionistas da empresa oferente.

## **1.2. Ofertas Públicas de Aquisição (OPA`s)**

### **1.2.1 Definição de Oferta Pública de Aquisição**

Segundo o Art. 2º alínea a) da 13ª Diretiva em matéria de direito das sociedades, relativa a estas operações, a OPA é definida como “uma oferta pública (que não pela sociedade visada<sup>3</sup>) feita aos titulares de valores mobiliários<sup>4</sup> de uma sociedade para adquirir a totalidade ou uma parte desses valores mobiliários, independentemente de essa oferta ser obrigatória<sup>5</sup> ou voluntária, na condição de ser subsequente à aquisição do controlo da sociedade visada ou ter como objetivo essa aquisição do controlo nos termos do direito nacional”.

Segundo Vaz (2013) existem vários tipos de OPA`s, como por exemplo hostil ou amigável, interna ou externa e total ou parcial. É interna se a empresa oferente possui uma percentagem no capital da empresa visada ou externa se é feita por um investidor ou uma empresa sem participação no capital da empresa visada. É total se a oferta pretende a totalidade do capital social ou parcial se pretende apenas uma parte do capital.

Existem OPA`s concorrentes quando a mesma sociedade-alvo é objeto de operações de aquisição efetuadas por duas ou mais entidades oferentes. Existem, ainda, OPA`s invertidas que acontecem quando uma empresa privada adquire uma pública ou quando uma empresa pequena adquire outra de maior dimensão (Vaz, 2013).

---

<sup>3</sup> Quando uma sociedade é alvo de uma OPA, esta passa a ser designada por sociedade visada e, conseqüentemente, o sujeito que a lança designa-se por oferente.

<sup>4</sup> Na lei portuguesa encontram-se exemplos de valores mobiliários no artigo 1 do Código de Valores Mobiliários (CVM).

<sup>5</sup> A OPA é voluntária se não dependeu de nenhum imperativo legal e é obrigatória se decorre da imposição dos deveres de lançamento da oferta emanada pelo CVM e imposta pelo regulador (CMVM).

### 1.2.2 Tramitação Legal das Ofertas Públicas de Aquisição

Segundo Magalhães (2012) a OPA não é apenas um ato isolado, mas um processo que envolve uma série de passos tipificados na lei. Em Portugal as OPA's são reguladas pelo Código dos Valores Mobiliários (CVM), mais concretamente no seu capítulo III. Este tipo de operação inicia com o registo prévio na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), conforme o Art. 114 n° 2 do CVM, e com a publicação do anúncio preliminar à Comissão, à sociedade visada e às entidades gestoras dos mercados regulamentados em que os títulos da sociedade visada estão inseridos, conforme o Art. 175 do CVM.

Após a publicação do anúncio preliminar procede-se à instrução do pedido, conforme o Art. 115 do CVM, que consiste na entrega de documentos pela sociedade oferente à CMVM, para esta poder aprovar o processo e registar o prospeto.

A CMVM toma a decisão no prazo de 8 dias, conforme o Art. 118 do CVM, a contar da data do pedido<sup>6</sup>.

Em seguida, surgem os deveres da sociedade visada, conforme Art. 181 do CVM, de enviar no prazo de 8 dias à empresa adquirente e à CMVM um relatório sobre a oportunidade e condições da oferta proposta.

O Art. 184 do CVM clarifica que a empresa adquirente tem 5 dias, antes de acabar o prazo da oferta, para rever a respetiva contrapartida, i.e., natureza e montante.

Pode ainda existir ofertas concorrentes, conforme o Art. 185 - A do CVM, onde, poderá surgir outra entidade com interesse na empresa-alvo durante o processo<sup>7</sup>.

Para terminar todo o processo, o Art. 183 define que o prazo da OPA tem uma duração que varia entre 2 a 10 semanas.

É ainda necessário destacar outros pontos relevantes a ter em conta durante o processo. Sendo detetado alguma falha ou algum facto novo e relevante, entre a data da aprovação do prospeto e o fim do prazo da oferta, é necessário requerer à CMVM que proceda à retificação da adenda<sup>8</sup>.

O Art. 133 do CVM refere a possibilidade de a oferta ser suspensa por um período inferior a 10 dias úteis, findo o qual a CMVM deve ordenar a retirada da oferta se as razões para a suspensão não forem corrigidas.

---

<sup>6</sup> Existindo necessidade de informações adicionais o prazo é dilatado para 10 dias.

<sup>7</sup> Existindo esta “contra OPA” terá de ser lançada até ao quinto dia anterior ao termo do prazo da oferta inicial.

<sup>8</sup> Essa retificação do prospeto deve ser aprovada no prazo de 7 dias úteis após o requerimento, conforme o Art. 142° do CVM.

O Art. 194 do CVM regula a aquisição potestativa. No essencial representa o direito atribuído ao oferente que lançou uma OPA sobre a totalidade do capital de uma sociedade visada (se ultrapassar 90% dos direitos de voto dessa sociedade) de poder coagir os acionistas que não venderam a sua participação social a venderem ao mesmo preço da OPA anteriormente lançada.

### **1.2.3 Importância das Ofertas Públicas de Aquisição**

Normalmente são apontados três argumentos para o lançamento de OPA`s. De acordo com Andriosopoulos & Yang (2015) uma característica importante desta operação é que representa uma estratégia através da qual a empresa oferente adquire o controlo de uma empresa visada agindo diretamente com os seus verdadeiros donos (acionistas), ignorando o seu grupo de gestão e controlo (administração). Assim, a OPA torna-se vantajosa porque permite contornar de forma eficaz a Teoria da Agência preconizada por Jensen & Meckling (1976), segundo os quais os gestores privilegiam os seus interesses pessoais e negligenciam os interesses dos acionistas.

Além disso, Magalhães (2012) defende que a empresa oferente, ao agir diretamente com os acionistas da empresa visada, evita o *ramassage*, que significa a compra sistemática de ações da empresa visada durante um período indeterminável e por um preço imprevisível, consoante a sua cotação no mercado. De acordo com o mesmo autor, esta atitude é prejudicial para quem pretende controlar uma empresa porque, além de ser um processo extremamente dispendioso e moroso, pode impedir a aquisição das ações necessárias para atingir aquele objetivo (Câmara, 2011). Contrariamente ao *ramassage*, que é lançado a pequenos grupos de acionistas, a OPA é lançada a todos os detentores de capital da empresa visada e, por isso, considerada justa na medida em que todos são tratados por igual. Bastos (2016) afirma que quando os acionistas investem numa empresa pretendem uma de duas coisas: ou obter dividendos com a posse do título, ou obter mais-valias pela alienação desses títulos. Este aspeto é importante no contexto das OPA`s.

Finalmente, também se argumenta que as OPA`s tornam as empresas visadas mais eficientes, uma vez que se estiverem a ser mal geridas isso poderá ser interpretado pelas empresas concorrentes como uma ótima oportunidade de negócio. Vaz (2013) refere que a OPA proporciona uma seleção das empresas mais competitivas, redistribuindo os recursos produtivos e substituindo os gestores ineficazes por pessoas mais inovadoras, competentes e dinâmicas, com benefícios para a sociedade e para a economia em geral.

### 1.2.4 Defesas Anti-Oferta Pública de Aquisição

Uma OPA diz-se hostil quando o Conselho de Administração (CA) da empresa-alvo não é informado previamente da oferta ou quando a empresa oferente decide avançar com a operação mesmo depois do CA a ter recusado. Por outro lado, a OPA diz-se amigável quando o CA considera a proposta vantajosa<sup>9</sup> para os acionistas e recomenda que aceitem a respetiva oferta.

Para Brealey, Myers & Allen (2014) apenas faz sentido falar em defesa Anti-OPA`s em relação às Aquisições hostis. Os autores afirmam que existem várias estratégias para os gestores das empresas visadas poderem contrariar o sucesso das OPA`s hostis. Geraldes (2009) classifica as defesas Anti-OPA`s em duas categorias, as preventivas e as ativas. Como exemplo de estratégias preventivas Stephanie *et al.* (2014) destacam as *poison pills*, enquanto que Bebchuk, Cohen & Wang (2014) destacam as *golden parachutes*. No entanto, Hanly (1992) alega que, apesar de legais, estas estratégias são moralmente duvidosas. Além disso, Campbell *et al.* (2009) argumentam que essas medidas promovem os custos da aquisição e fomentam, exponencialmente, o insucesso da operação.

Como exemplo de estratégias ativas Neuhauser, Davidson & Glascock (2011) destacam:

- Compra de um lote de títulos detido pelo agressor (*green mail*)
- *Standstill agreements*
- Venda de ativos e transferência de controlo (*white knight*)
- *White squire*
- Alteração na estrutura de capital
- Alegação de ilegalidades
- Lançamento de uma OPA sobre o agressor (*pac-man defense*)

De acordo com Brealey, Myers & Allen (2008) ainda existe uma panóplia de estratégias Anti-OPA à disposição dos gestores, dependendo dos seus objetivos, como por exemplo *killer bees*, *lobster trap*, *suicide pill* e *bankmail*.

Ertugrul (2015) conclui que se a OPA for bem-sucedida após a aplicação de estratégias (preventivas ou ativas) existe um aumento de valor significativo, quer na empresa visada, quer na empresa oferente.

---

<sup>9</sup> Uma oferta pode ser considerada vantajosa quando o valor oferecido pela empresa oferente é superior ao valor de mercado da empresa visada. O valor oferecido (por parte ou totalidade das ações) é designado por *tender offer*. Geralmente, o preço oferecido contém um prémio sobre o preço de mercado. Quando o *tender offer* é inferior ao preço de mercado a sociedade visada rejeitará a oferta. Sobre este tema veja-se (Holmen & Nivorozhkin, 2012).

No entanto, Chatterjee, John & Yan (2012), Liu (2012) e Holmén, Nivorozhkin & Rana (2014) acrescentam que a empresa visada é mais beneficiada, na medida em que o valor oferecido por ação (prémio para os acionistas) pela empresa oferente aumenta em consequência das estratégias defensivas.

Ryngaert & Scholten (2010) destacam que, independentemente da estratégia utilizada ser defensiva ou preventiva, as empresas que conseguem proteger-se com êxito alcançam melhores resultados e as suas ações valorizam após o insucesso da OPA.

### **1.3 Estudo dos Acontecimentos**

O trabalho de Fama *et al.* (1969) foi marcante para introduzir o tema do estudo dos acontecimentos no domínio das finanças. A abordagem do estudo dos acontecimentos elimina as condições económicas gerais e as diferenças de risco e rendibilidade, permitindo isolar um determinado acontecimento e compreender o seu impacto. Mais concretamente, a abordagem permite o cálculo da rendibilidade anormal (ou em excesso) no período circundante da data do evento.

A metodologia subjacente continua a ser muito utilizada em diversos estudos de investigação, tendo como principal objetivo analisar o comportamento do preço dos títulos em torno da data de acontecimentos relevantes, tais como alterações da legislação, divulgação de resultados, distribuição de dividendos, aumentos de capital, *stock splits*<sup>10</sup> e anúncios de OPA's.

No trabalho de Fama *et al.* (1969) foi analisada a evolução da rendibilidade mensal anormal num período de 60 meses em torno do anúncio (janela de observação – *event window*) de *stock splits* ocorridos na Bolsa de Valores de Nova Iorque entre 1927 e 1959.

Os autores calcularam a rendibilidade anormal pela diferença entre a rendibilidade verificada no mercado para a ação e a sua rendibilidade esperada de acordo com o *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*<sup>11</sup> proposto por Sharpe (1964) e Lintner (1965).

---

<sup>10</sup> Em Portugal também são designados por desdobramento de ações. Consiste numa operação que aumenta a liquidez das ações, em que a empresa entrega aos acionistas títulos mediante um rácio de desdobramento que faz descer a respetiva cotação de forma proporcional (Bastos, 2016).

<sup>11</sup> O *CAPM*, ou modelo de avaliação de ativos financeiros, reflete a atitude dos investidores, em termos do binómio risco e rendibilidade, relativamente aos ativos financeiros disponíveis. Por exemplo, auxilia os gestores das empresas na avaliação da taxa de retorno mínima dos investimentos que essa empresa deverá obter por forma a satisfazer as expectativas dos seus acionistas.

Vários autores confirmam que a metodologia do estudo dos acontecimentos é extremamente útil para testar a eficiência dos mercados de capitais (Khotari & Warner (2007)) e que é indicada para determinar a rendibilidade anormal. Andrade, Mitchell & Stafford (2001) defendem que esta ferramenta é bastante útil quando utiliza janelas de curto prazo, permitindo aferir a reação anormal das cotações dos títulos e, assim, a criação de valor. No entanto, Mackinlay (1997) salienta que a utilização da metodologia exige prudência na definição do acontecimento e no cálculo do valor criado, uma vez que qualquer imprecisão pode comprometer os resultados alcançados. Além disso, a técnica só pode ser utilizada em empresas com os títulos cotados no mercado de capitais (Mackinlay, 1997).

### **1.3.1 Evidência Empírica sobre Rendibilidades Anormais**

As rendibilidades anormais ocorrem devido a acontecimentos inesperados que influenciam diretamente as cotações dos títulos, i.e., os investidores reagem imediatamente ao anúncio e à informação nele contido, gerando assim imediatamente rendibilidades anormais (Beaver (1968)). Segundo Duque & Pinto (2004) as informações mais relevantes para produzirem rendibilidades anormais são as que se relacionam com aquisição ou venda de partes de capital (46% dos casos) e com a distribuição de dividendos (18% dos casos).

Sendo as OPA's operações de aquisição de capital, enquadram-se na forma mais relevante de geração de rendibilidades anormais. Contudo, a evidência empírica ainda não é consensual sobre os resultados da operação na perspectiva conjunta, pelo lado das empresas oferentes e pelo lado das empresas visadas. Além disso, também existem divergências nos resultados em função da modalidade de financiamento da operação.

### **1.3.2 Evidência Empírica sobre Rendibilidades Anormais das Empresas Oferentes em Ofertas Públicas de Aquisição**

Apesar de algumas opiniões divergentes, a maioria dos autores concorda que as F&A criam valor para as empresas globalmente. Contudo, as rendibilidades anormais positivas agregadas parecem dever-se, sobretudo, ao melhor desempenho das empresas visadas.

Em estudos dirigidos para as empresas oferentes, os autores Jensen & Ruback (1983) e Datta, Pinches & Narayanan (1992) apresentaram resultados inconclusivos.

No entanto, Agrawal, Jaffe & Mandelker (1992) afirmam que os acionistas destas empresas tiveram perdas significativas de 10%. Outros estudos, como por exemplo Chang (1998), Sudarsanam & Ashraf (2003), Martynova & Renneboog (2008) e Ahern (2012), destacam rendibilidades positivas próximas de *zero* ou, na maior parte dos casos, rendibilidades anormais acumuladas negativas. Mais recentemente, Karamanos, Bakatselos & Agolli (2015) também identificaram rendibilidades anormais insignificantes nos bancos gregos. Por outro lado, Moeller, Schlingemann & Stulz (2004) verificaram que as empresas oferentes de pequena dimensão obtiveram um retorno anormal reduzido, enquanto que as empresas de grande dimensão foram as principais perdedoras com as OPA's.

Noutra perspetiva, McCardle & Viswanathan (1994) afirmam que, por vezes, as empresas oferentes perdem porque quando anunciam uma aquisição os investidores interpretam que o mercado já não crescerá mais. Por isso, a aquisição não destrói valor e apenas reflete a estagnação do mercado.

No mercado português, Carvalho (2012) considera que as empresas oferentes alcançaram rendibilidades anormais tendencialmente nulas, em convergência com Rodrigues (2001) que encontrou rendibilidades tendencialmente negativas.

### **1.3.3 Evidência Empírica sobre Rendibilidades Anormais das Empresas Visadas em Ofertas Públicas de Aquisição**

Alguns estudos sugerem que as OPA's maximizam o valor da empresa visada, gerando rendibilidades anormais acumuladas positivas e elevadas. Bradley, Desai & Kim (1988) analisaram 236 operações realizadas durante 21 anos no mercado americano, tendo constatado que o valor das ações das empresas-alvo aumentou, em média, 35%. Em França, Eckbo & Langohr (1989) analisaram 90 operações ao longo de 16 anos, concluindo que o investimento dos acionistas das empresas-alvo aumentou, em média, 16,48%. Estudos posteriores constataram as mesmas evidências, como por exemplo Brown & Silva (1998), Parrino & Harris (1999), Eckbo & Thorburn (2000) e Ghosh (2001, 2004). Por outro lado, Healy, Palepu & Ruback (1992) e Brealey, Myers & Allen (2008) sustentam que na história das F&A as empresas visadas ganham mais do que as empresas oferentes. Por exemplo, Andrade, Mitchell & Stafford (2001) encontraram ganhos significativos de 16% para as empresas visadas com o anúncio preliminar de OPA's.

No mercado português, Carvalho (2012) concluiu que as empresas visadas obtiveram rendibilidades anormais positivas de 16% entre 2000 e 2010, enquanto que na década anterior Rodrigues (2001) concluiu que o ganho dos acionistas destas empresas foi de 18%. Mais recentemente, Karamanos, Bakatselos & Agolli (2015) encontraram retornos anormais positivos de 7,44% nos bancos visados gregos no período entre 1996 e 2013.

