



Estratégias defensivas em contexto nacional e comportamentos acionistas das empresas em situação de OPA

João Paulo Almeida Braga

**Dissertação de Mestrado
Mestrado em Contabilidade e Finanças**

Porto - 2015

**INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO
INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO**



Estratégias defensivas em contexto nacional e comportamentos acionistas das empresas em situação de OPA

João Paulo Almeida Braga

**Dissertação de Mestrado
apresentado ao Instituto de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do
grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob orientação de Prof. Dr. Luís Gomes**

Porto - 2015

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO

INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO

RESUMO

A compreensão do conceito de OPA é essencial de forma a entender o funcionamento das combinações empresariais. Esta dissertação tem dois objetivos.

O primeiro objetivo tem a finalidade de perceber quais as estratégias defensivas mais eficazes em contexto de OPA. Foi através de um inquérito realizado a 192 empresas envolvidas em situação de OPA entre os anos 1991 e 2014. Através dos resultados das 14 respostas destaca-se que a Recompra de Ações é a estratégia defensiva mais utilizada, tanto em situações de defesas pré-proposta e pós-proposta. A defesa consegue evitar o sucesso, da proposta efetuada pela empresa adquirente, em mais de metade das situações em que é utilizada, tendo sido classificada como muito eficaz. 5 das operações foram de cariz hostil e 7 delas eram expectáveis pela Gestão. Em nenhuma das operações se verificou contraoperação e as áreas mais prejudicadas, pela iniciativa de OPA, foram as respeitantes ao tempo, *Time-consuming*, e estratégicas.

O segundo objetivo tenta perceber o comportamento dos retornos médios anormais das empresas envolvidas numa OPA em face do respetivo anúncio preliminar. Seguiram-se as metodologias de Ball & Brown (1968) e Beaver (1968). Identificaram-se 100 operações compreendidas entre os anos 2000 e 2014. Através do resultado das 12 operações analisadas confirma-se que as empresas-alvo apresentam um retorno médio anormal superior ao das empresas adquirentes e que têm a tendência de acumular retornos médios anormais positivos, pelo contrário as empresas adquirentes têm a tendência de acumular retornos médios anormais negativos. Globalmente, as empresas reagem fortemente ao anúncio preliminar e apresentam uma tendência de ganho nos períodos circundantes e não-circundantes.

Palavras-chave: Estratégias defensivas, OPA's, Retornos Anormais, Aquisição Hostil, Reação de preço

ABSTRACT

The comprehension of the concept of OPA is essential, in order to understand how business combinations work. This dissertation has two objectives.

The first objective has the purpose to understand which are the most effective defense strategies in OPA situation. It was through an inquiry directed to 192 companies involved in OPA situation between the years 1991 and 2014. Through the results of the 14 answers obtained it is highlighted that Share Repurchase is the defense strategy most used, both in pre-bid and post-bid situations. The defense is able to avoid success, of the proposal made by the acquiring company, in more than half the situations used, having been considered as very effective. 5 of the transactions were hostile and 7 of them were expected by the Management. There was no counter-offer in none of the transactions and the most affected areas, by the proposal, were linked to time, Time-consuming, and strategic.

The second objective tries to understand the behavior of average abnormal returns of the companies involved in an OPA towards the respective preliminary announcement. The Ball & Brown (1968) and Beaver (1968) methodologies were followed. 100 transactions were identified between the years 2000 and 2014. Through the result of the 12 analyzed transactions it is confirmed that the target companies show an average abnormal return higher than the one shown by the acquiring companies and have the tendency to accumulate negative average abnormal returns. Globally, companies react strongly to the preliminary announcement and show a win-tendency in the periods surrounding the preliminary announcement and in the periods non-surrounding the preliminary announcement.

Keywords: Defense Strategies, OPA's, Abnormal Returns, Hostile Takeover, Price Reaction

Lista de Abreviaturas

AAR – *Average Abnormal Returns*

AR – *Abnormal Returns*

CAAR – *Cumulative Average Abnormal Returns*

CAR – *Cumulative Abnormal Returns*

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

EUA – Estados Unidos da América

F&A – Fusões e Aquisições

LSO – Lei Sarbanes-Oxley

MBO – *Management Buyout*

OLS – *Ordinary Least Squares*

OPA – Oferta Pública de Aquisição

PSI – *Portuguese Stock Index*

VAL – Valor Atual Líquido

Índice Geral

| | |
|--|----|
| Introdução | 1 |
| Enquadramento | 1 |
| Motivações | 2 |
| Objetivos | 2 |
| Metodologia | 3 |
| Estrutura da dissertação | 3 |
| Parte I – Revisão da literatura | 4 |
| 1. Fusões e aquisições | 4 |
| 1.1 Conceito | 4 |
| 1.2 Tipos de aquisição | 5 |
| 1.2.1 Aquisição vertical | 5 |
| 1.2.2 Aquisição horizontal | 5 |
| 1.2.3 Integração horizontal vs. Integração vertical | 6 |
| 1.2.4 Aquisição conglomerada | 7 |
| 2. Aquisição Hostil | 8 |
| 2.1 Aquisições hostis: argumentos contra e a favor | 9 |
| 2.1.1 Management Entrenchment (Proteção da Gestão) | 12 |
| 2.1.2 Shareholder Interest (Interesse do acionista) | 13 |
| 2.2 <i>Corporate Governance</i> e Teoria da Agência | 14 |
| 2.2.1 Mecanismos da <i>Corporate Governance</i> | 19 |
| 2.3 Bid Premium (Prémio) | 23 |
| 2.4 Tender Offer | 26 |
| 3. Estratégias defensivas | 29 |
| 3.1 Estratégias defensivas preventivas ou pré-proposta | 31 |
| 3.1.1 Poison-pills | 32 |
| 3.1.2 Defesa <i>Blowfish</i> | 32 |

| | | |
|-------|--|----|
| 3.1.3 | <i>Shark Repellents</i> (Staggered Board, Golden Parachutes, Reincorporação e Supermajority Rules) | 33 |
| 3.2 | Estratégias defensivas ativas ou pós-proposta | 34 |
| 3.2.1 | <i>White Knight</i> e <i>White Squire</i> | 34 |
| 3.2.2 | <i>Greenmail</i> | 34 |
| 3.2.3 | Reestruturação e reorganização empresarial e <i>Crown Jewel</i> | 34 |
| 3.2.4 | <i>Attack the Logic of the Bid</i> e Ação Judicial | 35 |
| 3.2.5 | Defesa <i>Pac-man</i> | 35 |
| 3.2.6 | <i>Management Buyout</i> (MBO), Recompra de ações, Info Pública Positiva e Simplesmente dizer “Não” | 36 |
| 4. | Estudo dos acontecimentos | 36 |
| | Parte II – Estudo Empírico | 39 |
| 5. | Objetivos e levantamento de hipóteses | 39 |
| 6. | Amostra e dados | 40 |
| 6.1. | Estatística Descritiva | 41 |
| 7. | Inquérito | 43 |
| 8. | Modelos | 44 |
| 9. | Resultados e Discussão | 46 |
| 9.1. | Limitações e Sugestões para Investigação Futura | 58 |
| | Conclusão | 60 |
| | Referências bibliográficas | 62 |
| | Apêndices | 72 |
| | Apêndice 1 – Lista de OPA’s registadas entre 1991 e 2014 | 72 |
| | Apêndice 2 – Inquérito sobre estratégias defensivas em operações de fusão e aquisição realizadas no mercado português a partir de 1990 | 77 |
| | Apêndice 3 – Retorno médio das cotações dos títulos e índice do mercado | 80 |
| | Apêndice 4 – Resultados obtidos segundo os modelos estudados e resultados globais | 81 |
| | Apêndice 5 - Cálculo de medidas de assimetria e curtose para períodos não-circundantes | 91 |

Índice de Gráficos

| | |
|---|----|
| Gráfico 1: Retornos Médios (Log) Anormais Acumulados das Empresas Adquirentes – Ball & Brown..... | 49 |
| Gráfico 2: Retornos Médios (Log) Anormais Acumulados das Empresas-alvo – Ball & Brown | 50 |
| Gráfico 3: Retornos Médios (Log) Anormais Acumulados das Empresas Envolvidas – Ball & Brown..... | 51 |
| Gráfico 4: Retornos Médios (Log) Anormais Acumulados das Empresas Envolvidas – Ball & Brown..... | 52 |
| Gráfico 5: Reação dos Retornos Médios (Log) das Empresas Adquirentes – Beaver | 53 |
| Gráfico 6: Reação dos Retornos Médios (Log) das Empresas-alvo – Beaver | 53 |
| Gráfico 7: Reação dos Retornos Médios (Log) das Empresas Envolvidas – Beaver | 54 |
| Gráfico 8: Reação dos Retornos Médios (Log) das Empresas Envolvidas – Beaver | 54 |

Índice de Tabelas

| | |
|---|----|
| Tabela 1: Hierarquia das estratégias defensivas utilizadas pelas empresas-alvo | 48 |
| Tabela 2: Estatísticas sobre Retornos das Empresas Envolvidas e do Índice de Mercado | 55 |
| Tabela 3: Retornos Médio das Empresas Envolvidas e Índice de Mercado | 56 |
| Tabela 4: Retornos Médios Anormais das Empresas Envolvidas | 56 |
| Tabela 5: Retorno Médio Anormal das Empresas Envolvidas..... | 57 |
| Tabela 6: Teste de Hipótese à Relevância Estatística da Diferença entre os Retornos Médios Anormais | 57 |

Índice de Figuras

| | |
|--|----|
| Figura 1: Integração horizontal vs. Integração vertical..... | 7 |
| Figura 2: Fases no processo de compra..... | 24 |
| Figura 3: Quadro-resumo: estratégias defensivas..... | 31 |

Introdução

Enquadramento

A importância das combinações empresariais, num mundo empresarial cada vez mais interligado e conectado, é significativa demais para ser ignorada. Cada vez mais as empresas utilizam este tipo de operações para se poder desenvolver e crescer num mundo constantemente em mudança. As fusões e aquisições (F&A) são cada vez mais um instrumento de crescimento que as empresas manipulam, de forma a obter o desenvolvimento que necessitam e desejam para satisfazer os seus objetivos estratégicos.

Principalmente, no que respeita, às OPA's o estudo torna-se ainda mais essencial, se considerarmos o relativo fraco estudo nesta matéria, em Portugal. Ao longo das últimas duas décadas o crescimento das OPA's, em Portugal, torna necessário compreender os movimentos internos que as empresas executam, em termos, defensivos para se proteger dessas mesmas aquisições. As estratégias defensivas são um tema de estudo crescente, principalmente, na Europa onde, apenas recentemente, começou a ser mais estudado pelos académicos. Apesar de o estudo das estratégias defensivas ser essencialmente qualitativo, com poucas hipóteses de introdução de estudo econométrico, no que respeita à sua análise, verifica-se, no entanto, que o seu estudo torna-se complexo quando se procura perceber quais as melhores estratégias defensivas que podem proteger as empresas de OPA's. Especialmente, quando o objetivo se prende ao estudo de OPA's hostis, que não são muito frequentes em Portugal, em que o uso dessas mesmas estratégias defensivas são ainda mais comuns e necessárias.

Interligado com o assunto das estratégias defensivas, os comportamentos acionistas das empresas, em situação de OPA, são um tema com um estudo já desenvolvido, em Portugal. No entanto, a sua compreensão é essencial. Nos EUA, esse estudo está mais desenvolvido do que na Europa, devido à sua importância para a compreensão do tecido empresarial. Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) foram pioneiros e dos principais académicos que iniciaram um estudo matemático sobre o comportamento acionista das empresas, principalmente na matéria dos retornos anormais aquando de uma comunicação, neste caso anúncio preliminar.

Dessa forma, atribui-se também importância a esse assunto conjugando-o com o assunto das OPA's e das estratégias defensivas.

Motivações

A raridade no estudo do tema das estratégias defensivas em situação de OPA, em Portugal, é razão principal para o seu estudo nesta dissertação. Apesar de haver alguns estudos sobre a matéria, poucos são os que tentam perceber quais as melhores estratégias defensivas, talvez pela dificuldade na obtenção de respostas válidas para conseguir formar um estudo mais completo. No entanto, houve incentivo para executar essa investigação e tentar perceber as estratégias defensivas que as empresas podem utilizar em situação de OPA. O estudo dos comportamentos acionistas das empresas, principalmente dos retornos anormais quando ocorre o respetivo anúncio preliminar, é muito importante quando se pretende estudar os comportamentos empresariais e reações a determinados acontecimentos. Apesar de frequente esse estudo, é essencial estudá-lo.

No âmbito do mestrado em contabilidade e finanças é relevante estudar estes dois assuntos, já que são de extrema importância à compreensão do tecido empresarial, em Portugal. Neste contexto, é premente estudar estas duas matérias, de forma a obter uma visão mais aprofundada do funcionamento das empresas, em Portugal.

Objetivos

O primeiro objetivo da dissertação visa perceber quais as melhores estratégias defensivas que as empresas aplicaram em Portugal, desde 1990, perante uma operação de aquisição hostil. Com a exploração deste objetivo pretende-se perceber quais as estratégias defensivas mais eficazes utilizadas pelas empresas envolvidas, tendo em consideração as respostas aos inquéritos colocados, através de uma tabela hierarquizada em função de eficácia. O estudo deste primeiro propósito teve subjacente a compreensão do tema das fusões e aquisições, nomeadamente o conceito de aquisição hostil e os diferentes argumentos contra e a favor deste tipo de operações. Além disso, ainda permitiu discutir assuntos relacionados com a reação do gestor a uma proposta hostil, como por exemplo a teoria da agência e *corporate governance*, a proteção da gestão, o interesse do acionista e a *tender offer*. Para este objetivo foram levantadas 3 hipóteses, que serão especificadas adiante.

O segundo objetivo da dissertação visa analisar o comportamento do preço das ações das empresas envolvidas numa oferta pública de aquisição. Desta forma, pretende-se detetar quais das empresas – adquirentes e empresas-alvo – ganham com a divulgação do anúncio

preliminar de uma OPA. Para este estudo foram consideradas as operações registadas no período entre os anos 2000 e 2014. Para este objetivo foram levantadas 3 hipóteses, que serão especificadas adiante.

Metodologia

Considerando a presença de dois objetivos, foram utilizadas duas metodologias para obter os resultados pretendidos e recorreu-se ao método dedutivo. Verifica-se a existência de duas vertentes: qualitativa e quantitativa. Para executar a vertente qualitativa recorreu-se à realização de um inquérito colocado e proposto às empresas envolvidas. Para executar a vertente quantitativa recorreu-se às metodologias de Ball & Brown (1968) e Beaver (1968) para o cálculo dos retornos anormais quando ocorre um anúncio preliminar e obtenção dos resultados pretendidos.

Estrutura da dissertação

A dissertação encontra-se dividida em duas partes: a primeira parte é composta pela revisão da literatura; a segunda parte é composta pelo estudo empírico.

A primeira parte, dividida em quatro capítulos, contextualiza o tema tendo subjacente a compreensão das F&A, nomeadamente o conceito de aquisição hostil e os diferentes argumentos contra e a favor deste tipo de operações. Ainda permitiu discutir assuntos relacionados com a reação do gestor a uma proposta hostil, como por exemplo a teoria da agência e *corporate governance*, a Proteção da Gestão, o Interesse do Acionista e a *tender offer*. Além disso, engloba o tema das estratégias defensivas e estudo dos acontecimentos, definindo as respetivas estratégias defensivas e apresentando os autores que mais se destacaram, academicamente, no campo do estudo dos acontecimentos.

A segunda parte, dividida em cinco capítulos, começa por apresentar os objetivos e hipóteses, de seguida apresenta a amostra e dados estudados e os métodos utilizados, com a descrição do inquérito apresentado às empresas e dos modelos seguidos para apresentação dos resultados. O último capítulo desta segunda parte apresenta os resultados e sua discussão, limitações e sugestões para investigação futura.

Por fim, apresentam-se as principais conclusões da dissertação.

Parte I – Revisão da literatura

1. Fusões e aquisições

1.1 Conceito

As fusões e aquisições são uma grande parte do mundo empresarial moderno, com mercados de capitais claramente evoluídos e desenvolvidos, transformando grandes corporações em sociedades multinacionais e transnacionais. Um dos grandes contributos para a evolução e maturação das empresas foi o facto de as empresas terem tomado posições de controlo ou união, fundindo-se ou adquirindo outras sociedades.

A fusão é uma operação societária que envolve duas ou mais empresas que se juntam para formar uma nova sociedade comercial, passando a existir em conjunto. Na maioria das vezes as fusões envolvem empresas da mesma dimensão. “Nas aquisições, o património total de uma empresa de menor dimensão passa a ser controlado total ou parcialmente por uma empresa de maior dimensão”¹.

“Fala-se de fusões e aquisições de uma empresa, quando a posição de poder de uma empresa é transferida de um grupo de acionista de interesse para outro.”² Irei, ao longo deste trabalho, denominar ‘empresa adquirente’ como a empresa que quer comprar a outra empresa, com uma proposta, e ‘empresa-alvo’ como a empresa que sofre a proposta de aquisição.

De facto, o papel das fusões e aquisições são preponderantes para o desenvolvimento do mundo económico e financeiro, principalmente no que diz respeito à internacionalização das empresas. A opção em modificar “os costumes” e os princípios das empresas em corporações cada vez mais internacionais e globais passa muito por esta combinação de interesses, ao invés da comum reestruturação empresarial. Tal é referido no artigo de Neves (1997), em que confirma a importância das combinações empresariais, *business combinations*, no contínuo processo de crescimento e desenvolvimento das empresas. Primeiramente, a definição e caracterização inicial dos diferentes tipos de fusões e aquisições é necessária para depois ser desenvolvido o tema específico das aquisições hostis, *hostile takeovers*.

¹ “Manual de Fusões e Aquisições de Empresas no Sector das TIC”, <<http://www.anetie.pt/userfiles/9/file/documentos/Coopera%C3%A7%C3%A3o%20Competitiva/Manual%20de%20Fus%C3%B5es%20e%20Aq%20%20de%20Empresas%20no%20Sector%20das%20TIC%281%29.pdf>>, Anetie, p.6

² Samim Zarin e Erik Yang, „Mergers & Acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them”, p. 8

1.2 Tipos de aquisição

1.2.1 Aquisição vertical

Uma aquisição vertical acontece quando uma empresa ganha propriedade sobre outra empresa, que trabalha na mesma indústria do que a empresa adquirente, mas em estádios de produção diferentes (Weston, Mitchell & Mulherin, 2004). Como referido acima, as aquisições partem muito numa base de, muitas vezes, internacionalização e de ganho de valor (Neves, 1997). Muitos académicos concordam com estes motivos e outros, como a obtenção do controlo total da cadeia produtiva, ganhando e fortalecendo a sua posição no mercado. Um dos exemplos mais críticos é quando uma companhia aérea ganha poder sobre uma agência de viagens, daí consegue “monopolizar” uma área de serviços que contribui significativamente para os aumentos das suas receitas anuais (Weston *et al.*, 2004).

Um exemplo recente deste tipo de integração vertical é o caso da Apple³ e ‘integrações verticais’ como a Virgin Records⁴ de Richard Branson que só se tornou, de facto, lucrativa quando se expandiu para a gestão de talentos e produção musical, ou o caso da Dell Computer⁵ que, nos anos 90, criou uma nova forma de integração vertical com a sua ‘integração virtual’. Assim se pode verificar que muitas empresas recorrem a este tipo de integração como forma de “monopolizar” uma parte da cadeia produtiva, ganhando e fortalecendo a sua posição no mercado. Daí controlam o mercado, rentabilizam a sua produção e diminuem custos.

1.2.2 Aquisição horizontal

Este tipo de aquisição acontece envolvendo duas empresas, que operam e competem na mesma indústria. A junção das duas pode resultar numa melhor empresa, globalmente mais capaz de enfrentar o mercado (Weston *et al.*, 2004; Gaughan, 2005). Expandem a capacidade do adquirente, mas a estrutura de negócios e seu *modus operandi* continua o mesmo. É um dos tipos de integração mais comuns, já que é uma forma de adquirir e ‘retirar’ do mercado um concorrente, e potenciar a capacidade da adquirente. A adquirente tem vantagens em

³ Ver TIME Magazine, “How Apple Made ‘Vertical Integration’ Hot Again – Too Hot, Maybe”, <<http://business.time.com/2012/03/16/how-apple-made-vertical-integration-hot-again-too-hot-maybe/>>

⁴ Ver Chron, “Examples of Vertical Integrated Companies”, <<http://smallbusiness.chron.com/examples-vertically-integrated-companies-12868.html>>

⁵ Ver The Economist (2009), “Vertical Integration”, <<http://www.economist.com/node/13396061>>

economias de escala conseguindo produzir a preços mais competitivos e em maior quantidade (Zarin & Yang, 2007).

Quando a adquirente se quer internacionalizar, está comprovado que é mais eficiente e eficaz, adquirir ou juntar-se a uma marca que está já presente no país que a empresa adquirente quer entrar. Assim, não existe necessidade de começar uma nova organização e estrutura empresarial, mantendo ou não o nome da marca da adquirida (Weston *et al.*, 2004).

Como referido anteriormente, esta é o tipo mais comum de integração em termos mundiais. Por diversas razões, é este tipo de integração que mais impacto mediático tem e que mais recursos financeiros transaciona, não só pelo impacto que tem no mercado em que opera, mas também o tempo que estas operações levam (Zarin & Yang, 2007). O exemplo da ‘ZON Optimus’⁶, no plano nacional, e da compra da ‘Oracle Corp.’ sobre a ‘Sun Microsystems’⁷, no plano internacional.

1.2.3 Integração horizontal vs. Integração vertical

É importante diferenciar um tipo de integração da outra com algumas das vantagens e desvantagens que ambos os tipos de integração podem acarretar, na perspetiva da empresa. Muitas vezes as equipas de gestão têm uma preocupação vertical relativamente ao seu modelo de negócios. O domínio do mercado, possibilidade de monopólio e maior obtenção de recursos através do controlo total da cadeia produtiva são alguns dos fortes motivos que leva as equipas de gestão a tomar uma “atitude mais vertical”. Segundo Vassoughi (2012) as empresas deveriam redirecionar os seus esforços para uma “atitude mais horizontal”, considerando que a eficiência produtiva fornecida pela integração vertical é quase um mínimo obrigatório para ser bem-sucedido no mercado, *table stakes*.

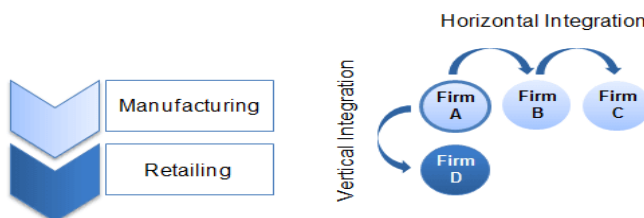
O autor toma em atenção que os clientes têm em maior consideração uma marca eficaz e credível do que os baixos custos que resultam da eficiência produtiva, tomando este último como um dado garantido. O sucesso da empresa passa por um comportamento mais horizontal, apostando na coordenação entre departamentos e liderada por uma grande equipa de gestão. A integração vertical apesar de bastante eficiente internamente poderá trazer muitos

⁶ Ver Jornal Público, <<http://www.publico.pt/economia/noticia/soma-da-zon-e-da-optimus-da-origem-a-marcas-nos-1636292>>

⁷ Ver Integration Developer News, “Analysis: A Look at Oracle Sun’s Impact on Horizontal Integration”, <<http://www.idevnews.com/stories/4161/Analysis-A-Look-at-Oracle-Suns-Impact-on-Horizontal-Integration>>

problemas e ser menos vantajosa do que a horizontal, no caso de existência de ineficiência produtiva, má gestão e da possibilidade de desvantagem competitiva, provocada pela “colisão” de novas competências adquiridas no processo e de velhas competências já obtidas anteriormente ao processo (Vassoughi, 2012).

Figura 1: Integração horizontal vs. Integração vertical



Fonte: Strategic Management Insight, “Horizontal & Vertical Integration”

Abaixo, na tabela⁸, estão algumas vantagens em adotar algum dos tipos de integração como forma de crescimento empresarial. De reparar que uma boa parte das desvantagens na integração vertical prende-se com ineficiência da nova empresa (após fusão ou aquisição). Também digno de nota, o número de vantagens e desvantagens da integração horizontal é menor, já que é um tipo de integração que reduz concorrência e cuja ‘logística’ posterior é bem menos complexa.

| | Integração Horizontal | Integração Vertical |
|--------------|---|--|
| Vantagens | <ul style="list-style-type: none"> ✓ Custos mais baixos ✓ Maior diferenciação ✓ Maior poder de mercado ✓ Competição reduzida ✓ Acesso a novos mercados | <ul style="list-style-type: none"> ✓ Custos mais baixos ✓ Melhor fornecimento, + recursos ✓ Melhor coordenação ✓ Melhor distribuição ✓ Maior quota de mercado ✓ Mais competências ✓ Facilita investimento |
| Desvantagens | <ul style="list-style-type: none"> ✓ Valor destruído ✓ Consequências legais ✓ Flexibilidade reduzida | <ul style="list-style-type: none"> ✓ Maiores custos, se ineficiente ✓ Falta de concorrência, menos qualidade ✓ Flexibilidade reduzida ✓ Problemas legais (monopólio) ✓ Desvantagem competitiva |

1.2.4 Aquisição conglomerada

⁸ Ver Strategic Management Insight, “Horizontal Integration & Vertical Integration”, e
<http://www.strategicmanagementinsight.com/topics/horizontal-integration.html>
<http://www.strategicmanagementinsight.com/topics/vertical-integration.html>

Não é tão comum como a aquisição horizontal ou vertical, mas é igualmente tão ou mais importante para a estratégia da empresa. Até porque um dos grandes objetivos deste tipo de aquisição é de diversificar o risco da empresa adquirente, que se situa numa indústria com muitos concorrentes e muito volátil. Chama-se de aquisição conglomerada quando uma empresa adquire outra, que opera e se situa numa indústria completamente diferente da adquirente. Assim, cria-se as condições para diversificar o risco e exposição ao mercado, criando grupos inteiramente independentes um dos outros (Herger & McCorriston, 2013).

Apesar de não ter sido uma aquisição, mas sim uma fusão, ‘AOL Time Warner’ foi um excelente exemplo de integração conglomerada. Apesar de muitos não acharem que tenha sido a melhor à altura, a operação foi realizada em 2000, num ano que o valor da AOL estava largamente inflacionado pela bolha ‘dot-com’, provocando nos anos seguintes perdas enormes para o novo grupo ‘AOL Time Warner’, juntamente com estas questões, o novo grupo foi alvo de críticas por questões de monopólio e de valores. Em 2009, acontece a tão previsível cisão entre AOL e Time Warner.⁹ Outro exemplo muito bem-sucedido é o caso da General Electric, que ao longo do século XX se foi expandindo para linhas de negócio bem díspares à da distribuição da eletricidade, com a aquisição de estações televisivas, serviços financeiros, e produção de computadores, entre outras linhas de negócio, tornando-a um dos grupos empresariais mais poderosos do mundo.¹⁰

2. Aquisição Hostil

Aquisição hostil pode ser classificada como uma tentativa de aquisição de outra empresa que vai contra a vontade da Gestão e conselho de administração da empresa-alvo (Johansson & Torstensson, 2008). Também pode ser classificada como hostil se a proposta for lançada, sem comunicação, ao conselho de administração da empresa-alvo, e se for diretamente dirigida aos seus acionistas. Normalmente, as aquisições hostis têm sempre a intenção de ganhar o poder acionista da empresa-alvo, por parte da adquirente, e muitas vezes, uma proposta amigável pode tornar-se hostil (Zarin & Yang, 2007). Também pode acontecer a

⁹ Ver The Learning Network, “Jan. 10, 2000 | AOL and Time Warner Announce Merger”, <http://learning.blogs.nytimes.com/2012/01/10/jan-10-2000-aol-and-time-warner-announce-merger/?_php=true&_type=blogs&_r=0>

¹⁰ Ver Chron, Demand Media, “An Example of a Company Conglomerate”, <<http://smallbusiness.chron.com/example-company-conglomerate-14699.html>>

situação contrária, devido ao poder das negociações após uma proposta hostil ser lançada à empresa-alvo, transformando uma tentativa hostil em amigável (Schwert, 2000).

Uma proposta amigável é sempre, ou quase sempre, preferida por parte da empresa adquirente, já que resulta num custo muito inferior. E para além disso, enfrentará menor oposição, tanto ao nível negocial, de mercado ou judicial, possivelmente. Adicionalmente, uma proposta hostil pode alargar-se a outros interessados, que se juntam para adquirir a empresa-alvo, aumentando significativamente o custo para a empresa adquirente inicial. Também, na perspetiva da empresa-alvo existe uma preferência por propostas amigáveis, que pelas razões acima, e pelo facto de o processo de integração na pós-aquisição ser mais rápido e fácil, vê esta como uma situação preferencial (Johansson & Torstensson, 2008; DePamphilis, 2010).

Por estas razões, grande parte das aquisições ou integrações são de cariz amigável, ao invés de hostis. Saber se as aquisições hostis são positivas ou negativas, é uma das questões mais pertinentes, pelo menos ao que aos académicos concerne. Muitas vezes as aquisições hostis têm benefícios a longo prazo, contribuindo para uma valorização empresarial (Zarin & Yang, 2007).

2.1 Aquisições hostis: argumentos contra e a favor

Como referido acima, as aquisições hostis são, muitas vezes, dilemas para as empresas, já que uma proposta hostil pode ter efeitos positivos ou negativos. É difícil calcular o impacto de uma operação deste género a montante, ou seja, antecipadamente. A conclusão, em relação às consequências positivas ou negativas das aquisições hostis, será feita após o tratamento dos resultados. No entanto têm surgido, ao longo dos anos, um conjunto de teorias que apresentam argumentos contra e a favor a realização de aquisições hostis, sendo importante a sua referência.

