INSTITUTO
SUPERIOR
DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO
DO PORTO
POLITÉCNICO
DO PORTO

M Mestrado em Contabilidade e Finanças

Efeito dos Anúncios de Fusões e Aquisições no Retorno Acionista de Empresas Portuguesas

Bruno Filipe Silva Lobo

05/2021

Bruno Filipe Silva Lobo. Efeito dos Anúncios de Fusões e Aquisições no Retorno Acionista de Empresas Portuguesas
05/2021

INSTITUTO
SUPERIOR
DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO
DO PORTO
POLITÉCNICO
DO PORTO

M Mestrado em Contabilidade e Finanças

Efeito dos Anúncios de Fusões e Aquisições no Retorno Acionista de Empresas Portuguesas

Bruno Filipe Silva Lobo

Dissertação de Mestrado apresentado ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob orientação do Doutor Luis Miguel Pereira Gomes.

Bruno Filipe Silva Lobo. Efeito dos Anúncios de Fusões e Aquisições no Retorno Acionista de Empresas Portuguesas
05/2021

Dedicatória

Dedico este trabalho com muito amor e gratidão ao meu avô, José. Todas as minhas conquistas serão dedicadas a ti, serás sempre o meu exemplo.

Agradecimentos

Um trabalho de mestrado trata-se de um longo caminho, que contém inúmeros desafios, alegrias, incertezas, tristezas, mas acima de tudo tem uma capacidade de superação por parte do investigador. Apesar do trabalho ser solitário, ao longo deste trajeto privamos com pessoas que nos vão ajudando a trilhar o nosso caminho e a seguir no rumo certo.

Toda esta caminhada só foi possível com o apoio, compreensão e cooperação de diversas pessoas.

Ao meu orientador, Professor Doutor Luís Gomes, o meu primeiro agradecimento pela enorme dedicação, disponibilidade prestada e por todo o contributo para o enriquecimento da minha dissertação.

À minha namorada, Eva, por todo o amor e paciência demonstrada. Nos bons e maus momentos teve sempre uma palavra amiga e de incentivo, nunca deixando que desistisse dos meus objetivos.

Aos meus pais, José e Sandra, e ao meu irmão João, não existem palavras para vos agradecer. Obrigado por tudo o que fazem por mim, são sem dúvida os pilares da minha vida.

Aos meus padrinhos, Manuel e Maria, pela companhia, auxílio e por nunca me deixarem faltar nada.

Por último, a todos os meus amigos, colegas de curso, família e a todos aqueles que privaram comigo durante a elaboração da dissertação.

A todos vós, muito obrigado.

Resumo

As fusões e ou aquisições (F&A) são operações empresariais importantes que podem contribuir para as empresas diversificarem os negócios, para se tornarem mais fortes e também mais competitivas. A maior parte destas operações ocorrem nos mercados internacionais e entre empresas de grande dimensão, sendo estes os objetos principais da pesquisa científica.

O principal objetivo desta dissertação é investigar o impacto do anúncio de operações de F&A, ocorridas entre empresas portuguesas desde o ano 2000, na cotação das respetivas ações, designadamente em termos dos retornos anormais. O estudo empírico envolve 29 operações de integração e a metodologia utilizada é a do estudo dos eventos. Foram aplicados os modelos propostos por Beaver e por Mackinlay para responder às questões de investigação.

Os resultados sugerem que as operações de F&A provocam nas empresas oferentes a acumulação de retornos médios anormais negativos ligeiramente superiores aos retornos médios anormais positivos num período alargado. Para as empresas visadas, a perda líquida foi mais pronunciada. Porém, numa análise mais circunscrita, identifica-se claramente o impacto da notícia e a acumulação de retornos anormais positivos.

As evidências também indicam que os retornos anormais das empresas envolvidas em operações de reestruturação tendem a desaparecer cerca de uma semana após a data do anúncio e que tendem a estabilizar mais depressa nas empresas visadas.