Contudo, nem sempre as OPA`s são bem-sucedidas. No entanto, os estudos de Fabozzi *et al.* (1988), Safieddine & Titman (1999) e Wong & O`Sullivan (2001) sugerem que mesmo após o insucesso da OPA as cotações das empresas visadas permanecem elevadas nos seis meses posteriores ao anúncio preliminar. Mas se não ocorrer novo anúncio no prazo de um ano, então a capitalização bolsista da empresa-alvo desce.

A permanência dessa cotação elevada é justificada pela probabilidade de ocorrer uma nova OPA ou de alteração (melhorias) das políticas e estratégias por parte do CA da empresa visada e, ainda, pela informação revelada pela OPA, conforme referem Bradley, Desai & Kim (1988).

Quando surge um anúncio preliminar de OPA podem ocorrer os designados jogos de aquisição, em que podem entrar novos concorrentes com interesse em adquirir a empresa visada, conforme destacam Calcagno & Falconieri (2014).

Este jogo é benéfico para a empresa visada, uma vez que potencia a subida da cotação das suas ações, mas pode ser prejudicial para a empresa oferente, que normalmente preocupa-se exclusivamente em ganhar a OPA à empresa concorrente independentemente dos custos (Xu & Zhao, 2013). Na mesma linha colocam-se Burkart *et al.* (2014), argumentando que esse jogo de apostas não aumenta necessariamente a eficiência das empresas oferentes, mas sim os seus custos, e Savor & Lu (2009), argumentando que as empresas oferentes obtêm rendibilidades negativas de longo prazo em consequência do excessivo prémio pago com a aquisição.

Graham, Harvey & Puri (2013) afirmam que o elevado prémio pago pela aquisição da empresa visada é explicado pela teoria das finanças comportamentais, segundo a qual os gestores da empresa adquirente são demasiado otimistas ao sobreavaliar a sua capacidade para criar valor e, simultaneamente, subestimam os custos inerentes ao processo.

Importa ainda referir que na maior parte das vezes as OPA`s são lançadas por empresas que já têm participação no capital das empresas visadas, justificando assim períodos de negociação curtos e níveis de sucesso elevados (Renneboog & Zhao, 2014).

### **1.3.4 Evidência Empírica sobre Rendibilidades Anormais das Empresas Envolvidas em Oferta Pública de Aquisição**

As OPA's nem sempre garantem sucesso para as partes envolvidas no negócio, as empresas oferentes e as empresas visadas. Alguns estudos, designadamente de Shleifer & Vishny (1989), Denis & McConnell (2003), Besanko *et al.* (2004), Cole, Fatemi & Vu (2006) e Antoniou, Arbour & Zhao (2011), demonstraram que empresas sólidas juntaram-se e maximizaram o seu valor, mas falharam quanto à diversificação do negócio. Isto deveu-se a operações entre empresas de ramos diferentes para alcançarem novos mercados. Brealey, Myers & Allen (2008) referem que os analistas das F&A prestam demasiada atenção aos ganhos de curto prazo e negligenciam que esses ganhos se realizam à custa das perspetivas de longo prazo. Ravenscraft & Scherer (1986) analisaram F&A efetuadas nas décadas de 1960 e de 1970, concluindo que a produtividade diminuiu bastante nos anos seguintes à Fusão. No entanto, essa visão não é partilhada por Healy, Palepu & Ruback (1992) numa análise de 50 grandes Fusões ocorridas entre 1979 e 1983, verificando um aumento médio de 2,4% nos resultados antes de impostos das entidades envolvidas.

Nas últimas três décadas foram divulgados vários estudos que concluíram que as OPA's criam riqueza para os acionistas das empresas envolvidas (oferentes e visadas), como por exemplo Jensen (1988), Bruner (2002), Kuipers, Miller & Patel (2002), Beitel, Schiereck & Wahrenburg (2004), Campa & Hernando (2004), Akbulut & Matsusaka (2010), Soongswang (2011), Agrawal & Nasser (2012) e Andriosopoulos & Yang (2015). Mais concretamente, a maioria dos trabalhos encontrou rendibilidades anormais acumuladas positivas entre 1% a 5%, conforme reportam Mulherin & Boone (2000), Houston, James & Ryngaert (2001), Kuipers, Miller & Patel (2002), Campa & Hernando (2004), Goergen & Renneboog (2004), Holmen & Knopf (2004), Moeller, Schlingemann & Stulz (2005) e Fan & Goyal (2006). Em paralelo, Bradley, Desai & Kim (1988), Lang, Stulz & Walkling (1989), Healy, Palepu & Ruback (1992) e Smith & Kim (1994) encontraram rendibilidades anormais acumuladas positivas entre 7,4% e 11,3%. Outros estudos alegam que as OPA's produzem rendibilidades anormais negativas, como por exemplo Firth (1980), Roll (1986), Aktas, Bodt & Declerck (2002), Akbulut & Matsusaka (2010) e Cohen & Wang (2013).

No mercado português, Carvalho (2012) concluiu que na última década a rendibilidade acumulada foi de 5% e Rodrigues (2001) concluiu que o retorno agregado na década anterior foi superior a 2%.

### **1.3.5 Evidência Empírica sobre a Reação das Cotações das Empresas à Oferta Pública de Aquisição**

Os títulos cotados nas bolsas de valores estão sujeitos à volatilidade do mercado em que estão inseridos. Ainda assim, podem ocorrer fatores internos ou externos às empresas que provocarão reações fortes<sup>12</sup> nas cotações dos títulos (Ball & Brown, 1968).

Na década de 60, Beaver (1968) analisou a reação do preço dos títulos ao anúncio dos resultados anuais reportados pelas empresas. O autor verificou que imediatamente após esse anúncio existia uma reação no mercado, valorizando os títulos em cerca de 33%. Ball & Brown (1968) começaram por estudar a reação do mercado de capitais e da imprensa à informação divulgada através dos relatórios anuais das empresas e, posteriormente, alargaram o estudo à reação do preço dos títulos ao anúncio de distribuição de dividendos. Posteriormente, outros autores também detetaram reações instantâneas dos títulos no momento da divulgação de informação, como por exemplo Mandelker (1974), Ellert (1976), Eckbo (1983), Bradley, Desai & Kim (1988), Jarrell, Brickley & Netter (1988), Franks, Harris & Titman (1991), Schwert (1996), Kang, Shivdasani & Yamada (2000), Silva *et al.* (2000), Bhagat *et al.* (2005), Martijn, Vinay & Kose (2009) e King (2009).

Entretanto, Chehab (2002) afirmou que as cotações dos títulos obtêm imediatamente retornos anormais após qualquer anúncio público, nomeadamente, de resultados anuais, distribuição de dividendos, F&A, OPA's, desdobramento de ações e aumentos de capital.

Mais recentemente, Bugeja, Patel & Walter (2015) verificaram que as rendibilidades anormais positivas provenientes da valorização imediata dos títulos são mais acentuadas nos primeiros quatro dias após o anúncio da OPA, principalmente na empresa visada.

### **1.3.6 Evidência Empírica sobre Reação das Cotações das Empresas em função da Modalidade de Financiamento da Oferta Pública de Aquisição**

Uma OPA pode ser financiada através da emissão de ações ou de outros títulos ou, ainda, por capital. Contudo, as formas mais vulgares de financiamento consistem em numerário ou em troca de participações (Valente, 1999).

---

<sup>12</sup> Para o estudo empírico desta dissertação entende-se como reação forte dos títulos quando há uma alteração significativa das cotações das ações após o anúncio preliminar da OPA. A título de exemplo, o Caixabank lançou sobre o BPI no dia 17 de fevereiro de 2015 a primeira OPA. Na véspera os títulos estavam cotados a 1,04 euros por ação. Após o anúncio aumentou para 1,33 e no dia 6 de março de 2015 atingiu a sua cotação mais elevada de 1,52 euros por ação (valorização dos títulos de aproximadamente 46% face ao período antecedente ao anúncio preliminar de OPA).

Hansen (1987) defende que a modalidade de financiamento influencia a reação do mercado, embora Dutta, Saadi & Zhu (2013) afirmem que, independentemente da reação do mercado, a empresa oferente deve escolher o método compatível com as suas possibilidades para poder concluir o processo de reestruturação empresarial. Ainda assim, Fuller, Netter & Stegemoller (2002) informam que esse método pode ser ajustado consoante as características da empresa visada.

Segundo Brandão (1996), o valor das empresas oferentes aumenta se o pagamento da OPA for realizado em numerário, mas diminui se a contrapartida for a troca de participações, como acontece no caso das Fusões.

Esta conclusão é partilhada por Agrawal, Jaffe & Mandelker (1992) num estudo sobre o mercado de capitais americano, verificando que nos cinco anos posteriores à OPA as empresas oferentes obtiveram retornos negativos devido a terem financiado a operação através da troca de títulos. No mercado Francês, Eckbo & Langohr (1989) também detetaram retornos anormais negativos de 3,21% nas empresas oferentes que financiaram a operação através da emissão de títulos.

O pagamento em numerário também tem vantagem nas OPA's realizadas entre empresas de países diferentes, na medida em que evita possíveis conflitos com os acionistas da empresa visada, que não terão interesse em possuir títulos de empresas sediadas em outros países (Rossi & Volpin, 2004).

Os acionistas das empresas oferentes também preferem o pagamento em dinheiro, na medida em que não terão interesse em partilhar o controlo com acionistas da empresa visada (Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2011).

Contudo, podem ser apontados dois benefícios no caso do pagamento em ações. Em primeiro lugar, com a emissão de ações a empresa oferente irá manter alguns acionistas da empresa visada que podem auxiliar no processo de integração no novo mercado e na criação de valor e sinergias (Dutta, Saadi & Zhu (2013)).

Em segundo lugar, será do interesse da empresa oferente que o pagamento seja feito em ações caso esta considere que as ações se encontram sobrevalorizadas no mercado de capitais (Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo (2011)).

A evidência empírica parece sugerir que as empresas visadas obtêm rendibilidades positivas independentemente da forma como é financiada a OPA, enquanto que as empresas oferentes podem ganhar se a operação for financiada em numerário ou perder valor se a operação for financiada pela emissão de títulos.

## 2. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

### 2.1 Objetivo do Estudo Empírico e Hipóteses de Pesquisa

O objetivo principal da dissertação é estudar o impacto da divulgação do anúncio preliminar de OPA sobre a rendibilidade anormal das ações das empresas envolvidas cotadas no mercado acionista português. De modo mais abrangente, pretende-se averiguar se as OPA's contribuem para criar ou para destruir valor a partir das implicações que exercem sobre as cotações das empresas oferentes, das empresas visadas e de ambas envolvidas conjuntamente.

Para avançar com o estudo empírico, em ordem ao objetivo estabelecido, são levantadas as seguintes hipóteses de pesquisa, sustentadas nas evidências da revisão da literatura:

- H1)** As ações das empresas oferentes têm rendibilidades anormais negativas em torno da data do anúncio preliminar da OPA
- H2)** As ações das empresas visadas têm rendibilidades anormais positivas em torno da data do anúncio preliminar da OPA
- H3)** As rendibilidades anormais das ações das empresas visadas são superiores em amplitude às rendibilidades anormais das ações das empresas oferentes em torno da data do anúncio preliminar da OPA
- H4)** As ações das empresas envolvidas conjuntamente têm ganhos consolidados anormais em torno da data do anúncio preliminar da OPA
- H5)** As cotações das ações das empresas oferentes sofrem uma reação forte com o anúncio preliminar da OPA
- H6)** As cotações das ações das empresas visadas sofrem uma reação forte com o anúncio preliminar da OPA
- H7)** A reação das cotações das ações das empresas visadas é superior à reação das cotações das ações das empresas oferentes com o anúncio preliminar da OPA
- H8)** As cotações das ações das empresas envolvidas conjuntamente sofrem uma reação forte com o anúncio preliminar da OPA
- H9)** As cotações das ações das empresas oferentes têm melhor desempenho quando a OPA é financiada por capital e pior desempenho quando é financiada por troca de participações

Seguindo o critério estabelecido pelos autores dos métodos apresentados na Parte II desta dissertação, o período considerado em torno da data do anúncio preliminar da OPA corresponde às semanas contidas no intervalo [-5;+5]; e o período considerado exterior corresponde às semanas contidas nos intervalos [-18;-6] e [+6;+18]. O momento 0 coincide com a data de divulgação do anúncio preliminar da operação.

## **2.2 Horizonte Temporal, Amostra e Dados**

### **2.2.1 Horizonte Temporal**

O estudo empírico da dissertação considera um horizonte temporal de 28 anos, compreendido entre 1 de janeiro de 1989 e 31 de maio de 2016. A primeira data coincidiu com o início de OPA's mais frequentes e mais relevantes em Portugal<sup>13</sup> e a segunda data coincidiu com a conclusão da dissertação.

A escolha do horizonte temporal constitui um requisito importante para a qualidade do estudo empírico e para a possibilidade de extrapolação dos resultados amostrais. Durante a extensão do período considerado ocorreram diversos eventos relevantes, tanto no espaço nacional como no espaço internacional, que afetaram de diversas formas a economia e o mercado financeiro português. A análise é enriquecida pela consideração dos efeitos transversais desses eventos ao longo do tempo, de entre os quais se destacam:

- em 1992, a assinatura do Tratado de *Maastricht* (ou Tratado da União Europeia), que define um mercado comum, impulsionando as empresas para outros mercados;
- em 1999, a adoção da moeda única (*Euro*) em doze países, incluindo Portugal;
- em 2000, a introdução do novo Código dos Valores Mobiliários, após a Fusão da Bolsa de Valores de Lisboa (BVL) com a Bolsa do Porto (BDP) que deu origem à Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (BVLV);
- em 2002, a inclusão da BVLV na plataforma *Euronext*, dando origem à *Euronext Lisbon*, que permitiu maior desenvolvimento do mercado de capitais, fomentando a liquidez e a competitividade;
- em 2007, a crise financeira iniciada nos Estados Unidos da América (EUA), que implicou o pedido de assistência económica e financeira de Portugal à *Troika* em 2011.

---

<sup>13</sup> Esta informação foi prestada pela *Euronext Lisbon*.

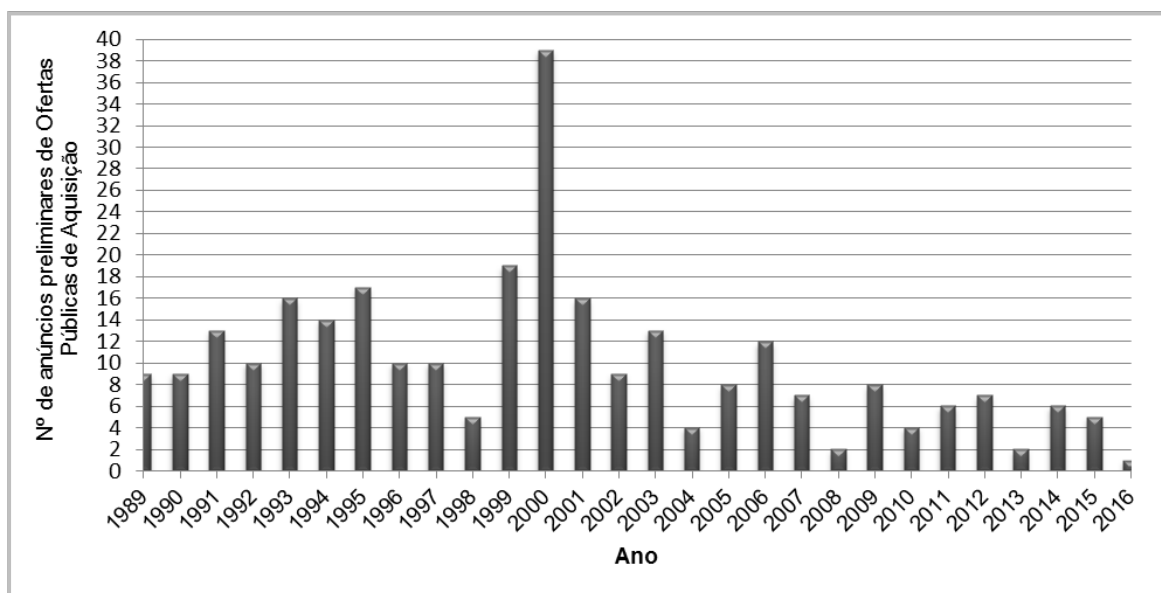
### 2.2.2 Amostra

Dada a extensão do horizonte temporal definido para o estudo empírico, o processo de identificação dos anúncios preliminares das OPA's efetuadas em Portugal recorreu a diversas fontes. A CMVM é a entidade que recolhe e supervisiona essa informação desde a sua constituição, em abril de 1991.

Os anúncios preliminares ocorridos entre março de 2000 e maio de 2016 foram consultados na página *web* institucional da CMVM, através do sistema de difusão de informação. Entre 1991 e 2000 as consultas recorreram aos relatórios anuais da CMVM, onde constam as datas de realização das OPA's mas não constam as datas dos respetivos anúncios preliminares, independentemente do sucesso da operação. Esta limitação foi superada na *Euronext Lisbon*, através do sistema *Dhatis* que também permitiu recolher as informações pretendidas desde 1 de janeiro de 1989 até março de 2000.

A pesquisa inicial identificou uma população constituída por 281 anúncios preliminares de OPA's no mercado português entre 1 de janeiro de 1989 e 31 de maio de 2016:

**Gráfico 1** - Anúncios preliminares de OPA's no mercado português entre janeiro de 1989 e maio de 2016



Fonte: Elaboração própria

A frequência temporal dos anúncios preliminares de OPA's, descrita pelo Gráfico 1, não mostra qualquer tendência particular no horizonte temporal. No entanto, constata-se que depois dos primeiros sinais da crise financeira (em torno de 2007) existiu um decréscimo acentuado desta forma de reestruturação empresarial.