De acordo com Zarin e Yang (2007), uma empresa que se encontra subavaliada, por má performance da Gestão ou baixo valor das suas ações, resultando numa avaliação inferior à que deveria, pode sofrer propostas deste género como forma de valorizar a empresa a jusante. Esta proposta pode provocar uma substituição da Gestão ou conselho de administração, como consequência desta proposta, 'abanando os alicerces' da empresa ou grupo empresarial. Numa situação destas de ineficiência da gestão, podemos sempre trazer conceitos como teoria de agência, custos de agência ou conflito de interesses para melhor entender esta problemática.

Um dos factos que, alguns dos teóricos e académicos, estão de acordo é das mais-valias que uma operação do género tem para os acionistas da empresa-alvo, conseguindo uma forte valorização nos períodos da proposta. Em sentido contrário, uma defesa dessa proposta pode ter efeitos nefastos para a empresa-alvo e seus acionistas, diminuindo, significativamente, o valor das ações e prejudicando-a a longo prazo - *management entrenchment* – Proteção da Gestão (Steinbächer, 2007).

Segundo Steinbächer (2007), existem diversos argumentos a favor e contra as aquisições hostis. Segundo o autor as aquisições empresariais, *corporate takeovers*, são baseadas tendo em consideração o efeito das sinergias, “aquisições empresariais são negociadas de forma racional com o objetivo de aumentar o consumo das sinergias operacionais, financeiras e administrativas”. Considerando que todas as atividades empresariais são conduzidas com o objetivo de criar riqueza acionista, em teoria, é possível também afirmar, segundo Steinbächer (2007), que a junção de duas empresas torna a nova empresa mais eficiente tanto a nível produtivo como de custos.

O valor subavaliado da empresa-alvo pode funcionar como incentivo à empresa adquirente, que tem o objetivo de melhorar a gestão e o eficiente uso de recursos, criando valor para a empresa-alvo quando adquirida. Esta situação surge muito quando se suspeita de uma gestão ineficiente por parte da empresa-alvo, algo que pode ser discutido no âmbito da teoria de agência. A posição de mercado pode também servir de incentivo para a empresa adquirente, principalmente se operarem na mesma indústria possibilitando um aumento da posição e da quota de mercado (Steinbächer, 2007).¹¹

No que diz respeito aos argumentos desfavoráveis à realização de uma aquisição hostil, Steinbächer (2007) discute, principalmente, o impacto da proposta na Gestão e a sua potencial ineficiência. Após a proposta, é comum uma alteração na Gestão da empresa-alvo, frequentemente os gestores protegem-se, ignorando os acionistas e a empresa que gerem, de forma a manter o seu emprego. A implementação de táticas defensivas são essenciais, mas se a gestão cede cedo demais, tal poderá ter um impacto muito negativo no futuro da empresa, devido à fraca impressão que causará no público e seus acionistas. Com isso o grau de

¹¹ A nova empresa, após aquisição, poderia usufruir de posição dominante ou até mesmo monopolista, o que poderia influenciar a estrutura de preços e o papel da nova empresa na indústria. Apesar de esta situação poder trazer problemas ao nível da concorrência, por parte de instituições internacionais, esta podia servir como incentivo para a empresa adquirente se a sua intenção fosse a de obter influência e posição no mercado (Steinbächer, 2007).

incerteza, em relação ao futuro, é significativamente aumentado prejudicando a empresa internamente e externamente (Steinbächer, 2007).

Segundo Demidova (2007) as aquisições hostis têm sido benéficas na União Europeia, já que defendem o desenvolvimento do mercado pelo controlo das empresas, *market for corporate governance*, no entanto o argumento é rebatido por outros estudos que criticam a criação de externalidades negativas, deterioração dos interesses dos outros *stakeholders* e perda de bem-estar social (Carvalho, 2012).

Para além das razões apresentadas, Jensen e Ruback (1983) apresentam a redução dos custos de agência, criação de economias de escala e maior eficiência e utilização dos recursos produtivos e tecnológicos da empresa como as grandes razões para considerar favoráveis as aquisições hostis. Pelo mesmo caminho, a redução de custos e a exploração de novos mercados são mais alguns argumentos favoráveis (Martynova & Renneboog, 2006).

Em sentido contrário, DePamphilis (2010) discute as situações do prémio e da concorrência como nefastas à realização de uma aquisição hostil. Se a empresa adquirente tem como prioridade a aquisição da empresa-alvo com o menor de custos de aquisição e transação, enquanto maximiza a cooperação entre intervenientes, então a abordagem amigável é preferível. Para além disso, o autor discute o ambiente de “leilão”, *auction*, evitado numa aquisição amigável, numa abordagem hostil o aparecimento de concorrentes com o objetivo de adquirir a empresa-alvo torna-se mais provável, provocando um aumento significativo no prémio e um aumento de custos para a empresa adquirente.

Na perspetiva da empresa adquirente é, também, importante verificar o tipo de administração da empresa-alvo. Será difícil para a administração da empresa-alvo recusar um prémio muito elevado, devido a razões financeiras e judiciais que poderão ser impostas por acionistas para forçar a administração a aceitar a proposta, *proxy contest*¹². No entanto, a composição da administração pode ser outro argumento contra a abordagem mais agressiva, se a administração da empresa-alvo for constituída por diretores independentes ou membros de família é mais que provável que resista à proposta de forma a induzir a empresa adquirente a aumentar o valor da proposta ou para ganhar tempo. Desta forma, este tipo de administração tem menos razões para se proteger a si e à Gestão em atividade (DePamphilis, 2011).

¹² Ocorre quando uma empresa adquirente tenta convencer os acionistas da empresa-alvo a usarem os seus votos *proxy* para modificar a Gestão da empresa-alvo. Existem três formas de *proxy contest*: 1) acionistas tentam ganhar representação no conselho de administração; 2) acionistas tentam modificar os estatutos da empresa-alvo ou forçam a Gestão a tomar algum tipo de ação, obtendo direito de voto em nome de outros acionistas; e 3) propostas à Gestão. Esta última pode tomar a forma de aquisição com acionistas iniciando uma *proxy fight* para retirar a Gestão por má performance (DePamphilis, 2011).

Outro argumento contra a aquisição hostil, abordagem hostil, é o processo de integração. Escolher uma abordagem mais amigável poderá facilitar o processo de planeamento pré-aquisição e aumenta a probabilidade de uma mais rápida integração da empresa-alvo após a aquisição (DePamphilis, 2010).

Por outro lado, o efeito-surpresa pode ser crucial para incentivar a empresa adquirente a escolher uma abordagem mais hostil. Uma abordagem amigável provoca uma perda do efeito-surpresa, devido ao anúncio público e rondas de negociação, fugas de informação e aumento especulativo do preço da ação da empresa-alvo e conseqüente aumento do prémio a ser pago pela empresa adquirente. Apesar de a abordagem hostil poder provocar custos elevados devido à defesa estabelecida pela empresa-alvo, esta pode ter vantagens sobre a aquisição amigável se o valor oferecido satisfizer a Gestão e seus acionistas (DePamphilis, 2010).

O baixo grau de compromisso de um investidor à empresa-alvo pode ser favorável a uma aquisição hostil. O estudo de Gaspar e Matos (2005), citado por DePamphilis (2011), mostra isso mesmo.¹³

Como mencionado, verificam-se duas perspetivas possíveis em relação ao prémio pago pela adquirente, e geralmente à tentativa de aquisição. *Management entrenchment*, defesas que a Gestão pratica para proteger os seus interesses, e *shareholder interest*, defesas praticadas pela empresa-alvo para maximizar os interesses dos acionistas, aumentando o prémio e o valor da empresa e acionistas (Gaughan, 2007; Baber, Kang & Liang, 2005).

2.1.1 *Management Entrenchment* (Proteção da Gestão)

A proteção do interesse pessoal do gestor é a característica mais evidente desta teoria. Esta situação pode ocorrer, principalmente, quando a gestão tenta tornar a empresa-alvo menos atrativa para a adquirente, usando uma *poison pill* por exemplo, ou prevenir que a oferta seja feita aos acionistas simplesmente recusando-a (Smadja, 2008). Por sua vez, a riqueza acionista sofre um declínio e o acionista é prejudicado por causa das defesas extremamente preventivas que o gestor toma para proteger a sua posição. A riqueza acionista diminui em resposta a uma reavaliação das ações da empresa por parte do mercado (Gaughan, 2007).

¹³ Gaspar e Matos (2005) mostram que as empresas são por norma formadas por acionistas de curto-prazo - menos de quatro meses - que têm menor incentivo a obstruir uma proposta hostil, aceitando um prémio médio menor e têm menor poder de negociação com a empresa adquirente, já que são pouco leais e menos comprometidos com empresa-alvo.

Os direitos dos acionistas ficam limitados ou são muito restritos, permitindo ao gestor uma transferência de riqueza dos acionistas para a Gestão, possibilitando que se aproveite de possíveis compensações financeiras ou tenha comportamentos conflituosos com as intenções dos acionistas (Baber *et al.*, 2005).

No entanto, esta abordagem pode muitas vezes não ter bons resultados, em termos práticos, se o prêmio, *bid premium*, oferecido pela empresa adquirente for muito elevado e tiver o apoio de uma grande maioria dos acionistas (Gordon, 2002). Segundo Gordon (2002), poderão ocorrer três situações face a um acontecimento destes: o gestor pode ser pressionado para aceitar a oferta; o gestor pode procurar uma melhor proposta de outra empresa; o gestor pode tomar medidas significativas que mostrem que a empresa (alvo) pode crescer independentemente da empresa adquirente. Se falhar nesta terceira situação, será muito difícil ao gestor provar, futuramente, que a empresa se consegue manter independente.

2.1.2 Shareholder Interest (Interesse do acionista)

Teoria que realça o aumento da riqueza acionista aquando da defesa da gestão à proposta hostil realizada pela empresa adquirente. A empresa não despende recursos a mais para prevenir tentativas de aquisição. O objetivo máximo desta teoria é, de facto, o aumento da riqueza acionista durante o processo de oferta de aquisição, que é conseguido pela poupança nos custos de defesa e pela asserção que a gestão não retirará as medidas defensivas, enquanto a proposta não defender o interesse acionista (Gaughan, 2007).

De forma a evitar que o gestor age em seu próprio interesse, os acionistas poderão criar incentivos para o gestor e aumentar a supervisão e monitorização das atividades da gestão em situação de proposta hostil, desta forma as divergências criadas pela insegurança e incerteza no futuro da empresa poderão diminuir significativamente (Jensen, 2003).

Neste caso, o gestor age como um intermediário entre a empresa adquirente e os acionistas, de forma a garantir que o interesse acionista seja sempre assegurado. A hipótese de Proteção da Gestão, *management entrenchment*, é preferida por muitos teóricos que a escolhem como o comportamento predileto dos gestores aquando de uma proposta hostil. A hipótese de Proteção da Gestão é reforçada quando: a propriedade da empresa é largamente distribuída; os acionistas são desorganizados; existe informação assimétrica entre acionistas e

gestores; o conselho de administração tem fortes ligações, formais ou informais, com a gestão apoiando-a nestas situações (Ahlqvist, 2004).

É difícil haver consensos, já que numa situação positiva podem surgir situações negativas tanto para a empresa como para os acionistas. O prémio, discutido por Zarin e Yang (2007), tem também um contributo que acaba por ser ambíguo. O prémio é um dos fatores positivos de uma tentativa de aquisição hostil, já que a defesa de uma proposta pode aumentar o preço pago pelo adquirente à empresa-alvo, mantendo os interesses dos acionistas, *shareholder interest*. No entanto, pode ter um efeito nocivo e contrário ao desejo dos acionistas, já que se uma empresa-alvo utilizar muitas medidas defensivas contra a proposta pode aumentar o preço pago à empresa-alvo, mas também, como referido acima, pode prejudicar o valor das ações e a empresa no longo prazo, *management entrenchment*.

2.2 *Corporate Governance* e Teoria da Agência

Para melhor entender o conceito de *corporate governance* é preciso explicar o conceito de teoria da agência. O enquadramento das relações entre acionistas e gestores é essencial para conseguir entender o conjunto de leis, regulamentos, estruturas e órgãos societários que compõem a *corporate governance* (Neves, 2006). Gaughan (2007) afirma que a *corporate governance* é um conceito complexo e que tem sido marginalizado devido a um conjunto de ‘más-condutas empresariais’¹⁴ que têm obrigado as empresas a alterar os seus regulamentos, estatutos e estruturas. Os casos citados por Gaughan (2007) representam uma quebra na *corporate governance* com divulgações e resultados fraudulentos combinados com comportamento negligente dos seus gestores. A Lei Sarbanes-Oxley¹⁵ (LSO) aplicou reduções significativas na criação de oportunidades de conflitos de interesses. A LSO permitiu uma significativa diminuição dos problemas de agência.

A estrutura de *governance* de uma empresa tem papel fundamental no controlo e monitorização das relações contratuais implícitas e explícitas entre agentes e principais,

¹⁴ “Muita desta atenção foi trazida a público por conta de escândalos contabilísticos como os que ocorreram na Enron, Adelphia, e WorldCom” (Gaughan, 2007, p. 479)

¹⁵ Os diversos escândalos contabilísticos, nos Estados Unidos, promoveram a necessidade em criar legislação para evitar que estas fraudes voltassem a acontecer. A legislação criada tinha como objetivo uma divulgação financeira mais correta e ética, tendo sido promulgada em Julho de 2002 (Gaughan, 2007).

permitindo o controlo legal e regulamentar do comportamento corporativo, mecanismos de aplicação e monitorização (Hill & Jones, 1992; Fama & Jensen, 1983).¹⁶

Uma relação de agência pode ser definida como um contrato em que uma ou mais pessoas (principal(is)) responsabilizam um outro (agente(s)) para executar alguma tarefa de autoridade, neste caso a gestão de uma empresa. Se considerarmos que ambos, principal e agente, são maximizadores de utilidade então é possível assumir que o agente nem sempre agirá no interesse do principal, criando problemas de agência (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989).

Inicialmente, a literatura sobre teoria da agência focava-se na relação entre gestores e acionistas – agente e principal – mas ao longo dos anos a teoria tem sido estudada de uma forma mais vasta, principalmente nas áreas de gestão, para explicar as implicações que poderá ter nas disciplinas de comportamento da organização, teoria da organização e gestão estratégica (Hill & Jones, 1992; Eisenhardt, 1989). Segundo Hill e Jones (1992), o estudo da teoria da agência tem diversos caminhos, incluindo a capacidade da teoria explicar a natureza das relações contratuais implícitas e explícitas entre os *stakeholders* da empresa, mostrando a capacidade da teoria em se alargar a todos os intervenientes da empresa e em estudar o fenómeno da organização.

É quase impossível garantir, sem custos, que o agente tomará decisões tendo em consideração o ponto de vista do principal. Por isso são tomadas algumas salvaguardas para garantir que tal acontece. O principal pode criar incentivos para o agente, e incorrer em custos de monitorização para evitar que o agente tome decisões em benefício próprio, o principal pode também incorrer em custos para se proteger caso o agente tome uma decisão em benefício próprio, podendo até ser recompensado financeiramente se tal acontecer. A perda de bem-estar experimentada pelo principal por causa de divergências com o agente chama-se ‘perda residual’. Tudo isto pode ser definido como custos da agência (Jensen & Meckling, 1976). Soluções para a resolução do problema dos custos da agência podem ser encontradas através da criação de incentivos para o gestor e uma monitorização eficiente do mesmo. A primeira solução serve para alinhar a riqueza do gestor com a riqueza dos acionistas, alinhando os seus interesses. A segunda solução cria mecanismos para a monitorização do comportamento do gestor (Jerzemowska, 2006).

¹⁶ Mecanismos de monitorização como Conselho de Administração e mecanismos de aplicação como *market for corporate control*, mercado para controlo corporativo, e *managerial labour market*, mercado administrativo para o trabalho (Hill & Jones, 1992).

A teoria da agência¹⁷ tenta resolver dois problemas, problema da agência e problema de partilha de risco, o primeiro tem relação com conflito de interesses entre agente e principal e a dificuldade que o principal tem em monitorizar o agente, o segundo surge quando agente e principal têm diferentes atitudes face ao risco (Eisenhardt, 1989).

A separação entre propriedade e controlo é uma das grandes discussões na teoria da agência. As problemáticas associadas com a separação entre propriedade e controlo no mundo empresarial moderno estão associadas com o problema geral da agência (Jensen & Meckling, 1976) e os problemas causados por essa separação necessitam de ser controlados (Fama & Jensen, 1983).¹⁸ O controlo de problemas da agência no processo de decisão é muito importante, já que os gestores, que tomam as decisões numa empresa, não suportam os riscos inerentes a essas decisões. Sem controlo efetivo e monitorização, a probabilidade de os gestores desviarem dos interesses dos acionistas é maior (Fama & Jensen, 1983). Um sistema para o controlo de decisão é definido por Fama e Jensen (1983) em que afirmam que o controlo – ratificação e monitorização – das decisões é até, certa medida, separada da gestão – iniciação e implementação – das decisões. A separação significa que nenhum dos indivíduos deve assumir responsabilidade exclusiva na gestão e controlo das mesmas decisões. Os autores assumem três partes interessadas no processo de decisão: gestão da decisão, controlo da decisão e portador do risco residual.¹⁹

Clacher, Hillier e McColgan (2010) distinguem as quatro fontes para conflito de agência em risco moral, retenção de ganhos, horizonte temporal e aversão ao risco.

¹⁷ A teoria da agência desenvolveu duas linhas de pensamento: a teoria positivista e teoria principal-agente. A primeira identifica as situações em que poderão surgir problemas entre agente e principal, descrevendo os mecanismos de *governance* que limitam o comportamento egoísta do agente. A segunda é mais abstrata que a primeira e mais matemática, preocupada com teoria formal cujo objetivo é a especificação de hipóteses, seguidas de dedução lógica e prova matemática (Eisenhardt, 1989, Jensen, 1983).

¹⁸ Fama (1980) chega até a comparar o gestor de uma empresa a um treinador de futebol, afirmando que o impacto sentido pelo desempenho corrente da sua equipa pode não ser significativo no momento, mas pode ter um impacto no salário futuro do treinador, se os resultados não forem os melhores. Pode afirmar-se que o treinador tem uma comparticipação no sucesso da equipa

¹⁹ Será assumido, nesta dissertação, que a gestão da decisão é executada pelo gestor, o controlo da decisão é executado pelo conselho de administração, por exemplo, e o portador do risco residual é assumido pelo acionista. Os autores apresentam argumentos a favor à combinação dos três no processo de decisão, bem como argumentos a favor a sua separação. A separação de propriedade e controlo é executada, principalmente, em grandes e complexas organizações, em que existe um controlo dos problemas da agência, que resultam da separação da gestão da decisão do portador de risco residual, ao separar a Gestão do conselho de administração. Em organizações complexas, o conhecimento específico ao controlo da decisão é difundido por vários agentes internos. A eficiência do controlo da decisão e gestão da decisão é determinada pela difusão e delegação do controlo da decisão, tal como pela separação da gestão e controlo da decisão em toda a empresa. Desta forma, o conhecimento valioso ao processo de decisão pode ser utilizado onde é mais relevante (Fama & Jensen, 1983).

Jensen e Meckling (1976) discutem a hipótese do risco moral²⁰ como uma das fontes para os conflitos de agência. O incentivo para usufruir de regalias aumenta com a diminuição da participação do gestor na empresa. Numa empresa em que a estrutura acionista é muito diversa e em que o gestor tem uma participação muito reduzida, o incentivo a consumir regalias ou gratificações pode ser maior e, por conseguinte o incentivo a investir em projetos com VAL positivo é menor (Jensen & Meckling, 1976; Clacher *et al.*, 2010; Lei, 2006). Shleifer e Vishny (1989) afirmam que os gestores investem em ativos que se enquadram melhor nas suas competências pessoais, e que o valor desses investimentos será maior para os acionistas da empresa sob a Gestão do gestor em exercício do que com outro gestor. Esses investimentos aumentam o valor individual do gestor para a empresa, bem como os custos para o substituir.²¹

A retenção de ganhos pode ter efeitos nefastos para a empresa e gestor, já que os ganhos retidos podem ser investidos em projetos destruidores de valor ou de pouco valor. Desta forma os gestores podem ter preferência pela retenção de ganhos e investir em programas de diversificação (Jensen, 1986).

No que diz respeito ao horizonte temporal, Shleifer e Vishny (1990) e Stein (1988) relacionam o incentivo do gestor em valorizar as ações da empresa com o incentivo em escolher projetos de curto ou longo prazo. Segundo os autores, os gestores terão preferência por projetos de curto prazo, já que os projetos de longo prazo poderão modificar o valor das ações, ameaçando a posição do gestor na empresa.²² Lei (2006) afirma que os gestores preferirão projetos de curto prazo, ao invés de projetos de longo prazo, já que projetos de

²⁰ Risco moral acontece quando uma parte interessada é responsável pelos interesses da outra parte interessada, mas tem incentivo a colocar os seus próprios interesses em primeiro lugar (Dowd, 2009). Dowd (2009) explica que é um problema inevitável no sistema financeiro atual e que uma das principais tarefas do sistema financeiro é lidar com esse problema, para que ocorra com menor frequência. O autor exemplifica com o trabalhador que foge ao trabalho ou que prefere não trabalhar; a venda de um produto financeiro que não é do interesse da outra parte; ou a tomada de riscos que a outra parte terá que assumir mais tarde.

²¹ Lei (2006) cita ainda os estudos de Margiotta e Miller (2000) e Choe e Yin (2004) que afirmam que a utilização de um pacote de incentivos pode diminuir o risco moral, promovendo uma melhor performance do gestor e diminuindo o interesse do gestor a usufruir em benefício próprio.

²² O baixo valor das ações pode atrair interessados a adquirir a empresa a um preço muito abaixo do seu valor real. Gestores que inflacionam os ganhos da empresa, para valorizar o valor das ações, podem agir de tal forma para evitar o interesse de possíveis empresas adquirentes, temendo uma subvalorização das ações e possível consequente aquisição (Stein, 1988; Shleifer & Vishny, 1990). Stein (1988) atenta ao papel dos acionistas na reação do gestor face ao valor das ações. Os acionistas mais pacientes não temem ganhos baixos, já que atribuem esse valor a uma política de investimento de longo prazo, com vista a valorizar a empresa e acionistas. Assim, os gestores não terão incentivo a inflacionar ganhos já que os seus acionistas não temem os valores apresentados, não provocando uma subvalorização das ações. Por outro lado, acionistas mais impacientes poderão temer ganhos baixos, provocar uma subvalorização das ações e possibilitar a entrada de adquirentes, incentivando o gestor a inflacionar ganhos para valorizar o valor das ações.

curto prazo podem fortificar a posição do gestor na empresa, fugindo à instabilidade dos projetos de longo prazo.

No que diz respeito à última fonte de conflito de agência, aversão ao risco, na perspectiva do gestor, Jensen (1986) sugere a criação de dívida como forma de diminuir os conflitos de agência. Ao emitir dívida os gestores reduzem o cash flow disponível para utilizar em benefício próprio. Denis (2001)²³ e Fama (1980)²⁴ relacionam a ligação do capital humano do gestor com a empresa que gere. Brennan (1995) defende que a institucionalização dos mercados de capitais, diminui o risco de falência e de a empresa entrar em *default*, já que os gestores mais avessos ao risco preferem o financiamento via capitais próprios do que o financiamento via capital alheio. Clacher *et al.* (2010) afirmam que o “problema da aversão ao risco é acentuado quando o pagamento executivo é composto, principalmente, por um salário fixo ou onde as habilitações específicas do gestor são difíceis de transferir de uma empresa para outra” (pp. 147-148). Os autores afirmam ainda que decisões de investimento arriscadas podem levar a empresa à falência e danificar a reputação do gestor.

Os problemas da agência podem surgir de diversas formas. O problema de induzir o agente a maximizar a riqueza do principal é bastante generalizado e existe em todo tipo de relações, sejam elas profissionais, acadêmicas ou governamentais, por exemplo (Jensen & Meckling, 1976). Como referido anteriormente, a separação de propriedade e controlo é uma das grandes questões da teoria da agência, no entanto determinante para avaliar o desempenho de um gestor. Segundo Jensen e Meckling (1976), apesar de ser difícil referir qual o principal conflito de agência, é quase certo que a maior parte dos conflitos poderão surgir com a questão da propriedade e a participação do gestor na empresa, quanto menor for a sua participação na empresa menor o seu esforço para obter bons investimentos e retorno positivo para a empresa. O gestor pode perder incentivo para gerir ou melhorar o seu desempenho. Estes custos pessoais podem ter efeitos desgastantes para o valor da empresa (Jensen & Meckling, 1976). No contexto de aquisição hostil, a potencial aquisição por parte da empresa adquirente da empresa-alvo, se tiver benefícios para os acionistas, pode colocar em causa a manutenção do gestor na empresa-alvo, que vê a retirada do seu emprego e de benefícios associados com grande preocupação, podendo agir contra os interesses dos acionistas (Smadja, 2008). Desta situação divergente podem surgir os custos da agência referidos

²³ O autor afirma que a ligação do capital humano do gestor à empresa é muito forte, e que o seu rendimento está, vastamente, dependente da performance da sua empresa.

²⁴ O autor discute que os gestores ‘alugam’ uma grande parte do seu *stock* de capital humano à empresa. As ‘taxas de aluguer’ do seu capital humano dependem muito da performance da empresa durante a sua gestão.

anteriormente. Fama (1980) discute que a monitorização é feita não só entre agente e principal, mas também entre agentes, ou seja entre gestores. O autor considera que existe uma relação entre o desempenho de cada gestor na empresa, e que portanto existe interesse na monitorização dos gestores com posições hierárquicas inferiores por parte dos que são superiores, em termos hierárquicos, para além da existência de um conselho de administração.

2.2.1 Mecanismos da *Corporate Governance*

Corporate governance incorpora todos os mecanismos que permitem que o gestor trabalhe de forma alinhada com os interesses dos acionistas. Como tal deve encurtar a distância entre gestores e acionistas e ter um impacto positivo e de valor acrescentado para a empresa (Denis, 2001). Segundo Lei (2006) existem sete mecanismos de *governance*²⁵, os cinco primeiros internos, que dizem respeito à empresa, e os restantes externos. Apesar de não fazer parte do objetivo principal da dissertação, é importante clarificar cada um dos mecanismos.

2.2.1.1 *Corporate Boards*

Corporate boards discutem a composição dos conselhos de administração no processo de gestão. Os diretores funcionam como ‘administradores’ dos interesses dos acionistas e terão atenção ao comportamento dos gestores em nome dos investidores (Lei, 2006). Jensen (1993) discute que o tamanho do conselho de administradores tem influência no processo de gestão, já que quanto maior o conselho de administradores for, menos influência terá no processo de gestão. McColgan (2001) refere que as *corporate boards* devem monitorizar divergências entre gestores resolver problemas da agência. Fama e Jensen (1983) argumentam que os conselhos de administração deveriam ser independentes para assegurar melhor *governance*.

2.2.1.2 *Corporate Financial Policy*

“A estrutura financeira e políticas das empresas podem também ter fortes implicações para controlos da agência” (McColgan, 2001, p.26). Como referido anteriormente, Jensen (1986) defende a criação de dívida como forma de reduzir os conflitos da agência. Jensen e

²⁵ O autor divide-os em *corporate boards*, *corporate financial policy*, *blockholders and institutional investors*, *managerial remuneration*, *managerial ownership*, *the managerial labor market*, *the market for corporate control* (Lei, 2006).

Meckling (1976) defendem que maior dívida eleva os níveis de participação, dos que trabalham para a empresa, no sucesso da mesma, garantindo maior esforço para que a mesma seja bem-sucedida. No entanto, os custos de falência da dívida e os problemas causados pela falência atuam como mecanismos de encorajamento para os gestores serem mais eficientes (McColgan, 2001). Stulz (1990) afirma que dívida leva empresas ao subinvestimento, devido aos custos causados pela falta de credibilidade quando a Gestão afirma que não tem recursos internos para financiar projetos com VAL positivo. Harris e Raviv (1991) argumentam que o valor de liquidação da empresa aumenta quanto maior for a dívida, e que portanto a liquidação será a melhor estratégia; maior dívida resulta em maior probabilidade de *default*.

2.2.1.3 *Blockholders and Institutional Investors*²⁶

Blockholders são os grandes acionistas, que têm poder de aumentar o prêmio de uma potencial adquirente via competição (Burkart, 1995) ou reduzir um comportamento de *free-riding* por parte dos gestores, monitorizando-os de forma mais rigorosa, já que detêm mais capacidades, tempo e interesse (McColgan, 2001; Shleifer & Vishny, 1997). Num estudo de Denis, Denis e Sarin (1997) que concluem que existe uma correlação negativa entre o nível de diversificação e a detenção de ações por parte de *blockholders* externos, reduções na diversificação corporativa estão associadas com controlo corporativo externo, dificuldades financeiras e mudanças na Gestão. A compra de grande parte do capital por parte de investidores externos representa uma ameaça à Gestão e incentiva-a a trabalhar de forma mais eficiente (Denis *et al.*, 1997). Segundo Bethel *et al.* (1998), a compra de blocos de ações por parte de investidores externos é associada a um aumento do valor acionista e rentabilidade, e que esses investidores preferem empresas com maus desempenhos e diversificadas.