Além disso, também se confirmam as evidências reportadas por Brealey, Myers & Allen (2008) a propósito das vagas de F&A, destacando-se o biénio 1999 - 2000 com 19 e 39 anúncios preliminares, respetivamente, que representam cerca de 21% das intenções de aquisição dos últimos 28 anos.

A procura da amostra final a considerar no estudo empírico foi baseada num processo rigoroso de triagem, de modo a que relativamente às empresas selecionadas existisse a informação necessária para testar as hipóteses anteriormente levantadas. Esse processo de triagem estabeleceu-se em cinco fases representadas na tabela seguinte:

**Tabela 1** - Constituição da Amostra

	Nº de OPA`s
Anúncios preliminares	281
Aquisições potestativas	-30
Subtotal (1)	251
Ações próprias	-13
Subtotal (2)	238
Não cotadas	-172
Subtotal (3)	66
Falta de Liquidez	-28
Subtotal (4)	38
Janela temporal reduzida	-1
Amostra	37

Fonte: Elaboração própria

Na primeira fase foram retiradas 30 aquisições potestativas e na segunda fase foram retiradas 13 aquisições de ações próprias, uma vez que estas operações são realizadas entre a mesma entidade. Na terceira fase foram retiradas 172 operações que envolviam empresas não cotadas em bolsa e na fase seguinte foram retiradas 28 operações que envolviam empresas sem liquidez, relativamente às quais não é possível calcular as rendibilidades anormais. Na quinta fase foi retirado o terceiro anúncio preliminar de OPA do CaixaBank sobre o BPI, efetuado no dia 18 de abril de 2016, porque a janela temporal necessária para aplicação dos métodos empíricos utilizados na dissertação exigia cotações das duas empresas até ao dia 18 de agosto de 2016.

Assim, a amostra final do estudo empírico é constituída por 37 anúncios preliminares de OPA`s no mercado português, em que participaram 41 empresas oferentes e 37 empresas visadas. Atendendo aos métodos propostos no estudo empírico para cálculo das rendibilidades anormais, ainda foram consideradas 55 empresas repartidas por 37 amostras de controlo (veja-se Apêndice 7.1).

### 2.2.3 Dados

Os dados originais dizem respeito às séries de cotações de fecho semanal (observação de quinta-feira) das ações das entidades estudadas, que consistem nas empresas envolvidas nas OPA's (oferentes e visadas) e nas empresas da amostra de controlo (com objeto social próximo das empresas oferentes e das empresas visadas) necessárias para dois dos métodos empregues. Os dados utilizados no estudo empírico consistem na transformação simples das ações através da primeira diferença logarítmica neperiana das suas cotações  $D[\log\{P_t\}]$ . Em termos práticos, as rendibilidades (sem dividendos) nominais compostas continuamente  $R_t$  no momento  $t$  são calculados a partir dos preços  $P_t$  semanais consecutivos das ações, do seguinte modo:

$$R_t = (\ln P_t - \ln P_{t-1}) = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \quad (1)$$

Para averiguar se as empresas envolvidas nas OPA's eram cotadas em bolsa e para recolher os preços das respetivas ações foram utilizadas como fontes de informação os boletins da *Euronext Lisbon* e o seu sistema *Dhatis*, bem como os endereços *web* institucionais *Investing.com*, *Bolsa.pt* e *Yahoofinance.com*.

Atendendo a que nas OPA's participaram empresas cotadas no índice *PSI-20* e empresas cotadas no índice *IBEX-35*, ainda se recolheram as remunerações do mercado português, junto da base de dados *web* institucional do BdP, e as remunerações do mercado espanhol, junto das bases de dados *web* institucionais *Investing.com*, *Bolsa.pt* e *Yahoofinance.com*.

Finalmente, foram coligidas as remunerações de ativos isentos de risco, considerando as obrigações do tesouro a 10 anos, para ambos os mercados a partir das bases de dados *web* institucionais do BdP e da *Thomson Reuters' Datastream*.

## 2.3 Métodos Empíricos

A metodologia do estudo dos acontecimentos neste contexto recorre à taxa de rendibilidade anormal calculada adiante através da diferença entre a rendibilidade observada e a rendibilidade normal.

Importa salientar que as cotações das empresas oscilam em função de fatores internos e de fatores externos à sua atividade.

Alguns desses fatores podem ser expurgados das cotações, como é o caso dos anúncios de resultados, de distribuição de dividendos e de aumentos de capital. A influência desses factos relevantes<sup>14</sup> será retirada das cotações das ações para que a análise empírica reflita apenas as rendibilidades anormais provocadas por anúncios de OPA's (veja-se Apêndice 7.3.). A rendibilidade normal das ações é calculada através da modelação apresentada por Sharpe-Lintner no contexto do *CAPM*:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f) \quad (2)$$

em que  $E(R_i)$  é a rendibilidade esperada do título  $i$ ,  $R_f$  é a rendibilidade de um ativo sem risco,  $\beta_i$  é o coeficiente de sensibilidade<sup>15</sup> da rendibilidade do título face à rendibilidade marginal do índice do mercado e  $E(R_m)$  é a rendibilidade esperada do mercado  $m$ .

Para responder às hipóteses de pesquisa H1, H2, H3, H4 e H9 é necessário calcular as rendibilidades anormais das ações que, por sua vez, serão diferenciadas consoante o método a empregar. Neste domínio, o estudo empírico explorado na dissertação recorre ao método de Ball & Brown (1968), ao método de Agrawal, Jaffe & Mandelker (1992) e a um método proposto por nós (método misto) com vista a contribuir para resolver algumas limitações detetadas nas duas primeiras técnicas. A comparação dos diferentes resultados obtidos enriquece a investigação científica financeira sobre o estudo dos acontecimentos.

Para responder às hipóteses de pesquisa H5, H6, H7 e H8 é necessário calcular a reação das rendibilidades anormais das ações. Neste domínio, o estudo empírico recorre ao método de Beaver (1968).

Os resultados dos diferentes métodos empíricos consideram três análises independentes, sendo a primeira para as empresas oferentes, a segunda para as empresas visadas e a terceira para ambas envolvidas conjuntamente.

### 2.3.1 Método de Ball & Brown

O primeiro método do estudo empírico foi proposto por Ball & Brown (1968). Os autores partiram da equação (2), substituindo as rendibilidades esperadas pelas realizadas:

$$R_{it} = R_{ft} + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + U_{it} \quad (3)$$

<sup>14</sup> A informação sobre os anúncios desses factos também foi consultada no sistema de difusão da informação da CMVM.

<sup>15</sup> Em termos simples, o  $\beta$  é considerado como o risco do título. O risco de mercado é 1. Caso o  $\beta$  seja superior a 1 então o risco do título é superior ao mercado. Caso seja inferior a 1, então o risco do título é inferior ao do mercado. Os investidores investem consoante a sua predisposição para enfrentar o risco.

em que  $U_{it}$  é o valor residual, ou erro do modelo de regressão, cujo valor esperado tende para zero. Depois de estimados<sup>16</sup> os parâmetros desconhecidos por meio de uma regressão linear simples, a equação (3) pode apresentar-se do seguinte modo:

$$R_{it} - R_{ft} = \hat{\beta}_i(R_{mt} - R_{ft}) + \hat{U}_{it} \quad (4)$$

Seguidamente, calcula-se a rendibilidade anormal do título  $i$  no período  $t$  através da estimativa  $\hat{U}_{it}$ :

$$\hat{U}_{it} = (R_{it} - R_{ft}) - \hat{\beta}_i(R_{mt} - R_{ft}) \quad (5)$$

Neste modelo, os parâmetros  $\beta$  são estimados (nas empresas oferentes e nas empresas visadas) com os dados das rendibilidades logarítmicas das semanas [-18;-6]. Os autores Ball & Brown argumentam que esta janela temporal é mais segura para estimar  $\beta$  sem influência da alteração das cotações que pode ocorrer após o anúncio da operação.

A partir da estatística dada da equação (5) determina-se a rendibilidade média anormal<sup>17</sup> (AAR) em relação a todas as ações no momento  $t$ :

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^{N_1} \hat{U}_{it} \quad (6)$$

Podendo ser positivas ou negativas as rendibilidades anormais, a determinação das rendibilidades médias anormais acumuladas<sup>18</sup> (CAAR's) permite medir a acumulação de ganhos / perdas decorrentes da OPA nas semanas [-5;+5]:

$$CAAR_{t_1}^{t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad (7)$$

### 2.3.2 Método de Agrawal, Jaffe & Mandelker

O segundo método do estudo empírico foi proposto por Agrawal, Jaffe & Mandelker (1992). Os autores calculam a rendibilidade anormal do título  $i$  no período  $t$  através da estimativa do valor residual  $\hat{U}_{it}$  com algumas diferenças relativamente ao modelo anterior:

$$\hat{U}_{it} = R_{it} - R_{st} - (\hat{\beta}_i - \hat{\beta}_s) \times (R_{mt} - R_{ft}) \quad (8)$$

<sup>16</sup> O procedimento de estimação recorreu à aplicação *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS).

<sup>17</sup> Designada por *Average Abnormal Return* (AAR) pelos autores Ball & Brown.

<sup>18</sup> Designada por *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) pelos autores Ball & Brown.

em que  $R_{st}$  é a rendibilidade da amostra de controlo  $s$  no período  $t$  e  $\beta_s$  é o coeficiente de sensibilidade da rendibilidade da amostra de controlo face à rendibilidade do mercado marginal do índice do mercado. Finalmente, as estatísticas AAR e CAAR são calculadas da mesma forma seguindo as equações (6) e (7), respetivamente.

A primeira diferença, face ao modelo anterior, reside na utilização de uma amostra de controlo composta por quatro entidades similares (em termos de atividade e características) às empresas envolvidas em cada operação (oferentes e visadas). A segunda diferença reside na utilização das rendibilidades logarítmicas das semanas [+6;+18] para estimar os parâmetros  $\beta$  (nas empresas oferentes, nas empresas visadas e nas empresas de controlo).

Os autores Agrawal, Jaffe & Mandelker argumentam nos mesmos termos a definição desta janela temporal.

### 2.3.3 Método Misto

Conforme se expôs, o método de Ball & Brown (1968) não inclui uma amostra de controlo, que tem como principal vantagem a estabilização de possíveis volatilidades criadas no ambiente geral que afetam igualmente todas as entidades presentes num determinado mercado. Consequentemente, o parâmetro  $\beta$  assim estimado será necessariamente inflacionado, repercutindo-se no cálculo da AAR gerada na OPA.

Essa insuficiência foi colmatada no método de Agrawal, Jaffe & Mandelker (1992), e só por si justificaria uma estimativa inferior do parâmetro  $\beta$ . No entanto, estes autores utilizam os retornos das semanas [+6;+18] posteriores ao anúncio preliminar da OPA, onde as cotações já refletem o impacto do acontecimento, e só por si justificará uma estimativa superior do parâmetro  $\beta$ .

Identificadas estas limitações e a forma como podem interferir nos resultados empíricos, nós propomos o método misto inspirado no ajustamento dos dois métodos anteriormente expostos. Na expectativa de encontrar evidências mais conservadoras, o novo método sugere a estimação do parâmetro  $\beta$  com os retornos das semanas [-18;-6], seguindo a técnica de Ball & Brown. Além disso, o novo método também sugere a inclusão de uma amostra de controlo, seguindo a técnica de Agrawal, Jaffe & Mandelker.

O procedimento relacionado com a determinação da rendibilidade anormal baseia-se na aplicação da equação (8) e os procedimentos relacionados com o cálculo da AAR e da CAAR seguem as equações (6) e (7), respetivamente.

### 2.3.4 Método de Beaver

O quarto método do estudo empírico foi proposto por Beaver (1968). O autor calcula a reação da cotação das ações face a um anúncio preliminar de OPA:

$$R = \frac{\hat{U}_{it}^2}{Var(\hat{U}_{it})} \quad (9)$$

em que  $R$  é a reação da cotação e  $Var$  representa a variância da estimativa  $U_{it}$  nas semanas  $[-18;-6]$ . Como se pode constatar pela equação (9), o método de Beaver pressupõe o cálculo prévio da rendibilidade anormal das ações.

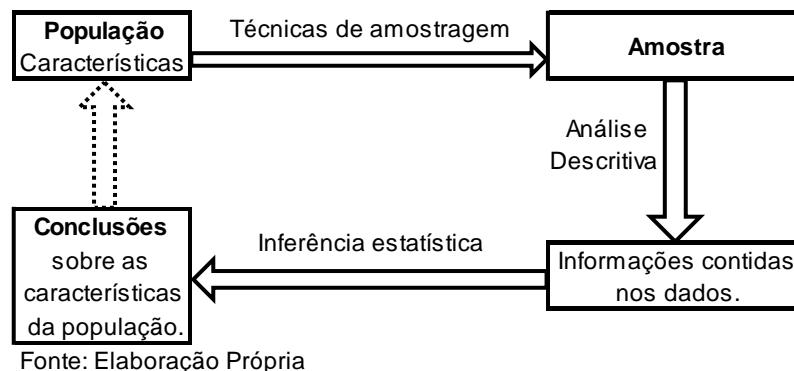
### 2.4 Análise Estatística

A estatística pode ser definida pelas técnicas que permitem organizar, descrever, analisar e interpretar o conjunto de dados associados a um estudo ou experiência. Essas técnicas dividem-se por três fases, designadamente, a estatística descritiva, a probabilidade e a inferência estatística. Podendo variar consoante o objetivo proposto pelo investigador, no caso desta dissertação recorre-se à estatística descritiva e à inferência estatística.

A estatística descritiva consiste na etapa inicial da análise utilizada para descrever e resumir todos os dados organizados através de ferramentas adequadas. Seguidamente, são usadas técnicas para tratar os dados e apresentar os resultados. A inferência estatística consiste na etapa utilizada para averiguar em que medida as conclusões apuradas para a amostra podem ser inferidas para a população.

Por isso, a escolha e seleção da amostra assumem enorme relevância para a importância dos resultados e para a qualidade das conclusões.

**Gráfico 2** - Processo de Análise Estatística



O estudo empírico desta dissertação recorre à exploração de variáveis quantitativas, sobre as quais recai uma análise estatística rigorosa. Nos pontos seguintes são apresentadas as ferramentas estatísticas usadas para suportar estatisticamente as hipóteses de pesquisa.

#### 2.4.1 Testes sobre a Normalidade da Distribuição Amostral

A generalidade dos modelos financeiros, designadamente o *CAPM*, assume como pressuposto a distribuição Normal dos retornos dos ativos. Contudo, o estudo pioneiro de Mandelbrot (1963) inspirou vários trabalhos ao longo das últimas décadas, cujos resultados têm rejeitado a hipótese da normalidade.

A distribuição Normal (também designada Gaussiana ou simétrica) apresenta média, mediana e moda iguais. Além disso, os quartis ficam equidistantes da mediana<sup>19</sup>. Estas características não acontecem em distribuições assimétricas (ou anormais).

Os testes formais sobre a normalidade da distribuição podem envolver algumas estatísticas. Sejam as variáveis aleatórias  $(X_1, X_2, \dots, X_n)$  uma amostra com dimensão  $n$  da população  $X$ , a sua média  $\bar{X}$  e o seu desvio-padrão<sup>20</sup>  $\sigma$  são calculados pelas seguintes equações:

$$\bar{X} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N X_i \quad (10)$$

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (X_i - \bar{X})^2}{N - 1}} \quad (11)$$

O coeficiente de assimetria  $\gamma$  indica o desvio da distribuição em relação à sua média:

$$\gamma = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left( \frac{X_i - \bar{X}}{\sigma} \right)^3 \quad (12)$$

Numa distribuição simétrica, em que a parte esquerda é exatamente igual à parte direita, o coeficiente de assimetria é nulo ( $\gamma = 0$ ); numa distribuição assimétrica pode existir enviesamento à esquerda, sendo o coeficiente negativo ( $\gamma < 0$ ), ou enviesamento à direita, sendo o coeficiente positivo ( $\gamma > 0$ ).

---

<sup>19</sup> A média, a mediana, a moda e o quartil são medidas de localização ou de tendência central de um conjunto de dados. A média é o centro desse conjunto e representa a estatística mais importante. A mediana é o valor do meio que divide os dados (ordenados de forma crescente ou decrescente) em duas partes iguais. A moda é o valor que ocorre com maior frequência no conjunto de dados. Os quartis dividem o conjunto de dados em quatro partes iguais (a mediana coincide com o segundo quartil, i.e., 50% dos dados).

<sup>20</sup> O desvio-padrão é uma medida de dispersão (também designada variabilidade) e representa o afastamento dos dados em relação ao seu valor esperado (média).

O coeficiente de curtose  $\kappa$  indica o achatamento da distribuição:

$$\kappa = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left( \frac{X_i - \bar{X}}{\sigma} \right)^4 - 3 \quad (13)$$

A distribuição Normal tem um coeficiente de curtose nulo ( $\kappa = 0$ ), designando-se mesocúrtica. Se a distribuição tiver uma curva mais alongada do que a Normal designa-se leptocúrtica, sendo o coeficiente positivo ( $\kappa > 0$ ); se a distribuição tiver uma curva mais achatada do que a Normal designa-se platicúrtica, sendo o coeficiente negativo ( $\kappa < 0$ ).

Depois da verificação prévia dos sinais proporcionado pelos coeficientes de assimetria e de curtose, ainda pode recorrer-se a testes de hipóteses para a normalidade. Se as variáveis  $X_i$  são independentes e identicamente distribuídas com distribuição Normal verifica-se que:

$$\sqrt{n\hat{\gamma}} \sim N(0,6) \quad e \quad \sqrt{n(\hat{\kappa} - 3)} \sim N(0,24) \quad (14)$$

O teste proposto por Jarque & Bera (1987) estabelece as hipóteses nula e alternativa:

$H_0$ : a distribuição é Normal, com  $\gamma = 0$  e  $\kappa = 0$

$H_1$ : a distribuição é não Normal

e define o procedimento de cálculo da estatística  $JB$ :

$$JB = n \left[ \frac{\hat{\gamma}}{6} + \frac{(\hat{\kappa} - 3)^2}{24} \right] \sim \chi_2^2 \quad (15)$$

em que  $\hat{\gamma}$  e  $\hat{\kappa}$  são as estimativas dos coeficientes amostrais de assimetria e de curtose, respetivamente, e  $n$  é o tamanho da amostra. Sob a hipótese nula de que a amostra segue uma distribuição Normal, Jarque-Bera demonstraram que, assintoticamente, a estatística  $JB$  segue uma distribuição qui-quadrado ( $\chi^2$ ) com 2 graus de liberdade. Se o valor da estatística for inferior ao valor crítico da tabela, então aceita-se  $H_0$  e isso significa que a distribuição é Normal; se o valor da estatística for superior ao valor crítico da tabela, então rejeita-se  $H_0$  e isso significa que a distribuição não é Normal.

**Tabela 2** - Valores críticos da distribuição qui-quadrado

Nível de significância ( $\alpha$ )	Valores Críticos Qui-Quadrado
0,10	4,61
0,05	5,99
0,01	9,21

Fonte: Elaboração Própria

### 2.4.2 Significância Estatística da Diferença dos Valores Médios Amostrais

Depois de validados os pressupostos do modelo de regressão, através do qual são estimados os parâmetros  $\beta$  em função dos períodos estabelecidos pelos métodos empíricos propostos, procede-se ao cálculo das rendibilidades anormais. Um aspeto importante, que está subjacente em todas as hipóteses de pesquisa desta dissertação, é compreender se no período circundante do anúncio preliminar de OPA existe uma alteração estatisticamente significativa nas cotações das empresas envolvidas, relativamente ao período exterior.

O teste t de Student é indicado para problemas de diferença das médias entre dois períodos distintos e estabelece a hipótese nula e alternativa:

$H_0$ : a diferença entre as médias amostrais é nula

$H_1$ : a diferença entre as médias amostrais é negativa

e define o procedimento de cálculo da estatística  $t(v)$ , sugerido por Murteira (1990):

$$T = \frac{[(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)]}{\sqrt{\frac{S_1^2}{N_1} + \frac{S_2^2}{N_2}}} \sim t(v) \quad (16)$$

em que  $\bar{X}_1$  e  $S_1^2$  são a média e a variância amostrais, respetivamente, no período exterior à data de anúncio,  $\bar{X}_2$  e  $S_2^2$  são o mesmo no período circundante,  $N_1$  e  $N_2$  são as dimensões das amostras representativas dos períodos exterior e circundante, respetivamente. Os graus de liberdade  $v$  com que se utiliza a estatística são determinados do seguinte modo:

$$\frac{1}{v} = \left[ \frac{c^2}{N_1 - 1} \right] + \left[ \frac{(1-c)^2}{N_2 - 1} \right] \quad \text{em que,} \quad (17)$$

$$c = \left[ \frac{S_1^2}{N_1} \right] / \left[ \frac{S_1^2}{N_1} + \frac{S_2^2}{N_2} \right] \quad (18)$$

Depois de calculada a estatística de teste procede-se à comparação com os valores críticos da tabela da distribuição t de Student. Se o valor da estatística for inferior ao valor crítico da tabela, então rejeita-se  $H_0$  e isso significa que o anúncio da OPA exerce influência significativa nos retornos acionistas anormais das empresas envolvidas (i.e., a média dos retornos anormais em torno do anúncio é superior à média dos retornos anormais no período exterior); se o valor da estatística for superior ao valor crítico da tabela, então aceita-se  $H_0$  e isso significa que o anúncio da OPA não exerce influência nas cotações das empresas envolvidas.

## 2.5 Modelo de Regressão Linear

Conforme se referiu, a determinação das rendibilidades anormais pressupõe a estimação prévia do parâmetro  $\beta$  através de uma regressão linear simples. O modelo de regressão subjacente tenta explicar a variação de uma variável dependente (ou a explicar) pela variação de uma variável independente (ou explicativa).

No estudo empírico desta dissertação são utilizadas as rendibilidades das ações das empresas oferentes, das empresas visadas e das empresas da amostra de controlo. As rendibilidades dessas empresas constituem as variáveis dependentes do modelo, uma vez que variam em função da rendibilidade do índice do mercado que representa a variável independente. O modelo estatístico da regressão linear é definido do seguinte modo:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + U_i \quad (19)$$

em que  $Y_i$  é o valor observado da variável dependente no  $i$ -ésimo nível para a variável independente  $X$  ( $i = 1, 2, \dots, n$ ),  $\beta_0$  é a constante (ou termo independente) da regressão e representa a interseção da reta estimada com o eixo das abcissas,  $\beta_1$  é o coeficiente da regressão (ou inclinação da reta) e representa a variação provocada na variável dependente  $Y$  por cada unidade de variação (ou variação marginal) da variável independente  $X$  e  $U_i$  é o erro que está associado à distância entre o valor observado  $Y_i$  e o correspondente ponto na curva para o mesmo nível  $i$  de  $X$ .

Para se obter a equação estimada recorre-se ao Método dos Mínimos Quadrados (MMQ), que tem subjacente a minimização dos erros para tornar mais fiável o modelo de regressão linear que se ajustará à realidade. Os erros do modelo são calculados do seguinte modo:

$$U_i = Y_i - \beta_0 - \beta_1 X_i \quad (20)$$

Seguidamente, elevam-se ambos os membros da equação ao quadrado para prosseguir com a minimização da soma do quadrado das distâncias entre os pontos do diagrama e os respetivos pontos na curva da equação:

$$U_i^2 = (Y_i - \beta_0 - \beta_1 X_i)^2 \quad (21)$$

e aplicam-se somatórios na equação:

$$\sum_{i=1}^n U_i^2 = \sum_{i=1}^n (Y_i - \beta_0 - \beta_1 X_i)^2 \quad (22)$$

Para se encontrar o mínimo é necessário derivar a equação em relação às variáveis de interesse, neste caso os parâmetros  $\beta_0$  e  $\beta_1$ , e em seguida igualar a zero, permitindo compor o sistema de equações normais. A solução deste sistema fornece as estimativas  $\hat{\beta}_0$  e  $\hat{\beta}_1$  para cada um dos parâmetros, respetivamente. Agora pode escrever-se a equação estimada do modelo de regressão linear (estrutura):

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 - \hat{\beta}_1 X_i \quad (23)$$

Para comprovar a adequabilidade do modelo importa verificar os pressupostos da regressão linear em relação aos resíduos (ou erros) que, por sua vez, traduzem a diferença entre o valor observado (real) e o valor previsto pelo modelo de regressão:

$$U_i = Y_i - \hat{Y}_i \quad , \quad i = 1, 2, \dots, n \quad (24)$$

### 2.5.1 Pressupostos e Testes de Validação do Modelo de Regressão Linear

#### *Qualidade de Ajustamento do Modelo de Regressão*

O coeficiente de determinação  $R^2$  representa a proporção da variação total da rendibilidade da ação em torno da respetiva média – definindo a variância de  $R_i$  – que é explicada pela regressão, e, por conseguinte, mede a qualidade do ajustamento da nuvem de pontos em relação à reta (Chaves, Maciel, Guimarães & Ribeiro, 2000).

$$R^2 = \frac{\sum_{i=1}^N (\hat{R}_i - \bar{R})^2}{\sum_{i=1}^N (R_i - \bar{R})^2} \quad (25)$$

sendo que  $\bar{R} = \bar{\hat{R}}$ , em que  $R_i$  é a rendibilidade observada da ação  $i$  (ou da amostra de controlo) em cada período e  $\bar{R}$  é a rendibilidade média da ação  $i$  (ou da amostra de controlo). Os valores do coeficiente variam entre 0 e 1, subindo à medida que melhora a qualidade do modelo.

No entanto, Montgomery, Jennings & Kulahci (2008) alertam que a adição de variáveis independentes nunca diminui  $R^2$ , mas também não significa que o modelo se torne mais adequado.

### ***Pressupostos do Modelo de Regressão***

O modelo de regressão baseia-se em três pressupostos importantes. Em primeiro lugar, a correlação dos erros é nula, i.e., existe independência dos erros; em segundo lugar, os erros seguem uma distribuição Normal; em terceiro lugar, a variância dos erros é constante ao longo das observações. A confirmação destas hipóteses, para validar o modelo de estimação dos parâmetros  $\beta_0$  e  $\beta_1$ , recorre a testes específicos.

O primeiro pressuposto pode ser aferido pelo teste de Durbin-Watson que, segundo Greene (2011) e Gujarati (2011), consiste na técnica mais usual para procurar a autocorrelação nos resíduos. Um resultado desfavorável no teste punha em causa as estimativas do MMQ e a aplicação da estatística T-Student na construção de testes de hipóteses e de intervalos de confiança. O segundo pressuposto pode ser confirmado pelo teste de Shapiro-Wilk que, segundo Pestana & Gageiro (2014), consiste na técnica mais adequada para identificar a normalidade em pequenas amostras. Os autores definem que pequenas amostras são constituídas por um número inferior a 50 elementos. Um resultado desfavorável no teste punha em causa a eficiência das estimativas obtidas. O terceiro pressuposto pode ser confirmado pelo teste de White<sup>21</sup> que, segundo Barrow (2013), consiste na técnica mais robusta para examinar a heteroscedasticidade dos resíduos<sup>22</sup>. Um resultado desfavorável do teste<sup>23</sup> punha em causa a variância mínima dos estimadores, implicando a sobrestimação / subestimação das suas verdadeiras variâncias (Pestana & Gageiro, 2014).

#### **2.5.1.1 Teste à Independência dos Resíduos**

Os autores Durbin & Watson (1950) definem as seguintes hipóteses de teste:

$H_0$ : os resíduos não estão autocorrelacionados, com  $\rho = 0$

$H_1$ : os resíduos estão autocorrelacionados, com  $\rho > 0$

em que  $\rho$  é o coeficiente de autocorrelação. Por sua vez, o teste dessas hipóteses recorre à seguinte estatística:

$$d = \frac{\sum_{i=2}^n (U_i - U_{i-1})^2}{\sum_{i=1}^n U_i^2} \quad (26)$$

<sup>21</sup> O teste White não necessita de verificar o pressuposto da normalidade. Além disso, a maior parte das correções efetuadas ao modelo de regressão linear baseia-se neste teste.

<sup>22</sup> A variância constante dos erros para diferentes observações é designada por homoscedasticidade.

<sup>23</sup> Embora os estimadores calculados através do MMQ pudessem manter-se lineares e não enviesados, se isso fosse comprovado pelos testes à independência e à normalidade.

em que  $U_i$  é o resíduo correspondente à diferença entre a variável dependente observada e a sua previsão estimada. A aceitação ou rejeição de  $H_0$  implica a comparação dos valores da estatística de teste  $d$  com os valores críticos mínimos  $V_{min}$  e máximos  $V_{máx}$  estabelecidos por Durbin-Watson, conforme o Gráfico 3. Assim, os resíduos serão independentes se o valor da estatística  $d$  estiver compreendido entre  $V_{máx}$  e  $4 - V_{máx}$ .

**Gráfico 3** - Valores críticos da estatística de teste de Durbin-Watson

	Vmin		Vmáx	4 - Vmáx		4 - Vmin	
Autocorrelação positiva	Inconclusivo	<b>Não há Autocorrelação</b>	Inconclusivo	Autocorrelação negativa			

Fonte: Elaboração Própria

### 2.5.1.2 Teste à Normalidade dos Resíduos

Os autores Shapiro & Wilk (1965) definem as seguintes hipóteses de teste:

$H_0$ : os resíduos seguem uma distribuição Normal

$H_1$ : os resíduos não seguem uma distribuição Normal

Por sua vez, o teste dessas hipóteses recorre à seguinte estatística:

$$W = \frac{b'^2}{n\sigma^2} \quad (27)$$

em que  $n$  é o número de elementos da amostra,  $\sigma^2$  é a variância dos erros da amostra e  $b'$  é definido do seguinte modo:

$$b' = \sum_{i=1}^k b_{n-i+1} (U_{(n-i+1)} - U_i) \quad (28)$$

em que  $b_{n-i+1}$  são constantes geradas pelas médias, variâncias e covariâncias das estatísticas de uma amostra de tamanho  $n$  com uma distribuição Normal. Esses valores obtêm-se por consulta na tabela da distribuição Normal. Finalmente,  $k$  é definido do seguinte modo:

$$k = \frac{n}{2} \text{ se } n \text{ par} \quad (29)$$

$$k = \frac{n-1}{2} \text{ se } n \text{ impar} \quad (30)$$

Depois de calculada a estatística de teste  $W$  procede-se à comparação para o nível de significância. Se  $W > 0,05$  então aceita-se  $H_0$  e isso significa que os resíduos seguem uma distribuição Normal; se  $W < 0,05$  então rejeita-se  $H_0$  e isso significa que os resíduos não seguem uma distribuição Normal.

### 2.5.1.3 Teste à Heteroscedasticidade dos Resíduos

O autor White (1980) define as seguintes hipóteses de teste:

$H_0$ : a variância dos resíduos é constante, indicando homoscedasticidade

$H_1$ : a variância dos resíduos não é constante, indicando heteroscedasticidade

Por sua vez, o teste dessas hipóteses processa-se em quatro etapas. Na primeira etapa estima-se a regressão linear e os resíduos, de acordo com as equações (23) e (20), respetivamente. Na segunda etapa estima-se uma regressão linear auxiliar, de acordo com a equação (21), e calcula-se o coeficiente de determinação  $R_U^2$ . Na terceira etapa testa-se a hipótese nula  $H_0$  a partir da seguinte estatística de teste:

$$nR_U^2 \sim X^2 \left( 2k + \frac{k(k-1)}{2} \right) \quad (31)$$

em que  $n$  é o número de elementos da amostra e  $k$  é o número de variáveis independentes. Tratando-se de um modelo de regressão linear simples (i.e., com apenas uma variável independente ou a explicar) então  $k = 1$ , e a equação (31) pode ser assim simplificada:

$$nR_U^2 \sim X^2(2) \quad (32)$$

e a estatística segue, aproximadamente, uma distribuição  $\chi^2$  com 2 graus de liberdade.

Uma fraqueza apontada ao teste de White é que à medida que aumentam as variáveis independentes sobem os graus de liberdade, diminuindo o poder do teste.

Finalmente, na quarta etapa compara-se o valor da estatística de teste com os valores críticos da tabela da distribuição  $\chi^2$ . Se o valor da estatística for inferior ao valor crítico da tabela, então aceita-se  $H_0$  e isso significa que a variância dos erros é constante (i.e., existe homoscedasticidade); se o valor da estatística for superior ao valor crítico da tabela, então rejeita-se  $H_0$  e isso significa que a variância dos erros não é constante (i.e., existe heteroscedasticidade).

### 3. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

#### 3.1 Estatísticas Descritivas e Teste à Normalidade da Distribuição Amostral

Apesar da reduzida dimensão da amostra em estudo, a Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas representadas pela média, desvio-padrão, coeficientes de assimetria e curtose das rendibilidades das ações das empresas envolvidas nas OPA's, bem como a estatística *JB* para o teste de normalidade proposto por Jarque-Bera:

**Tabela 3** - Teste de hipótese sobre a normalidade da distribuição amostral

	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Assimetria	Coefficiente de Curtose	Jarque & Bera (Teste de Normalidade)
Empresas Oferentes	-0,0001	0,006	-0,1091 Enviesada à esquerda	-1,0435 Platicúrtica	17,7638
Empresas Visadas	0,018	0,0085	-0,2215 Enviesada à esquerda	0,9962 Leptocúrtica	4,5623
Amostra de Controlo	-0,004	0,0074	-0,8050 Enviesada à esquerda	0,5452 Leptocúrtica	9,3364
Rendibilidade do Mercado	0,0007	0,0034	0,282 Enviesada à direita	-1,0013 Platicúrtica	17,6892

Fonte: Elaboração Própria

As entidades estudadas tiveram rendibilidades pouco dispersas com valores médios próximos de *zero* no período amostral, exceto no caso das empresas visadas. O coeficiente de assimetria positivo na rendibilidade do mercado (ora português, do *PSI-20*, ora espanhol, do *IBEX-35*) denota uma distribuição enviesada à direita (em relação à configuração da distribuição Normal), contrariamente às empresas que partilham um enviesamento à esquerda.

O coeficiente de curtose positivo nas rendibilidades das empresas visadas e das empresas de controlo denota distribuições leptocúrticas (mais alongadas do que a distribuição Normal), contrariamente às empresas oferentes e ao mercado que mostram distribuições platicúrticas (mais achatadas).