2.2.1.4 *Managerial Remuneration*

Os contratos de compensação executiva podem ter um papel significativo em alinhar os interesses dos acionistas e gestores, servindo como um importante incentivo financeiro para os gestores (Jensen & Murphy, 1990; McColgan, 2001; Shapiro, 2005). Os incentivos podem funcionar de forma diferente em diferentes gestores, que podem ser mais avessos ao risco que

²⁶ McColgan (2001) apresenta que, apesar de tudo, o debate sobre a sua influência no valor da empresa é, no mínimo, controverso. Bethel *et al.* (1998) afirmam que apesar de os *blockholders* terem um papel significativo na *corporate governance*, existe provas que eles podem ser tão egoístas como os gestores que é suposto monitorizarem.

outros (Shapiro, 2005). Elevados níveis de incentivos financeiros podem resultar em elevados níveis de desempenho (Jensen & Meckling, 1976), pelo mesmo caminho Haubrich (1991) defende a mesma ideia, mas que os incentivos não precisam de ser muito elevados. No entanto, Brennan (1995) defende que compensações monetárias não garantem completa coerência entre os objetivos dos acionistas e gestores. A compensação poderá ser de quatro tipos diferentes, segundo McColgan (2001): salário, bônus de performance, esquemas de opção de compra de ações, planos de incentivos no longo prazo.

2.2.1.5 *Managerial Ownership*

Uma das melhores formas de reduzir custos da agência e de alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas é tornar os gestores em proprietários também (Lei, 2006). Jensen e Meckling (1976) afirmam que a propriedade da empresa por parte dos gestores incentiva-os a investir em projetos com VAL positivo, melhorando o desempenho da empresa e diminuindo o consumo privado de benefícios e regalias pelo gestor. No entanto, Fama e Jensen (1983) argumentam que tal situação pode, também, diminuir o valor de mercado da empresa, isto acontece quando os gestores se tornam tão poderosos que perseguem os seus próprios interesses, ignorando acionistas externos à empresa.

2.2.1.6 *The Managerial Labor Market*

Fama (1980) argumenta que, considerando *managerial labor market*, a experiência anterior do gestor com sucessos ou falhanços na Gestão de outras empresas dizem muito das suas capacidades para gerir uma empresa, e que para além disso o desempenho da empresa pode ditar o futuro salário do gestor. Desta forma, os gestores serão compensados de acordo com a estimativa do mercado das suas experiências passadas. Hermalin (2005) afirma que maior diligência na monitorização do gestor, provoca um aumento no esforço do mesmo que, consequentemente, pode levar a um aumento da compensação. Renneboog e Trojanowski (2002) concluem que a substituição do gestor e sua compensação é muito dependente do seu desempenho, a substituição do gestor serve para punir o seu mau desempenho, enquanto a compensação tenciona premiar bom desempenho. Segundo o seu estudo, os autores concluem que os maus gestores só são despedidos aquando da divulgação de maus resultados, ou seja numa fase tardia, e que a compensação do gestor reflete as suas experiências passadas, tanto a nível de resultados como de mercado. Este mecanismo, apesar das suas limitações, consegue

punir os gestores que não ajam no interesse dos acionistas, encorajando-os a agir mais no interesse do acionista (McColgan, 2001).

2.2.1.7 *The Market For Corporate Control*

É um mercado que pode servir para transferir o controlo dos ativos da empresa para gestores mais competentes, aproveitando as divergências entre gestor e acionistas (McColgan, 2001; Lei, 2006). É um mercado pelo direito a controlar a Gestão dos recursos da empresa (Jarrell, Brickley & Netter, 1988). Jensen (1986) afirma que as aquisições ocorrem em resultado de quebras nos sistemas de controlo interno em empresas que estão a desperdiçar recursos e com substanciais *free cash flows*. Jensen e Ruback (1983) mostram que acionistas de empresas que tenham sido alvo de aquisições bem-sucedidas tiveram um aumento da sua riqueza, revelando melhoria de desempenho que a anterior Gestão não tinha conseguido atingir. No entanto, numa situação anterior à aquisição, a Gestão terá interesse em diminuir a probabilidade de uma possível aquisição, visto danificar a sua reputação e riqueza pessoal. Este mecanismo é visto como um último recurso, já que apenas pune gestores das empresas-alvo que têm um desempenho muito mau e não permite total coerência entre as ações dos gestores e a riqueza acionista (Jensen & Ruback, 1983; McColgan, 2001). Mikkelsen e Partch (1997) mostram que como mecanismo de prevenção, este acaba por não ter os resultados mais perfeitos, já que apenas no período ativo da aquisição se verifica uma relação entre substituição da Gestão e mau desempenho, mas que não existe relação nos períodos inativos.

Uma das características do mundo atual é sua constante mudança, principalmente num contexto de forte capitalismo. Apesar de o mercado funcionar com objetivo a atingir um equilíbrio, as mudanças persistentes a nível financeiro, macroeconómico, político ou social provocam desequilíbrios que potenciam divergências na relação entre gestores e *stakeholders*, sendo um determinante natural do contrato entre agente-*stakeholder* (Hill & Jones, 1992).

A relação entre *corporate governance* e teoria da agência é evidente e essencial. Jensen e Meckling (1976) afirmaram que a teoria da agência “conduziria a uma teoria rica das organizações que, neste momento, falta na economia e ciências sociais em geral” (p.309), sendo os primeiros autores a explorar de forma mais séria as relações entre agente e principal, principalmente no que diz respeito a gestores e acionistas.²⁷ A *corporate governance* é um

²⁷ Outros autores interpretam a teoria da agência como essencial no estudo de outras áreas, principalmente da gestão, e permite alargar o estudo da mesma a outros intervenientes na empresa para melhor compreender o

mecanismo que serve para diminuir os problemas da teoria da agência, incorporando um conjunto de mecanismos que facilitam a relação entre agente e principal. Tal pode acontecer através das estruturas e órgãos societários, sistemas de gestão e avaliação de performance, que incluem sistemas de incentivos e remuneração. Considerando que o objetivo é alinhar os interesses dos acionistas com gestores, sistemas de avaliação de performance, remuneração e incentivos podem ser cruciais para reduzir custos da agência. No entanto, pode não ser suficiente já que o sistema de valores dos agentes é essencial para determinar o seu comportamento (Neves, 2006).²⁸

2.3 *Bid Premium* (Prémio)

Bid Premium ou ‘prémio’, é a diferença entre valor oferecido pela empresa adquirente à empresa-alvo, e o valor real da empresa no mercado. Normalmente, os prémios são bastante elevados, devido ao facto da empresa adquirente querer uma resposta positiva por parte da empresa-alvo. Como já mencionado, a reação da empresa-alvo poderá variar o prémio lançado pela adquirente, e daí modificar a sua estratégia. Uma empresa-alvo com intenção de proteger os interesses da Gestão poderá utilizar estratégias defensivas para reprimir a proposta e proteger as suas posições; por outro lado, a utilização de estratégias defensivas poderá ser feita no interesse dos acionistas e da empresa no longo prazo, contribuindo para a maximização dos seus interesses (Schoenberg, 2003).

Num estudo feito entre 1996 e 1999 no Reino Unido, que estuda a relação entre a utilização de estratégias defensivas a aquisições e a variação do prémio, mostra que a capacidade da empresa-alvo conseguir aumentar o prémio, recorrendo a estratégias defensivas é bastante limitada. Daqui se consegue verificar a controvérsia e dúvida sobre a reação que a empresa-alvo pode ter, de forma a ter um prémio maior (Schoenberg, 2003).

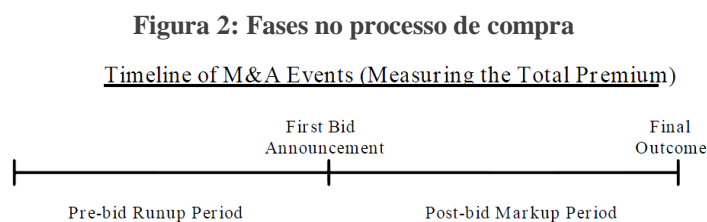
O conceito de prémio, *bid premium*, está frequentemente ligado com o comportamento que assegura o interesse do acionista, *shareholder interest*, já que existe evidência empírica que confirma uma correlação positiva entre o aumento da riqueza acionista e o aumento do prémio da empresa adquirente (Schoenberg & Thornton, 2006; Johansson & Torstensson, 2008). Desta forma, podemos então assumir a preferência por este comportamento numa

fenómeno da organização (p.ex., Hill & Jones, 1992; Eisenhardt, 1985, 1989; Kosnik, 1987; Freeman, 1984; Smadja, 2008).

²⁸ Considerando as diferenças culturais, Neves (2006) chega até a afirmar que, possivelmente, a teoria da agência não se aplica no Oriente, pois as normas e valores dos agentes são diferentes do Ocidente, dando os exemplos do Sri Lanka, Coreia do Sul e Singapura, que mostram menos problemas de agência.

tentativa de aumentar o valor do prémio de aquisição, segundo o estudo feito por Schoenberg e Thornton (2006).

De acordo com Schwert (1996), a concorrência provoca um aumento significativo no prémio de aquisição, confirmando os estudos de Bradley, Desai e Kim (1988) e de Comment e Schwert (1995). O autor tem em consideração quatro fases no processo de compra: período de preparação à pré-proposta, *pre-bid runup period*, que é o período anterior à proposta em que nenhuma informação será anunciada sobre as intenções da empresa adquirente, qualquer movimento anormal no preço da ação da empresa-alvo será considerado quando a proposta for efetuada; o anúncio da proposta, momento em que o público toma conhecimento das intenções da empresa adquirente, propício para o aparecimento de concorrentes; período de margem de lucro pós-proposta, *post-bid markup period*, que é muitas vezes relacionado com o período após o anúncio da proposta e que resulta das negociações entre empresa adquirente e alvo; resultado final, momento em que a empresa adquirente compra a empresa-alvo ou quando todas as empresas desistirem de a comprar.



Fonte: G. William Schwert (1996, p.3), "Markup Pricing in Mergers and Acquisitions". National Bureau Of Economic Research

Schwert (1994) tem em consideração o poder de negociação (adquirente e alvo), a informação assimétrica e a concorrência de outras empresas como conceitos fundamentais para a definição de duas hipóteses, substituição e margem de lucro, que levam ao estabelecimento do valor final da proposta. O autor define prémio como sendo a soma de runup com markup ($Premium = Runup + Markup$), sendo a margem de lucro, markup, o aumento do preço das ações a partir do momento que o anúncio público da proposta tenha sido feito. O autor mostra que o runup médio é cerca de metade do prémio pago às empresas-alvo em propostas de aquisição bem-sucedidas. Sendo runup a variação do valor das ações na fase antecedente ao anúncio da proposta, é de considerar que uma grande parte do prémio pago à empresa-alvo seja determinado e influenciado na fase anterior ao anúncio da proposta e apenas o restante prémio seja determinado em fase de negociações.

Franks e Mayer (1996) desenvolveram também um estudo sobre o comportamento do prémio numa proposta hostil. Os autores chegaram à conclusão que o prémio é maior numa proposta hostil do que numa amigável.²⁹

Davidsson e Oddbjörn (2013) exploram o conceito de prémio apoiando-se no conceito de *toehold*, como forma da empresa adquirente conseguir realizar a compra da empresa-alvo. Os autores utilizam o conceito de *toehold*³⁰ para poder determinar o valor do prémio e para determinar a probabilidade da aquisição ser bem-sucedida. A aquisição de ações da empresa-alvo no mercado é vantajosa pois diminui o número de ações a serem adquiridas a prémio. No entanto, os autores não conseguem chegar a um consenso final já que as opiniões sobre este assunto divergem imensamente. Usando o mesmo conceito, Burkart (1995) prova que introduzir *toeholds* num processo de licitação para aquisição da empresa-alvo leva a um pagamento excessivo, por parte da adquirente com ações da empresa-alvo. Pagamento excessivo leva a que a adquirente vencedora da licitação perca mais do que ganhe, obtendo uma perda líquida.

Como referido anteriormente, a concorrência é um argumento contra uma aquisição hostil já que leva a um aumento dos custos para a empresa adquirente. Sacchetto e Dimopoulos (2008) realizaram um estudo em que analisam o impacto da concorrência sobre o prémio, tendo como amostra propostas feitas por empresas americanas entre os anos 1988 e 2006. Os autores estudam duas grandes teorias, *preemptive bidding* e resistência da empresa-alvo³¹, e concluíram que prémios elevados são determinados, principalmente, por resistência da empresa-alvo ao invés de *preemptive bidding*.³²

²⁹ Foi também analisado o valor final do prémio numa proposta hostil bem-sucedida e malsucedida, e concluiu-se que o prémio é bem maior numa proposta hostil bem-sucedida do que numa malsucedida, muito devido ao facto de o mercado considerar que poderá haver alguma reestruturação após a proposta. Esta situação acontece, principalmente, nas propostas malsucedidas, a gestão receia perder as suas posições e rejeita a proposta, com a ameaça de reestruturação. Os autores concluem que apesar de o prémio pago ser maior nas propostas hostis, ele não é tão frequentemente relacionado com grandes mudanças ao nível da gestão (Franks & Mayer, 1996).

³⁰ Apesar do estudo do *toehold* não fazer parte do estudo para esta secção e tese, Davidsson e Oddbjörn (2013) estudam, através de diversos autores, as vantagens e desvantagens de ter um *toehold* na determinação do prémio e o sucesso de uma proposta. *Toehold* é a posição de propriedade num processo de aquisição. A posição pode ser de curto ou longo prazo. Se as ações da empresa-alvo forem adquiridas nos seis meses antes do anúncio de aquisição, então é curto prazo, se foram adquiridas há mais de seis meses antes do anúncio de aquisição, então é um *toehold* de longo prazo.

³¹ Teoria *preemptive bidding*, é uma teoria de antecipação que prevê que a empresa adquirente inicial oferece uma valorização elevada pela empresa-alvo, detendo um outro concorrente de competir pela compra da empresa-alvo. Esse valor representa o custo de deter concorrentes pela compra da empresa-alvo (Sacchetto & Dimopoulos, 2008; Fishman, 1985). Teoria de **resistência da empresa-alvo**, teoria que mostra a resistência da empresa-alvo a uma proposta da empresa-adquirente, se a proposta não for elevada o suficiente (Sacchetto & Dimopoulos, 2008).

³² No estudo realizado pelos autores, as adquirentes, num modelo de duas empresas adquirentes, são extremamente assimétricas nas suas propostas, a primeira empresa adquirente está disposta a pagar um prémio

Em sentido contrário, Fishman (1985) conclui que o prêmio inicialmente oferecido pela primeira empresa adquirente reflete o valor necessário para afastar um segundo concorrente, *preemptive bid*. O autor é um dos apoiantes da teoria *preemptive bidding* e criou um modelo, para provar os dados empíricos, baseado no processo de aquisição em ambiente concorrencial, custos de informação e informação assimétrica, com o objetivo de provar se o prêmio inicialmente oferecido é um custo para afastar potenciais concorrentes. O estudo de Aktas *et al.* (2009) também é consistente com a conclusão de Fishman (1985) de que o prêmio pode ser usado para afastar concorrência. Aktas *et al.* (2009) concluem, igualmente, que a existência de potenciais concorrentes, em processo de negociação de uma empresa adquirente com empresa-alvo sob ameaça de “leilão”, *ex-ante*, provoca um aumento do prêmio. Eckbo (2008) prova que o prêmio, em propostas bem-sucedidas com uma empresa adquirente, é maior do que o prêmio inicial médio oferecido numa licitação com várias empresas adquirentes, corroborando a teoria apoiada por Fishman (1985) e Aktas *et al.* (2009).

Uma negociação acérrima por parte da empresa-alvo leva a um aumento do prêmio, mas também pode levar a uma diminuição das taxas de sucesso de aquisição, portanto é preciso verificar se os efeitos líquidos desta defesa tiveram repercussões na riqueza acionista. Outra forma de aumentar o prêmio pode ser a de iniciar um processo de “leilão”, com diversos concorrentes, *multiple-bidder auction* (Schwert, 2000).³³ Chen e Cornu (2002) concluem, na mesma linha, que os processos de aquisição hostil promovem mais competição entre adquirentes e maiores prêmios pagos à empresa-alvo, no entanto as taxas de sucesso são menores do que em propostas amigáveis.

No estudo feito por Eckbo (2008) o autor prova que muitas empresas adquirentes, apesar de mostrarem confiança excessiva e de pagarem um prêmio elevado para tomar controle da empresa-alvo, elas mostram cautela no processo de proposta, como se agissem estrategicamente.

2.4 *Tender Offer*

de 97% acima do valor das ações da empresa-alvo, antes da proposta, e a segunda empresa adquirente está disposta a pagar um prêmio de 58% acima do valor das ações da empresa-alvo, antes da proposta. Em conclusão, mesmo que os custos de concorrência fossem reduzidos, a primeira empresa adquirente poderia oferecer um valor inicial relativamente baixo para afastar a segunda empresa adquirente como concorrente. Segundo os autores, a proposta inicial por parte de uma empresa adquirente sem concorrência reflete, a sua preocupação em afastar possível resistência da empresa-alvo ao invés de possível concorrência (Sacchetto & Dimopoulos, 2008).

³³ Schwert (2000) analisa propostas hostis entre 1975 e 1996 e conclui que existe forte relação entre hostilidade em processos de negociação e uma escolha estratégica da empresa-alvo em negociar, como forma de obter um maior prêmio.

Tender offer é outra forma de aquisição que, apesar de não ser um dos temas principais da dissertação, é importante perceber e que pode ser negociada ou hostil, também. *Tender offer*³⁴ é uma operação realizada pela empresa adquirente diretamente aos acionistas da empresa-alvo, de forma a adquirir ações da empresa. A operação especifica o preço por ação; método de pagamento, que pode ser em dinheiro, títulos ou ambos; percentagem das ações a ser adquiridas, que pode chegar a 100%; condições de aceitação das ações oferecidas, *tendered shares*; e por quanto tempo a operação estará disponível (Betton *et al.*, 2008).

No que diz respeito ao método de pagamento, como referido, pode tomar a forma de dinheiro, títulos³⁵ ou uma combinação de dinheiro e títulos. A *tender offer* utiliza, normalmente, dinheiro como método de pagamento que acarreta menos problemas burocráticos do que os títulos (DePamphilis, 2010). Até o declínio, no final dos anos 80, do mercado de *junk bonds*³⁶, o pagamento era principalmente feito em dinheiro. As empresas adquirentes tinham a capacidade de buscar fundos a estes mercados de *junk bonds* e pagar em dinheiro, o que incentivaria a empresa-alvo a aceitar a oferta (Gaughan, 2007).

Os custos associados à *tender offer* são mais elevados do que num negócio amigável, onde existe negociação entre as empresas. A *tender offer* pode ser vista como uma forma de escapar ao escrutínio da Gestão da empresa-alvo, que pode não desejar vender. A iniciação deste tipo de aquisição significa que a empresa-alvo será adquirida, mesmo que não seja pela empresa adquirente que lança esta oferta. A *tender offer* pode iniciar um processo de “leilão”, com outras empresas concorrentes, o que pode aumentar significativamente o custo da *tender offer*, mas também os ganhos para os acionistas (Gaughan, 2007). Existem quatro tipos principais de *tender offer*: negociada, *negotiated tender offer*, entre as empresas adquirente e alvo que resulta num processo amigável; hostil, *hostile tender offer*, quando a empresa-alvo não deseja nem espera este tipo de abordagem; a *tender offer* que é utilizada pela empresa quando deseja recomprar as suas próprias ações, *self-tender offer* (DePamphilis, 2011); e, por

³⁴ A *tender offer* só se tornou prática comum a partir de finais da década de 60 que, até lá, era vista como uma forma de aquisição “menos limpa”. No entanto, este tipo de aquisição tornou-se popular nos Estados Unidos e Grã-Bretanha, que a viam como um importante método de aquisição hostil como forma a obter controlo de outras empresas. Em 1968, foi aprovada uma lei, *Williams Act*, que legitimou a *tender offer* provocando um aumento na utilização deste tipo de aquisição. Como consequência o prémio médio pago pela empresa adquirente aumentou de 32% para 53%, mas também deu à empresa-alvo um período de tempo para montar a sua estratégia defensiva (Gaughan, 2007; Betton *et al.*, 2008).

³⁵ DePamphilis (2010) interpreta títulos como ações ou dívida. O autor discrimina o que os outros autores, por norma, não discriminam, no que diz respeito aos títulos, *securities*.

³⁶ *Junk Bonds* são títulos de elevado risco, baixo *rating* e que oferecem elevadas taxas de rentabilidade (Gaughan, 2007; Beckett, 1990). O mercado deste tipo de títulos cresceu, substancialmente, no final dos anos 70 até finais dos anos 80, promovendo o financiamento das empresas adquirentes através deste tipo de títulos, principalmente em aquisições hostis (Beckett, 1990; Taggart, 1987).

último, *tender offer* de duas fases, *two-tiered tender offer*³⁷, a primeira fase da operação oferece uma compensação mais elevada que a segunda fase, é uma *tender offer* que força os acionistas a oferecer as suas ações o mais cedo possível, de forma a evitarem fazer parte da segunda fase da operação (Gaughan, 2007).

A lei, *Williams Act*, de 1968 requer um mecanismo de “leilão” organizado: a *tender offer* tem de estar disponível por um período mínimo de 20 dias úteis; o prazo é, automaticamente, estendido por um período de 10 dias para revisões da proposta; os acionistas da empresa-alvo podem retirar todas as ações oferecidas, *tendered shares*, em 15 dias; a empresa adquirente tem de comprar as ações oferecidas, *tendered shares*, numa base *pro rata* entre os acionistas que ofereceram as suas ações (Betton *et al.*, 2008).

Se uma parte significativa dos acionistas estiver disposto a vender, não será necessária uma votação formal, *formal proxy*. A *tender offer* é, muitas vezes, comparada com a abordagem hostil, já que só é utilizada quando uma negociação amigável não é possível, forçando a Gestão da empresa-alvo a igualar a proposta da empresa adquirente. Assim, a empresa-alvo vê-se forçada a criar valor para os acionistas, convencendo os seus acionistas a não vender as suas ações. A *tender offer* tem de ser sempre pública e nunca pode ser negociada de forma privada, portanto o mercado tem sempre conhecimento deste tipo de aquisição. Em algumas situações, é possível combinar a *tender offer* com uma *proxy fight*, se a defesa da empresa-alvo for muito eficaz. A *tender offer* deve manter-se disponível durante vinte dias e a empresa adquirente deve aceitar todas as ações que são oferecidas até o final desse período (Machiraju, 2007). A resistência da empresa-alvo pode ser usada como uma alavanca para fazer com que a empresa adquirente aumente a sua oferta e, como referido anteriormente, provocar um ambiente de “leilão” que se pode traduzir num prémio mais elevado e como uma vantagem para a empresa-alvo (Gaughan, 2007).

Quando se escreve sobre *tender offer* existe, também, a tendência de estabelecer uma relação entre este tipo de aquisição e as compras em mercado aberto, *open market purchases*. As compras em mercado aberto são a aquisição de ações em mercado aberto - p.ex., mercado bolsista (Machiraju, 2007). A compra de ações é sempre feita de forma secreta para não provocar alterações nos preços das ações. Normalmente, estas compras de ações são realizadas por empresas fictícias, *shell companies*, escondendo a verdadeira identidade da

³⁷ É vista como uma forma coerciva de aquisição, já que força os acionistas a oferecer as suas ações rapidamente, de forma a não ficarem posicionados na segunda fase da operação (Gaughan, 2007).

empresa adquirente.³⁸ Para a *tender offer* ter hipótese de sucesso define-se a percentagem de 5% de ações adquiridas pela empresa adquirente como um valor mínimo para avançar com a *tender offer*. No entanto, apesar da compra em mercado aberto poder indicar um prenúncio de que uma *tender offer* poderá ocorrer, a compra em mercado aberto pode, também, ser vista como uma alternativa à *tender offer* (Cox & Hazen, 2003; Gaughan, 2007).³⁹ Apesar de a compra em mercado aberto ter algumas vantagens, face à *tender offer*, como custo e problemas burocráticos, a *tender offer* ainda assim fornece mais segurança à empresa adquirente.⁴⁰

A *tender offer* pode também ser uma forma de resolver o problema da agência, como abordado anteriormente, principalmente se a empresa adquirente optar por uma *hostile tender offer*. A existência deste tipo de operação funciona como um mecanismo de controlo sobre os gestores mais egoístas que só têm em consideração o seu próprio bem-estar, não promovendo os interesses dos acionistas (Gaughan, 2007; Offenbergl & Pirinsky, 2014). A legislação foi criada para resolver este tipo de aquisição de forma rápida e eficiente (Offenbergl & Pirinsky, 2014).⁴¹

3. Estratégias defensivas

A possível ocorrência de uma aquisição hostil impõe um conflito de interesses para a Gestão da empresa-alvo, que vê esta hipótese como uma perda no seu bem-estar. Desta forma, muitos gestores poderão utilizar estratégias defensivas para assim se protegerem, muitas vezes à custa do bem-estar dos seus acionistas e da eficiência da economia (Jarrell *et al.*, 1988). Por

³⁸ Esta situação ocorre, muitas vezes, antes de uma *tender offer* se verificar, dando à empresa adquirente vantagem sobre a empresa-alvo e aumentando a possibilidade da *tender offer* ter sucesso. Assim, a empresa adquirente pode vir a controlar uma parte do conselho de administração e colocar-se em melhor posição no caso de uma *proxy fight* e maior possibilidade de ter benefícios futuros (Gaughan, 2007).

³⁹ A barreira dos 25% de ações adquiridas pela empresa adquirente pode ser um indicador que a intenção é tomar controlo da empresa-alvo via compra em mercado aberto ou através da tática *street sweep* (Cox & Hazen, 2003). O termo *street sweep* é utilizado quando a empresa adquirente adquire, de forma massiva, ações da empresa-alvo. Esta tática faz prever uma tentativa de aquisição, controlo da empresa-alvo e foi muito utilizada em meados dos anos 80. Muitas vezes ocorre após uma tentativa falhada de uma *tender offer* e pode tomar várias formas: empresa adquirente utiliza *street sweep* para tomar controlo da empresa-alvo; empresa-alvo recompra ações adquiridas por empresa adquirente, evitando controlo da empresa adquirente; uma segunda empresa adquirente utiliza *street sweep* para competir com uma *tender offer* disponível (Oesterle, 1989).

⁴⁰ No caso de não se conseguir adquirir, pelo menos, 51% das ações da empresa-alvo, a empresa adquirente pode continuar com uma posição minoritária que pouco ajuda na aquisição da empresa-alvo; a compra em mercado aberto é difícil de manter em segredo, podendo provocar subidas no preço das ações e consequente subida do prémio com a relutância dos acionistas em vender as suas participações na empresa-alvo (Gaughan, 2007).

⁴¹ A *tender offer* pode até ser preferida à fusão, segundo Offenbergl e Pirinsky (2014) a *tender offer* é mais rápida que a fusão, mas mais cara, e mais utilizada para aquisições em ambientes, estrategicamente, mais importantes e competitivos.

outro lado, os gestores podem também proteger os interesses dos acionistas, acionando defesas com esse objetivo. Nesse caso o grande desafio para os gestores é conhecer quais as melhores estratégias defensivas que defendem os interesses dos seus acionistas e, mesmo assim, manter a independência da empresa ou até forçar as empresas adquirentes a melhorar as suas propostas (Pearce & Robinson, 2004).

As potenciais adquirentes preferem empresas sólidas mas que tenham algum grau de ineficiência, por exemplo má gestão. Uma empresa que seja demasiadamente vulnerável, ineficiente e mal gerida pode, também, não interessar a potenciais adquirentes. Da mesma forma, uma empresa muito sólida, em que a hipótese de alteração na Gestão é mínima ou quase nula, pode desincentivar o interesse de potenciais adquirentes na empresa. O principal objetivo em adquirir outra empresa é o controlo, controlo da Gestão e tomada de decisões, se esse objetivo não for atingido então a aquisição pode não parecer tão apetecível para a empresa adquirente (Yadav, 2011). Ao utilizar estratégias defensivas, a Gestão da empresa-alvo pode ganhar tempo para fortalecer a sua defesa, utilizar outras defesas, ou obrigar a empresa adquirente a aumentar o valor da proposta (DePamphilis, 2010). Assim, a empresa-alvo pode iludir os objetivos estratégicos da empresa adquirente de expansão, aumento de poder de mercado ou ganho de eficiência e economias de escala (Yadav, 2011).

Estratégias defensivas são impedimentos a possíveis empresas adquirentes de forma a travar uma proposta indesejada ou aumentar a proposta lançada pela empresa adquirente (DePamphilis, 2010; Yadav, 2011). Stokka (2013) classifica-as como ações tomadas pela empresa-alvo para desviar a tentativa de aquisição hostil. No Reino Unido, foi após a Segunda Guerra Mundial que foram desenvolvidas as primeiras estratégias defensivas com o surgimento das aquisições hostis, que se massificaram devido à perda de valor de muitas empresas que as tornaram alvos atraentes para potenciais adquirentes (Stokka, 2013). Foi durante a década de 80 que se gerou um aumento significativo nas operações de aquisição hostil, o que obrigou a uma melhoria e aprimoramento nos mecanismos de estratégias defensivas ao dispor das empresas (Ahlqvist, 2004; Gaughan, 2005). Quando se discute o tema de estratégias defensivas é obrigatório abordar os conceitos de Proteção de Gestão, *management entrenchment*, e Interesse do Acionista, *shareholder interest*, já que existem os dois tipos de abordagens aquando o anúncio de uma proposta hostil.