Os primeiros sinais sobre a distribuição dos retornos podem ser corroborados pelo teste de normalidade através da estatística *JB* que, para um nível de significância de 5%, tem na distribuição  $\chi_2^2$  o valor crítico de 5,99. Assim, conclui-se que apenas no caso das empresas visadas se aceita  $H_0$  (a distribuição é Normal), existindo evidência de que as rendibilidades não seguem uma distribuição Normal como seria expectável.

### 3.2 Análise à Qualidade de Ajustamento do Modelo de Regressão

Os resultados obtidos pelo coeficiente  $R^2$  para os modelos de regressão estimados apresentam-se na Tabela 4:

**Tabela 4** - Coeficientes de determinação  $R^2$  dos modelos de regressão linear

		Mínimo	Máximo	Média
Ball & Brown	Empresas Oferentes	0	0,7190	0,2026
	Empresas Visadas	0,002	0,8070	0,1532
Agrawal, Jaffe & Mandelker	Empresas Oferentes	0	0,8774	0,2836
	Empresas Visadas	0	0,5960	0,1263
	Amostra de Controlo	0	0,8180	0,2844
Método Misto	Amostra de Controlo	0	0,8850	0,2979

Fonte: Elaboração Própria

Em todas as entidades (empresas oferentes, visadas e amostra de controlo) existem modelos de regressão estimados com coeficientes de determinação nulos, independentemente do método empírico usado para cálculo das rendibilidades anormais. Ainda assim, existem algumas estruturas dos modelos que indicam boa qualidade de ajustamento, com o coeficiente  $R^2$  entre 59,6% e 88,5%. Mas, em termos médios, também se verifica que, na generalidade, alterações na variável dependente não são bem explicadas por alterações na variável independente.

Possivelmente, estas evidências devem-se à reduzida dimensão das amostras que, de acordo com os métodos propostos, são constituídas por 13 observações ou por 25 observações, consoante o intervalo de tempo se refere ao período circundante ou exterior ao anúncio preliminar da OPA, respetivamente.

### 3.3 Testes de Validação do Modelo de Regressão Linear

A Tabela 5 apresenta os resultados dos testes de validação dos pressupostos dos modelos de estimação dos parâmetros  $\beta$  em função dos métodos empíricos propostos. A análise corre para as empresas oferentes, para as empresas visadas e para as empresas da amostra de controlo:

**Tabela 5** - Teste de Durbin-Watson, Teste de Shapiro-Wilk e Teste de White

	Teste de Durbin-Watson			Teste de Shapiro-Wilk			Teste de White		
	$\beta$ estimados	$\beta$ rejeitados	$\beta$ aprovados	$\beta$ estimados	$\beta$ rejeitados	$\beta$ aprovados	$\beta$ estimados	$\beta$ rejeitados	$\beta$ aprovados
Empresas Oferentes	82	19	63	82	19	63	82	5	77
Empresas Visadas	74	11	63	74	27	47	74	3	71
Amostra de Controlo	74	16	58	74	19	55	74	5	69
Totais	230	46	184	230	65	165	230	13	217

Fonte: Elaboração Própria

De entre as 230 regressões estimadas, apenas 184 revelaram independência dos resíduos pelo teste de Durbin-Watson, podendo aprovar-se os respetivos  $\hat{\beta}$ . Além disso, somente 165 regressões sugerem uma distribuição Normal dos resíduos pelo teste Shapiro-Wilk. Ainda assim, o teste White indica que 217 regressões produzem boas estimativas para os parâmetros, em termos de homoscedasticidade dos resíduos.

Na condição de validar um modelo de regressão linear mediante a aprovação simultânea nos três testes, procedeu-se a uma filtragem dos resultados anteriores na tabela seguinte:

**Tabela 6** - Teste de validação da regressão linear

	Teste Global		
	$\beta$ estimados	$\beta$ rejeitados	$\beta$ aprovados
Empresas Oferentes	82	37	45
Empresas Visadas	74	40	34
Amostra de Controlo	74	33	41
Totais	230	110	120

Fonte: Elaboração Própria

De entre as 230 regressões estimadas, 82 dizem respeito a empresas oferentes, 74 a empresas visadas e 74 a empresas da amostra de controlo. Nos testes de validação são rejeitadas 37 regressões que dizem respeito a empresas oferentes, 40 a empresas visadas e 33 a empresas de controlo. Assim, foram identificados os pressupostos habituais em 120 modelos de regressão, sendo 45 deles para empresas oferentes, 34 para empresas visadas e 41 para empresas da amostra de controlo.

### 3.4 Teste à Significância Estatística da Diferença das Rendibilidades Médias

Através deste teste pretende-se averiguar se no período circundante [-5;+5] do anúncio preliminar de OPA existe uma alteração estatisticamente significativa nas rendibilidades médias anormais das empresas envolvidas, face ao período exterior [-18;-6] e [+6;+18]. Os testes são efetuados, independentemente por cada um dos métodos empíricos propostos, para as empresas oferentes, para as empresas visadas e para ambas envolvidas conjuntamente.

**Tabela 7** - Teste t de Student para o método de Ball & Brown

	Método de Ball & Brown				
	Média no período circundante	Média fora do período circundante	Graus de Liberdade	Teste t de Student (t observado)	Valor tabelado Teste unilateral à esquerda
Empresas Oferentes	-0,0032	-0,0019	14	0,4142	-1,761
Empresas Visadas	0,0131	0,0021	13	-2,2177	-1,771
Empresas Conjuntamente	0,0045	0,0001	13	-1,4283	-1,771

Fonte: Elaboração Própria

Apenas no caso das empresas visadas existe uma variação significativa das rendibilidades médias anormais, calculadas pelo método de Ball & Brown, em torno da data de anúncio preliminar das OPA's, conforme resulta do teste t de Student para um nível de significância de 5% ( $T_{Amost [13]} < T_{Crit} \Rightarrow Rej H_0$ ) e para os graus de liberdade da quarta coluna da tabela 7. Estas evidências confirmam a hipótese de pesquisa H2, oferecem um sinal favorável à confirmação de H3, mas não confirmam H4.

**Tabela 8** - Teste t de Student para o método de Agrawal, Jaffe & Mandelker

	Método de Agrawal, Jaffe & Mandelker				
	Média no período circundante	Média fora do período circundante	Graus de Liberdade	Teste t de Student (t observado)	Valor tabelado Teste unilateral à esquerda
Empresas Oferentes	-0,0002	0,0047	19	1,7566	-1,729
Empresas Visadas	0,0150	0,0051	14	-1,8440	-1,761
Empresas Conjuntamente	0,0070	0,0050	17	-0,6350	-1,740

Fonte: Elaboração Própria

Recorrendo ao método de Agrawal, Jaffe & Mandelker corroboram-se os resultados de que as empresas visadas obtêm ganhos anormais com a divulgação da intenção de uma OPA.

**Tabela 9** - Teste T-Student para o método Misto

	<b>Método Misto</b>				
	<b>Média no período circundante</b>	<b>Média fora do período circundante</b>	<b>Graus de Liberdade</b>	<b>Teste t de Student (t observado)</b>	<b>Valor tabelado Teste unilateral à esquerda</b>
Empresas Oferentes	-0,0048	0,0026	21	2,3973	-1,721
Empresas Visadas	0,0115	0,0062	14	-0,9785	-1,761
Empresas Conjuntamente	0,0029	0,0043	17	0,3949	-1,740

Fonte: Elaboração Própria

Os resultados do método misto contrastam com os métodos anteriores, verificando-se que as empresas envolvidas nas OPA's não sofreram alterações significativas com o anúncio da oferta. Isto parece decorrer da maior prudência no estabelecimento dos períodos temporais. As evidências não confirmam as hipóteses de pesquisa H2, H3 e H4.

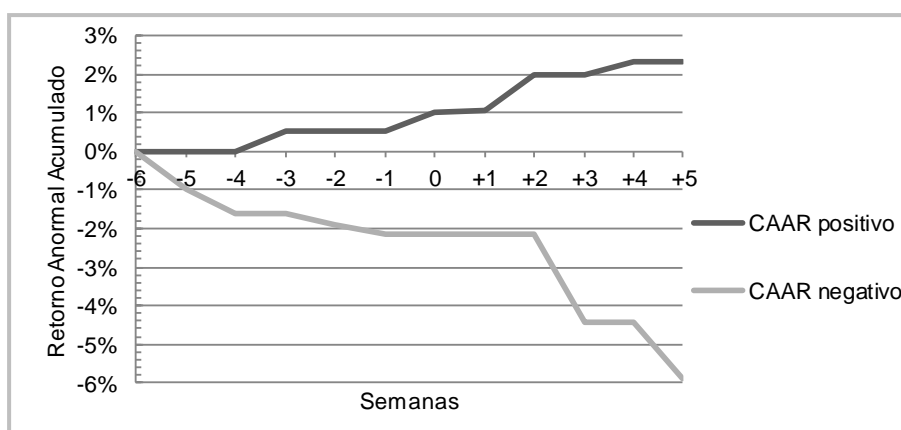
### **3.5 Rendibilidades Médias Anormais Acumuladas**

Neste ponto procede-se à configuração gráfica das CAAR's durante o período em torno da data de anúncio preliminar das OPA's, circunscrito às semanas [-5;+5], utilizando independentemente cada um dos métodos empíricos propostos, para as empresas oferentes, para as empresas visadas e para ambas envolvidas conjuntamente.

#### **3.5.1 Configuração das Rendibilidades Médias Anormais Acumuladas nas Empresas Oferentes**

##### **3.5.1.1 Método de Ball & Brown**

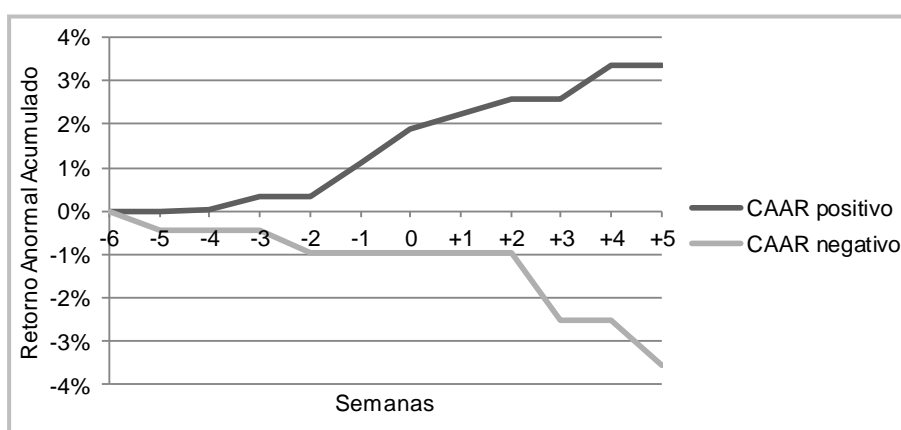
O método proposto por Ball & Brown demonstra que os anúncios preliminares de OPA's no mercado português geraram uma destruição líquida de valor igual a 3,55% nas 41 empresas oferentes. De acordo com o Gráfico 4, as CAAR's positivas de 2,33% não são suficientes para cobrir as CAAR's negativas de 5,88% formadas nas semanas [-5;+5]. Estes resultados convergem com a maior parte da literatura científica, que identifica as empresas oferentes como as principais perdedoras nesta medida de reestruturação empresarial, e confirmam a hipótese de pesquisa H1.

**Gráfico 4** - CAAR pelo método de Ball & Brown para as empresas oferentes

Fonte: Elaboração própria

### 3.5.1.2 Método de Agrawal, Jaffe & Mandelker

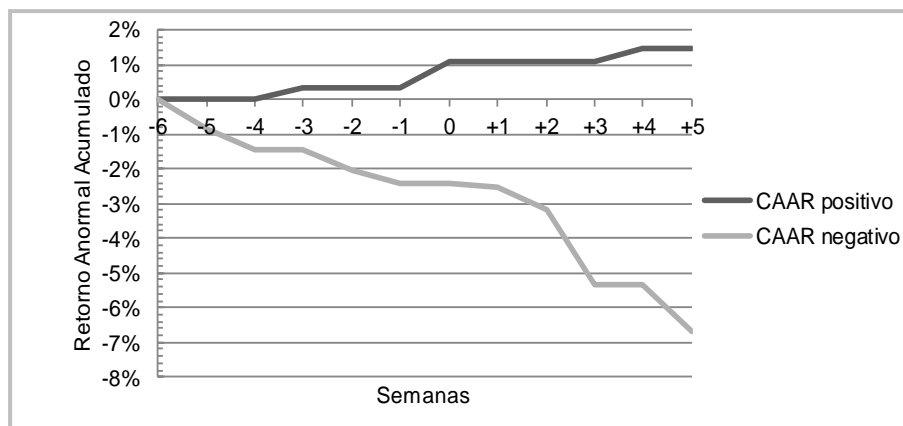
O método proposto por Agrawal, Jaffe & Mandelker confirma as evidências do método de Ball & Brown e, assim, a hipótese de pesquisa H1. Apesar de o impacto não ser tão pronunciado, os resultados no Gráfico 5 mostram uma destruição líquida acumulada de valor igual a 0,19% nas empresas oferentes em torno da data de divulgação da OPA.

**Gráfico 5** - CAAR pelo método de Agrawal, Jaffe & Mandelker para as empresas oferentes

Fonte: Elaboração própria

### 3.5.1.3 Método Misto

O método misto apresenta o impacto negativo mais pronunciado (igual a 5,27% em termos consolidados) para as empresas oferentes, conforme se observa no Gráfico 6. Este desempenho corrobora os resultados dos métodos anteriores e também confirma a hipótese de pesquisa H1.

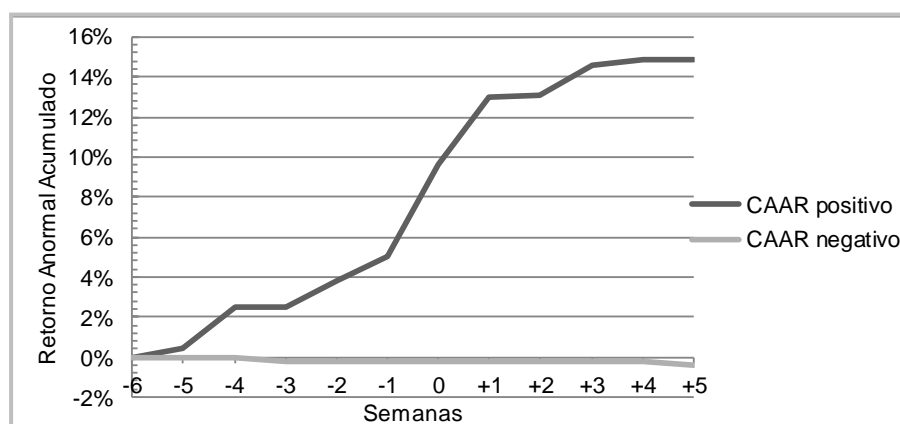
**Gráfico 6** - CAAR pelo método misto para as empresas oferentes

Fonte: Elaboração própria

### 3.5.2 Configuração das Rendibilidades Médias Anormais Acumuladas nas Empresas Visadas

#### 3.5.2.1 Método de Ball & Brown

O método proposto por Ball & Brown demonstra que os anúncios preliminares de OPA's no mercado português geraram uma criação líquida de valor igual a 14,44% nas 37 empresas visadas. De acordo com o Gráfico 7, praticamente não existem CAAR's negativas nas semanas [-5;+5]. Estes resultados convergem com a maior parte da literatura científica, que identifica as empresas visadas como as principais ganhadoras nesta medida de reestruturação empresarial, e confirmam a hipótese de pesquisa H2.

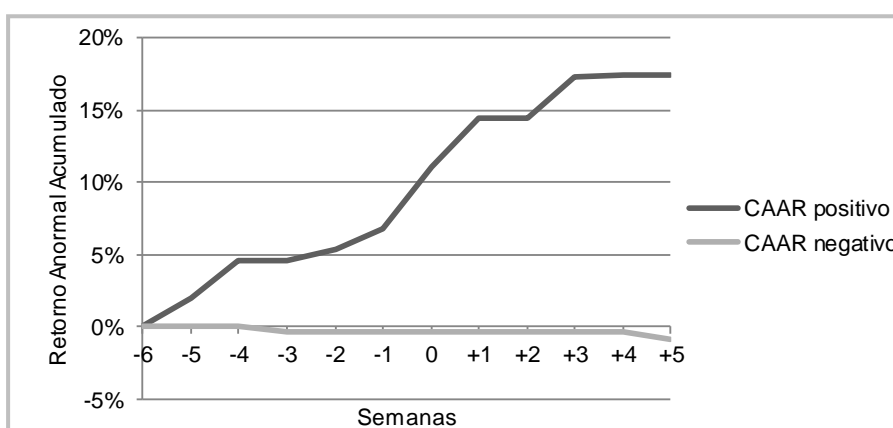
**Gráfico 7** - CAAR pelo método de Ball & Brown para as empresas visadas

Fonte: Elaboração própria

### 3.5.2.2 Método de Agrawal, Jaffe & Mandelker

O método proposto por Agrawal, Jaffe & Mandelker confirma as evidências do método de Ball & Brown e, assim, a hipótese de pesquisa H2. Aqui o impacto ainda é mais pronunciado, observando-se no Gráfico 8 uma criação líquida acumulada de valor igual a 16,48% nas empresas visadas em torno da data de divulgação da OPA.