Existem dois tipos de estratégias defensivas: preventivas ou pré-proposta que são estratégias defensivas colocadas em prática, pela empresa-alvo, antes de qualquer proposta ser realizada; ativas ou pós-proposta que são estratégias defensivas colocadas em prática, pela

empresa-alvo, após uma proposta ter sido feita (Gaughan, 2005).⁴² As estratégias defensivas pré-proposta servem para prevenir a empresa-alvo de receber uma oferta não desejada, por parte de uma potencial empresa adquirente. Desta forma, se as estratégias tiverem sucesso a empresa pode ganhar tempo e utilizar outras estratégias defensivas após uma proposta ter sido recebida. Por sua vez, as estratégias defensivas pós-proposta são utilizadas para tornar a empresa-alvo menos atrativa para a empresa adquirente (DePamphilis, 2011).

Figura 3: Quadro-resumo: estratégias defensivas

| Pre-bid Defenses | Post-bid Defenses |
|-------------------------|-----------------------------|
| Blowfish | Attack the logic of the bid |
| Poison Pills | Corporate Restructuring |
| Share Repurchase | Crown Jewel Defense |
| Shark Repellants | Greenmail |
| | Management Buyout |
| | Pac-Man |
| | Positive Publics Info |
| | Share Repurchase |
| | Scorched Earth |
| | White Knights, White Squire |

Fonte: Adaptado de Johansson & Torstensson (2008, p.12)

3.1 Estratégias defensivas preventivas ou pré-proposta

Como referido anteriormente, as estratégias defensivas preventivas ou pré-proposta são utilizadas antes de uma proposta ser recebida pela empresa-alvo (Gaughan, 2005). A aplicação destas estratégias pode tornar a possível aquisição mais cara e difícil, no entanto a sua aplicação pode não garantir, por completo, a independência da empresa-alvo (Gaughan, 2007). O crescimento do mercado das aquisições e sua evolução obriga a um aprimoramento das estratégias defensivas, de forma a criar uma linha de defesa mais robusta para a empresa-alvo (Ahlqvist, 2004; Geraldes, 2009).

⁴² Apesar de muito variadas e numerosas (Ahlqvist, 2004), as estratégias defensivas são proibidas em alguns países devido a impedimentos legais (Johansson & Torstensson, 2008). Jarrell *et al.* (1988) preferiram distinguir as estratégias defensivas em estratégias que necessitam de aprovação acionista e as que não necessitam de aprovação acionista, ao invés da tradicional separação em pré- ou pós-proposta.

3.1.1 Poison-pills

A *poison-pill*⁴³, pílula envenenada, é reconhecida como uma das estratégias defensivas mais eficazes, segundo Gaughan (2005) é a mais eficaz, pois consegue encarecer o valor de aquisição aumentando, assim, o valor da operação para a empresa adquirente. Esta estratégia permite a criação de títulos de direitos especiais, que permite que o detentor desses direitos possa comprar ações a metade do preço, aquando uma proposta hostil (Gaughan, 2005; Weston *et al.*, 2004; Geraldles, 2009; Eckbo, 2008; Bebchuk *et al.*, 2007). As *poison-pills* foram criadas em 1983 e revolucionaram, por completo, a capacidade defensiva de uma empresa que seja alvo de uma tentativa de aquisição hostil (Bebchuk *et al.*, 2007). O objetivo da Gestão da empresa-alvo é não só travar a aquisição como aumentar, significativamente, o valor do prémio (Gaughan, 2005; Bebchuk *et al.*, 2007). Malatesta e Walkling (1988) analisaram o impacto da *poison-pill* no preço das ações da empresa-alvo e concluíram que, em média, o anúncio desta medida provoca retornos acionistas menores, que só são contrariados aquando a retirada desta medida, aumentando o preço das ações. Quando o valor do prémio oferecido satisfazer a Gestão da empresa-alvo, esta estratégia pode ser facilmente retirada, mas enquanto estiver ativa mais nenhuma defesa é necessária, já que a tentativa de aquisição fica bloqueada (Gaughan, 2005; Bebchuk *et al.*, 2007). No entanto, ainda é possível contornar esta defesa se a empresa adquirente lançar um *proxy contest* juntamente com a oferta, se o *proxy contest* tiver sucesso então o conselho de administração será substituído por diretores que rescindam da *poison-pill* (Eckbo, 2008).

3.1.2 Defesa *Blowfish*

O objetivo desta estratégia defensiva é desincentivar a aquisição da empresa-alvo por parte da empresa adquirente, intimidando empresas adquirentes com recursos limitados a apresentar uma proposta. A empresa-alvo adquire novos ativos com o propósito de forçar a empresa a crescer, aumentando o seu valor ao mesmo tempo que os seus ativos líquidos diminuem. A diminuição dos recursos financeiros da empresa funciona como um efeito secundário (Johansson & Torstensson, 2008).

⁴³ Uma das mais frequentes é a utilização de warrants ou opções, que podem ser terminadas aquando de uma proposta amigável. *Call-Plans*, plano para exercer a opção de compra de ações, assim que uma proposta hostil é realizada. O preço de exercício destas opções é muito reduzido permitindo a diluição do capital da empresa-alvo, tornando-a menos atrativa. *Put-Plans*, plano que dá o poder ao seu detentor de exercer a opção de vender ações à empresa, aumentando o prémio pago pela adquirente, para eliminar as opções de venda (Weston *et al.*, 2004).

3.1.3 *Shark Repellents (Staggered Board, Golden Parachutes, Reincorporação e Supermajority Rules)*

Apesar de existirem diversas estratégias defensivas no grupo dos *Shark Repellents*, a atenção será apenas focada nas quatro acima indicadas.

São tipos específicos de defesas alcançadas através de melhorias ou alterações nos estatutos das empresas (DePamphilis, 2010). Esta estratégia tem como objetivo tornar mais difícil a aquisição da empresa-alvo por parte de uma empresa adquirente (Johansson & Torstensson, 2008) e são aplicadas com o intuito de reforçar a capacidade da Gestão ou conselho de administração de reter o controlo da empresa (DePamphilis, 2010).

A *Staggered Board* consiste num agrupamento do conselho de administração da empresa-alvo (classes ou grupos, por exemplo). Cada classe ou grupo representa uma percentagem das posições no conselho de administração (33%, por exemplo), e é eleita, democraticamente, em cada ano. Cada eleição só pode ser realizada para uma das classes, travando a escolha da direção do conselho de administração. Esta medida coloca um travão na aquisição, pois prolonga o processo de influência, que a empresa adquirente necessita para adquirir a empresa-alvo o mais rápido possível (DePamphilis, 2010; Yadav, 2011; Gaughan, 2005).

Golden Parachutes representa um bónus para a gestão se forem forçados a abandonar as suas posições. Receberão um valor muito alto em dinheiro ou ações, se abandonarem, o que tornará a operação muito cara para a empresa adquirente (Yadav, 2011).

DePamphilis (2010) define Reincorporação adaptando o conceito ao espaço americano, referindo-se a estados. Uma potencial empresa-alvo pode mudar de estado em que está incorporada para um estado que seja mais favorável à utilização de estratégias defensivas. A empresa-alvo cria uma subsidiária no novo estado fundindo, mais tarde, a empresa-mãe com a subsidiária.

*Supermajority Rules*⁴⁴ é uma estratégia que necessita de uma maior percentagem de aprovação para aprovar uma fusão ou aquisição, por exemplo. Se esta medida for implementada a percentagem de aprovação necessária para a aquisição acontecer poderia estar na ordem dos 67-90%, dificultando a sua aquisição (Jarrell *et al.*, 1988; DePamphilis, 2010).

⁴⁴ Medida aprovada pelos acionistas, mas posta em prática pela Gestão ou conselho de administração. Estratégia pode ser alterada, caso o conselho de administração mude de atitude face à proposta, diminuindo o intervalo percentual de aprovação, por exemplo (DePamphilis, 2010).

3.2 Estratégias defensivas ativas ou pós-proposta

Como referido anteriormente, as estratégias defensivas ativas ou pós-proposta são utilizadas, pela empresa-alvo, após a receção de uma oferta não solicitada ou quando se prevê que seja alvo de uma proposta hostil, podendo utilizar-se uma medida ou uma combinação (Gaughan, 2007; Geraldles, 2009). A defesa poderá passar por um esforço de relações públicas e a procura de outras propostas amigáveis, contrapondo a proposta hostil inicial. Tem, igualmente, o objetivo de tornar a empresa-alvo menos atrativa para a empresa adquirente (DePamphilis, 2011).

3.2.1 *White Knight e White Squire*

Uma forma de evitar ser controlado por uma empresa adquirente é procurar ser adquirida por uma empresa sob melhores condições que as oferecidas pela empresa inicial (Machiraju, 2007). O *White Knight* será um comprador mais desejado que toma o controlo da empresa-alvo, mas sob melhores condições que poderão englobar um preço mais alto por ação ou manutenção da Gestão (Weston *et al.*, 2004; Geraldles, 2009; DePamphilis, 2010). O *White Squire* tem uma função mais amigável adquirindo, apenas, uma pequena parte das ações que seja suficiente para afastar a adquirente do processo. O *White Squire* opõe-se ao *White Knight* já que não tenciona tomar o controlo da empresa-alvo, podendo ser recompensado com elevados dividendos, descontos nas ações adquiridas ou um lugar no conselho de administração (Weston *et al.*, 2004; Gaughan, 2007).

3.2.2 *Greenmail*

Basicamente, *Greenmail* é a recompra de ações, a um prémio maior que o valor de mercado, a um acionista que tenha feito uma proposta hostil ou ameaçado com uma, de forma a travar uma potencial aquisição hostil (DePamphilis, 2010). Esta medida é vista pela justiça como discriminatória e injusta já que nem todos os acionistas têm oportunidade de vender de volta as suas ações à empresa a um preço acima do valor de mercado (DePamphilis, 2011; Yadav, 2011). Outra crítica é que esta pode defesa pode beneficiar mais a adquirente como forma de ganhar lucro rápido, podendo atrair novos adquirentes (Gaughan, 2007).

3.2.3 *Reestruturação e reorganização empresarial e Crown Jewel*

A Reestruturação e reorganização empresarial tem como objetivo reestruturar a empresa, de forma a torná-la menos atrativa. A venda de ativos, subsidiárias; a concentração no negócio central da empresa e cisão de outro tipo de negócios; voltar a deter a maioria das ações, pagando um prémio substancial aos seus acionistas, tomando daí o controlo maioritário da empresa; ou a mais extrema, liquidação da empresa, pagando aos credores e acionistas, prémio de liquidação (Yadav, 2011; DePamphilis, 2010; Johansson & Torstenson, 2008).

A defesa *Crown Jewel*, pode funcionar como um ramo da Reestruturação e reorganização empresarial e, consiste em vender os ativos mais valiosos da empresa. Assim, a empresa-alvo vende uma parte ou todos os ativos valiosos como forma de tornar a empresa menos atrativa para a empresa adquirente, que perde motivação na aquisição da mesma. Uma forma de voltar a deter os ativos após venda é vendê-los a uma terceira empresa, *White Knight*, que aquando da retirada da proposta por parte da empresa adquirente pode vendê-los à empresa-alvo a um preço, anteriormente, fixado (Zarin & Yang, 2007; Yadav, 2011).

3.2.4 *Attack the Logic of the Bid* e Ação Judicial

*Attack the Logic of the Bid*⁴⁵ é um processo de influência tomado pela administração ou Gestão para convencer que uma possível fusão ou aquisição pode ser contundente para a empresa. Por norma, a administração ou Gestão insiste que o valor oferecido não reflete o verdadeiro valor da empresa; ou que a empresa adquirente é incompetente e que só quer adquirir os seus ativos (Weston *et al.*, 2004).

Ação Judicial é uma estratégia desenhada com a finalidade de ganhar tempo para conceber uma melhor estratégia defensiva ou forçar a empresa adquirente a retirar a oferta ou aumentar os custos de aquisição. A empresa-alvo recorre às leis determinadas por entidades de regulação, alegando violação de leis anti concorrência ou práticas fraudulentas por parte da empresa adquirente (Gerald, 2009; Yadav, 2011).

3.2.5 Defesa *Pac-man*

A defesa *Pac-man* é uma das defesas mais extremas, mas raramente usada. Consiste numa contraoferta da empresa-alvo à empresa adquirente e é apenas utilizada quando a empresa-alvo tem maior capacidade e dimensão que a empresa adquirente (Gaughan, 2007;

⁴⁵ Esta política pode ter consequências nocivas para a administração, já que podem ser acusados pelos acionistas de tentarem manter, a todo o custo, as suas posições (Weston *et al.*, 2004)

Yadav, 2011). Ambas empresas poderão acabar o processo com uma dívida muito elevada, podendo levar à falência de ambas as empresas (Geraldes, 2009). Um incentivo para a utilizar é se a empresa-alvo quiser comprar a empresa adquirente, numa proposta posterior (Johansson & Torstensson, 2008).

3.2.6 *Management Buyout* (MBO), Recompra de ações, Info Pública Positiva e Simplesmente dizer “Não”

A MBO⁴⁶ é uma medida que se provou efetiva e que é, muitas vezes, comparada com a *White Knight*. Defesa em que a Gestão em exercício aumenta a sua posição na empresa-alvo, através de investidores externos (Shleifer & Vishny, 1987; Weston *et al.*, 2004).

A Recompra de ações tem sido utilizada como uma forma de travar uma aquisição hostil (Johansson & Torstensson, 2008). A recompra de ações que estejam disponíveis no mercado pode ter diversas vantagens.⁴⁷ No entanto, pode não ser utilizada como estratégia defensiva se o objetivo for o de aumentar o valor das ações, e vice-versa (Johansson & Torstensson, 2008).

A empresa lança Informação Pública Positiva como forma de aumentar o valor das ações e, dessa forma, valorizar a empresa-alvo, tornando uma potencial aquisição mais cara (Johansson & Torstensson, 2008).

Simplesmente dizer “Não” é a mais simples estratégia defensiva que uma empresa-alvo pode utilizar. A empresa-alvo recusa-se a retirar qualquer tipo de defesa e a apresentar a proposta perante os acionistas. A empresa-alvo afirma ter melhores planos para os seus acionistas, fornecendo mais dinheiro aos acionistas e recusando-se a tomar mais medidas (Gaughan, 2007).

4. Estudo dos acontecimentos

⁴⁶ Segundo o estudo de Weston *et al.* (2004) esta defesa pode ser “uma faca de dois gumes” já que apesar de efetiva, também provoca um aumento no endividamento da empresa, atraindo novos potenciais adquirentes. De acordo com Shleifer e Vishny (1987), a MBO permite a manutenção de uma Gestão que se recusa a sair e, principalmente, nas décadas 70 e 80 a MBO tornou-se uma defesa viável a uma Gestão com objetivo de afastar a proposta hostil, lidando com as consequências dessa mesma defesa.

⁴⁷ As ações adquiridas deixam de estar disponíveis à empresa adquirente; desvia as ações dos arbitragistas, que as vendem ao melhor preço as ações à empresa adquirente; esgota os recursos da própria empresa, com isto a empresa pode esvaziar as suas reservas, não dando hipótese à empresa adquirente de utilizar essas reservas para pagar a dívida ocorrida com a aquisição; aumenta o valor dívida, desmotivando a adquirente em relação à aquisição, esgotando a alavancagem que podia ser utilizada pela empresa adquirente para financiar a operação; e aumenta o valor das ações, com diminuição do número de ações (Gaughan, 2007; Geraldes, 2009).

Para completar um dos objetivos desta dissertação, que tem por finalidade o estudo do comportamento do preço das ações das empresas envolvidas numa oferta pública de aquisição aquando o anúncio preliminar por parte da empresa adquirente ao público, é necessário recorrer ao estudo de dois modelos que têm por base o estudo dos acontecimentos.

Beaver (1968)⁴⁸ estuda o impacto da informação no volume e preço das ações das empresas envolvidas. O mesmo se aplica no caso de um anúncio preliminar de uma oferta pública de aquisição. No seu estudo Beaver (1968) define informação como uma mudança nas expectativas sobre o resultado de um evento, de tal maneira que a informação pode ter impacto nos investidores se levar a uma mudança nas expectativas e comportamento dos mesmos. Beaver (1968) conclui que a informação tem um impacto muito significativo nas variações de volume e preço das ações e que os investidores tomam a informação como uma variável significativa. O autor conclui que houve uma mudança nas cotações das ações durante a semana do anúncio 67% maior do que a média de cotações no período que não houve anúncio. Essa atividade anormal prolonga-se até os períodos posteriores ao anúncio com réplicas, podendo atingir os 10-15% nas duas semanas após o anúncio.

Pelo mesmo caminho, o estudo de Ball e Brown (1968) utiliza o modelo de regressão linear e o modelo Naive que prevê que os ganhos por ação do ano corrente não serão diferentes dos ganhos por ação do ano transato, para identificar bons ou maus anúncios de ganhos por ação. Os autores dividiram a amostra em duas partes: instantes em que os ganhos residuais eram positivos, ou seja os ganhos verificados foram superiores aos previstos; e instantes em que ganhos residuais eram negativos, ou seja os ganhos verificados eram inferiores aos previstos. Os resultados mostraram que apesar de maior parte das variações de preço acontecerem antes do anúncio de resultados, 10 a 15% das variações de preço ocorrem no mês do anúncio.

Agrawal *et al.* (1992) focam-se na performance anormal das ações, principalmente no que diz respeito à realização de uma fusão. Os autores concluem que as empresas adquirentes têm uma performance abaixo do esperado após uma fusão, perdendo cerca de 10% da riqueza ao longo dos cinco anos subsequentes à fusão.

Bradley *et al.* (1988) estudaram as operações públicas de aquisição no que diz respeito aos ganhos para as empresas-alvo. Os autores estudaram 236 operações, nos EUA, durante 21

⁴⁸ O autor confirma que as mudanças, uniformes, de preços aquando o lançamento de informação sobre o desempenho da empresa mostra a informação é vista pelos investidores como uma ferramenta muito importante. As expectativas dos investidores e mercado são alteradas com a informação divulgada.

anos e verificaram que o valor das ações das empresas-alvo, numa operação do gênero, aumenta, em média, 35%. Pelo mesmo caminho, Eckbo e Langhor (1989) concluíram para 90 operações, em França, que o valor das empresas-alvo aumenta, em média, 16,48%. Mesmo em caso de insucesso as cotações das empresas-alvo mantêm-se elevadas, devido à possibilidade de ocorrência de uma nova OPA, alteração de políticas por parte da Gestão e pela operação ser reveladora de informação⁴⁹ (Bradley *et al.*, 1988).

Jensen e Ruback (1983) mostram que as empresas-alvo ganham retornos anormais⁵⁰ positivos no mês do anúncio da operação de aquisição, em operações bem-sucedidas e malsucedidas. No caso das operações malsucedidas, as empresas que não receberam propostas adicionais, nos dois anos seguintes, perdem os retornos obtidos; as empresas que receberam propostas adicionais conseguem retornos ainda maiores aos anteriores. Dodd e Ruback (1977) e Affleck-Graves *et al.* (1988) chegam às mesmas conclusões. As empresas-alvo ganham retornos anormais positivos significativos, principalmente no mês da oferta de aquisição por parte da empresa adquirente. Os retornos para as empresas-alvo verificam-se, independentemente, da oferta ser bem ou malsucedida (Dodd & Ruback, 1977).

Em relação às empresas adquirentes existe algum conflito bibliográfico, no que respeita aos retornos anormais para as empresas adquirentes. Affleck-Graves *et al.* (1988) concluem que não prova imediata que haja retornos anormais positivos para as empresas adquirentes. Jensen e Ruback (1983) afirmam que as empresas não perdem. Dodd e Ruback (1977) comprovam que, nos doze meses anteriores à oferta, os acionistas das empresas adquirentes obtêm retornos anormais positivos significativos. Asquith e Kim (1982) mostram que as empresas adquirentes obtêm retornos anormais negativos ou quase insignificantes durante o período do anúncio de aquisição, no que diz respeito a operações conglomeradas.

Capron e Pistre (2002) estudam, igualmente, os retornos anormais das empresas adquirentes, numa amostra de 101 aquisições horizontais e concluem que as adquirentes não ganham retornos anormais quando só recebem recursos da empresa-alvo.⁵¹ Mas por oposição, pode haver expectativa nas empresas adquirentes ganharem retornos anormais quando transferem os seus próprios recursos para a empresa-alvo.

⁴⁹ As operações são reveladoras de informação pois existe assimetria de informação entre Gestão de empresa-alvo e seus acionistas, conduzindo a uma subavaliação da empresa-alvo. A empresa adquirente, com mais informação, tenta beneficiar-se com a operação (Bradley *et al.*, 1988).

⁵⁰ Retornos anormais são medidos calculando-se pela diferença entre os retornos verificados e os esperados (Jensen & Ruback, 1983).

⁵¹ Conclui-se que é possível, neste caso, que múltiplas empresas adquirentes, multiple bidders, tenham retirado todos os ganhos da empresa adquirente que foi bem-sucedida (Capron & Pistre, 2002).

Parte II – Estudo Empírico

5. Objetivos e levantamento de hipóteses

O primeiro objetivo do estudo empírico visa perceber quais as melhores estratégias defensivas que as empresas aplicaram em Portugal, desde 1990, perante uma operação de aquisição hostil. Com a exploração deste objetivo pretende-se perceber quais as estratégias defensivas mais eficazes utilizadas pelas empresas envolvidas, tendo em consideração as respostas aos inquéritos colocados, através de uma tabela hierarquizada em função de eficácia. O estudo deste primeiro propósito teve subjacente a compreensão do tema das fusões e aquisições, nomeadamente o conceito de aquisição hostil e os diferentes argumentos contra e a favor deste tipo de operações. Além disso, ainda permitiu discutir assuntos relacionados com a reação do gestor a uma proposta hostil, como por exemplo a teoria da agência e *corporate governance*, a proteção da gestão, o interesse do acionista e a *tender offer*.

O segundo objetivo do estudo empírico visa analisar o comportamento do preço das ações das empresas envolvidas numa oferta pública de aquisição. Desta forma, pretende-se detetar quais das empresas – adquirentes e empresas-alvo – ganham com a divulgação do anúncio preliminar de uma OPA. Para este estudo foram consideradas as operações registadas no período entre os anos 2000 e 2014.

No intuito de desenvolver o trabalho empírico em ordem aos objetivos traçados procedeu-se à formulação de dois conjuntos de hipóteses de estudo.

Hipóteses associadas ao primeiro objetivo:

H₁: nem todas as estratégias defensivas, perante uma OPA, têm o mesmo efeito

H₂: nem todas as empresas-alvo têm acesso às estratégias defensivas disponíveis

H₃: pode identificar-se um padrão hierarquizado nas estratégias defensivas das empresas-alvo

Hipóteses associadas ao segundo objetivo:

H₄: anúncio preliminar tem impacto positivo nos retornos médios anormais das empresas-alvo

H₅: anúncio preliminar tem impacto positivo nos retornos médios anormais das empresas adquirentes, no entanto inferior ao das empresas-alvo.

H₆: os retornos das empresas envolvidas reagem fortemente à divulgação do anúncio preliminar de uma oferta pública de aquisição

6. Amostra e dados

A amostra original considerada para o estudo empírico associado ao primeiro objetivo da dissertação é composta por 192 ofertas públicas de aquisição⁵², registadas entre 1991 e 2014, em que intervieram empresas adquirentes e empresas-alvo. A amostra original considerada para o estudo associado ao segundo objetivo é composta por 100 OPA's ocorridas desde o ano 2000 até ao ano 2014.

A análise qualitativa apenas é realizada com as empresas que responderam aos inquéritos submetidos oportunamente.

A análise quantitativa apenas é realizada com operações em que estiverem disponíveis os preços do par (adquirentes / empresas-alvo) das ações das empresas envolvidas. O levantamento das operações foi realizado a partir da informação disponível nos relatórios anuais e nos boletins de cotação da CMVM, bem como em outros meios de comunicação social.

O tratamento dos dados quantitativos seguiu os procedimentos adotados nos modelos descritos pelo autor Beaver (1968) e pelos autores Ball & Brown (1968) na investigação apresentada no domínio do estudo dos acontecimentos. Neste contexto, calcularam-se os retornos R_{it} logarítmicos das ações das empresas envolvidas nas OPA's e do índice do mercado português (PSI-20), em que $P_{i,t}$ e $P_{i,t-1}$ expressam as cotações das ações da empresa i em duas semanas consecutivas e $I_{m,t}$ e $I_{m,t-1}$ expressam os níveis do índice m em duas semanas consecutivas:

⁵² Ver Apêndice 1.

$$R_{it} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right) \quad (1)$$

$$R_{mt} = \ln\left(\frac{I_{m,t}}{I_{m,t-1}}\right) \quad (2)$$

A data do anúncio preliminar da OPA corresponde à semana 0. O estudo recorre às cotações semanais em torno da data do anúncio preliminar, contando 19 períodos anteriores à semana 0 e 18 períodos posteriores à semana 0. Para cada operação obtiveram-se 38 datas⁵³, incluindo a data de anúncio preliminar. Os dias de quinta-feira são aqueles em que se determinam as rendibilidades semanais.

6.1. Estatística Descritiva

No intuito de efetuar uma análise estatística descritiva sobre o comportamento dos retornos das ações das empresas envolvidas nas operações de aquisição e do índice do mercado, geralmente utilizam-se as estatísticas média (Y_1) e desvio-padrão (Y_2):

$$Y_1 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N X_i \quad (3)$$

$$Y_2 = \left[\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (X_i - \bar{X})^2 \right]^{\frac{1}{2}} \quad (4)$$

Complementar, podem usar-se as medidas *Skewness* (Y_3) e *Kurtosis* (Y_4) para comparar o comportamento das séries de retornos com a configuração da distribuição normal. Os primeiros trabalhos sobre as estatísticas foram apresentados por Pearson (1895, 1905):

⁵³ Apesar de o número de semanas ser diferente, a mesma metodologia foi utilizada no trabalho do autor Foster (1977).

$$Y_3 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left[\frac{X_i - \bar{X}}{Y_2} \right]^3 \quad (5)$$

onde N é o número de semanas, X_i é a rentabilidade da empresa, \bar{X} é a média da rentabilidade e Y_2 é o coeficiente de dispersão.

A *Skewness* é uma estatística de simetria, que pretende apurar se os dados são ou não enviesados à esquerda ou à direita do centro, ou seja, trata-se de uma medida de verificação de assimetria, ao invés de uma medida de simetria. A distribuição normal para um coeficiente *Skewness* está próximo de zero. Um coeficiente abaixo de zero (com valores negativos) indica que os dados têm uma distribuição assimétrica enviesada à esquerda; um coeficiente acima de zero (com valores positivos) indica que os dados têm uma distribuição assimétrica enviesada à direita.

A *Kurtosis* é uma estatística de variabilidade, que pretende apurar se existe um “pico” nos dados face à distribuição normal, ou se existe um “achatamento” nos dados face à distribuição normal:

$$Y_4 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left[\frac{X_i - \bar{X}}{Y_2} \right]^4 - 3 \quad (6)$$

em que N é o número de semanas, X_i é a rentabilidade da empresa, \bar{X} é a média da rentabilidade e Y_2 é o coeficiente de dispersão.

Se o coeficiente for elevado significa que existe uma distribuição leptocurtica, ou seja, um elevado “pico” nos dados, e que graficamente se representa por um “pico” perto da média, que declina rapidamente e com longas caudas; se o coeficiente for reduzido significa que existe uma distribuição platicurtica, ou seja, um “achatamento” nos dados, e que graficamente se representa por um topo mais “achatado” perto da média. Se o coeficiente nulo seria praticamente impossível dado que indicaria que os dados sofrem de uma distribuição uniforme e reta.

Para confirmar a normalidade da distribuição recorre-se ao teste Jarque-Bera (1982, 1987) assumindo 2 graus de liberdade, visto ser uma amostra de valor considerável. O teste Jarque-Bera é configurado da seguinte forma:

$$N \times \left[\frac{Y_3^2}{6} + \frac{(Y_4 - 3)^2}{24} \right] \approx \chi^2_{(2)} \quad (7)$$

em que N é o número de semanas, Y_3 é o coeficiente de *Skewness* e Y_4 é o coeficiente de *Kurtosis*.

7. Inquérito

A vertente qualitativa da dissertação é estudada através de um inquérito que é entregue às empresas envolvidas nas operações públicas de aquisição em estudo. O inquérito pode ser visto em Apêndice⁵⁴.

O inquérito tem, essencialmente, uma preocupação de perceber qual o tipo de operação, amigável ou hostil, em que a empresa esteve envolvida; se a operação era expectável; qual a defesa utilizada antes e/ou após a proposta, quais as estratégias mais eficazes e respetivas consequências; e perceber o que foi realizado após a conclusão da operação, por parte da empresa-alvo, para prevenir este tipo de operação e quais os seus efeitos na empresa, financeiramente.

Uma das estatísticas mais importantes para o levantamento das operações públicas de aquisição e melhor compreensão do tecido empresarial português, é o sucesso das operações. O sucesso determina a capacidade de uma OPA poder ou não ter sucesso no mercado. Para tal, é necessário compreender a forma como a estatística foi interpretada. Para fazer parte das operações com sucesso, e com o apoio dos relatórios anuais da CMVM e outras fontes de comunicação, é necessário a operação ter tido um sucesso maior ou igual a 50%, independentemente de ter sido uma operação de aquisição parcial ou total. Portanto, se uma operação não obtiver um sucesso maior ou igual a 50%, essa operação será contabilizada como uma operação sem sucesso. Sendo uma dissertação que depende de diversos fatores externos e cuja informação está, muitas vezes, indisponível, foi difícil obter a devida informação para classificar algumas operações como de sucesso ou insucesso. Desta forma, esse pequeno número de operações foi classificado como operações com informação insuficiente.

⁵⁴ Ver Apêndice 2.