**Gráfico 8** - CAAR pelo método de Agrawal, Jaffe & Mandelker para as empresas visadas

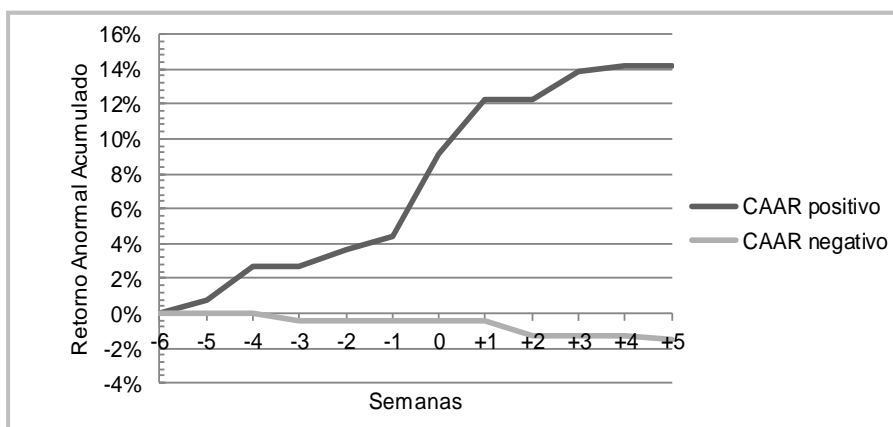


Fonte: Elaboração própria

### 3.5.2.3 Método Misto

O método misto apresenta o impacto positivo mais conservador (igual a 12,67% em termos consolidados) para as empresas visadas, conforme se observa no Gráfico 9. Este desempenho corrobora os resultados dos métodos anteriores e também confirma a hipótese de pesquisa H2.

**Gráfico 9** - CAAR pelo método misto para as empresas visadas



Fonte: Elaboração própria

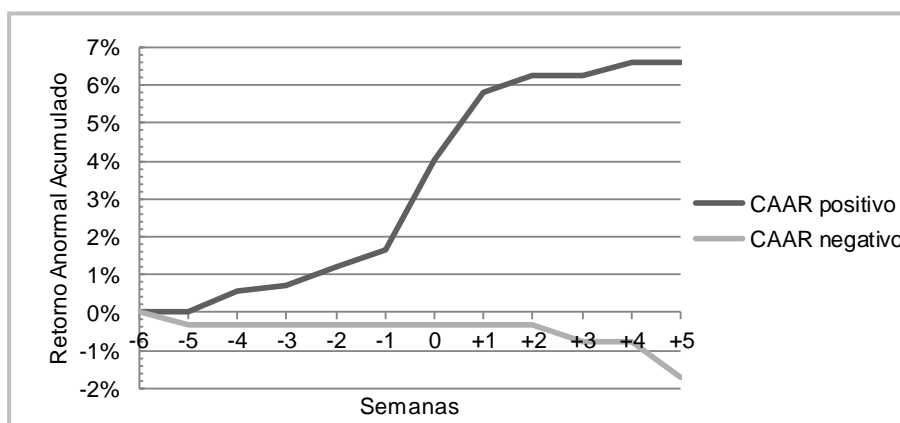
A conjugação dos resultados obtidos, pelos três métodos empíricos para as empresas oferentes e para as empresas visadas, permite concluir que as rendibilidades anormais das segundas são superiores em amplitude às rendibilidades anormais das primeiras em torno da data do anúncio da operação, confirmando a hipótese de pesquisa H3 e, assim, H4.

### 3.5.3 Configuração das Rendibilidades Médias Anormais Acumuladas nas Empresas Envolvidas Conjuntamente

#### 3.5.3.1 Método de Ball & Brown

O método proposto por Ball & Brown demonstra que os anúncios preliminares de OPA's no mercado português geraram uma criação líquida de valor igual a 4,90% nas empresas envolvidas conjuntamente (41 oferentes e 37 visadas). De acordo com o Gráfico 10, as CAAR's positivas de 6,61% mais que compensaram as CAAR's negativas de 1,71% formadas nas semanas [-5;+5]. Estes resultados convergem com grande parte da literatura científica e confirmam as hipóteses de pesquisa H4 e, assim, H3.

**Gráfico 10** - CAAR pelo método de Ball & Brown para as empresas envolvidas conjuntamente

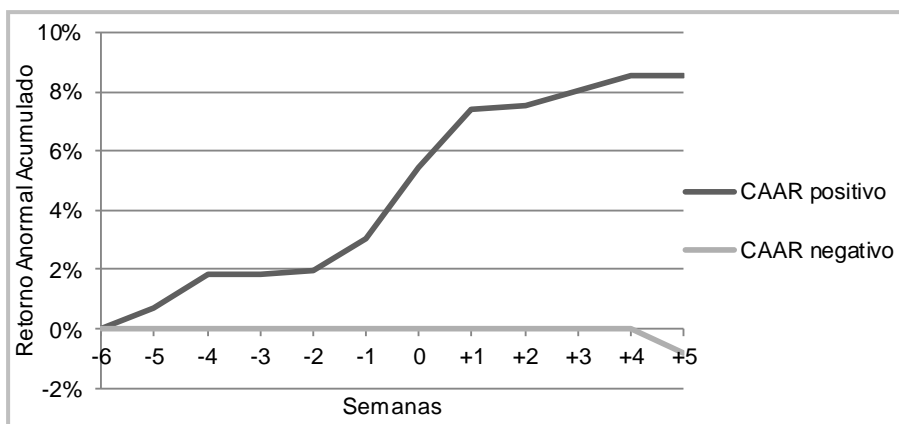


Fonte: Elaboração própria

#### 3.5.3.2 Método de Agrawal, Jaffe & Mandelker

O método proposto por Agrawal, Jaffe & Mandelker confirma as evidências do método de Ball & Brown e, assim, a hipóteses de pesquisa H4 e H3. Aqui o impacto é mais pronunciado, observando-se no Gráfico 11 uma criação líquida acumulada de valor igual a 7,73% nas empresas envolvidas conjuntamente em torno da data de divulgação da OPA.

**Gráfico 11** - CAAR pelo método de Agrawal, Jaffe & Mandelker para as empresas envolvidas conjuntamente

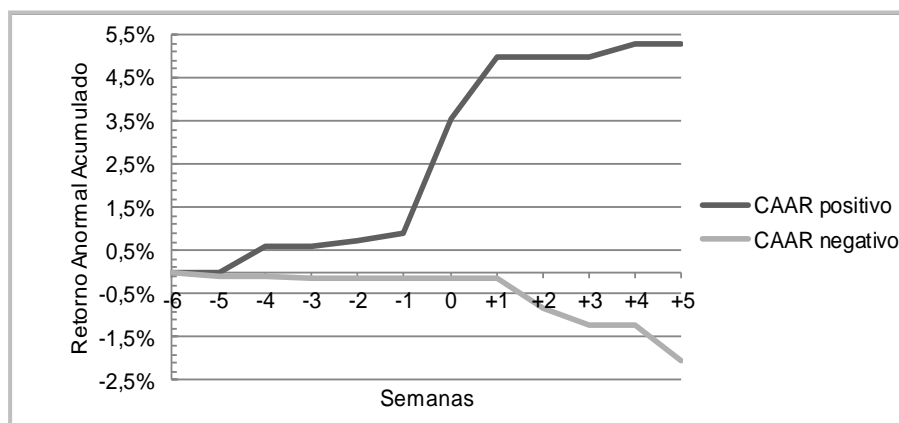


Fonte: Elaboração própria

### 3.5.3.3 Método Misto

O método misto apresenta o impacto positivo mais conservador (igual a 3,24% em termos consolidados) para as empresas envolvidas conjuntamente, conforme se observa no Gráfico 12. Este desempenho corrobora os resultados dos métodos anteriores e também confirma as hipóteses de pesquisa H4 e H3.

**Gráfico 12** - CAAR pelo método misto para as empresas envolvidas conjuntamente



Fonte: Elaboração própria

O método apresenta resultados mais conservadoras do que os restantes métodos empíricos, que tendem a sobrevalorizar as rendibilidades anormais, com exceção do caso das empresas oferentes. No entanto, as evidências mais próximas do método de Ball & Brown devem-se à utilização do mesmo período de estimação dos parâmetros  $\beta$ . Ainda assim, importa salientar que todos os métodos concluem que o anúncio preliminar das OPA's provoca rendibilidades anormais para os acionistas das empresas envolvidas.

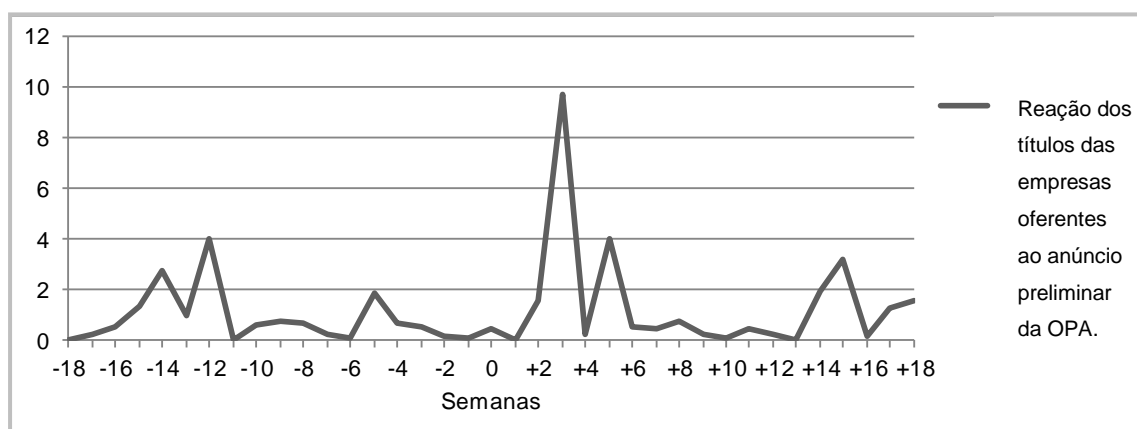
### 3.6 Reação das Cotações das Ações

Neste ponto procede-se à configuração gráfica da reação das cotações das ações durante o período em torno da data de anúncio preliminar das OPA's, circunscrito às semanas [-5;+5], utilizando o método empírico de Beaver, para as empresas oferentes, para as empresas visadas e para ambas envolvidas conjuntamente.

#### 3.6.1 Configuração da Reação das Cotações das Ações nas Empresas Oferentes

O método proposto por Beaver demonstra que os anúncios preliminares de OPA's no mercado português motivaram reações nas cotações das 41 empresas oferentes. Apesar do impacto ser reduzido na semana 0 (igual a 0,46), na semana +3 foi muito intenso (igual a 9,72), indicando um atraso no desconto daquele acontecimento inesperado pelo mercado. Ainda assim, a identificação deste fenómeno isolado, durante as semanas [-18;+18] no Gráfico 13, confirma a hipótese de pesquisa H5.

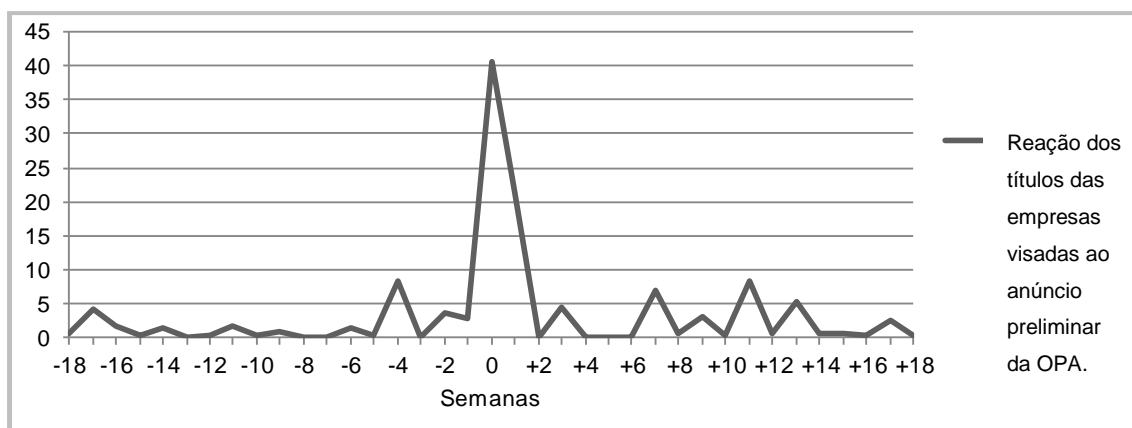
**Gráfico 13** - Reação das cotações pelo método de Beaver para as empresas oferentes



Fonte: Elaboração própria

#### 3.6.2 Configuração da Reação das Cotações das Ações nas Empresas Visadas

O mesmo método também demonstra que os anúncios preliminares de OPA's no mercado português exerceram um forte impacto sobre as cotações das 37 empresas visadas. De acordo com o Gráfico 14, a reação (igual a 40,57) é instantânea no momento do anúncio da operação. Estes resultados convergem com a generalidade da literatura científica e confirmam a hipótese de pesquisa H6.

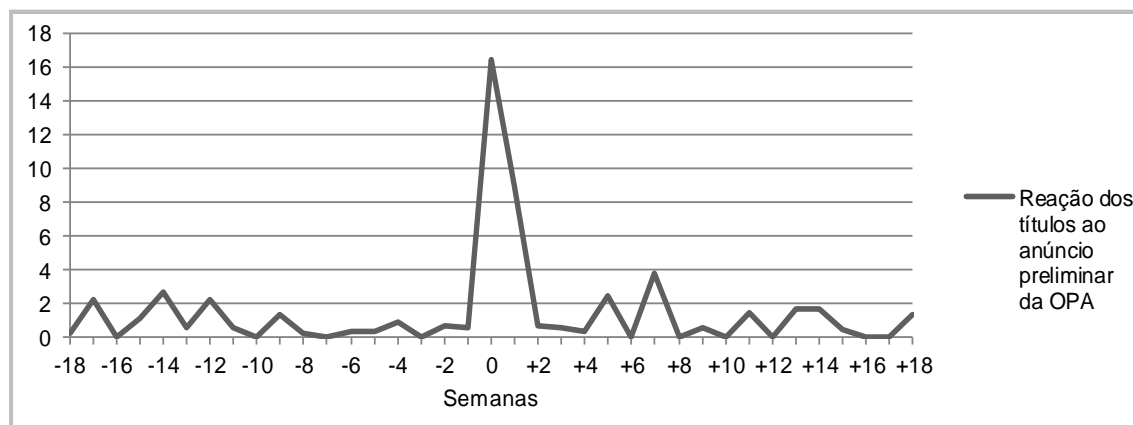
**Gráfico 14** - Reação das cotações pelo método de Beaver para as empresas visadas

Fonte: Elaboração própria

A conjugação dos resultados obtidos, pelo método empírico para as empresas oferentes e para as empresas visadas, permite concluir que a reação dos preços das ações das segundas é superiores em amplitude à reação dos preços das primeiras em torno da data do anúncio da operação, confirmando a hipótese de pesquisa H7 e, assim, H8.

### 3.6.3 Configuração da Reação das Cotações das Ações nas Empresas Envolvidas Conjuntamente

O método proposto por Beaver ainda demonstra que a divulgação da intenção de aquisição influenciou significativamente as cotações das empresas envolvidas (41 oferentes e 37 visadas). De acordo com o Gráfico 15, o impacto da reação conjunta (igual a 16,41) no instante 0 deveu-se, essencialmente, ao desempenho das empresas visadas. Estes resultados convergem com a generalidade da literatura científica e confirmam as hipóteses de pesquisa H8 e, assim, H7.

**Gráfico 15** - Reação das cotações pelo método de Beaver para as empresas envolvidas conjuntamente

Fonte: Elaboração própria

### **3.7 Modalidade de Financiamento da Oferta Pública de Aquisição**

Conforme descrito anteriormente, na parte da revisão da literatura, os artigos internacionais descrevem desempenhos diferenciados para as empresas oferentes, consoante a modalidade de financiamento utilizada para concretizar as OPA's.

Para averiguar o fenómeno no mercado português, neste ponto procede-se à configuração gráfica das CAAR's durante o período em torno da data de anúncio preliminar das OPA's, circunscrito às semanas [-5;+5], recorrendo ao método misto<sup>24</sup>, para as empresas oferentes.

O primeiro estudo considera as empresas que se financiaram em numerário e o segundo estudo considera as empresas que se financiaram por troca de títulos.

Da amostra final constituída por 37 OPA's foram retirados 4 anúncios relativamente aos quais não foi possível aferir a forma de financiamento utilizada. De entre as 33 operações a estudar neste ponto, 6 foram financiadas por troca de participações e 27 foram financiadas em dinheiro, sugerindo um sinal da preferência da gestão por esta modalidade.