8. Modelos

Depois de verificar as datas dos anúncios e calcular os retornos logarítmicas é necessário determinar os retornos anormais para cada empresa envolvida em cada operação. Utilizou-se o modelo pormenorizado por Ball & Brown (1968) e criado por Sharpe-Lintner (Sharpe, 1964; Lintner, 1965) no contexto do *Capital Asset Pricing Model*:

$$E(\tilde{R}_{it}) = R_{ft} + \beta_i [E(\tilde{R}_{mt}) - R_{ft}] \quad (8)$$

onde R_{ft} é a taxa de juro sem risco para o momento t e β_i é a sensibilidade da ação da empresa face ao índice do mercado, que pode ser estimada através da implementação de uma regressão linear simples pelo método dos mínimos quadrados (*Ordinary Least Squares* – OLS):

$$\tilde{R}_{it} = R_{ft} + \beta_i (\tilde{R}_{mt} - R_{ft}) + \hat{U}_{it} \quad (9)$$

onde \hat{U}_{it} é o resíduo que se espera que seja zero. Usando (8) em estudo empírico substituem-se os retornos esperados por retornos efetivos, resultando em (9). Reformulando (9), temos (10) como equação resultante:

$$\tilde{R}_{it} - R_{ft} = \beta_i (\tilde{R}_{mt} - R_{ft}) + \hat{U}_{it} \quad (10)$$

A equação (9) pode ser estimada através do método dos mínimos quadrados, com a constante a ser tomada como zero. Considerando o parâmetro β_i estimado, o retorno anormal para cada empresa em dado momento está presente nas equações (11) e (12):

$$\hat{U}_{it} = (R_{it} - R_{ft}) - \hat{\beta}_i (R_{mt} - R_{ft}) \quad (11)$$

$$AR_{it} = \hat{U}_{it} \quad (12)$$

No entanto, para calcular o impacto dos anúncios preliminares no comportamento dos preços das ações e para identificar a existência dos retornos anormais para cada empresa, é necessário ter em consideração os retornos anormais acumulados, bem como os respectivos valores médios, quer dos retornos anormais quer dos retornos anormais acumuladas. Seguindo a mesma lógica de Sharpe (1964) e de Lintner (1965), no modelo Sharpe-Lintner, e continuando a lógica utilizada por Ball & Brown (1968):

$$CAR_t = \sum_{t=1}^{N_t} \hat{U}_{it} \quad (13)$$

em que CAR representa o retorno anormal acumulado, N_t representa o número de semanas que são agregados e \hat{U}_{it} representa o retorno anormal da empresa na semana t . Seguidamente, apresenta-se o cálculo dos valores médios dos retornos anormais e dos retornos anormais acumulados, respetivamente:

$$AAR_t = \frac{\sum_{t=1}^{N_t} \hat{U}_{it}}{N} \quad (14)$$

onde AAR representa o retorno médio anormal de todas as empresas para a semana t , \hat{U}_{it} representa o retorno anormal da empresa na semana t e N representa o número de empresas em estudo.

$$CAAR_{t_1,t_2} = \sum_{t=1}^{N_t} AAR_t \quad (15)$$

em que $CAAR$ representa os retornos médios anormais acumulados para todos as empresas para a semana t .

Para além do modelo de Ball & Brown (1968), também se recorreu ao modelo de Beaver (1968) para estudar a reação do preço das ações à informação relevante, tal como

acontece com o anúncio preliminar de uma oferta pública de aquisição. O modelo de Beaver (1968) examina a volatilidade do resíduo de uma regressão de um modelo de mercado:

$$R = \frac{\hat{U}_{it}^2}{Var(\hat{U}_{it})} \quad (16)$$

onde R representa a reação do preço das ações, \hat{U}_{it} representa o resíduo e $Var(\hat{U}_{it})$ representa a variância do resíduo no período que não estivesse mais próximo do anúncio preliminar, ou seja, entre as 18 semanas e as 6 semanas anteriores ao anúncio preliminar.

Através desta abordagem, Beaver (1968) conclui que é esperado uma alteração dos preços das ações acima do normal se as mudanças nos preços de equilíbrio forem atribuídas a anúncios públicos, tais como os anúncios preliminares em OPA's. Pela mesma metodologia May (1971) e Hagerman (1973) concluíram o mesmo que Beaver (1968).

9. Resultados e Discussão

Resultados associados ao primeiro objetivo:

Considerando a amostra das 192 ofertas públicas de aquisição (OPA's) realizadas entre os anos 1991 e 2014, verificou-se que 32 delas foram lançadas no mesmo grupo empresarial ou cuja participação da empresa adquirente era igual ou superior a 50%, 13 houve impossibilidade de contacto ou falta de informação relativa à melhor forma de contacto, muito devido ao facto de não haver informação credível sobre a sua continuidade e por não haver informação relativa à insolvência, perda de qualidade de sociedade aberta ou inatividade da empresa, 18 as empresas-alvo já estavam sob posse de fundos ou empresas fora do espaço nacional, o que se desvia do principal objetivo da dissertação, e por dificuldade em obtenção de uma resposta atempada ou por razões de extinção ou insolvência da empresa-alvo em questão, 2 houve retirada da OPA, em ambos os casos as razões foram internas ou por razões de mercado, e portanto procedeu-se, por parte das empresas adquirentes, à retirada das respetivas operações, e 113 houve indisponibilidade em responder aos inquéritos para realização do estudo empírico, seja por falta de informação interna, razões de

confidencialidade ou por antiguidade da operação, das 192 OPA's verificadas entre 1991 e 2014, e dos diversos inquéritos colocados às empresas, apenas 14 foram respondidos.

Do total das 192 operações, 122 operações tiveram sucesso, conseguindo adquirir 50% ou mais do objetivo definido pela empresa adquirente; 56 operações não tiveram sucesso, já que não obtiveram os 50% pretendidos; e em 14 não foi possível obter informação para determinação do grau de sucesso da operação.

Devido ao número reduzido de inquéritos respondidos não foi possível confirmar na totalidade as hipóteses levantadas para este objetivo. As hipóteses H_1 e H_3 só puderam ser confirmadas parcialmente, enquanto a hipótese H_2 não se conseguiu confirmar. Dos 14 inquéritos respondidos, 9 das operações foram de cariz amigável, e 7 delas eram expectáveis pela Gestão.

De todas as estratégias pré-proposta disponíveis, só se conseguiu apurar a utilização de duas delas, Recompra de Ações e *Super-Majority Amendment*. A Recompra de Ações foi utilizada em 8 operações e a *Super-Majority Amendment* foi utilizada em 2 operações, esta última sempre em combinação com a Recompra de Ações. Considerando que a *Super-Majority Amendment* só foi utilizada em combinação com a Recompra de Ações, torna-se difícil verificar a sua eficácia. As duas combinações utilizadas evitaram o sucesso da aquisição por parte da empresa adquirente, havendo mais 3 operações que foram evitadas devido ao uso da defesa Recompra de Ações. Visto a utilização da defesa Recompra de Ações ter sido bem-sucedida em mais de metade das operações em que foi utilizada, foi classificada como estratégia defensiva muito eficaz. Visto que a defesa *Super-Majority Amendment* foi bem-sucedida em todas as operações em que foi utilizada, apesar de em combinação com outra estratégia defensiva, a defesa foi classificada como moderadamente eficaz (ver Tabela 1).

De todas as estratégias pós-proposta disponíveis, só se conseguiu apurar a utilização de sete delas, *Management Buyout*, Recompra de Ações, *Attack the Logic of the Bid*, *Greenmail*, Reestruturação e reorganização, Ação Judicial e Info Pública Positiva. Novamente, a Recompra de Ações foi a estratégia mais utilizada, em 4 operações, tendo sido bem-sucedida em 3 delas, seguida de *Attack the Logic of the Bid* e *Management Buyout*, utilizadas em 3 e 2 operações, respetivamente. As restantes foram utilizadas apenas uma vez.

Tabela 1: Hierarquia das estratégias defensivas utilizadas pelas empresas-alvo

| | Estratégias defensivas | |
|----------------------|--------------------------|---|
| | Pré-proposta | Pós-proposta |
| Pouco Eficaz | | Attack the Logic of the Bid Greenmail Positive public information Reestruturação e reorganização |
| Moderadamente Eficaz | Super-Majority Amendment | Management buyout Ação judicial |
| Muito Eficaz | Recompra de Ações | Recompra de ações |

Das estratégias defensivas utilizadas pós-proposta, em 3 operações houve combinação de estratégias. *Attack the Logic of the Bid* foi combinada sempre, e apenas numa operação conseguiu evitar o sucesso da operação, desta forma foi classificada como pouco eficaz, mesmo combinada. A Info Pública Positiva foi utilizada uma vez e não obteve sucesso, classificando-a como pouco eficaz, o mesmo acontece com as defesas *Greenmail* e Reestruturação e reorganização empresarial. Ação Judicial e *Management Buyout* foram classificadas como moderadamente eficazes, visto a Ação Judicial ter sido bem-sucedida quando utilizada, tendo sido combinada com Recompra de Ações e *Attack the Logic of the Bid*; *Management Buyout* teve sucesso em metade das operações em que foi utilizada, nunca tendo sido combinada, por isso classificada como moderadamente eficaz (ver Tabela 1). Desta forma, confirmam-se parcialmente as hipóteses **H₁** e **H₃**.

Em nenhuma das operações se verificou contraoperação e apenas num dos casos houve ameaça de novas iniciativas por parte da mesma empresa adquirente ou de outras empresas, esta situação sucedeu-se na empresa-alvo que utilizou o *Greenmail* e que não foi bem-sucedida na sua defesa. Em 8 das operações a estratégia defensiva não foi reforçada e em 3 delas não se obteve resposta.

Na aplicação da estratégia defensiva, a empresa-alvo tem sempre gastos financeiros que foram, igualmente, inquiridos no questionário. Em resposta a esta questão, 3 das empresas só conseguiram diluir os gastos financeiros inerentes da aplicação da estratégia defensiva entre 2 a 4 anos, e 2 das empresas conseguiram diluir os gastos financeiros inerentes da aplicação da estratégia defensiva em menos de 2 anos. As restantes empresas não responderam a esta questão. Consequentemente, as áreas que mais foram afetadas, para impedir o sucesso da OPA, foram maioritariamente relacionadas com as áreas do tempo, *Time-consuming*, e

estratégicas: *Time-consuming* foi escolhida em 8 situações; estratégica foi escolhida em 5 situações; financeira em 3 situações; e judicial e de marca/reputação em uma situação cada; em 5 operações a resposta não foi respondida.

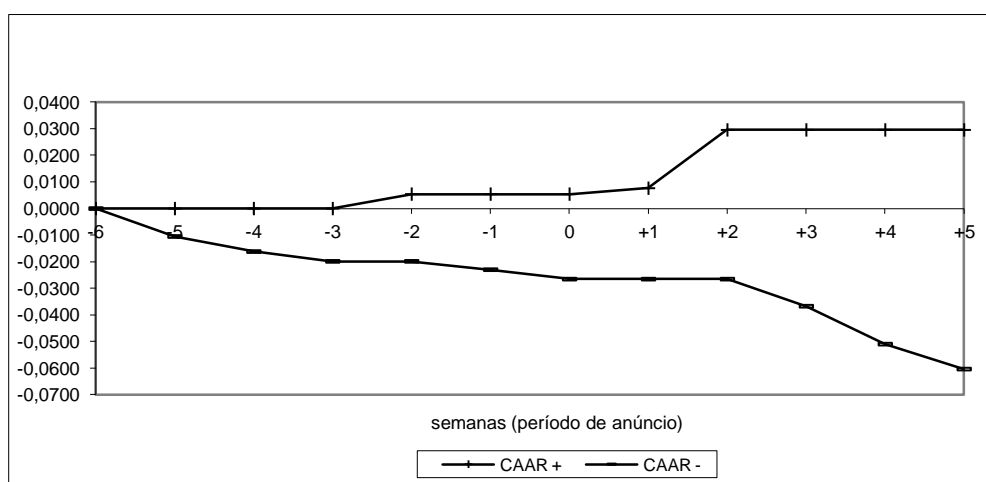
Resultados associados ao segundo objetivo:

Considerando a amostra das 100 ofertas públicas de aquisição (OPA's) realizadas entre os anos 2000 e 2014, verificou-se que 16 delas foram lançadas no mesmo grupo empresarial, 16 foram lançadas por grupos internacionais, 53 não tiveram informação dos preços acionistas de pelo menos uma das empresas envolvidas, e 3 envolveram um interveniente agindo individualmente. Considerando estas restrições, das 100 OPA's verificadas nos últimos catorze anos apenas 12 puderam ser estudadas nesta dissertação.

Método de Ball & Brown:

Adotando o modelo de Ball & Brown (1968), o Gráfico 1 representa o retorno médio anormal acumulado (CAAR) para o caso das empresas adquirentes em torno da data de anúncio preliminar da OPA:

Gráfico 1: Retornos Médios (Log) Anormais Acumulados das Empresas Adquirentes – Ball & Brown



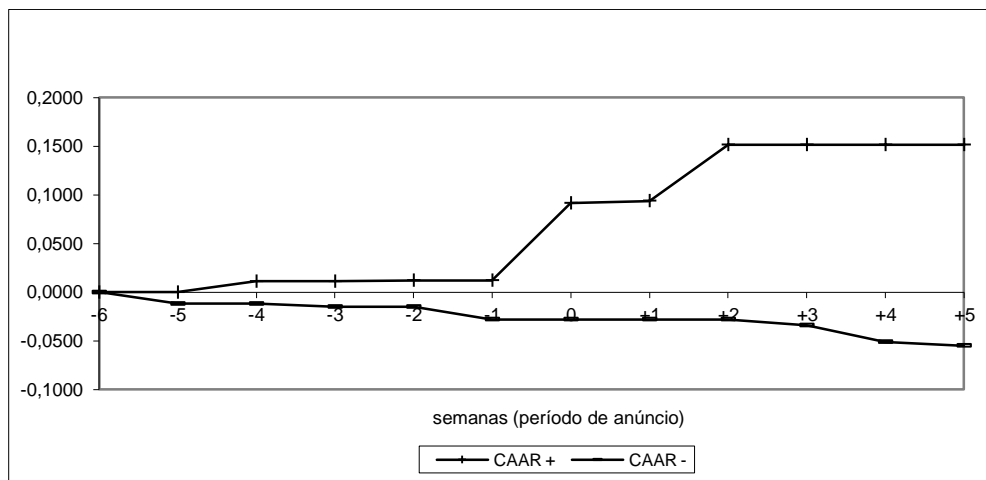
O cálculo do CAAR para as empresas adquirentes mostra que em torno da data do anúncio preliminar (entre as semanas -5 a +5) existe tendência para acumular retornos médios

anormais negativos, especialmente a partir da semana +2. Conforme as expectativas, as perdas anormais neste grupo de empresas ocorrem mais cedo (semana -5) do que os ganhos anormais (semana -2). Os CAAR's positivos estagnam em 2,96% a partir da semana +2, enquanto que os CAAR's negativos acentuam-se até -6,03% no final das 5 semanas posteriores.

O Gráfico 1 confirma a hipótese H_5 anteriormente formulada. Verifica-se que no período circundante da publicação do anúncio preliminar da OPA as empresas adquirentes sofreram um retorno médio anormal negativo, não obstante os resultados positivos acumulados obtidos, mas que foram menores do que os negativos.

Ainda pelo modelo de Ball & Brown (1968), o Gráfico 2 representa o retorno médio anormal acumulado (CAAR) para o caso das empresas-alvo em torno da data de anúncio preliminar da OPA:

Gráfico 2: Retornos Médios (Log) Anormais Acumulados das Empresas-alvo – Ball & Brown



No caso das empresas-alvo é mais pronunciada a mudança com o anúncio preliminar das operações de aquisição, sendo superior o impacto sobre os retornos anormais. De acordo com as expectativas, os ganhos neste grupo de empresas ocorrem mais tarde (semana 0) do que as perdas (semana -5) e os CAAR's positivos estagnam em 15,16% a partir da semana +2, enquanto que os CAAR's negativos continuam até os -5,47% no final das 5 semanas posteriores.

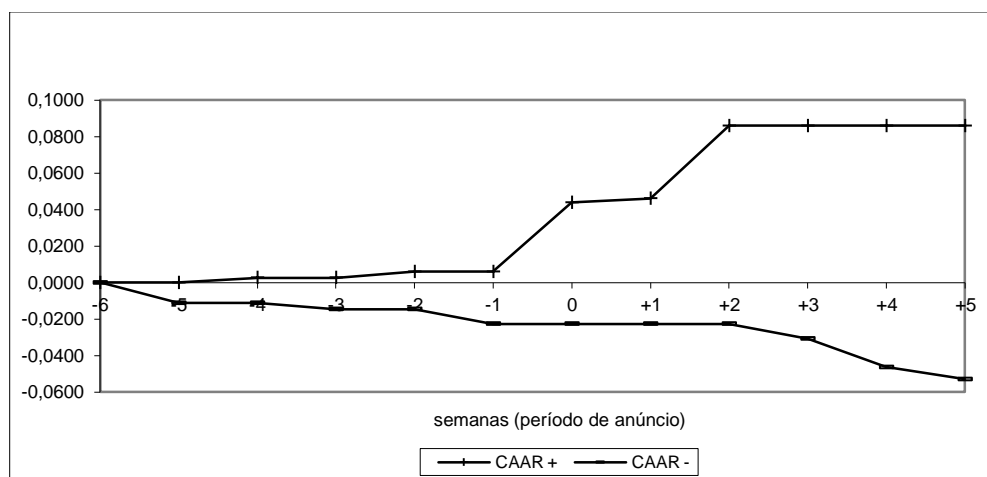
O Gráfico 2 confirma a hipótese H_4 anteriormente formulada. Verifica-se que no período circundante da publicação do anúncio preliminar da OPA as empresas-alvo sofreram um

retorno médio anormal positivo, muito superior ao retorno médio anormal negativo obtido neste período.

O impacto relevante do anúncio preliminar sobre as cotações das ações das empresas envolvidas, sobretudo nos retornos anormais das empresas-alvo, converge com os resultados apresentados pelos autores Ball & Brown (1968) e deve-se, principalmente, ao desempenho das empresas-alvo PTMultimídia.com, Companhia de Seguros Império, Banco Mello e Banco BPI.

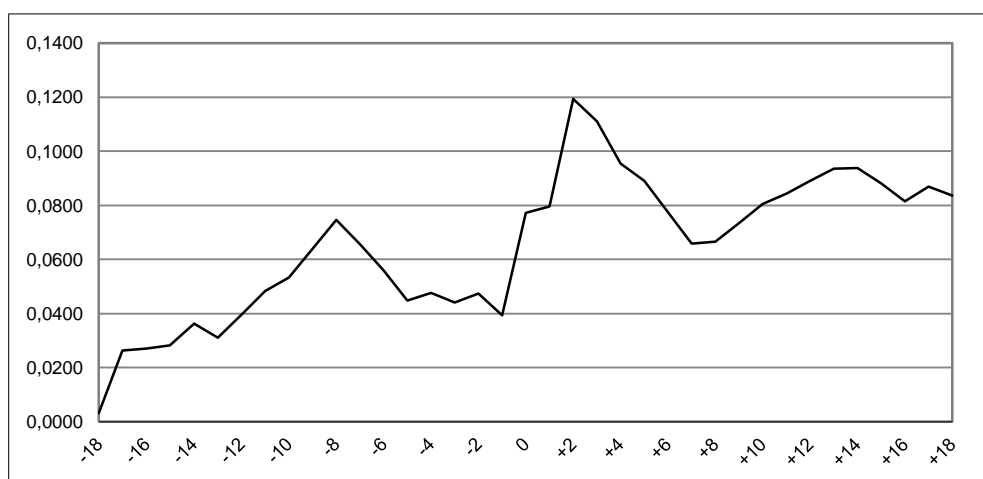
Os Gráficos 3 e 4 mostram o retorno médio anormal acumulado (CAAR), calculado através do método de Ball & Brown (1968), para as empresas envolvidas globalmente no período em torno da data de anúncio preliminar e no período mais alargado, respetivamente:

Gráfico 3: Retornos Médios (Log) Anormais Acumulados das Empresas Envolvidas – Ball & Brown



O Gráfico 3 confirma o efeito consolidado dos Gráficos 1 e 2, denotando a influência do anúncio da operação na criação de retornos anormais nas empresas envolvidas. Relativamente às empresas consideradas na amostra em estudo, os CAAR's evidenciam um equilíbrio entre os ganhos acumulados (+8,60%) e as perdas acumuladas (-5,29%) em torno da data de anúncio das OPA's.

Gráfico 4: Retornos Médios (Log) Anormais Acumulados das Empresas Envolvidas – Ball & Brown

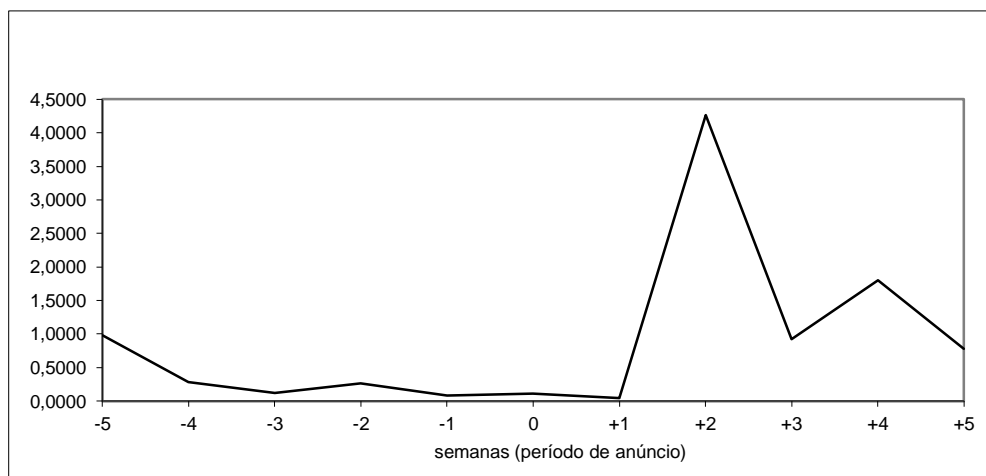


O Gráfico 4 confirma a mudança de comportamento dos preços das ações das empresas envolvidas nos processos de reestruturação. Na fase anterior à data de anúncio, a tendência é de subida até o momento de maior “pico”, semana -8, momento em que os AAR diminuem até a data mais próxima do anúncio preliminar, semana -1. Depois, os AAR, evidenciam uma oscilação do movimento até à semana +2: mantêm a subida por valores positivos até à semana +2, semana em que atinge os 11,93%, e a seguir invertem tendência, acentuadamente, até à semana +7, em que os AAR diminuem até os +6,59%. Este registo também demonstra o impacto que o anúncio preliminar exerce sobre as expectativas dos investidores e corrobora as conclusões divulgadas pelos autores Ball & Brown (1968). A partir da semana +2 verifica-se uma oscilação nos valores de AAR, denunciando uma estabilização dos valores de AAR para as empresas envolvidas na operação.

Método de Beaver:

Adotando o modelo de Beaver (1968), o Gráfico 5 mostra a reação dos retornos para o caso das empresas adquirentes em torno da data de anúncio preliminar da OPA:

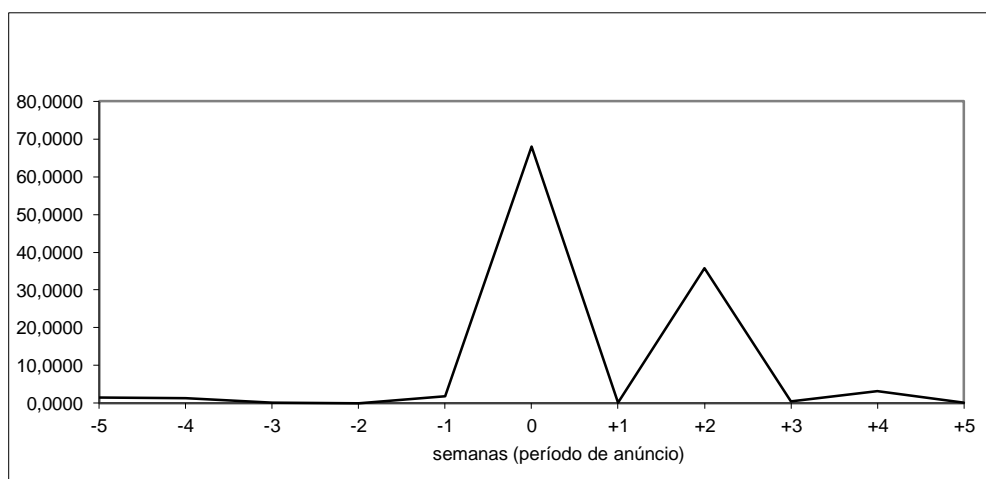
Gráfico 5: Reação dos Retornos Médios (Log) das Empresas Adquirentes – Beaver



O Gráfico 5 expõe a reação dos retornos das empresas adquirentes, caracterizada por um “pico” isolado na semana +2 posterior à divulgação do anúncio da proposta de aquisição. Esta evidência justifica a existência de uma atividade anormal no período circundante da data de anúncio preliminar. O “pico” na semana +2 fica-se a dever às reações nas cotações das ações das empresas adquirentes Cofina SGPS, SA, Banco BCP, PTMultimédia SGPS, SA, Sonaecom SGPS, SA e Sonae SGPS, SA que tiveram reações muito acima do normal nesta semana +2. Após a semana +2, a tendência é de estabilização seguindo-se uma réplica na semana +4, mas com clara tendência para se aproximar de 0 após a semana da última réplica, no período circundante.

Ainda pelo modelo de Beaver (1968), o Gráfico 6 mostra a reação dos retornos para o caso das empresas-alvo em torno da data de anúncio preliminar da OPA:

Gráfico 6: Reação dos Retornos Médios (Log) das Empresas-alvo – Beaver



No caso das empresas-alvo o impacto é muito mais significativo e coincide com a data do anúncio preliminar (semana 0), embora ainda existam outras réplicas na semana +2 e na semana +4. Esta evidência converge com os resultados apresentados por Beaver (1968).

As representações dos Gráficos 5 e 6 confirmam a hipótese H_6 anteriormente formulada, mostrando que os retornos das empresas envolvidas reagem fortemente à divulgação do anúncio preliminar de uma OPA.

Os Gráficos 7 e 8 mostram a reação dos retornos, calculado através do método de Beaver (1968), para as empresas envolvidas globalmente no período em torno da data de anúncio preliminar e no período mais alargado, respetivamente:

Gráfico 7: Reação dos Retornos Médios (Log) das Empresas Envolvidas – Beaver

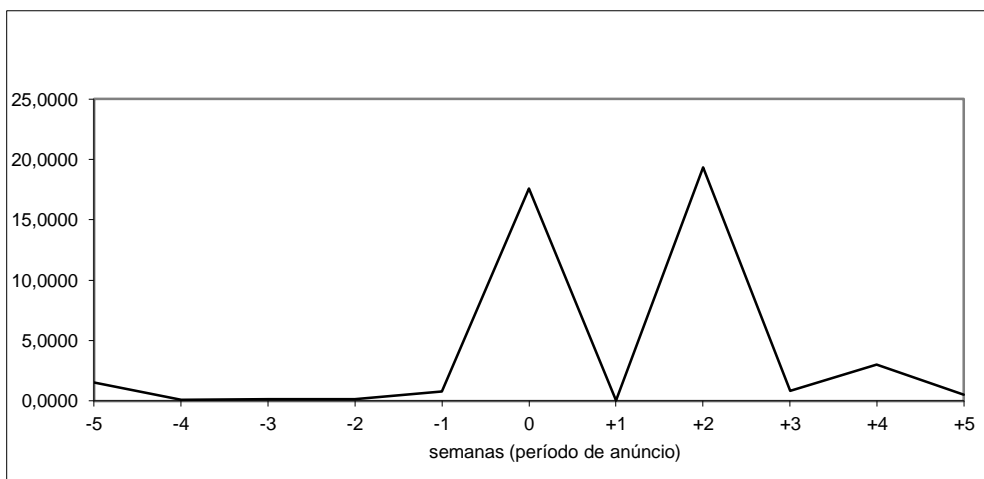
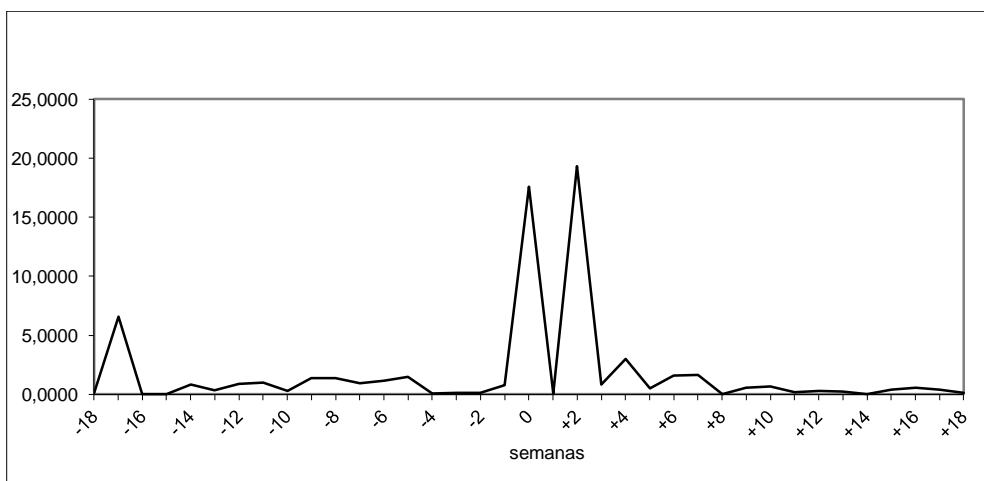


Gráfico 8: Reação dos Retornos Médios (Log) das Empresas Envolvidas – Beaver



As representações dos Gráficos 7 e 8 confirmam os “picos” identificados nos Gráficos 5 e 6, por um lado, e, por outro, salientam esses acontecimentos únicos num período mais alargado (entre as semanas -18 e +18). Para as empresas envolvidas, o impacto do anúncio afeta significativamente as cotações das ações e provoca uma reação anormal nos retornos, especialmente nas semanas 0 e +2. Os resultados para as empresas adquirentes e alvo, tomadas conjuntamente, também confirmam a hipótese H_6 anteriormente formulada, mostrando que os retornos das empresas envolvidas reagem fortemente à divulgação do anúncio preliminar de uma OPA, e convergem com as pesquisas apresentadas por Beaver (1968).

Estatísticas Descritivas:

Nas tabelas seguintes apresentam-se algumas estatísticas para analisar o comportamento dos retornos (medidos em termos clássicos e em termos logarítmicos) das empresas envolvidas nas OPA's e do índice de mercado, quer durante o período não circundante da data de anúncio (semanas -18 a -6 e +6 a +18), quer durante o período circundante (semanas -5 a +5). As Tabelas 2 e 3 referem-se aos retornos simples das ações das empresas envolvidas e do índice de mercado PSI-20:

Tabela 2: Estatísticas sobre Retornos das Empresas Envolvidas e do Índice de Mercado

| Período não circundante da data de anúncio (-18 a -6 e +6 a +18) | | | | | |
|---|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| EMPRESAS ADQUIRENTES | | EMPRESAS-ALVO | | ÍNDICE DO MERCADO | |
| CLSS | LOG | CLSS | LOG | CLSS | LOG |
| Y(1) | Y(1) | Y(1) | Y(1) | Y(1) | Y(1) |
| 0,0043 | 0,0034 | 0,0084 | 0,0075 | 0,0024 | 0,0021 |
| Y(2) | Y(2) | Y(2) | Y(2) | Y(2) | Y(2) |
| 0,0134 | 0,0127 | 0,0107 | 0,0101 | 0,0061 | 0,0061 |
| Y(3) | Y(3) | Y(3) | Y(3) | Y(3) | Y(3) |
| 0,1848 | -0,0506 | 0,7876 | 0,7583 | 0,4375 | 0,4421 |
| Dist. Assimétr. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. Enviez. Esq. | Dist. Assimétr. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. Enviez. Dir. |
| Y(4) | Y(4) | Y(4) | Y(4) | Y(4) | Y(4) |
| 0,1091 | -0,0762 | -0,9104 | -0,9456 | -1,4825 | -1,4845 |
| Dist. Leptocurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica |
| Teste de Hipótese da Normalidade da Distribuição dos Retornos – Jarque-Bera (teste Qui-quadrado) | | | | | |
| 11,9078 | 14,0232 | 11,4851 | 11,7414 | 11,7100 | 11,5320 |

A Tabela 2 demonstra a homogeneidade entre os retornos calculados pela via clássica e pela via logarítmica, razão pela qual os métodos empíricos recorreram à rentabilidade logarítmica que tende a ser mais utilizada em estudos financeiros.

Como seria de esperar para séries de pequena dimensão (26 observações), as médias e as variâncias dos retornos são baixas. Além disso, as medidas de assimetria e de curtose são não nulas, revelando que os dados não seguem uma distribuição normal nas empresas adquirentes, nas empresas-alvo e no índice de mercado durante o período não circundante da data de anúncio (entre as semanas -18 a -6 e +6 a +18). Um ponto a referir diz respeito às medidas de assimetria e curtose, $Y(3)$ e $Y(4)$, para as empresas adquirentes. Nestes casos, o valor logarítmico para as medidas é o oposto do seu valor clássico, isto resulta de um *outsider* verificado no cálculo das medidas na semana -13, como pode ser visto no Apêndice 5. Complementarmente, a hipótese nula para a distribuição normal também é rejeitada pelo teste Jarque-Bera a um nível de significância de 5% (com 2 graus de liberdade) com o valor crítico da distribuição Qui-quadrado igual a 5,991.

No Apêndice 3 apresenta-se a série completa dos retornos médios das cotações das empresas envolvidas nas OPA's e do índice de mercado para todo o horizonte temporal.

Tabela 3: Retornos Médio das Empresas Envolvidas e Índice de Mercado

| Período circundante da data de anúncio (-5 a +5) | | | | | |
|--|--------|----------------------|--------|--------------------------|--------|
| <i>EMPRESAS ADQUIRENTES</i> | | <i>EMPRESAS-ALVO</i> | | <i>ÍNDICE DO MERCADO</i> | |
| CLSS | LOG | CLSS | LOG | CLSS | LOG |
| Y(1) | Y(1) | Y(1) | Y(1) | Y(1) | Y(1) |
| 0,0013 | 0,0006 | 0,0137 | 0,0110 | 0,0044 | 0,0041 |

Não obstante a reduzida dimensão da série (12 observações) a Tabela 3 evidencia que o retorno médio das ações das empresas-alvo supera o retorno médio das ações das empresas adquirentes, bem como o retorno médio do índice de mercado.

As Tabelas 4 e 5 referem-se aos retornos anormais das ações das empresas envolvidas nas OPA's durante o período não circundante da data de anúncio e durante o período circundante, respetivamente:

Tabela 4: Retornos Médios Anormais das Empresas Envolvidas

| Período não circundante da data de anúncio (-18 a -6 e +6 a +18) | | | |
|--|--------------|----------------------|--------------|
| <i>EMPRESAS ADQUIRENTES</i> | | <i>EMPRESAS-ALVO</i> | |
| CLSS (B&B, B) | LOG (B&B, B) | CLSS (B&B, B) | LOG (B&B, B) |

| Y(1) | Y(1) | Y(1) | Y(1) |
|---------|---------|--------|--------|
| -0,0003 | -0,0010 | 0,0048 | 0,0049 |

Tabela 5: Retorno Médio Anormal das Empresas Envolvidas

| Período circundante da data de anúncio (-5 a +5) | | | |
|--|--------------|---------------|--------------|
| EMPRESAS ADQUIRENTES | | EMPRESAS-ALVO | |
| CLSS (B&B, B) | LOG (B&B, B) | CLSS (B&B, B) | LOG (B&B, B) |
| Y(1) | Y(1) | Y(1) | Y(1) |
| -0,0023 | -0,0028 | 0,0111 | 0,0088 |

A comparação dos resultados apresentados nas Tabelas 4 e 5 indica que os retornos médios anormais descem nas empresas adquirentes durante o período em torno da data de anúncio das OPA's (de -0,10% para -0,28%) e que sobem nas empresas-alvo (de 0,49% para -0,88%). Este desempenho concorda com a evidência reportada por Ball & Brown (1968). Em termos médios, significa que as empresas-alvo obtiveram (tendencialmente) retornos anormais positivos, enquanto que as empresas adquirentes obtiveram (tendencialmente) retornos anormais negativos. Confirmam-se novamente as hipóteses H_4 e H_5 .

A Tabela 6 apresenta um teste de hipótese à relevância estatística da diferença entre os retornos médios anormais das empresas envolvidas nas OPA's para o período não circundante da data de anúncio *versus* o período circundante da data de anúncio:

Tabela 6: Teste de Hipótese à Relevância Estatística da Diferença entre os Retornos Médios Anormais

| Período não circundante da data de anúncio (-18 a -6 e +6 a +18) | | | |
|--|--------------|---------------|--------------|
| <i>versus</i> | | | |
| Período circundante da data de anúncio (-5 a +5) | | | |
| EMPRESAS ADQUIRENTES | | EMPRESAS-ALVO | |
| CLSS (B&B, B) | LOG (B&B, B) | CLSS (B&B, B) | LOG (B&B, B) |
| (Teste T-Student) | | | |
| 0,5065 | 0,4989 | -0,6196 | -0,4158 |

Devido ao reduzido número de observações em cada amostra a comparar, a hipótese nula para a relevância estatística da diferença entre os retornos médios anormais (no período não circundante da data de anúncio *versus* período circundante) não é rejeitada pelo teste bi-lateral a um nível de significância de 5% com o valor crítico (mais exigente para os graus de liberdade $\rightarrow \infty$) da distribuição T-Student igual a 1,96. Pelo exposto, conclui-se que a diferença dos retornos médios anormais entre o período não circundante do anúncio

preliminar e o período circundante não é estatisticamente significativa, tanto no caso das empresas adquirentes como no caso das empresas-alvo.

9.1. Limitações e Sugestões para Investigação Futura

Em função dos objetivos pretendidos, o estudo empírico de uma dissertação pode tornar-se muito dependente de fatores externos. Nestes termos, o estudo exploratório desejado e concebido inicialmente para esta dissertação foi limitado porque, em certa medida, a interação com as entidades inquiridas pode ser vista como intrusiva, indesejada ou, ainda, penosa em termos do tempo despendido.

O âmbito do primeiro objetivo, que se relaciona com o conhecimento da forma de atuação das empresas em face de uma oferta pública de aquisição, reforça as reservas das empresas inquiridas para revelarem informações e opiniões acerca de operações que, muitas vezes, foram realizadas em ambiente hostil. Por isso, apesar da insistência durante vários meses de contacto, quer por correio eletrónico quer por iniciativas telefónicas, não se conseguiu o sucesso pretendido.

A extensão do intervalo temporal do estudo empírico, compreendido entre 1991 e 2014, concentra mais de duas décadas de estratégias defensivas estudadas, ao longo das quais muitas das empresas-alvo – ou até mesmo das adquirentes – em operações de aquisição acabaram por encerrar, ou terminar o seu estatuto de sociedade aberta, ou ser vendidas a fundos ou a entidades estrangeiros, impossibilitando o contacto com os respetivos intervenientes. Por outro lado, algumas das empresas envolvidas não dispunham de contactos credíveis, quer porque estavam incorretos quer porque tinham sido alterados, e noutras já não colaboravam os agentes intervenientes. Uma situação mais rara sucedeu com a de retirada da proposta de aquisição após o seu anúncio preliminar, em que o contacto não foi efetuado.

Além disso, também constituiu limitação do trabalho a dificuldade de acesso à informação, nomeadamente nos casos em que o número de operações e os seus intervenientes não constavam nos relatórios⁵⁵ anuais da CMVM e na determinação da participação que as empresas adquirentes tinham nas respetivas empresas-alvo. Nestes casos houve necessidade de recorrer e de cruzar a informação com outras fontes.

⁵⁵ Por exemplo, o caso da OPA à Unicer no ano 2000, cuja informação foi retirada de um estudo realizado por um técnico da CMVM e publicada no endereço eletrónico da instituição, embora a operação não tenha sido divulgada nos relatórios anuais da CMVM.

No âmbito do segundo objetivo, que se relaciona com a determinação do impacto da divulgação do anúncio da operação de aquisição sobre os preços das ações, também se identificaram algumas limitações. Muitas vezes as empresas-alvo ou as empresas adquirentes não estavam presentes no mercado bolsista⁵⁶ no período envolvente do anúncio da operação de aquisição, pelo que não tinham registos dos preços das respetivas ações e, por isso, foram excluídas do estudo. De mencionar que as cotações apenas serão analisadas a partir do ano 2000, já que se mostrou complexo e de difícil acesso conseguir identificar as datas dos anúncios preliminares, para as operações anteriores ao ano 2000. Em muitas situações, a CMVM não tinha essa informação escalonada e acessível, sendo necessário obter essa informação através do cruzamento com outros meios de comunicação, cuja informação não estava igualmente acessível, devido à antiguidade das operações anteriores a 2000.

Apesar da colaboração por parte da CMVM, grande parte da informação necessária não estava devidamente referenciada nos relatórios anuais e, assim, tornou-se impossível confirmar os dados e o número de operações públicas de aquisição. Apesar de serem mencionadas 10 OPA's no ano de 2011, apenas estão descritas 3 operações que foram mencionadas nesta dissertação.

Considerando a importância e a raridade de dissertações sobre a compreensão das estratégias defensivas utilizadas numa OPA, torna-se essencial o estudo sobre o assunto. Esta dissertação tem esse objetivo principal, no entanto as limitações apresentadas mostraram-se um entrave à realização de um trabalho mais completo, neste aspeto. Mostra-se, portanto, importante a sensibilização das empresas em colaborar com os estudantes de mestrado que desejem estudar sobre esta matéria. Outra sugestão é motivar as universidades e institutos superiores a estudar, de forma mais aprofundada, o tema das combinações empresariais. Assim o estudo torna-se mais facilitado e motivado para realizar uma dissertação sobre esse tema. Apesar de a seguinte sugestão ser complexa de realizar, é clara a sua importância para a realização de uma dissertação que envolva o estudo das empresas, internamente e externamente, criando um repositório de informação público que possibilite o acesso à informação das empresas, no que respeita por exemplo a comunicações, história, reestruturação empresarial e, principalmente, cotação das ações das empresas em bolsa.

⁵⁶ Por exemplo, o caso da OPA da Metalgest SGPS, SA sobre a SLB, SAD em 2007, cuja análise não foi possível executar porque a empresa-alvo só foi cotada a partir de maio de 2007.

Conclusão

A presente dissertação tem como objeto de estudo o tema das combinações empresariais, F&A, no que respeita ao contexto das OPA's em Portugal. As combinações empresariais são das estratégias mais utilizadas pelas empresas para crescerem e se desenvolverem, mas também para se internacionalizarem. Apesar de o número de OPA's não ser muito elevado quando comparado com o de outros países, como EUA ou outros países europeus, o seu estudo é ainda essencial para perceber, de forma mais aprofundada a forma como as empresas operam.

O primeiro objetivo desta dissertação foi compreender quais as estratégias defensivas mais eficazes em contexto de OPA hostil. Devido ao reduzido número de respostas, todas as OPA's foram consideradas para determinar a eficácia das estratégias defensivas, visto que o que separa uma operação amigável da hostil é, muitas vezes, o poder de negociação que as empresas adquirentes têm com o conselho de administração. Para apurar o pretendido, recorreu-se a uma cuidada revisão da literatura e estudo empírico com a realização de um inquérito proposto às empresas envolvidas em OPA's em Portugal. Através das respostas obtidas foi possível apurar que a Recompra de Ações, podendo ser utilizada como defesa pré-proposta e pós-proposta, foi a estratégia defensiva mais eficaz e mais bem-sucedida em mais de metade dos casos em que foi utilizada. Para evitar o sucesso da operação, as empresas-alvo sofreram consequências negativas em áreas como o tempo, *Time-consuming*, e estratégicas. Em nenhum dos casos se verificou contraoperação, denunciando a falta de utilização de outro tipo de estratégias defensivas que poderiam ser utilizadas.

O segundo objetivo desta dissertação foi compreender os comportamentos acionistas das empresas quando ocorre o anúncio preliminar em situação de OPA. Para tal, recorreu-se à recolha de informação dos relatórios anuais e boletins de cotações da CMVM, assim como de outros meios de comunicação, quando possível. Para estimar os resultados, recorreu-se às metodologias de Ball & Brown (1968) e Beaver (1968) para poder obter os resultados pretendidos. Confirma-se que as empresas-alvo apresentam um retorno médio anormal superior ao das empresas adquirentes e que têm a tendência de acumular retornos médios anormais positivos, pelo contrário as empresas adquirentes têm a tendência de acumular retornos médios anormais negativos. Globalmente, as empresas reagem fortemente ao anúncio preliminar e apresentam uma tendência de ganho nos períodos circundantes e não-circundantes.

Em suma, os resultados de ambos objetivos mostram o que a teoria, muitas vezes, confirma. A Recompra de Ações é considerada como uma das estratégias mais eficazes que pode ser utilizada antes e após uma proposta de aquisição, tendo sido classificada como muito eficaz. As empresas-alvo ganham mais do que perdem e verifica-se transferência de riqueza das empresas adquirentes para as empresas-alvo. Neste aspeto, as empresas envolvidas têm a tendência de ganho nos períodos circundantes e não-circundantes ao anúncio, reagindo fortemente ao anúncio preliminar divulgado.

As principais limitações verificadas ocorrem, essencialmente, pela falta de respostas e sensibilização das empresas perante este tipo de estudos, não se mostrando disponíveis para colaborar e tornando, assim, o estudo mais dificultado. Para além disso, a falta de informação disponível torna a organização dos dados mais difícil e complexa.

No entanto, estas limitações podem ser ultrapassadas se houver maior sensibilização das empresas para este tema e se incentivar as universidades e institutos superiores a estudar mais esta matéria tão importante para compreender o funcionamento das empresas, visto serem poucos os trabalhos, em Portugal, sobre este assunto.

Referências bibliográficas

Manuais:

- Cox, James D. & Hazen, Thomas L. (2003), *Corporations: Including Unincorporated Forms of Doing Business*, 2nd edition, Aspen Publishers
- DePamphilis, D. (2010), *Merger and Acquisitions Basics: All You Need To Know*, London, UK: Elsevier Academic Press
- DePamphilis, D. (2011), *Merger, Acquisitions, and other Restructuring Activities*, 6th Edition, London, UK: Elsevier Academic Press
- Freeman, E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston: Pitman Press
- Gaughan, Patrick A. (2005), *Mergers: What Can Go Wrong and How to Prevent It*, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc
- Gaughan, Patrick A. (2007), *Mergers, Acquisitions, And Other Corporate Restructurings*, 4th edition, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc
- Jensen, Michael C. (2003), *The Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, 1st edition, Harvard University Press
- Machiraju, H. R. (2007), *Mergers, Acquisitions and Takeovers*, 1st edition, New Dehli, New Age International
- Weston, J. F., Mitchell, M. L. & Mulherin, J. H. (2004), *Takeover, Restructuring, and Corporate Governance*, 4th edition, New Jersey, USA: Pearson Prentice Hall

Artigos Científicos:

- Affleck-Graves, J.F., Flack, T.P. & Jacobson, A.J. (1988), “The effect of merger announcement on the share prices of acquired and acquiring companies”, *South African Journal of Business Management*, 19(14), pp. 147-154
- Agrawal, A., Jaffe, Jeffrey F. & Mandelker, G. N. (1992), „The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A re-examination of an Anomaly“, *The Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 1605-1620

- Asquith, P. & Kim, E.H. (1982), "The Impact of merger bids on the participating firms' security holders", *The Journal of Finance*, pp. 1209-1228
- Baber, W., Kang, Sok-Hyon & Liang, L., (2005), „Strong Boards, Management Entrenchment, And Accounting Restatement”, The George Washington University, Estados Unidos
- Ball, R. & Brown, P. (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, 6, pp. 159-178
- Beaver, William H. (1968), "The Information Content of Annual Earnings Announcement", *Journal of Accounting Research*, 6, pp. 67-92
- Bebchuk, L. A., Coates, J. C., IV & Subramanian, G. (2007), "The Power of Takeover Defenses", Harvard Law School, Massachusetts
- Beckett, S. (1990), "The Truth about Junk Bonds", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, July/August 1990
- Bethel, J., Liebeskind, J. & Opler, T. (1998), "Block Share Purchases and Corporate Performance", *Journal of Finance*, 53 (2), 605-634
- Bradley, M., Desai, A., and 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
- Brennan, M.J. (1995), "Corporate finance over the past 25 years", *Financial Management*, Vol. 24, 9-22
- Burkart, M. (1995), "Initial shareholdings and overbidding in takeover contests", *Journal of Finance*, Vol. 50, 1491-1515
- Capron, L. & Pistre, N. (2002), "When do Acquirers Earn Abnormal Returns?", *Strategic Management Journal*, 23, 781-794
- Chen, C. & Cornu, P. (2002), "Managerial Performance, Bid Premiums, and the Characteristics of Takeover Targets", *Annals of Economics and Finance*, 3, 67-84
- Comment, R. & Schwert, G. W. (1995), "Poison or placebo? Evidence on the deterrent and wealth effects of modern antitakeover measures", *Journal of Financial Economics*, 39, 3-43
- Demidova, E. (2007), "Hostile takeovers and defenses against them in Russia." *Problems of Economic Transition*, 50(5), 44-60

- Denis, D. K. (2001), "Twenty-five years of corporate governance research ... and counting", *Review of Financial Economics*, 10 (3), 191-212
- Denis, D.J., Denis, D.K. & Sarin, A. (1997), "Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification", *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 135-160
- Dodd, P. & Ruback, R. (1977), "Tender Offers and Stockholder Return", *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 351-372
- Dowd, K. (2009), "Moral Hazard and The Financial Crisis", *Cato Journal*, Vol. 29, No. 1 (Winter 2009)
- Eckbo, B. E. & Langhor, E. (1989), "Information Disclosure, Method of Payment, and Takeover Premiums: Public and Private Tender Offer, in France", *Journal of Financial Economics*, Vol.24, No.2, pp. 363-404
- Eisenhardt, Kathleen M. (1985), "Control: organizational and economic approach", *Management Science*, Vol. 31, No. 2 (Feb., 1985), pp. 134-149
- Eisenhardt, Kathleen M. (1989), "Agency Theory: Assessment and Review", *Academy of Management Review*, Vol. 1, No. 1, 57-74
- Fama, E. F. & Jensen, Michael C. (1983), „Separation of ownership and control“, *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-326
- Fama, E. F. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, pp. 288-307
- Franks, J. & Mayer, C. (1996), "Hostile takeovers and the correction of managerial failure", *Journal of Financial economics*, 40, 163-181
- Foster, G. (1977), "Quarterly Accounting Data: Time Series Properties and Predictive Ability Results", *Accounting Review*, 52, 1-21
- Gaspar, J. M., & Massa, P. (2005), "Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 76, 135–165
- Gordon, M. (2002), "Takeover Defenses Work. Is That Such A Bad Thing?", *Stanford Law Review*, Vol. 55:819
- Hagerman, R. L. (1973). "The efficiency of the market for bank stocks: An empirical test", *Journal of Money, Credit and Banking*, 5, 846 - 855
- Harris, M. & Raviv, A. (1991), "The theory of optimal capital structure", *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 1, 297-353

- Herger, N. & McCorriston, S. (2013), “Horizontal, Vertical, and Conglomerate FDI: Evidence from Cross Border Acquisitions”, Department of Economics: University of Exeter Business School, Study Center Gerzensee
- Hermalin, B. (2005), “Trends in corporate governance”, *Journal of Finance*, Vol. 60, 2351-2384
- Hill, Charles W. L. & Jones, Thomas M. (1992), “Stakeholder – Agency Theory”, *Journal of Management Studies*, 29:2 (March 1992), pp. 131-154
- Jarque, C.M. & Bera, A.K. (1982), “Model Specification tests: A simultaneous approach”, *Journal of Econometrics*, Vol. 20, pp. 59-82
- Jarque, C. M. & Bera, A. K. (1987), “A Test For Normality of Observations and Regression Residuals”, *International Statistical Review*, Vol. 55, No.2, pp. 163-172
- Jarrell, G. A., Brickley, J. A. & Netter, J. M. (1988), “The Market For Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1, pp. 49-68
- Jensen, M. & Murphy, K. J. (1990), “Performance pay and top-management incentives”, *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 2, 225-264
- Jensen, M. (1993), “The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems”, *The Journal of Finance*, Vol. 48, No. 3, 831–880
- Jensen, M. C. (1983), “Organization Theory And Methodology”, *The Accounting review*, Vol. 58 LVIII, No. 2, pp. 319-339
- Jensen, M. C. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, *American Economic Review*, 76 (2), 323-329
- Jensen, M. C., & Ruback, R.S. (1983), “The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence”, *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50
- Jensen, Michael C. & Meckling, William H. (1976), „Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, October, V. 3, No. 4, pp. 305-360
- Jerzemowska, M. (2006), “The Main Agency Problems and Their Consequences”, *Acta Oeconomica Pragensia*, roè. 14, è. 3

- 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*, Vol.47, pp. 13-37
- Kosnik, R. (1987), "Greenmail: a study of board performance in corporate governance", *Administrative Science Quarterly*, 32, pp. 163-185
- Malatesta P., H. & Walking, R., A. (1988), "Poison Pills Securities: Stockholder Wealth, Profitability and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 20(1/2), pp. 347-376
- Margiotta, M.M. & Miller, R.A. (2000), "Managerial compensation and the cost of moral hazard", *International Economic Review*, Vol. 41, No. 3, 669-719
- May, R. (1971). "The influence of quarterly earnings announcements on investor decisions as reflected in common stock price changes", *Journal of Accounting Research*, 9, 119 - 163
- Mikkelson, W.H. & Partch, M.M. (1997), "The decline of takeovers and disciplinary managerial turnover", *Journal of Financial Economics*, 44, 205-228
- Oesterle, Dale A. (1989), "The Rise and Fall of Street Sweep Takeovers", *Duke Law Journal*, Vol. 1989, No. 1, pp. 202-257
- Offenberg, D. & Pirinsky, Christo A. (2014), "How Do Acquirers Choose between Mergers and Tender Offers?", *Journal of Financial Economics (JFE)*, Forthcoming
- Pearce, J. A., II & Robinson, R. B., Jr. (2004), "Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth", *Business Horizons*, 47/5, pp. 15-24
- Pearson, K. (1895), "Contributions to the mathematical theory of evolution, II: Skew variation in homogeneous material", *Philosophical Transactions of the Royal Society of London*, 186, 343-414
- Pearson, K. (1905), „Das Fehlergesetz und seine Verallgemeinerungen durch Fechner und Pearson A Rejoinder“, *Biometrika*, 4, 169-212
- Sacchetto, S. & Dimopoulos, T. (2008), "Preemptive Bidding, Target Resistance and Takeover Premia: An Empirical Investigation", *Job Market Paper*, London Business School, London
- Schoenberg, R. & Thornton, D. (2006), "The Impact of Bid Defenses in Hostile Acquisitions", *European Management Journal*, 24,142-150

- Schoenberg, R. (2003), “Mergers and acquisition: Motives, value creation and implementation”, *The Oxford Handbook of Corporate Strategy* (eds). Faulkner & Campbell, Oxford University Press
- Schwert, William G. (2000), “Hostility in Takeovers: In The Eyes of the Beholder?”, *The Journal of Finance*, Vol. VI, No. 6, 2599-2640
- Shapiro, Susan P. (2005), “Agency Theory”, *Annual Review of Sociology*, 31, 263-284
- Sharpe, William F. (1964), “Capital Asset Prices: A Theory Of Market Equilibrium Under Conditions Of Risk”, *The Journal of Finance*, Vol. XIX, 425-442
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1989), “Management entrenchment: The case of manager-specific investments”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, No. 1, 123-139
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1990), “The new theory of the firm”, *American Economic Review*, Vol. 80, 148-153
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1997), “A survey of corporate governance”, *Journal of Finance*, Vol. 52, 737-783
- Stein, J. (1988), “Takeover threats and managerial myopia”, *Journal of Political Economy*, Vol. 96, 61-80
- Stulz, R. M. (1990), “Managerial discretion and optimal financing policies”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, 3-27

Artigos para conferência:

- Anetie, “Manual de Fusões e Aquisições de Empresas no Sector das TIC”,
 <<http://www.anetie.pt/userfiles/9/file/documentos/Coopera%C3%A7%C3%A3o%20Competitiva/Manual%20de%20Fus%C3%B5es%20e%20Aq%20de%20Empresas%20no%20Sector%20das%20TIC%281%29.pdf>>
- Neves, J. C. (1997), “Reestruturação das empresas – papel das fusões e aquisições na internacionalização da economia”, VI Congresso dos ROC, Universidade Católica Portuguesa, Portugal

Dissertações:

- Ahlqvist, M. (2004), “Alternatives to the Use of Unequal Voting Rights”, Master’s Dissertation, Linköpings University, Gothenburg
- Carvalho, Preciosa C. S. (2012), “Reacção dos Mercados de Capitais aos Anúncios de OPA’s em Portugal: Um estudo de evento”, Dissertação Gestão das Organizações, Instituto Politécnico de Bragança
- Davidsson, O. & Oddbjörn, F. (2013), “Toeholds, bid premiums and bid success in public takeovers, Sweden 1997-2012”, Master’s Dissertation, Lund University, Suécia
- Geraldes, R. (2009), “Portugal Telecom - O Efeito da OPA na proposta de valor para os Accionistas da PT”, Mestrado Executivo em Gestão, ISCTE Business School
- Johansson, M. & Torstensson, M. (2008), “Hostile Takeovers – The Power of the Prey”, Master’s Thesis in Finance, Jönköping International Business School, Jönköping University, Suécia
- Lei, L. (2006), “Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from the U.K. using a Corporate Governance Scorecard”, PhD Thesis, National University of Singapore, Singapore
- Smadja, C. (2008), “Hostile Takeovers and Directors’ Duties: From Delaware to Brussels, what’s best for shareholders?”, Master’s Thesis, McGill University, Montreal
- Steinbächer, J. (2007), “Defense Strategies Against Hostile Takeovers”, Bachelor Thesis, Norderstedt Germany, GRIN Verlag
- Zarin, S. & Yang, E. (2005), “Mergers & Acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them”, Bachelor Thesis, University of Gothenburg, Suécia

Ensaaios na coleção editada:

- Betton, S., Eckbo, B. E. & Thorburn, Karin S. (2008), “Corporate Takeovers”, In *Handbook of Empirical Corporate Finance, Volume 2*, ed. B. Espen Eckbo, Elsevier B. V., pp. 289-428
- Clacher, I., Hillier, D. & McColgan, P. (2010), “Agency Theory: Incomplete Contracting and Ownership Structure”, In *Corporate Governance: Synthesis of Theory, Research, and Practice*, ed. H. Kent Baker and Ronald Anderson, Kolb Series in Finance, pp. 141-156