#### **3.7.1 Financiamento das Empresas Oferentes em Numerário**

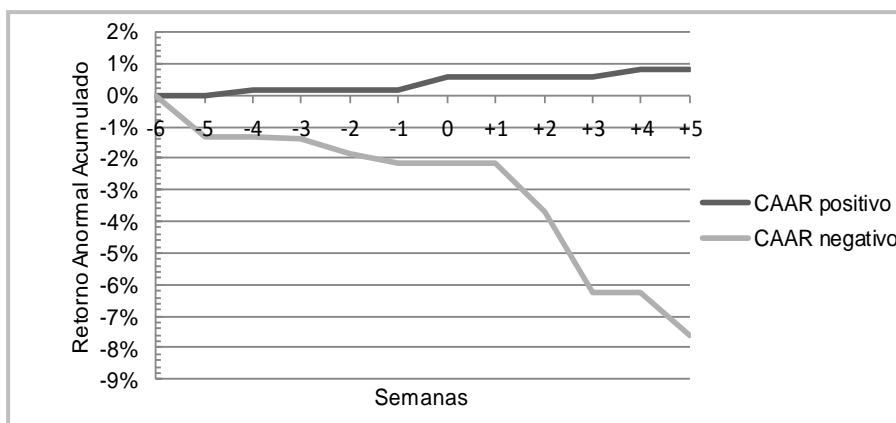
O método misto demonstra que os anúncios preliminares de OPA's no mercado português geraram uma perda líquida de valor igual a 6,81% nas 27 empresas oferentes que se financiaram por capital.

De acordo com o Gráfico 16, as CAAR's positivas de 0,81% são insuficientes para compensar as CAAR's negativas de 7,62% formadas nas semanas [-5;+5].

Estes resultados divergem da generalidade da literatura, que identifica as empresas oferentes como potenciais ganhadoras quando financiam as operações de reestruturação através desta modalidade.

---

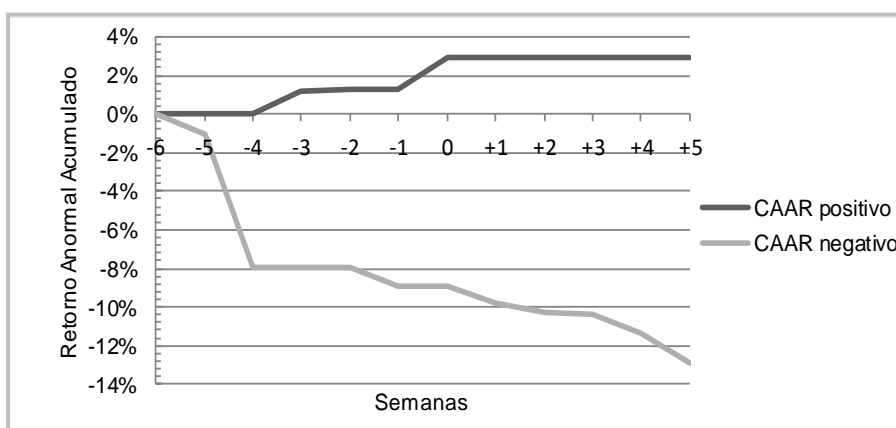
<sup>24</sup> As configurações gráficas apresentadas decorreram da aplicação do método misto. As configurações gráficas decorrentes da aplicação dos métodos de Ball & Brown e de Agrawal, Jaffe & Mandelker mantinham as conclusões.

**Gráfico 16** - CAAR pelo método misto para as empresas oferentes (financiadas em numerário)

Fonte: Elaboração própria

### 3.7.2 Financiamento das Empresas Oferentes por Troca de Títulos

De acordo com o método misto os anúncios preliminares de OPA's no mercado português geraram uma perda líquida de valor igual a 9,95% nas 6 empresas oferentes que se financiaram por troca de títulos. De acordo com o Gráfico 17, uma vez mais, as CAAR's positivas de 2,97% são insuficientes para compensar as CAAR's negativas de 12,92% formadas nas semanas [-5;+5]. Estes resultados convergem com a generalidade da literatura científica, que identifica as empresas oferentes como perdedoras quando financiam as operações de reestruturação através desta modalidade.

**Gráfico 17** - CAAR pelo método misto para as empresas oferentes (financiadas por troca de participações)

Fonte: Elaboração própria

A conjugação dos resultados, por via do método misto, permite concluir que o desempenho das empresas oferentes é melhor quando as OPA's são financiadas por capital e pior quando são financiadas por troca de títulos, confirmando a hipótese de pesquisa H9.

A Tabela 10 sintetiza o impacto consolidado dos anúncios preliminares das OPA's sobre as empresas oferentes, em função da modalidade de financiamento adotada, durante as semanas [-5;+5]. Os três métodos empíricos calcularam CAAR's negativas em ambas as formas de financiamento, embora as perdas sejam mais acentuadas no caso da técnica mista e relativamente à troca de participações.

**Tabela 10** - CAAR pelos métodos empíricos para as empresas oferentes (financiadas por ambas as modalidades)

	Modalidade de Financiamento	
	Numerário	Troca de Títulos
Método de Ball & Brown	-6,04%	-5,84%
Método de Agrawal, Jaffe & Mandelker	-0,80%	-1,83%
Método Misto	-6,81%	-9,95%

Fonte: Elaboração Própria

Também se verifica que o método de Agrawal, Jaffe & Mandelker e o método misto coincidem na preferência do financiamento das empresas oferentes através de numerário, enquanto que o método de Ball & Brown calculou perdas inferiores no financiamento por troca de títulos e, assim, privilegia esta modalidade.

## CONCLUSÃO

Frequentemente, as empresas deparam-se com um dilema, entre optar por crescimento interno ou por crescimento externo através de operações de reestruturação. No entanto, qualquer que seja a escolha deve ser precedida de uma ponderação criteriosa, dado que uma má decisão poderá ditar o fim da organização.

O crescimento interno, ou orgânico, reveste a forma mais segura, mas, em contrapartida, mais lenta de atingir novos mercados. Por outro lado, as F&A revestem a forma mais rápida e mais eficaz de atingir os objetivos, mas, em contrapartida, mais arriscada para as partes envolvidas.

Ainda assim, o recurso a esta modalidade de reestruturação empresarial tem crescido para implementar projetos expansionistas ou de internacionalização.

Além disso, o estudo empírico desta dissertação mostrou que as OPA's realizadas em Portugal, a partir de 1989, criaram valor para as empresas envolvidas conjuntamente, tal como concluíram os estudos anteriores de Rodrigues (2001) e de Carvalho (2012).

Estas evidências são consistentes com as que foram divulgadas por Jensen (1988), Bruner (2002), Kuipers, Miller & Patel (2002), Beitel, Schiereck & Wahrenburg (2004), Campa & Hernando (2004), Akbulut & Matsusaka (2010), Soongswang (2011), Agrawal & Nasser (2012) e Andriosopoulos & Yang (2015). Mais concretamente, as rendibilidades médias acumulam valores positivos compreendidos entre 1% e 5% no período circundante da data de anúncio preliminar, em linha com os resultados obtidos por Mulherin & Boone (2000), Houston, James & Ryngaert (2001), Kuipers, Miller & Patel (2002), Campa & Hernando (2004), Goergen & Renneboog (2004), Holmen & Knopf (2004), Moeller, Schlingemann & Stulz (2005) e Fan & Goyal (2006).

Em paralelo, verificou-se que as empresas oferentes são as principais perdedoras em OPA's, acumulando rendibilidades anormais negativas.

Apesar de alguma divergência nos resultados, isso foi anteriormente confirmado no mercado nacional, por Rodrigues (2001) e Carvalho (2012), e nos mercados internacionais, por Agrawal, Jaffe & Mandelker (1992), Ahern (2012) e Karamanos, Bakatselos & Agolli (2015).

Também se verificou que as empresas visadas são as principais ganhadoras, acumulando rendibilidades anormais positivas.

Com maior unanimidade, isso foi testemunhado no mercado nacional, por Rodrigues (2001) e Carvalho (2012), e nos mercados internacionais, por Bradley, Desai & Kim (1988), Brown & Silva (1998), Parrino & Harris (1999), Eckbo & Thorburn (2000), Ghosh (2004) e Brealey, Myers & Allen (2008).

Outro fenómeno detetado pelo estudo empírico foi a reação imediata e significativa das cotações das ações ao anúncio preliminar das OPA's. Essa reação é muito superior nas empresas visadas. Estes resultados convergem com os que foram reportados por Ball & Brown (1968), Beaver (1968), Mandelker (1974), Kang, Shivdasani & Yamada (2000), Silva *et al.* (2000), Bhagat *et al.* (2005), Martijn, Vinay & Kose (2009) e King (2009).

Finalmente, numa análise complementar o estudo empírico debruçou-se sobre a modalidade de financiamento das OPA's. Concluiu-se que as empresas oferentes obtêm melhor desempenho quando financiam a operação em numerário e pior desempenho quando financiam a operação por troca de títulos.

Estes resultados corroboram as evidências descritas por Eckbo & Langohr (1989), Agrawal, Jaffe & Mandelker (1992), Brandão (1996), Rossi & Volpin (2004) e Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo (2011).

Findo o trabalho, esgota-se o objetivo central proposto nesta dissertação, que consistiu em explorar o impacto da divulgação do anúncio preliminar de OPA sobre a rendibilidade anormal das ações das empresas envolvidas cotadas no mercado bolsista português. Para além da oportunidade de salientar a enorme relevância do tema, apresentou-se um método novo, inspirado nas técnicas habituais, contribuindo para enriquecer a literatura científica financeira.

A realização desta dissertação enfrentou uma limitação importante, relacionada com a dificuldade na obtenção de elementos informativos mais antigos, essenciais para o desenvolvimento completo do estudo empírico.

Apesar da morosidade da procura por várias fontes dispersas e em suporte físico, os resultados finais compensaram o esforço.

Para trabalhos de investigação futura sugere-se que se proceda à replicação do novo modelo misto a OPA's ocorridas em mercados internacionais, com vista a confirmar a robustez do procedimento subjacente e a analisar a consistência das evidências empíricas.

**REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

- Agrawal, A. & Nasser, T. (2012). Insider trading in takeover targets. *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 598-625.
- Agrawal, A., Jaffe, J. F. & Mandelker, G. N. (1992). The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. *The journal of finance*, 47(4), 1605-1621.
- Ahern, K. (2012). Bargaining power and industry dependence in mergers. *Journal of Financial Economics*, 103(3), 530-550.
- Akbulut, M. E. & Matsusaka, J. G. (2010). 50+ years of diversification announcements. *The Financial Review*, 45(2), 231-262.
- Akdogu, E. (2011). Value-maximizing managers, value-increasing mergers, and overbidding. *Journal of Financial*, 46(1), 83–110.
- Aktas, N., Bodt, E. D. & Declerck, F. (2002). Is there Information Leakage around business combinations on the French Market? *Working Paper*, 1-42.
- Andrade, G., Mitchell, M. & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economics Perspectives*, 15(2), 103-120.
- Andriosopoulos, D. & Yang, S. (2015). The impact of institutional investors on mergers and acquisitions in the United Kingdom. *Journal of Banking & Finance*, 50(C), 547-561.
- Antoniou, A., Arbour, P. & Zhao, H. (2011). Measuring the Economic Gains of Mergers and Acquisitions: It is Time for a Change? *Journal of Financial Transformation*, 32, 159-168.
- Atanassov, J. (2013). Do Hostile Takeovers Stifle Innovation? Evidence from Antitakeover Legislation and Corporate Patenting. *Journal of Finance*, 68(3), 1097-1131.
- Ball, R. & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of accounting research*, 6(2), 159-178.
- Barrow, M. (2013). *Statistics for Economics Accounting and Business Studies* (6<sup>a</sup> ed.). London: Pearson Education Limited.
- Bastos, C. F. (2016). *Finanças Empresariais. Teoria e Prática*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.
- Bebchuk, L., Cohen, A. & Wang, C. C. (2014). Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders. *Journal of Corporate Finance*, 25(C), 140-154.
- Beitel, P., Schiereck, D. & Wahrenburg, M. (2004). Explaining the M&A-success in European bank mergers and acquisitions. *European Financial Management*, 10, 109-139.
- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M. & Schaefer, S. (2004). *Economics of strategy* (3rd ed.). New York: John Wiley & Sons, Inc.

- Bhagat, S., Dong, M., Hirshleife, D. & Noah, R. (2005). Do tender offers create value? New methods and evidence. *Journal of Financial Economics*, 76(1), 3-60.
- Bradley, M., Desai, A. & Kim, E. H. (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 21, 3-40.
- Brandão, E. (1996). Mercado de Capitais. Função de Controle da Atividade dos Gestores: Caso Americano e Francês. *Working paper*, 1-12.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2014). *Principles of corporate finance* (11nd ed.). New York: McGraw-Hill.
- Brealey, R., Myers, S. & Allen, F. (2008). *Princípios de Finanças empresariais* (8nd ed.). Lisboa: McGraw - Hill.
- Brown, P. & Silva, R. D. (1998). Research method and the long-run performance of acquiring firms. *Australian Journal of Management*, 23(1), 23-38.
- Bruner, R. F. (2002). Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker. *Journal of Applied Finance*, 12, 48-68.
- Bugeja, M., Patel, V. & Walter, T. (2015). The microstructure of Australian takeover announcements., 40, pp. 161-188.
- Burkart, M., Gromb, D., Mueller, H. M. & Panunzi, F. (2014). Legal Investor Protection and Takeovers. *Journal of Finance*, 69(3), 1129-1165.
- Calcagno, R. & Falconieri, S. (2014). Competition and dynamics of takeover contests. *Journal of Corporate Finance*, 26(C), 36-56.
- Câmara, P. (2011). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários* (2ª ed.). Lisboa: Almedina.
- Campa, J. M. & Hernando, I. (2004). Shareholder value creation in European M&As. *European Financial Management*, 10(1), 47-81.
- 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.
- Carvalho, P. C. (2012). *Reacção dos Mercados de Capitais aos Anúncios de OPA's em Portugal: Um estudo de evento*. Bragança: Dissertação de mestrado.
- Chang, S. (1998). Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns. *The Journal of Finance*, 53(2), 773-784.
- Chatterjee, S., John, K. & Yan, A. (2012). Takeovers and Divergence of Investor Opinion. *Review of Financial Studies*, 25(1), 227-277.
- Chaves, C., Maciel, E., Guimarães, P. & Ribeiro, J. C. (2000). *Instrumentos estatísticos de apoio à economia: conceitos básicos*. McGrawHill.
- Chehab, A. (2002). Market reaction to large bank merger announcements in oligopolies. *Journal of Economics and Finance*, 26(1), 63-76.

- Cohen, A. & Wang, C. C. (2013). How do staggered boards affect shareholder value? Evidence from a natural experiment. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 627-641.
- Cole, R., Fatemi, A. & Vu, J. (2006). Do mergers create or destroy value? Evidence from unsuccessful mergers. *Social Science Research Network*, 1-25.
- Damiani, M. & Pompei, F. (1999). Takeover activities in the last European merger wave: A cross-country comparison. *Corporate Ownership & Control*, 6(3), 8-25.
- Datta, D. K., Pinches, G. E. & Narayanan, V. K. (1992). Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis. *Strategic Management Journal*, 13, 67-84.
- David, J. M. (2014). The Aggregate Implications of Mergers and Acquisitions. *Working Paper*. Southern California, USA: University of Southern California.
- Demidova, E. (2007). Hostile takeovers and defenses against them in Russia. *Problems of Economic Transition*, 50(5), 44-60.
- Denis, D. K. & McConnell, J. J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36.
- Duque, J. & Pinto, I. (2004). How Sensitive Are Price Sensitive Events? *Working Papers n° 4/2004*. Instituto Superior de Economia e Gestão.
- Durbin, J. & Watson, G. S. (1950). Testing for serial correlation in least-squares regression. *Biometrika*, 37, 409-428.
- Dutta, S., Saadi, S. & Zhu, P. (2013). Does payment method matter in cross-border acquisitions? *International Review of Economics and Finance*, 25, 91-107.
- Eckbo, B. E. (1983). Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 11, 241-273.
- Eckbo, B. E. & Langohr, E. (1989). Information Disclosure, Method of Payment and Takeover Premiums. Public and Private Tender Offer, in France. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 363-404.
- Eckbo, B. E. & Thorburn, K. (2000). Gains to bidder firms revisited: Domestic and foreign acquisitions in Canada. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(1), 1-25.
- Ellert, J. C. (1976). Merger antitrust law enforcement, and stockholder returns. *Journal of Finance*, 31, 715-732.
- Erel, L., Liao, R. C. & Weisbach, M. S. (2012). Determinants of cross-border mergers and. *The journal of Finance*, 67(3), 1045-1082.
- Ertugrul, M. (2015). Bargaining power of targets: Takeover defenses and top-tier target advisors. *Journal of Economics and Business*, 78(C), 48-78.
- Fabozzi, F., Ferri, M., Fabozzi, D. & Tucker, J. (1988). A Note on Unsuccessful Tender Offers and Stockholder Return. *Journal of Finance*, 43(5), 1275-1283.

- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C. & Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 10(1), 1-21.
- Fan, J. P. & Goyal, V. K. (2006). On the patterns and wealth effects of vertical mergers. *Journal of business*, 79(2), 877-902.
- Feito-Ruiz, I. & Menéndez-Requejo, S. (2011). Cross-border mergers and acquisitions in different legal environments. *International Review of Law and Economics*, 31(3), 169-187.
- Firth, M. (1980). Takeovers, shareholder returns, and the theory of the firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 94(2), 235-260.
- Franks, J., Harris, R. & Titman, S. (1991). The post-merger share-price performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 29, 81-96.
- Frantslikh, S. (2005). Mergers and acquisitions featured case study: JP Morgan. (P. H. College, Ed.) *Chase Honors College Theses*.
- Fuller, K., Netter, J. & Stegemoller, M. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *The journal of Finance*, 57(4), 1763-1793.
- Geraldes, R. (2009). Portugal Telecom-O Efeito da OPA na proposta de valor para os Accionistas da PT. *Mestrado Executivo em Gestão*, 1-79. ISCTE Business School.
- Ghuri, P. & Buckley, P. (2003). *International mergers and acquisitions: past, present and future*. Emerald Group Publishing Limited.
- Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 7, 151-178.
- Ghosh, A. (2004). Increasing market share as a rationale for corporate acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(1), 209-247.
- Goergen, M. & Renneboog, L. (2004). Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids. *European Financial Management Journal*, 10(1), 9-45.
- Graham, J. R., Harvey, C. R. & Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial economics*, 109(1), 103-121.
- Greene, W. H. (2011). *Econometric Analysis* (7<sup>a</sup> ed.). New York: Prentice Hall.
- Gujarati, D. N. (2011). *Econometria Básica* (5<sup>a</sup> ed.). São Paulo: Mcgraw-hill.
- Hanly, K. (1992). Hostile Takeovers and Methods of Defense: A Stakeholder Analysis. *Journal of Business Ethics*, 11(12), 895-913.
- Hansen, R. G. (1987). A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions. *Journal of Business*, 60, 75-95.
- Healy, P. M., Palepu, K. G. & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31, 135-175.

- Holmen, F. & Knopf, J. (2004). Minority shareholder protections and the private benefits of control for Swedish mergers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(1), 167-91.
- Holmen, M. & Nivorozhkin, E. (2012). Tender Offers versus Block Trades: Empirical Evidence. *Managerial and Decision Economics*, 33(7-8), 511-529.
- Holmén, M., Nivorozhkin, E. & Rana, R. (2014). Do anti-takeover devices affect the takeover likelihood or the takeover premium? *The European Journal of Finance*, 20(4), 319-340.
- Houston, J. F., James, C. M. & Ryngaert, M. D. (2001). Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders. *Journal of Financial Economics*, 60, 285-331.
- Jarque, C. M. & Bera, A. K. (Agosto de 1987). A Test for Normality of Observations and Regression Residuals. *International Statistical Review / Revue Internationale de Statistique*, 55(2), 163-172.
- Jarrell, G. A., Brickley, J. A. & Netter, J. M. (1988). The market for corporate control: The empirical evidence since 1980. *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 49-68.
- Jensen, M. C. (1988). Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 21-48.
- Jensen, M. C. & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 11, 593-638.
- Jensen, M. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kang, J. K., Shivdasani, A. & Yamada, T. (2000). The effect of bank relations on investment decisions: An investigation of Japanese takeovers bids. *Journal of Finance*, 55, 2197-2218.
- Karamanos, A., Bakatselos, G. & Agolli, R. (2015). Abnormal stock market returns to Announcements of M&A banking Deals in Greece 1996-2013. *Management Dynamics in the Knowledge economy*, 3(2), 317-338.
- Khotari, S. P. & Warner, J. (2007). Econometrics of event studies. In E. Eckbo, *Handbook of corporate finance* (Vol. 1, pp. 3-36). Amsterdam: Elsevier North-Holland.
- King, M. (2009). Pre-bid run-ups ahead of Canadian takeovers: How big is the problem? *Financial Management*, 38(4), 699-726.
- Kuipers, D., Miller, D. & Patel, A. (2002). *Shareholder wealth effects in the cross-border market for corporate control*. Mimeo: Indiana University.
- Lang, L. H., Stulz, R. M. & Walkling, R. A. (1989). Managerial performance, tobin's q, and the gains from successful tender offers. *Journal of Financial Economics*, 24, 137-154.
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13-37.

- Liu, T. (2012). Takeover Bidding with Signaling Incentives. *Review of Financial Studies*, 25(2), 522-556.
- Lobão, J. (2013). *O factor humano na decisão empresarial*. Lisboa: Conjuntura Actual Editora.
- Lucas, R. E. & Moll, B. (2014). Knowledge Growth and the Allocation of Time. *Journal of Political Economy*, 122(1), 1-51.
- Mackinlay, C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35, 13-39.
- Madura, J., Ngo, T. & Viale, A. (2011). Convergent synergies in the global market for corporate control. *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2468-2478.
- Magalhães, P. A. (2012). Dissertação de mestrado. *O Papel Dos Administradores Quando a Sociedade Que Administram é Alvo De uma OPA*.
- Mandelbrot, B. (Outubro de 1963). The Variation of Certain Speculative Prices. *The Journal of Business*, 36(4), 394-419.
- Mandelker, G. (1974). Risk and return: The case of merging firms. *Journal of Financial Economics*, 1, 303-335.
- Martijn, C., Vinay, B. & Kose, J. (2009). Takeovers and the Cross-Section of Returns. *The Review of Financial Studies*, 22(4), 1409-1445.
- Martynova, M. & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2148-2177.
- McCardle, K. F. & Viswanathan, S. (1994). The direct entry vs Takeover decision and stock price performance around takeovers. *Journal of Business*, 67, 1-43.
- Mendes, J. A. (2002). A empresa bancária em Portugal no séc.XX: Evolução e Estratégias. *Gestão e Desenvolvimento*, 11, 39-56.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. & Stulz, R. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73, 201-228.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. & Stulz, R. M. (2005). Wealth Destruction on a massive scale? A study of acquiring-Firm return in the recent merger wave. *Journal of Finance*, 60(2), 757-782.
- Montgomery, D. C., Jennings, C. L. & Kulahci, M. (2008). *Introduction to time series analysis and forecasting*. John Wiley & Sons.
- Mulherin, J. H. & Boone, A. L. (2000). Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance*, 6(2), 117-139.
- Murteira, B. J. (1990). *Probabilidades e Estatística* (2ª Edição Revista ed., Vol. II). Alfragide: McGraw-Hill.
- Neuhauser, K. L., Davidson, W. N. & Glascock, J. (2011). An analysis of failed takeover attempts and merger cancellations. *International Journal of Managerial Finance*, 7(4), 347-376.

- Parrino, J. D. & Harris, R. S. (1999). Takeovers, management replacement, and post-acquisition operating performance: Some evidence from the 1980s. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(4), 88-97.
- Pestana, M. H. & Gageiro, J. N. (2014). *Análise de Dados para Ciências Sociais. A Complementaridade do SPSS*. (6ª ed.). Lisboa: Edições Sílabo.
- Phillips, G. M. & Zhdanov, A. (2013). R&D and the Incentives from Merger and Acquisition Activity. *The Review of Financial Studies*, 26(1), 34-78.
- Ravenscraft, D. J. & Scherer, F. M. (1986). Mergers and managerial performance. *Working paper*, 137, 1-42.
- Reed, S. F. & Lajoux, A. R. (1995). *The art of M&A-A merger acquisition buyout guide*. USA: Library of Congress Cataloguing-in-Publication Data.
- Renneboog, L. & Zhao, Y. (2014). Director networks and takeovers. *Journal of Corporate Finance*, 28(C), 218-234.
- Ribeiro, H. R. (2001). Os processos de Fusões e Aquisições em Portugal nos anos 90. *Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças Empresariais*.
- Rodrigues, V. (2001). Tese de Doutoramento, Faculdade de Economia e Gestão. *Causas e Efeitos das Fusões de Empresas: Teoria e Evidência*. Universidade Católica Portuguesa.
- Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business*, 59(2), 197-216 .
- Rossi, S. & Volpin, P. F. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74, 277-304.
- Ryngaert, M. & Scholten, R. (2010). Have changing takeover defense rules and strategies entrenched management and damaged shareholders? The case of defeated takeover bids. *Journal of Corporate Finance*, 16(1), 16-37.
- Safieddine, A. & Titman, S. (1999). Leverage and Corporate Performance: Evidence from Unsuccessful Takeovers. *The Journal of Finance*, 54(2), 547-580.
- Savor, P. G. & Lu, Q. I. (2009). Do stock mergers create value for acquires? *The Journal of Finance*, 64(3), 1061-1097.
- Schwert, G. W. (1996). Mark-up pricing in mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 41, 153-192.
- Shapiro, S. S. & Wilk, M. B. (1965). An analysis of variance test for normality (complete samples). *Biometrika*, 3 e 4, 591-611.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Sherman, A. J. (2010). *Mergers & Acquisitions from A to Z* (3rd ed.). USA: Amacom.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25, 123-139.

- Silva, E. S., Mota, C., Queirós, M. & Pereira, A. (2013). *Finanças e Gestão de Riscos Internacionais*. Porto: Vida Económica.
- Silva, R. D., Izan, H. Y., Steinbeck, A. & Walter, T. (2000). The method of payment decision in Australian takeovers: An investigation of causes and effects. *Australian Journal of Management*, 25(1), 67-94.
- Singh, F. & Mogla, M. (2008). Impact of mergers on profitability of acquiring companies. *The Icfai University Press*, 60-75.
- Smith, R. & Kim, J. (1994). The combined effects of free cash flow and financial slack on bidder and target stock returns. *Journal of Business*, 67(2), 281-310.
- Soongswang, A. (2011). Do bidders gain from takeovers. *Journal of Applied Research in Finance Bi-Annually*, III(1), 85-97.
- Soongswang, A. (2011). Total Gains from Mergers and Acquisitions. *Conference on Interdisciplinary Business Research* (pp. 1-19). USA: Society of Interdisciplinary Business Research.
- Spiegel, M. & Tookes, H. (2013). Dynamic competition, valuation, and merger activity. *The Journal of Finance*, 68(1), 125-172.
- Stephanie, A., Sikes, T., Shaolee, X. & Wilson, R. (2014). Investors' reaction to the use of poison pills as a tax loss preservation tool. *Journal of Accounting and Economics*, 57(2), 132-148.
- Sudarsanam, S. & Ashraf, A. M. (2003). Glamour acquirers, method of payment and post acquisition performance: The UK evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, 30, 299-342.
- Valente, H. (1999). *Fusões e Aquisições*. Porto: Vida Económica.
- Vaz, J. C. (2013). *A OPA e o Controlo Societário - A Regra de Não Frustração* (Teses de Doutoramento ed.). Lisboa: Almedina.
- White, H. (1980). A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. *Econometrica*, 48(4), 817-838.
- Wong, P. & O'Sullivan, N. (2001). The Determinants and Consequences of Abandoned Takeovers. *Journal of Economic Surveys*, 15(2), 145-86.
- Xu, F. & Zhao, H. (2013). Three-Way Takeovers. *Journal of Financial Research*, 36(1), 67-90.

## APÊNDICES

## APÊNDICE 1 – Constituição da Amostra de Estudo

OPA	Empresa Oferente	Empresa Visada	Amostra de Controlo				Data do Anúncio preliminar
1	CaixaBank	BPI	Ban. Popular	BBVA	BCP	Banif	18-06-2015
2	CaixaBank	BPI	Ban. Popular	BBVA	BCP	Banif	17-02-2015
3	BCP	BPI	Banif	Bes	Santander	Finibanco	13-03-2006
4	Sonae	PT	J. Martins	Nova Base	Portucel	Média Capital	06-02-2006
5	Semapa	Portucel	Cimpor	Mota Engil	PT	Teixeira Duarte	06-07-2004
6	Sacyr	Somague	Iberia R	Fomento	Semapa	Cor. Amorim	22-12-2003
7	Banif Comercial	Banif	BPI	Bes	BCP	Finibanco	14-11-2003
8	Banif Comercial	BCA	BPI	Bes	BCP	Santander	27-06-2003
9	Sonae	Modelo	J. Martins	Cofina	Impresa	Reditus	08-02-2002
10	Cofina	F. Ramada	Cimpor	Mota Engil	Semapa	Teixeira Duarte	16-10-2001
11	Portucel	Soporcel	PT	Reditus	Cor. Amorim	Novabase	13-12-2000
12	Cofina	Celulose Caima	Compta	Portucel	PT	Reditus	20-10-2000
13	BCP	Banco Mello	Sotto Mayor	Banif	BPI	Totta e Açores	09-02-2000
14	BCP	CSI	Sotto Mayor	Banif	BPI	Totta e Açores	09-02-2000
15	BCP	BPA	Sotto Mayor	Banif	BPI	Totta e Açores	25-01-2000
16	Lusomundo	Investec	Cofina	Reditus	Ibersol	Mundicenter	30-08-1999
17	Cofina/BPI	Investec	BPA	Mundicenter	Ibersol	Reditus	17-08-1999
18	BCP	BP&SM	BPA	Mello	Banif	BPI	19-07-1999
19	BCP	BTA	BPA	Mello	Banif	BPI	19-07-1999
20	BCP	CSMConfiança	BPA	Mello	Banif	BPI	18-06-1999
21	BP&SM	BTA	Mello	BPI	BCP	BPA	11-02-1998
22	BP&SM/BTA	CPP	BPA	Bes	BPI	CSI	29-07-1997
23	Jerónimo Martins	Vidago	Capital Plus	Vista Alegre	MundiCenter	F. Ramada	11-11-1996
24	BPI	BFE	BES&CL	BCP	BIC	Banif	23-08-1996
25	Engil	Engil - SCS	Somague	Cimpor	Cin	F. Ramada	05-09-1995
26	Modelo Cont.	Modelo	Jer Mart	Triunfo	Sonae	Finantia	18-04-1995
27	BES&CL	BIC	BCM	BFBurnay	BTA	BFE	27-03-1995
28	BCP/CSI	UBP	BCM	BFBurnay	BTA	CSMConfiança	16-01-1995
29	BCP/CSI	BPA	BCM	BFBurnay	Finantia	CSMConfiança	09-01-1995
30	Sonae Inv.	Interlog	Cor. Amorim	Modelo	Jer Mart	Engil	03-10-1994
31	BFE	Leasinvest	BES&CL	BIC	Euroleasing	Sofinloc	25-03-1994
32	UBP	Lusoleasing	BES&CL	BIC	Euroleasing	Sofinloc	07-03-1994
33	BCP	CISF	BCI	BPA	BPI	BTA	27-08-1992
34	Sonae Inv.	Interlog	Cor. Amorim	Sonae	Jer Mart	Engil	21-08-1992
35	BCP	Nacional Fac.	H. Factoring	BPA	BPI	BTA	27-04-1992
36	BCP	Ocidental Hold.	SP Seguros	BPA	BPI	BTA	24-04-1992
37	BCM	Sofinloc	BPI	BCI	BTA	Leasinvest	15-11-1991

**APÊNDICE 2 – Modalidade de Financiamento da Oferta Pública de Aquisição**

<b>OPA</b>	<b>Empresa Oferente</b>	<b>Empresa Visada</b>	<b>Forma de Financiamento da OPA</b>
1	CaixaBank	BPI	Numerário
2	CaixaBank	BPI	Numerário
3	BCP	BPI	Numerário
4	Sonae	PT	Numerário
5	Semapa Investments	Portucel	Numerário
6	Sacyr	Somague	Numerário
7	Banif Comercial	Banif	Numerário
8	Banif Comercial	BCA	Numerário
9	Sonae	Modelo	Numerário
10	Cofina	F. Ramada	Numerário
11	Portucel	Soporcel	Numerário
12	Cofina	Celulose do Caima	Numerário
13	BCP	Banco Mello	Troca de Ações
14	BCP	CSI	Troca de Ações
15	BCP	BPA	Numerário
16	Lusomundo Media	Investec	Numerário
17	Cofina/BPI	Investec	Numerário
18	BCP	BP&SM	Troca de Ações
19	BCP	BTA	Numerário
20	BCP	CSMConfiança	Numerário
21	BP&SM	BTA	Não disponível
22	BP&SM/BTA	CPP	Não disponível
23	Jerónimo Martins	Vidago	Numerário
24	BPI	BFE	Numerário
25	Engil	Engil - SCS	Numerário
26	Modelo Continente	Modelo	Numerário
27	BES&CL	BIC	Numerário
28	BCP/CSI	UBP	Numerário
29	BCP/CSI	BPA	Numerário
30	Sonae Investimentos	Interlog	Numerário
31	BFE	Leasinvest	Não disponível
32	UBP	Lusoleasing	Não disponível
33	BCP	CISF	Troca de Ações
34	Sonae Investimentos	Interlog	Numerário
35	BCP	Nacional Factoring	Troca de Ações
36	BCP	Ocidental Holding	Troca de Ações
37	BCM	Sofinloc	Numerário

### APÊNDICE 3 – Anúncios de Factos Relevantes

Empresa Oferente	Empresa Visada	Facto relevante	Data de anúncio do Facto relevante
CaixaBank	BPI	Distribuição de dividendos	02-10-2015 12-06-2015 30-03-2015
CaixaBank	BPI	Distribuição de dividendos	12-06-2015 30-03-2015 19-12-2014
BCP	BPI	Distribuição de dividendos	03-05-2006 03-04-2006
Sonae	PT	Distribuição de dividendos	06-05-2006 05-05-2006
Semapa Investments	Portucel	Distribuição de dividendos	03-05-2004
Portucel	Soporcel	Distribuição de dividendos	23-04-2001
BPI	BFE	Aumento de Capital	06-12-1996
		Distribuição de dividendos	02-05-1996
<b>BCP/CSI</b>	UBP	Distribuição de dividendos	21-04-1995
<b>BCP/CSI</b>	BPA	Distribuição de dividendos	21-04-1995 13-04-1995
Sonae Investimentos	Interlog	Aumento de Capital	19-07-1994
BCP	CISF	Aumento de Capital	17-06-1992
BCP	Nacional Factoring	Aumento de Capital	17-06-1992
		Distribuição de dividendos	03-04-1992
BCP	Ocidental Holding	Aumento de Capital	17-06-1992
		Distribuição de dividendos	03-04-1992