- Shleifer, A. & Vishny, Robert W. (1987), "Management Buyouts as a Response to Market Pressure", In *Mergers and Acquisitions*, ed. Alan J. Auerbach, University of Chicago Press, pp. 87-102
- Stokka, Simen H. (2013), "Defence Tactics in Hostile takeovers – An Analysis of the Rules Imposed on the Pursued Target", In *Southampton Student Law Review 2013, Volume 3, Issue 1*, ed. Louise Cheung, Southampton Law School, pp. 1-28
- Taggart, Robert A., Jr. (1987), "The Growth of the 'Junk' Bond Market and Its Role in Financing Takeovers", In *Mergers and Acquisitions*, ed. Alan J. Auerbach, University of Chicago Press, pp. 5-24

Working Papers:

- Aktas, N., Bodt, E. D. & Roll, R. (2009), "Negotiation under a threat of an auction", AFA 2009 San Francisco Meetings Paper, EFA 2009 Bergen Meetings Paper, Working Papers Series
- Choe, C. & Yin, X. (2004), "Should executive stock options be abandoned?", *Working paper*, University of New South Wales and La Trobe University
- Eckbo, B. E. (2008), "Bidding Strategies and Takeover Premiums: A Review", *Working Paper No. 2008-48*, Tuck School of Business at Dartmouth, Hanover, New Hampshire
- Fishman, Michael J. (1985), "A Theory of Preemptive Takeover Bidding", *Discussion Paper No. 670*, Northwestern University, Illinois
- Haubrich, J. G. (1991), "Risk Aversion, Performance Pay And The Principal-Agent Problem", *Working paper No. 9118*, Federal Reserve Bank of Cleveland
- Martynova, M. & Renneboog, L. (2006), "Mergers and acquisitions in Europe", *Tilec Discussion paper*, Tilburg University, 1-77
- McColgan, P. (2001), "Agency theory and corporate governance: A review of the literature from a UK perspective", *Working paper*, University of Strathclyde
- Renneboog, L. & Trojanowski, G. (2002), "The Managerial Labor Market And Governance Role of Shareholder Control Structures in the UK", *Discussion paper No. 2002-68*, Tilburg University, Tilburg

Schwert, G. William (1994), “Mark-up Pricing in Mergers & Acquisitions”, *Working Paper No. 4863*, National Bureau Of Economic Research, NBER Working Paper Series

Schwert, G. William (1996), “Mark-up Pricing in Mergers & Acquisitions”. National Bureau Of Economic Research, NBER Working Paper Series

Yadav, A. (2011), “Hostile Takeovers and its Defense Tactics”, Institute of Law, Nirma University, India, Working Paper Series

Internet:

Chron, “Examples of Vertical Integrated Companies”, <<http://smallbusiness.chron.com/examples-vertically-integrated-companies-12868.html>>, data de consulta: 19/11/2014

Chron, Demand Media, “An Example of a Company Conglomerate”, <<http://smallbusiness.chron.com/example-company-conglomerate-14699.html>>, data de consulta: 19/11/2014

Integration Developer News, “Analysis: A Look at Oracle Sun’s Impact on Horizontal Integration”, <<http://www.idevnews.com/stories/4161/Analysis-A-Look-at-Oracle-Suns-Impact-on-Horizontal-Integration>>, data de consulta: 29/05/2014

Jornal Público (2014), <<http://www.publico.pt/economia/noticia/soma-da-zon-e-da-optimus-da-origem-a-marca-nos-1636292>>, data de consulta: 29/05/2014

Neves, J. C. (2006), “Corporate e teoria da agência”, Diário de Notícias, <http://www.dn.pt/inicio/interior.aspx?content_id=648449&page=-1>, data de consulta: 22/12/2014

Strategic Management Insight, “Horizontal Integration & Vertical Integration”, <<http://www.strategicmanagementinsight.com/topics/horizontal-integration.html>> e <<http://www.strategicmanagementinsight.com/topics/vertical-integration.html>>, data de consulta: 29/05/2014

The Economist (2009), “Vertical Integration”, <<http://www.economist.com/node/13396061>>, data de consulta: 19/11/2014

The Learning Network, “Jan. 10, 2000 | AOL and Time Warner Announce Merger”, <http://learning.blogs.nytimes.com/2012/01/10/jan-10-2000-aol-and-time-warner-announce-merger/?_php=true&_type=blogs&_r=0>, data de consulta: 30/05/2014

TIME Magazine (2012), “How Apple Made ‘Vertical Integration’ Hot Again – Too Hot, Maybe”, <<http://business.time.com/2012/03/16/how-apple-made-vertical-integration-hot-again-too-hot-maybe/>>, data de consulta: 29/05/2014

Vassoughi, S. (2012), Harvard Business Review. “Today's Best Companies are Horizontally Integrated”, <http://blogs.hbr.org/cs/2012/12/todays_best_companies_are_hori.html>, data de consulta: 28/11/2014

Apêndices

Apêndice 1 – Lista de OPA's registadas entre 1991 e 2014

| | Adquirente | Empresa-alvo | Anúncio preliminar | |
|-------------------------------|----------------------------------|--|---------------------|------------|
| 2014 | JM Saúde | Espírito Santo Saúde SGPS, SA | 11-09-2014 | |
| | Ángeles | Espírito Santo Saúde SGPS, SA | 19-08-2014 | |
| | Fidelidade | Espírito Santo Saúde SGPS, SA | 23-09-2014 | |
| | Terra Peregrin | PT SGPS, SA | 11-11-2014 | |
| 2013 | Sonaecom SGPS, SA | ZON Optimus | 29-10-2013 | |
| | Codecity Sports Management, Lda | Os Belenenses SAD | 13-12-2012 | |
| 2012 | SGL Carbon Gmbh, SA | Fisipe, SA | 21-03-2012 | |
| | Intercement Austria Holding Gmbh | Cimpor SGPS, SA | 30-03-2012 | |
| | Tagus Holdings | Brisa, SA | 29-03-2012 | |
| 2011 | Traffic Sport Europe, Lda | Estoril Praia, SAD | 12-10-2010 | |
| | Soc. Com. Orey Antunes | Soc. Com. Orey Antunes | 24-06-2011 | |
| | Manuel Inácio & Filhos, SA | Rações Progado Centro Sul, SA | 13-04-2011 | |
| 2010 | CSN Cement | Cimpor SGPS, SA | 18-02-2009 | |
| | Teixeira Duarte, SA | Teixeira Duarte - Engenharia e Const, SA | 17-02-2009 | |
| | Montepio Geral | Finibanco Holding, SA | 29-07-2009 | |
| | Shin-Etsu International Eur BV | Cires, SA | 09-12-2008 | |
| 2009 | Abel Saturnino | Grão Pará, SA | 04-02-2009 | |
| | Abel Saturnino | Interhotel | 04-02-2009 | |
| | Cerutil, SA | VAA SGPS, SA | 19-01-2009 | |
| 2008 | Cerutil, SA | VA Grupo - Vista Alegre Part, SA | 30-01-2009 | |
| | Lagos Soccer, SA | Estoril Praia, SAD | 11-04-2008 | |
| | Papeles Y Cartones de Eur, SA | Gescartão SGPS, SA | 31-10-2006 | |
| | Sonaecom SGPS, SA e Sonaecom BV | PT, SA | 07-02-2006 | |
| | Sonaecom SGPS, SA e Sonaecom BV | PTM SGPS, SA | 07-02-2006 | |
| | Investfino SGPS, SA | Grupo Soares da Costa | 12-10-2006 | |
| | Vertex SGPS, SA | Grupo Media Capital | 26-10-2006 | |
| | Violas SGPS, SA | Solverde, SA | 06-02-2007 | |
| | 2007 | BCP, SA e BCP Inv BV | BPI | 13-03-2006 |
| | | Mota-Engil - Amb e Ser SGPS, SA | TERTIR | 17-10-2006 |
| | | Mota-Engil - Amb e Ser SGPS, SA | TERNOR | 17-10-2006 |
| | | Vertex SGPS, SA | Grupo Media Capital | 06-02-2007 |
| | | Vertex SGPS, SA | TVI, SA | 06-02-2007 |
| Metalgest SGPS, SA | | SLB, SA | 15-06-2007 | |
| Stone Holding Company Limited | | COFACO, SA | 03-10-2006 | |
| 2006 | Tecnoholding SGPS, SA | EFACEC Capital SGPS, SA | 27-09-2005 | |
| | RL - SGPS, SA | TERTIR | 21-03-2006 | |
| | RL - SGPS, SA | TERNOR | 21-03-2006 | |
| | Cirio de Rica, S.P.A | Sopragol, SA | 09-06-2005 | |
| 2005 | Securitas AB | Securitas AB | // | |
| | A. Silva & Silva SGPS, SA | SOPOL, SA | 03-06-2005 | |

| | | | |
|------|--|--|------------|
| | PEC - Prod. Pecuários Port, SGPS, SA | PEC Tejo | 10-08-2005 |
| | PEC - Prod. Pecuários Port, SGPS, SA | PEC Nordeste | 10-08-2005 |
| | ATPS II SGPS, SA | Ibersol | 18-10-2005 |
| 2004 | António José da Silva Veiga | Estoril Praia, SAD | 23-09-2003 |
| | Edinger Holdings LLC | Grão Pará, SA | 22-03-2004 |
| | Semapa Investments BV | Portucel, SA | 06-07-2004 |
| | Sacyr Vallehermoso | Somague SGPS, SA | 22-12-2003 |
| | Sacyr Vallehermoso | Warrants emitidos pela Somague | 22-12-2003 |
| | Vodafone Group, PLC | Vodafone Telecel | 05-02-2003 |
| | Cidadela, SA | Sociedade das Águas Cúria, SA | 24-01-2003 |
| | Banco Popular Español, SA | Banco Nacional de Crédito, SA | 22-01-2003 |
| | Caixa Central, CRL | Central Banco de Inv, SA | 07-08-2003 |
| | Rentipar SGPS, SA e Finpro SGPS, SA | Banif, SGPS, SA | 05-06-2003 |
| | Bar-Bar-Idade-Glass, SA | BA - Fábrica de Vidros Barb & Almeida, SA | 24-07-2003 |
| | Banif Comercial SGPS, SA | Banco Comercial dos Açores, SA | 28-06-2003 |
| 2002 | M. J. Pestana Soc Turismo da Mad, SA | ITI, SA | 13-11-2001 |
| | Sonae SGPS, SA | Modelo Continente SGPS, SA | 08-02-2002 |
| | Imob Grão-Pará | Interhotel, SA | 26-04-2002 |
| | S.I.N SGPS, SA | Soc. Com. Orey Antunes | 19-07-2002 |
| | Triângulo-Mor | Soc. Com. Orey Antunes | 22-07-2002 |
| | Petrogal, SA | Sacor Marítima, SA | 05-07-2002 |
| | ASLE, SGPS, SA | Lusomundo SGPS, SA | 13-10-2000 |
| | Iberholding SGPS, SA | Colep, SA | 06-11-2000 |
| | BPI SGPS, SA | Douro SGPS, SA | 05-07-2001 |
| | Banco Bilbao Viscaya Arg Port, SA | Crédit Lyonnais Portugal, SA | 31-10-2000 |
| | Portucel, SA | Soporcel, SA | 13-12-2000 |
| 2001 | Nutrinveste SGPS, SA | Fábricas Triunfo, SA | 31-08-2001 |
| | PTM SGPS, SA | PTM.com SGPS, SA | 05-01-2001 |
| | Gaudriot | Hidroprojecto, SA* | 24-07-2001 |
| | Sonae SGPS, SA / Grosvenos Acq CE LTD | Sonae Imobiliária SGPS, SA | 19-10-2001 |
| | Cofina SGPS, SA | F. Ramada, SA | 16-10-2001 |
| | Caixa, Empresas de Crédito, SGPS, SA | Imoleasing, SA | 14-11-2001 |
| | Heller SGPS, Lda | Heller Factoring Portuguesa, SA | 17-05-2000 |
| | Cofina SGPS, SA | Companhia Celulose do Caima | 20-10-2000 |
| | Navivessel - Estudos e Projectos Nav, SA | Lisnave | 18-08-2000 |
| | Engil SGPS, SA | Mota & Companhia | 09-10-2000 |
| | Indasa II - Abrasivos Flexíveis, SA | Luzostela | 28-08-2000 |
| | Centralacer - Central de Cerv, SA | Água de Luso | 28-07-2000 |
| 2000 | Cinveste SGPS, SA e PTM | Lusomundo SGPS, SA | 24-07-2000 |
| | PTM SGPS, SA | Lusomundo SGPS, SA | 03-04-2000 |
| | Algosi SGPS, SA e Vallis SGPS, SA | Engil SGPS, SA | 23-07-1999 |
| | VTR SGPS, SA | Centralacer, SA | 22-12-1999 |
| | Secilpar, S.L | Cimpor SGPS, SA | 15-06-2000 |
| | Companhia Seguros Açoreana, SA | O Trabalho - Companhia de Seguros, SA (98,97%) | |
| | Companhia Seguros Açoreana, SA | O Trabalho - Companhia de Seguros, SA (1,032%) | |

| | | | |
|------|--|-------------------------------|------------|
| | Santusa Holding, S.L | Banco Totta & Açores, SA | 18-04-2000 |
| | Santusa Holding, S.L | Crédito Predial Português | 18-04-2000 |
| | A. Silva & Silva SGPS, SA | SOPOL, SA | 18-02-2000 |
| | Caixa Part SGPS, SA | Imoleasing, SA | 20-04-2000 |
| | Caixa Geral de Dep, SA | Locapor, SA | 28-01-2000 |
| | BCP, SA | Banco Mello, SA | 11-01-2000 |
| | Parbanca SGPS, SA | Comp. Seg. Mundial Confiança | 19-04-2000 |
| | BCP, SA | BPSM | 19-07-1999 |
| | Sonepar Dist Ibérica, SA | Sabel, SA | |
| | Kimberley Trading, SA | TVI, SA | 16-06-1999 |
| | Cofina SGPS, SA e BPI - Part SGPS, SA | Investec | 17-08-1999 |
| | Lusomundo Media SGPS, SA | Investec | 30-08-1999 |
| | BCP, SA | Companhia Seguros Império, SA | 11-01-2000 |
| | Viacer, Sarc, Cosar e Cervunião | Unicer | 10-02-2000 |
| | Primical SGPS, Soc Unip, Lda | Colep, SA | 16-12-1999 |
| | Silger | A. Silva & Silva | 20-08-1999 |
| | Planfipsa | Lusotur | |
| | Estoril Sol | Sopete | |
| | Estoril Sol | Sopete | |
| 1999 | EPM | Caima | |
| | Indasa II - Abrasivos Flexíveis, SA | Luzostela | |
| | Amorim Lage | Nacional | |
| | BICC Portugal | BICC Celcat | |
| | Alves Ribeiro SGPS | Mundicenter | |
| | Safega | Hidroprojecto, SA | |
| | Luxpar SGPS | Soja de Portugal | |
| | BPSM | BTA | |
| 1998 | Navivessel - Estudos e Projectos Nav, SA | Gestnave | |
| | V.A Grupo e Emp Electro Cerâmica | Cerexport | |
| | Axa Participations | Axa Portugal | |
| | Gierlings Velpor | Veldec Têxteis | |
| | Jerónimo Martins | VM & PS | |
| | Probos | Proholding | |
| | Grupo Media Capital | Rádio Comercial | |
| | Arbitrium | Orbitur | |
| 1997 | BFB | Int. Factors | |
| | VA - Soc Controlo | VA Grupo | |
| | Amorim Inv e Part | Capital Plus | |
| | Renova | Proemba | |
| | Amorim Invest. | Capital Plus | |
| | Spasa | BCM | |
| | Amorim Invest. | Figueira Praia | |
| 1996 | Sousa Cintra | VMPS | |
| | Mundigere SGPS | Mundiunter | |
| | Gestres | Hotelagos | |
| | BFE | Euroleasing | |

| | | |
|------|---|--|
| | Chemical e Mun. Conf. | B. Chemical |
| | BESCL | BIC |
| | BPI SGPS, SA | Grupo BFE |
| | Sonae Inv | Interlog |
| | BNU | SPL |
| | BCP / Império | BPA |
| | BPI | Inter-Risco |
| | Império / BCP | UBP |
| | BESCL | BIC |
| | Sonae Turismo | Solinca |
| | Laufen | Cinca |
| 1995 | Modelo Continente | Modelo SGPS |
| | Pingo Doce | Inô |
| | Marconi | Time-Sharing |
| | Engil SGPS | Engil, SA |
| | Engil SGPS | Engil, SA |
| | PFA Tiard | SPS |
| | Jornalgeste | Emp. Jornal Notícias |
| | TMB | Proalimentar |
| | CDME Sud | Somil |
| | FM | Mota & Companhia |
| | Interfina SGPS | OPCA, SA |
| | International Finance Associates SGPS, SA | Citibank Portugal, SA |
| | SOGEFI, SA | Soponata, SA |
| | IBERPAR SGPS, SA | Laboratório Iberfar, SA |
| | Salgueiros, Lda | Companhia Aveirense de Moagens, SA |
| | Banco de Fomento e Exterior (BFE), SA | Leasinvest, SA |
| 1994 | TI GEST SGPS, SA | Transinsular, SA |
| | PRISMA - Inv e Part, SA | MABOR, SA |
| | Nutrinveste SGPS, SA | Produtos Alim António & Henrique Serrano, SA |
| | SAPEC PORTUGAL SGPS, SA | SPC - Serv. Port. Contentores |
| | Tabaqueira - Emp. Comercial e Ind., SA | Cotapo |
| | Solidal - Condutores Electricos, SA | Cabelte, SA |
| | BPI, SA | Inter-Risco, SA |
| | União de Bancos Portugueses, SA | Lusoleasing, SA |
| | Pingo Doce | Inô Supermercados, SA |
| | ? | Sapec Portugal SGPS, SA |
| | FENALU – Gestão de Invest e Part, SA | CPH - Comp. Portuguesa e Higiene, SA |
| | ? | ALCO - Algodoeira Comercial e Ind., SA |
| 1993 | Empresa Madeirense de Tabacos | SAVOI, SA |
| | ? | SOLIDAL - Condutores Eléctricos, SA |
| | Santander | BCI - Banco de Comércio e Indústria, SA |
| | | F. Ramada, SA |
| | Finantia, SA | Sofinloc, SA |
| 1992 | José Roquette | Finagra - Soc. Ind e Agrícola, SA |
| | Bormaia S.A | Bordalima - Ind. Bordados, SA |



| | | |
|------|--|--|
| | Indesit ?? | Merloni Electrodomésticos, Sa |
| | ? | SICEL, SA |
| | Grupo Barloworld | S.T.E.T. - Soc. Téc. Equip e Tractores, SA |
| | BCP | CISF - Comp. Inv e Serv Fin, SA |
| | Sonae Inv | INTERLOG, SA |
| | BCP ?? | Ocidental Holding SGPS, SA |
| | BCP | Nacional Factoring, SA |
| | ? | Indasa - Ind Abrasivos |
| | Banco Comercial Macau, SA | Sofinloc, SA |
| | Finantia, SA e Quarenta Mais Quatro, Lda | Sofinloc, SA |
| | Banco Comercial Macau, SA | Sofinloc, SA |
| 1991 | União de Bancos Portugueses, SA | Lusoleasing, SA |
| | EPM SGPS, SA | Caima |
| | Seda | Novembal |
| | BPI | Banco Fonecas & Burnay |

Apêndice 2 – Inquérito sobre estratégias defensivas em operações de fusão e aquisição realizadas no mercado português a partir de 1990

Exmo(a), Sr(a).

Pela presente forma venho solicitar a sua participação neste inquérito, a decorrer no âmbito do Mestrado em Contabilidade e Finanças do ISCAP – Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto. O objetivo do estudo empírico da dissertação visa apurar as estratégias defensivas mais eficazes que foram utilizadas por empresas nacionais alvo de iniciativas de fusão e aquisição (M&A) desde 1990.

O inquérito tem um tempo estimado de resposta inferior a 10 minutos.

Todas as respostas serão tratadas confidencialmente e a síntese dos resultados será divulgada pelos inquiridos após a conclusão do estudo.

Obrigado pela sua colaboração.

Atenciosamente,
João Braga

1. Desempenha funções na área financeira da Empresa?
 - Sim
 - Não

2. Que cargo ocupa na Empresa?
_____ (resposta aberta)

3. A operação de M&A em que a empresa se envolveu foi considerada:
 - Amigável
 - Hostil

4. A operação era expectável pela Gestão/Administração?
 - Sim
 - Não

5. Indique as estratégias defensivas que a empresa adotava, antes do anúncio da operação, para se proteger de iniciativas de M&A hostis:
 - Blowfish
 - Poison Pills
 - Recompra de Ações
 - Staggered Board (Shark Repellant)
 - Golden Parachutes (Shark Repellant)
 - Super-Majority Amendment
 - Outra (qual): _____

6. Indique as estratégias defensivas que a empresa passou a adotar, depois do anúncio da operação, para se proteger de iniciativas de M&A hostis:

- Atacar a lógica da proposta
- Reestruturação empresarial
- Crown Jewel
- Greenmail
- Management Buyout
- Pac-man
- Informação Pública Positiva
- Recompra de Ações
- Scorched Earth
- White Knight
- White Squire
- Ação Judicial
- Outra (qual): _____

7. De entre as seguintes estratégias defensivas, indique a(s) que foi(ram) mais eficaz(es) no caso da operação não ter sido bem sucedida, ou de ter sido atrasada:

- Blowfish
- Poison Pills
- Staggered Board (Shark Repellant)
- Golden Parachutes (Shark Repellant)
- Recompra de Ações
- Super-Majority Amendment
- Atacar a lógica da proposta
- Reestruturação empresarial
- Crown Jewel
- Greenmail
- Management Buyout
- Pac-man
- Informação Pública Positiva
- Scorched Earth
- White Knight
- White Squire
- Ação Judicial
- Outra (qual): _____

8. Indique as áreas em que ocorreram consequências negativas motivadas pelas iniciativas para impedir o sucesso da operação:

- Financeiros
- Judiciais
- Marca/Reputação
- Estratégicos
- Perda de posição no mercado/clientes
- Perda de quota de mercado
- Eficiência
- Time-consuming
- Estrutura de capital
- Outro: _____ (resposta aberta)

9. Houve contra-operação (contra-oferta)?

- Sim

Não

10. A estratégia de defesa utilizada determinou o insucesso da operação?

Sim

Não

11. Se sim, os gastos financeiros decorrentes da estratégia de defesa foram diluídos em quantos anos?

N° < 2

2 < N° < 4

N° > 4

12. A estratégia montada foi reforçada?

Sim

Não

13. Sente o risco do surgimento de novas iniciativas por parte do mesmo ou de outro adquirente?

Sim

Não

Comentário: _____ (resposta aberta) (Opcional)

Apêndice 3 – Retorno médio das cotações dos títulos e índice do mercado

| (período de estimação) | | | | | | | | | | | |
|------------------------------|---------------------------------|------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|------------------------------|---------------------------------|
| <i>EMPRESAS ADQUIRENTES</i> | | | | <i>EMPRESAS -ALVO</i> | | | | <i>ÍNDICE DO MERCADO</i> | | | |
| CLSS (-18 a -6) | LOG (-18 a -6) | CLSS (+6 a +18) | LOG (+6 a +18) | CLSS (-18 a -6) | LOG (-18 a -6) | CLSS (+6 a +18) | LOG (+6 a +18) | CLSS (-18 a -6) | LOG (-18 a -6) | CLSS (+6 a +18) | LOG (+6 a +18) |
| Y(1) | Y(1) | Y(1) | Y(1) | Y(1) | Y(1) | Y(1) | Y(1) | Y(1) | Y(1) | Y(1) | Y(1) |
| 0,0043 | 0,0034 | -0,0071 | -0,0081 | 0,0084 | 0,0075 | -0,0014 | -0,0017 | 0,0024 | 0,0021 | -0,0026 | -0,0029 |
| Y(2) | Y(2) | Y(2) | Y(2) | Y(2) | Y(2) | Y(2) | Y(2) | Y(2) | Y(2) | Y(2) | Y(2) |
| 0,0134 | 0,0127 | 0,0115 | 0,0115 | 0,0107 | 0,0101 | 0,0075 | 0,0076 | 0,0061 | 0,0061 | 0,0091 | 0,0093 |
| Y(3) | Y(3) | Y(3) | Y(3) | Y(3) | Y(3) | Y(3) | Y(3) | Y(3) | Y(3) | Y(3) | Y(3) |
| 0,1848 | -0,0506 | 0,2562 | 0,1827 | 0,7876 | 0,7583 | 0,3440 | 0,3005 | 0,4375 | 0,4421 | -0,3161 | -0,3549 |
| Dist. Assimétr. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. r. Enviez. Esq. | Dist. Assimétr. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. r. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. r. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. r. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. r. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. r. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. r. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. Enviez. Esq. | Dist. Assimétr. r. Enviez. Esq. |
| Y(4) | Y(4) | Y(4) | Y(4) | Y(4) | Y(4) | Y(4) | Y(4) | Y(4) | Y(4) | Y(4) | Y(4) |
| 0,1091 | -0,0762 | -1,5719 | -1,5878 | -0,9104 | -0,9456 | -0,8828 | -0,9167 | -1,4825 | -1,4845 | -1,0243 | -1,0318 |
| Dist. Leptocurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica |

Apêndice 4 – Resultados obtidos segundo os modelos estudados e resultados globais

| RETORNOS CLÁSSICOS | | | RETORNOS LOGARÍTMICOS | | | |
|--------------------|----------------------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| SEMANA | r it | r jt | r mt | Ln r it | Ln r jt | Ln r mt |
| Nº | clássica (média oferentes) | clássica (média visadas) | clássica (média mercado) | logarítmica (média oferentes) | logarítmica (média visadas) | logarítmica (média mercado) |
| -19 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| -18 | 0,0084 | 0,0025 | -0,0022 | 0,0080 | 0,0021 | -0,0025 |
| -17 | 0,0333 | 0,0294 | 0,0003 | 0,0288 | 0,0269 | 0,0000 |
| -16 | -0,0006 | 0,0026 | 0,0000 | -0,0012 | 0,0017 | -0,0002 |
| -15 | 0,0015 | 0,0025 | 0,0020 | 0,0013 | 0,0023 | 0,0019 |
| -14 | 0,0133 | 0,0268 | 0,0121 | 0,0123 | 0,0254 | 0,0119 |
| -13 | -0,0227 | -0,0013 | -0,0059 | -0,0234 | -0,0017 | -0,0061 |
| -12 | 0,0092 | -0,0033 | -0,0026 | 0,0085 | -0,0037 | -0,0028 |
| -11 | 0,0079 | -0,0002 | -0,0011 | 0,0070 | -0,0009 | -0,0013 |
| -10 | 0,0174 | 0,0161 | 0,0093 | 0,0171 | 0,0153 | 0,0090 |
| -9 | -0,0018 | 0,0107 | -0,0033 | -0,0021 | 0,0103 | -0,0035 |
| -8 | -0,0059 | 0,0167 | 0,0013 | -0,0066 | 0,0145 | 0,0010 |
| -7 | -0,0051 | 0,0043 | 0,0104 | -0,0056 | 0,0039 | 0,0101 |
| -6 | 0,0008 | 0,0021 | 0,0105 | 0,0001 | 0,0018 | 0,0104 |
| -5 | -0,0042 | -0,0058 | 0,0124 | -0,0046 | -0,0063 | 0,0117 |
| -4 | -0,0010 | 0,0134 | -0,0007 | -0,0016 | 0,0124 | -0,0010 |
| -3 | -0,0050 | -0,0023 | 0,0032 | -0,0054 | -0,0035 | 0,0029 |
| -2 | 0,0000 | -0,0039 | -0,0048 | -0,0003 | -0,0043 | -0,0049 |
| -1 | -0,0061 | -0,0159 | -0,0086 | -0,0064 | -0,0165 | -0,0089 |
| 0 | 0,0045 | 0,0974 | 0,0118 | 0,0040 | 0,0863 | 0,0115 |
| +1 | 0,0094 | 0,0125 | 0,0070 | 0,0080 | 0,0111 | 0,0068 |

| | | | | | | |
|-----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| +2 | 0,0252 | 0,0594 | 0,0049 | 0,0226 | 0,0462 | 0,0046 |
| +3 | -0,0042 | 0,0005 | 0,0037 | -0,0046 | 0,0003 | 0,0035 |
| +4 | -0,0011 | -0,0093 | 0,0088 | -0,0015 | -0,0094 | 0,0086 |
| +5 | -0,0035 | 0,0051 | 0,0104 | -0,0040 | 0,0049 | 0,0101 |
| +6 | -0,0121 | 0,0027 | 0,0127 | -0,0124 | 0,0026 | 0,0123 |
| +7 | -0,0204 | -0,0088 | 0,0045 | -0,0211 | -0,0094 | 0,0043 |
| +8 | 0,0031 | -0,0008 | 0,0047 | 0,0024 | -0,0011 | 0,0047 |
| +9 | 0,0104 | -0,0028 | -0,0012 | 0,0095 | -0,0029 | -0,0013 |
| +10 | -0,0080 | -0,0056 | -0,0158 | -0,0090 | -0,0059 | -0,0163 |
| +11 | -0,0225 | -0,0114 | -0,0190 | -0,0245 | -0,0122 | -0,0197 |
| +12 | 0,0031 | 0,0065 | 0,0003 | 0,0021 | 0,0062 | 0,0001 |
| +13 | 0,0103 | 0,0141 | 0,0051 | 0,0082 | 0,0138 | 0,0050 |
| +14 | -0,0092 | -0,0023 | -0,0074 | -0,0094 | -0,0028 | -0,0076 |
| +15 | -0,0155 | -0,0117 | -0,0133 | -0,0167 | -0,0121 | -0,0139 |
| +16 | -0,0167 | -0,0055 | -0,0027 | -0,0172 | -0,0057 | -0,0029 |
| +17 | 0,0012 | 0,0052 | 0,0013 | 0,0010 | 0,0050 | 0,0012 |
| +18 | -0,0162 | 0,0029 | -0,0032 | -0,0176 | 0,0028 | -0,0034 |

BALL, BROWN

| \hat{U}_{it} | \hat{U}_{it} | \hat{U}_{it} | \hat{U}_{it} | AAR_t^+ | AAR_t^- | AAR_t^+ | AAR_t^- | AAR_t^+ | AAR_t^- | AAR_t^+ | AAR_t^- | $CAAR_{t_1,t_2}^+$ | $CAAR_{t_1,t_2}^-$ | $CAAR_{t_1,t_2}^+$ | $CAAR_{t_1,t_2}^-$ | $CAAR_{t_1,t_2}^+$ | $CAAR_{t_1,t_2}^-$ | $CAAR_{t_1,t_2}^+$ | $CAAR_{t_1,t_2}^-$ |
|-------------------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| clss (média adq.) | Log (média adq.) | clss (média alvo) | Log (média alvo) | clss (média adq.) | clss (média adq.) | Log (média adq.) | Log (média adq.) | clss (média alvo) | clss (média alvo) | Log (média alvo) | Log (média alvo) | clss (média adq.) | clss (média adq.) | Log (média adq.) | Log (média adq.) | clss (média alvo) | clss (média alvo) | Log (média alvo) | Log (média alvo) |
| -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 0,0049 | 0,0050 | -0,0004 | 0,0012 | 0,0049 | 0,0000 | 0,0050 | 0,0000 | 0,0000 | -0,0004 | 0,0012 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 0,0283 | 0,0247 | 0,0237 | 0,0217 | 0,0283 | 0,0000 | 0,0247 | 0,0000 | 0,0237 | 0,0000 | 0,0217 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| -0,0007 | -0,0009 | 0,0045 | 0,0023 | 0,0000 | -0,0007 | 0,0000 | -0,0009 | 0,0045 | 0,0000 | 0,0023 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 0,0004 | -0,0001 | 0,0025 | 0,0022 | 0,0004 | 0,0000 | 0,0000 | -0,0001 | 0,0025 | 0,0000 | 0,0022 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| -0,0015 | -0,0013 | 0,0179 | 0,0177 | 0,0000 | -0,0015 | 0,0000 | -0,0013 | 0,0179 | 0,0000 | 0,0177 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| -0,0127 | -0,0131 | 0,0076 | 0,0025 | 0,0000 | -0,0127 | 0,0000 | -0,0131 | 0,0076 | 0,0000 | 0,0025 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 0,0130 | 0,0127 | 0,0019 | 0,0044 | 0,0130 | 0,0000 | 0,0127 | 0,0000 | 0,0019 | 0,0000 | 0,0044 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 0,0124 | 0,0115 | 0,0070 | 0,0064 | 0,0124 | 0,0000 | 0,0115 | 0,0000 | 0,0070 | 0,0000 | 0,0064 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 0,0047 | 0,0047 | 0,0029 | 0,0050 | 0,0047 | 0,0000 | 0,0047 | 0,0000 | 0,0029 | 0,0000 | 0,0050 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 0,0039 | 0,0035 | 0,0149 | 0,0177 | 0,0039 | 0,0000 | 0,0035 | 0,0000 | 0,0149 | 0,0000 | 0,0177 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 0,0031 | 0,0022 | 0,0224 | 0,0191 | 0,0031 | 0,0000 | 0,0022 | 0,0000 | 0,0224 | 0,0000 | 0,0191 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| -0,0122 | -0,0123 | -0,0026 | -0,0053 | 0,0000 | -0,0122 | 0,0000 | -0,0123 | 0,0000 | -0,0026 | 0,0000 | -0,0053 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| -0,0105 | -0,0105 | -0,0072 | -0,0092 | 0,0000 | -0,0105 | 0,0000 | -0,0105 | 0,0000 | -0,0072 | 0,0000 | -0,0092 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| -0,0103 | -0,0105 | -0,0117 | -0,0117 | 0,0000 | -0,0103 | 0,0000 | -0,0105 | 0,0000 | -0,0117 | 0,0000 | -0,0117 | 0,0000 | -0,0103 | 0,0000 | -0,0105 | 0,0000 | -0,0117 | 0,0000 | -0,0117 |
| -0,0056 | -0,0057 | 0,0115 | 0,0112 | 0,0000 | -0,0056 | 0,0000 | -0,0057 | 0,0115 | 0,0000 | 0,0112 | 0,0000 | 0,0000 | -0,0159 | 0,0000 | -0,0162 | 0,0115 | -0,0117 | 0,0112 | -0,0117 |
| -0,0032 | -0,0037 | 0,0017 | -0,0031 | 0,0000 | -0,0032 | 0,0000 | -0,0037 | 0,0017 | 0,0000 | 0,0000 | -0,0031 | 0,0000 | -0,0191 | 0,0000 | -0,0198 | 0,0132 | -0,0117 | 0,0112 | -0,0148 |
| 0,0056 | 0,0054 | 0,0011 | 0,0011 | 0,0056 | 0,0000 | 0,0054 | 0,0000 | 0,0011 | 0,0000 | 0,0011 | 0,0000 | 0,0056 | -0,0191 | 0,0054 | -0,0198 | 0,0144 | -0,0117 | 0,0123 | -0,0148 |
| -0,0028 | -0,0031 | -0,0112 | -0,0129 | 0,0000 | -0,0028 | 0,0000 | -0,0031 | 0,0000 | -0,0112 | 0,0000 | -0,0129 | 0,0056 | -0,0218 | 0,0054 | -0,0230 | 0,0144 | -0,0229 | 0,0123 | -0,0277 |
| -0,0032 | -0,0036 | 0,0900 | 0,0793 | 0,0000 | -0,0032 | 0,0000 | -0,0036 | 0,0900 | 0,0000 | 0,0793 | 0,0000 | 0,0056 | -0,0250 | 0,0054 | -0,0265 | 0,1044 | -0,0229 | 0,0916 | -0,0277 |
| 0,0037 | 0,0022 | 0,0056 | 0,0023 | 0,0037 | 0,0000 | 0,0022 | 0,0000 | 0,0056 | 0,0000 | 0,0023 | 0,0000 | 0,0094 | -0,0250 | 0,0076 | -0,0265 | 0,1099 | -0,0229 | 0,0940 | -0,0277 |

| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 0,0250 | 0,0219 | 0,0600 | 0,0576 | 0,0250 | 0,0000 | 0,0219 | 0,0000 | 0,0600 | 0,0000 | 0,0576 | 0,0000 | 0,0344 | -0,0250 | 0,0296 | -0,0265 | 0,1699 | -0,0229 | 0,1516 | -0,0277 |
| -0,0101 | -0,0102 | -0,0052 | -0,0061 | 0,0000 | -0,0101 | 0,0000 | -0,0102 | 0,0000 | -0,0052 | 0,0000 | -0,0061 | 0,0344 | -0,0352 | 0,0296 | -0,0367 | 0,1699 | -0,0281 | 0,1516 | -0,0338 |
| -0,0149 | -0,0143 | -0,0194 | -0,0170 | 0,0000 | -0,0149 | 0,0000 | -0,0143 | 0,0000 | -0,0194 | 0,0000 | -0,0170 | 0,0344 | -0,0501 | 0,0296 | -0,0510 | 0,1699 | -0,0475 | 0,1516 | -0,0509 |
| -0,0094 | -0,0094 | 0,0001 | -0,0038 | 0,0000 | -0,0094 | 0,0000 | -0,0094 | 0,0001 | 0,0000 | 0,0000 | -0,0038 | 0,0344 | -0,0595 | 0,0296 | -0,0603 | 0,1700 | -0,0475 | 0,1516 | -0,0547 |
| -0,0158 | -0,0161 | -0,0028 | -0,0069 | 0,0000 | -0,0158 | 0,0000 | -0,0161 | 0,0000 | -0,0028 | 0,0000 | -0,0069 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| -0,0190 | -0,0194 | -0,0077 | -0,0038 | 0,0000 | -0,0190 | 0,0000 | -0,0194 | 0,0000 | -0,0077 | 0,0000 | -0,0038 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 0,0010 | 0,0002 | -0,0012 | 0,0011 | 0,0010 | 0,0000 | 0,0002 | 0,0000 | 0,0000 | -0,0012 | 0,0011 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 0,0102 | 0,0091 | -0,0022 | 0,0045 | 0,0102 | 0,0000 | 0,0091 | 0,0000 | 0,0000 | -0,0022 | 0,0045 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 0,0085 | 0,0080 | 0,0075 | 0,0067 | 0,0085 | 0,0000 | 0,0080 | 0,0000 | 0,0075 | 0,0000 | 0,0067 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 0,0012 | -0,0002 | 0,0081 | 0,0078 | 0,0012 | 0,0000 | 0,0000 | -0,0002 | 0,0081 | 0,0000 | 0,0078 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 0,0041 | 0,0025 | 0,0069 | 0,0069 | 0,0041 | 0,0000 | 0,0025 | 0,0000 | 0,0069 | 0,0000 | 0,0069 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 0,0013 | -0,0003 | 0,0131 | 0,0089 | 0,0013 | 0,0000 | 0,0000 | -0,0003 | 0,0131 | 0,0000 | 0,0089 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| -0,0038 | -0,0040 | 0,0019 | 0,0048 | 0,0000 | -0,0038 | 0,0000 | -0,0040 | 0,0019 | 0,0000 | 0,0048 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| -0,0075 | -0,0082 | -0,0078 | -0,0034 | 0,0000 | -0,0075 | 0,0000 | -0,0082 | 0,0000 | -0,0078 | 0,0000 | -0,0034 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| -0,0150 | -0,0148 | -0,0002 | 0,0013 | 0,0000 | -0,0150 | 0,0000 | -0,0148 | 0,0000 | -0,0002 | 0,0013 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 0,0034 | 0,0029 | 0,0086 | 0,0083 | 0,0034 | 0,0000 | 0,0029 | 0,0000 | 0,0086 | 0,0000 | 0,0083 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| -0,0100 | -0,0117 | 0,0057 | 0,0050 | 0,0000 | -0,0100 | 0,0000 | -0,0117 | 0,0057 | 0,0000 | 0,0050 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |

BEAVER

| $R = \frac{\hat{U}^2}{Var(\hat{U}_{it})}$ | $R = \frac{\hat{U}^2}{Var(\hat{U}_{it})}$ | $R = \frac{\hat{U}^2}{Var(\hat{U}_{it})}$ | $R = \frac{\hat{U}^2}{Var(\hat{U}_{it})}$ |
|---|---|---|---|
| clss (média adq.) | Log (média adq.) | clss (média alvo) | Log (média alvo) |
| -- | -- | -- | -- |
| 0,1915 | 0,2225 | 0,0018 | 0,0163 |
| 6,2789 | 5,4222 | 6,0436 | 5,1041 |
| 0,0036 | 0,0069 | 0,2185 | 0,0580 |
| 0,0010 | 0,0000 | 0,0651 | 0,0526 |
| 0,0172 | 0,0157 | 3,4482 | 3,3628 |
| 1,2567 | 1,5236 | 0,6272 | 0,0657 |
| 1,3333 | 1,4321 | 0,0372 | 0,2096 |
| 1,1989 | 1,1647 | 0,5273 | 0,4367 |
| 0,1748 | 0,1998 | 0,0919 | 0,2657 |
| 0,1194 | 0,1110 | 2,3969 | 3,3719 |
| 0,0752 | 0,0420 | 5,4029 | 3,9398 |
| 1,1599 | 1,3515 | 0,0708 | 0,3010 |
| 0,8576 | 0,9748 | 0,5596 | 0,9092 |
| 0,8377 | 0,9794 | 1,4684 | 1,4842 |
| 0,2428 | 0,2857 | 1,4381 | 1,3597 |
| 0,0796 | 0,1199 | 0,0311 | 0,1040 |
| 0,2502 | 0,2620 | 0,0136 | 0,0120 |
| 0,0598 | 0,0868 | 1,3610 | 1,7958 |
| 0,0800 | 0,1124 | 87,4087 | 67,9585 |
| 0,1095 | 0,0436 | 0,3327 | 0,0587 |

| | | | |
|--------|--------|---------|---------|
| 4,9125 | 4,2666 | 38,8465 | 35,8310 |
| 0,8081 | 0,9206 | 0,2883 | 0,4033 |
| 1,7532 | 1,8059 | 4,0726 | 3,1342 |
| 0,6902 | 0,7810 | 0,0001 | 0,1567 |
| 1,9489 | 2,2931 | 0,0819 | 0,5077 |
| 2,8294 | 3,3433 | 0,6333 | 0,1595 |
| 0,0083 | 0,0004 | 0,0147 | 0,0137 |
| 0,8143 | 0,7405 | 0,0508 | 0,2140 |
| 0,5692 | 0,5626 | 0,6059 | 0,4798 |
| 0,0118 | 0,0004 | 0,7097 | 0,6582 |
| 0,1291 | 0,0571 | 0,5200 | 0,5187 |
| 0,0135 | 0,0008 | 1,8548 | 0,8629 |
| 0,1131 | 0,1426 | 0,0396 | 0,2506 |
| 0,4418 | 0,5976 | 0,6593 | 0,1282 |
| 1,7563 | 1,9363 | 0,0005 | 0,0195 |
| 0,0902 | 0,0772 | 0,7973 | 0,7374 |
| 0,7787 | 1,2241 | 0,3495 | 0,2744 |

BALL, BROWN

| \hat{U}_{gt} | \hat{U}_{gt} | Rendibilidade Anormal Acumulada | Rendibilidade Anormal Acumulada | AAR_t^+ | AAR_t^- | AAR_t^+ | AAR_t^- | $CAAR_{t_1,t_2}^+$ | $CAAR_{t_1,t_2}^-$ | $CAAR_{t_1,t_2}^+$ | $CAAR_{t_1,t_2}^-$ |
|---------------------|--------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
| clss (média global) | Log (média global) | clss (média global) | Log (média global) | clss (média global) | Clss (média global) | Log (média global) | Log (média global) | clss (média global) | Clss (média global) | Log (média global) | Log (média global) |
| -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 0,0023 | 0,0031 | 0,0023 | 0,0031 | 0,0023 | 0,0000 | 0,0031 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- |
| 0,0260 | 0,0232 | 0,0282 | 0,0263 | 0,0260 | 0,0000 | 0,0232 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- |
| 0,0019 | 0,0007 | 0,0302 | 0,0271 | 0,0019 | 0,0000 | 0,0007 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- |
| 0,0014 | 0,0011 | 0,0316 | 0,0281 | 0,0014 | 0,0000 | 0,0011 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- |
| 0,0082 | 0,0082 | 0,0398 | 0,0363 | 0,0082 | 0,0000 | 0,0082 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- |
| -0,0025 | -0,0053 | 0,0372 | 0,0310 | 0,0000 | -0,0025 | 0,0000 | -0,0053 | -- | -- | -- | -- |
| 0,0074 | 0,0086 | 0,0447 | 0,0395 | 0,0074 | 0,0000 | 0,0086 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- |
| 0,0097 | 0,0089 | 0,0544 | 0,0484 | 0,0097 | 0,0000 | 0,0089 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- |
| 0,0038 | 0,0049 | 0,0582 | 0,0533 | 0,0038 | 0,0000 | 0,0049 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- |
| 0,0094 | 0,0106 | 0,0676 | 0,0639 | 0,0094 | 0,0000 | 0,0106 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- |
| 0,0127 | 0,0106 | 0,0803 | 0,0745 | 0,0127 | 0,0000 | 0,0106 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- |
| -0,0074 | -0,0088 | 0,0730 | 0,0657 | 0,0000 | -0,0074 | 0,0000 | -0,0088 | -- | -- | -- | -- |
| -0,0088 | -0,0098 | 0,0641 | 0,0559 | 0,0000 | -0,0088 | 0,0000 | -0,0098 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| -0,0110 | -0,0111 | 0,0531 | 0,0448 | 0,0000 | -0,0110 | 0,0000 | -0,0111 | 0,0000 | -0,0110 | 0,0000 | -0,0111 |
| 0,0030 | 0,0028 | 0,0561 | 0,0476 | 0,0030 | 0,0000 | 0,0028 | 0,0000 | 0,0030 | -0,0110 | 0,0028 | -0,0111 |
| -0,0007 | -0,0034 | 0,0554 | 0,0442 | 0,0000 | -0,0007 | 0,0000 | -0,0034 | 0,0030 | -0,0117 | 0,0028 | -0,0145 |
| 0,0034 | 0,0032 | 0,0588 | 0,0474 | 0,0034 | 0,0000 | 0,0032 | 0,0000 | 0,0064 | -0,0117 | 0,0060 | -0,0145 |
| -0,0070 | -0,0080 | 0,0518 | 0,0394 | 0,0000 | -0,0070 | 0,0000 | -0,0080 | 0,0064 | -0,0187 | 0,0060 | -0,0225 |
| 0,0434 | 0,0379 | 0,0952 | 0,0773 | 0,0434 | 0,0000 | 0,0379 | 0,0000 | 0,0498 | -0,0187 | 0,0439 | -0,0225 |
| 0,0046 | 0,0023 | 0,0998 | 0,0796 | 0,0046 | 0,0000 | 0,0023 | 0,0000 | 0,0544 | -0,0187 | 0,0462 | -0,0225 |
| 0,0425 | 0,0398 | 0,1424 | 0,1193 | 0,0425 | 0,0000 | 0,0398 | 0,0000 | 0,0970 | -0,0187 | 0,0860 | -0,0225 |

| | | | | | | | | | | | |
|---------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| -0,0077 | -0,0081 | 0,1347 | 0,1112 | 0,0000 | -0,0077 | 0,0000 | -0,0081 | 0,0970 | -0,0264 | 0,0860 | -0,0307 |
| -0,0172 | -0,0156 | 0,1175 | 0,0955 | 0,0000 | -0,0172 | 0,0000 | -0,0156 | 0,0970 | -0,0436 | 0,0860 | -0,0463 |
| -0,0046 | -0,0066 | 0,1129 | 0,0890 | 0,0000 | -0,0046 | 0,0000 | -0,0066 | 0,0970 | -0,0482 | 0,0860 | -0,0529 |
| -0,0093 | -0,0115 | 0,1036 | 0,0775 | 0,0000 | -0,0093 | 0,0000 | -0,0115 | -- | -- | -- | -- |
| -0,0133 | -0,0116 | 0,0903 | 0,0659 | 0,0000 | -0,0133 | 0,0000 | -0,0116 | -- | -- | -- | -- |
| -0,0001 | 0,0007 | 0,0902 | 0,0665 | 0,0000 | -0,0001 | 0,0007 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- |
| 0,0040 | 0,0068 | 0,0942 | 0,0733 | 0,0040 | 0,0000 | 0,0068 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- |
| 0,0080 | 0,0073 | 0,1022 | 0,0806 | 0,0080 | 0,0000 | 0,0073 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- |
| 0,0047 | 0,0038 | 0,1069 | 0,0844 | 0,0047 | 0,0000 | 0,0038 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- |
| 0,0055 | 0,0047 | 0,1124 | 0,0892 | 0,0055 | 0,0000 | 0,0047 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- |
| 0,0072 | 0,0043 | 0,1196 | 0,0935 | 0,0072 | 0,0000 | 0,0043 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- |
| -0,0009 | 0,0004 | 0,1187 | 0,0939 | 0,0000 | -0,0009 | 0,0004 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- |
| -0,0077 | -0,0058 | 0,1110 | 0,0881 | 0,0000 | -0,0077 | 0,0000 | -0,0058 | -- | -- | -- | -- |
| -0,0076 | -0,0067 | 0,1034 | 0,0814 | 0,0000 | -0,0076 | 0,0000 | -0,0067 | -- | -- | -- | -- |
| 0,0060 | 0,0056 | 0,1094 | 0,0870 | 0,0060 | 0,0000 | 0,0056 | 0,0000 | -- | -- | -- | -- |
| -0,0021 | -0,0033 | 0,1073 | 0,0836 | 0,0000 | -0,0021 | 0,0000 | -0,0033 | -- | -- | -- | -- |

BEAVER

| $R = \frac{\hat{U}^2}{Var(\hat{U}_{it})}$ | $R = \frac{\hat{U}^2}{Var(\hat{U}_{it})}$ |
|---|---|
| clássica (média global) | logarítmica (média global) |
| -- | -- |
| 0,0623 | 0,1188 |
| 8,1873 | 6,5983 |
| 0,0442 | 0,0063 |
| 0,0241 | 0,0142 |
| 0,8153 | 0,8144 |
| 0,0768 | 0,3454 |
| 0,6727 | 0,8946 |
| 1,1358 | 0,9701 |
| 0,1770 | 0,2880 |
| 1,0727 | 1,3757 |
| 1,9681 | 1,3848 |
| 0,6573 | 0,9489 |
| 0,9455 | 1,1812 |
| 1,4678 | 1,5107 |
| 0,1085 | 0,0943 |
| 0,0067 | 0,1405 |
| 0,1391 | 0,1285 |
| 0,5939 | 0,7852 |

| 22,8605 | 17,5665 |
|----------------|----------------|
| 0,2617 | 0,0632 |
| 21,9271 | 19,3429 |
| 0,7116 | 0,8118 |
| 3,5842 | 2,9956 |
| 0,2615 | 0,5317 |
| 1,0397 | 1,6071 |
| 2,1543 | 1,6521 |
| 0,0001 | 0,0055 |
| 0,1950 | 0,5642 |
| 0,7775 | 0,6541 |
| 0,2645 | 0,1767 |
| 0,3669 | 0,2741 |
| 0,6308 | 0,2286 |
| 0,0107 | 0,0020 |
| 0,7120 | 0,4149 |
| 0,6992 | 0,5507 |
| 0,4358 | 0,3846 |
| 0,0553 | 0,1371 |

Apêndice 5 - Cálculo de medidas de assimetria e curtose para períodos não-circundantes

| Período -18 a -6 | | | | | |
|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|------------------------------------|---------------------------------|
| r it | r jt | r mt | Ln r it | Ln r jt | Ln r mt |
| 0,0290 | -0,1608 | -0,4314 | 0,0473 | -0,1523 | -0,4451 |
| 10,1973 | 7,5990 | -0,0368 | 7,9727 | 7,0150 | -0,0475 |
| -0,0473 | -0,1567 | -0,0604 | -0,0494 | -0,1868 | -0,0560 |
| -0,0091 | -0,1658 | -0,0002 | -0,0043 | -0,1380 | -0,0001 |
| 0,3020 | 5,0725 | 4,1768 | 0,3456 | 5,4583 | 4,1083 |
| -8,1854 | -0,7281 | -2,5378 | -9,3676 | -0,7693 | -2,5298 |
| 0,0483 | -1,2920 | -0,5506 | 0,0653 | -1,3742 | -0,5345 |
| 0,0200 | -0,5159 | -0,1843 | 0,0231 | -0,5723 | -0,1779 |
| 0,9464 | 0,3688 | 1,4553 | 1,2516 | 0,4564 | 1,4265 |
| -0,0931 | 0,0101 | -0,8150 | -0,0805 | 0,0202 | -0,7887 |
| -0,4376 | 0,4676 | -0,0056 | -0,4853 | 0,3278 | -0,0069 |
| -0,3508 | -0,0556 | 2,2925 | -0,3582 | -0,0478 | 2,2961 |
| -0,0176 | -0,2040 | 2,3851 | -0,0177 | -0,1786 | 2,5024 |
| 0,1848 | 0,7876 | 0,4375 | -0,0506 | 0,7583 | 0,4421 |
| Dist. Assimétr. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. Enviez. Esq. | Dist. Assimétr. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. Enviez. Dir. |

| | | | | | |
|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-----------------------|-----------------------|
| 0,0089 | 0,0874 | 0,3260 | 0,0171 | 0,0814 | 0,3399 |
| 22,1129 | 14,9398 | 0,0122 | 15,9273 | 13,4288 | 0,0172 |
| 0,0171 | 0,0845 | 0,0237 | 0,0181 | 0,1068 | 0,0214 |
| 0,0019 | 0,0911 | 0,0000 | 0,0007 | 0,0713 | 0,0000 |
| 0,2026 | 8,7156 | 6,7265 | 0,2425 | 9,6104 | 6,5799 |
| 16,4962 | 0,6551 | 3,4616 | 19,7471 | 0,7049 | 3,4470 |
| 0,0176 | 1,4072 | 0,4512 | 0,0263 | 1,5278 | 0,4338 |
| 0,0054 | 0,4138 | 0,1048 | 0,0066 | 0,4751 | 0,1001 |
| 0,9291 | 0,2645 | 1,6492 | 1,3489 | 0,3514 | 1,6058 |
| 0,0422 | 0,0022 | 0,7613 | 0,0348 | 0,0055 | 0,7287 |
| 0,3322 | 0,3629 | 0,0010 | 0,3814 | 0,2261 | 0,0013 |
| 0,2474 | 0,0212 | 3,0228 | 0,2544 | 0,0174 | 3,0292 |
| 0,0046 | 0,1201 | 3,1868 | 0,0046 | 0,1006 | 3,3973 |
| 0,1091 | -0,9104 | -1,4825 | -0,0762 | -0,9456 | -1,4845 |
| Dist. Leptocurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica |

| Período +6 a +18 | | | | | |
|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|------------------------------------|---------------------------------|
| r it | r jt | r mt | Ln r it | Ln r jt | Ln r mt |
| -0,0850 | 0,1552 | 4,6704 | -0,0540 | 0,1722 | 4,3706 |
| -1,5476 | -0,9745 | 0,4783 | -1,4700 | -1,0368 | 0,4640 |
| 0,7083 | 0,0004 | 0,5128 | 0,7611 | 0,0004 | 0,5392 |
| 3,5766 | -0,0070 | 0,0036 | 3,5696 | -0,0041 | 0,0050 |
| -0,0005 | -0,1830 | -3,0040 | -0,0006 | -0,1709 | -2,9985 |
| -2,4302 | -2,3491 | -5,7374 | -2,9691 | -2,6137 | -5,9175 |
| 0,7148 | 1,1442 | 0,0328 | 0,6924 | 1,0755 | 0,0320 |
| 3,4832 | 8,6287 | 0,5969 | 2,8552 | 8,3193 | 0,6080 |
| -0,0061 | -0,0022 | -0,1477 | -0,0017 | -0,0033 | -0,1319 |
| -0,3869 | -2,6052 | -1,5937 | -0,4297 | -2,5626 | -1,6713 |
| -0,5781 | -0,1721 | 0,0000 | -0,4984 | -0,1401 | 0,0000 |
| 0,3878 | 0,6516 | 0,0789 | 0,4937 | 0,6664 | 0,0866 |
| -0,5052 | 0,1854 | -0,0002 | -0,5727 | 0,2042 | -0,0002 |
| 0,2562 | 0,3440 | -0,3161 | 0,1827 | 0,3005 | -0,3549 |
| Dist. Assimétr. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. Enviez. Esq. | Dist. Assimétr. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. Enviez. Dir. | Dist. Assimétr. Enviez. Esq. |

| | | | | | |
|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-----------------------|-----------------------|
| 0,0374 | 0,0834 | 7,8067 | 0,0204 | 0,0958 | 7,1459 |
| 1,7901 | 0,9661 | 0,3741 | 1,6714 | 1,0494 | 0,3592 |
| 0,6313 | 0,0000 | 0,4105 | 0,6949 | 0,0000 | 0,4388 |
| 5,4697 | 0,0013 | 0,0006 | 5,4553 | 0,0007 | 0,0008 |
| 0,0000 | 0,1039 | 4,3345 | 0,0001 | 0,0949 | 4,3239 |
| 3,2673 | 3,1228 | 10,2712 | 4,2674 | 3,6003 | 10,7033 |
| 0,6392 | 1,1967 | 0,0105 | 0,6126 | 1,1019 | 0,0102 |
| 5,2799 | 17,6980 | 0,5026 | 4,0506 | 16,8570 | 0,5150 |
| 0,0011 | 0,0003 | 0,0781 | 0,0002 | 0,0005 | 0,0671 |
| 0,2819 | 3,5847 | 1,8615 | 0,3243 | 3,5068 | 1,9834 |
| 0,4816 | 0,0957 | 0,0000 | 0,3951 | 0,0727 | 0,0000 |
| 0,2828 | 0,5649 | 0,0339 | 0,3902 | 0,5821 | 0,0383 |
| 0,4023 | 0,1057 | 0,0000 | 0,4756 | 0,1202 | 0,0000 |
| -1,5719 | -0,8828 | -1,0243 | -1,5878 | -0,9167 | -1,0318 |
| Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica | Dist. Platicurtica |

Apêndice 6 – Retorno médio anormal das cotações para empresas envolvidas e Teste T-student

| Período não circundante da data de anúncio | |
|--|--------------|
| <i>EMPRESAS ENVOLVIDAS NAS OPERAÇÕES</i> | |
| CLSS (B&B, B) | LOG (B&B, B) |
| Y(1) | Y(1) |
| 0,0023 | 0,0019 |

| Período circundante da data de anúncio | |
|--|--------------|
| <i>EMPRESAS ENVOLVIDAS NAS OPERAÇÕES</i> | |
| CLSS (B&B, B) | LOG (B&B, B) |
| Y(1) | Y(1) |
| 0,0044 | 0,0030 |

| Período não circundante da data de anúncio (-18 a -6 e +6 a +18) Versus Período circundante da data de anúncio (-5 a +5) | |
|---|--------------|
| <i>EMPRESAS ENVOLVIDAS NAS OPERAÇÕES</i> | |
| CLSS (B&B, B) | LOG (B&B, B) |
| T-student | |
| -0,3456 | -0,1807 |