O trabalho empírico ainda demonstra que as operações de integração provocam reações fortes nos retornos das empresas envolvidas. Esses impactos foram mais intensos nas empresas visadas, especialmente na data de anúncio da operação com criação de valor estatisticamente significante.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições; Estudo dos Eventos; Anúncio; Retornos Anormais.

Abstract

Mergers and / or acquisitions (M&A) are important business operations that can help companies diversify their businesses, in order to become stronger and more competitive. Most of these operations take place in international markets and between large companies, being the main object of present scientific research.

The main objective of this dissertation is to investigate the impact of the announcement of M&A transactions, which have occurred between Portuguese companies since 2000, in the quotation of the respective shares, namely in terms of abnormal returns. The empirical study involves 29 integration operations and the methodology used is that of the study of events. The models proposed by Beaver and Mackinlay were applied to answer the research questions.

The results suggest that M&A transactions cause the offering companies to accumulate negative average abnormal returns slightly higher than the average positive abnormal returns over an extended period. Regarding the target companies, the net loss was more pronounced. However, in a more circumscribed analysis, the impact of the news and the accumulation of abnormal returns are clearly identified.

The evidence also indicates that the abnormal returns of companies involved in restructuring operations tend to disappear about a week after the announcement date and that they tend to stabilize more quickly in the targeted companies.

Moreover, the empirical work also demonstrates that the integration operations provoke strong reactions in the returns of the companies involved. These impacts were more intense in the target companies, especially on the date of the announcement of the operation, with the creation of statistically significant value.

Keywords: Mergers and Acquisitions; Study of Events; Announcement; Abnormal Returns.

Índice Geral

Introdução 1
1. Revisão da literatura 3
1.1. Contextualização Histórica das Fusões e Aquisições 3
1.2. Teorias Explicativas das Fusões e Aquisições 6
1.2.1. Modelos Neoclássicos 6
1.2.2. Modelos Baseados no Comportamento 7
1.2.3. Modelos de Market Timing 8
1.3. Enquadramento Legal das Fusões e Aquisições 9
1.4. Conceitos e Perspetivas sobre Fusões e Aquisições 12
1.5. Tipos de Fusões e Aquisições 14
1.5.1. Fusões e Aquisições Horizontais 14
1.5.2. Fusões e Aquisições Verticais 15
1.5.3. Fusões e Aquisições em Conglomerado 15
1.6. Motivações das Fusões e Aquisições 16
1.7. Metodologias de Análise do Desempenho das Fusões e Aquisições 18
1.7.1. Metodologia do Estudos dos Eventos 19
1.7.2. Metodologia dos Estudos Contabilísticos 20
1.8. Determinantes do Desempenho Posterior à Fusão e Aquisição 20
1.8.1. Método de Pagamento 21
1.8.2. Dimensão das Empresas 21
1.8.3. Ambiente do Negócio: Amigável versus Hostil 22
1.8.4. Fusões Nacionais versus Fusões Transfronteiriças 22
1.8.5. Fusões entre Empresas na mesma Atividade versus Diversificação 23
1.9. Evidências Empíricas das Fusões e Aquisições 23
2. Metodologia de Investigação 26
2.1. Objetivo do Estudo Empírico e Hipóteses de Investigação 26
2.2. Estudo dos Eventos 27
2.2.1. Definição do Evento 27
2.2.2. Horizonte Temporal 28
2.2.3. Seleção da Amostra 28
2.3. Modelos Empíricos 30
3. Resultados e Discussão 34

3.1. Metodologia de Mackinlay (1997) 34
3.2. Métodologia de Beaver (1968) 39
3.3. Testes de hipótese na Metodologia de Mackinlay (1997) 41
Conclusão 46
Referências Bibliográficas 48

Índice de Figuras

Figura 1: Ciclos de Fusões e Aquisições 3
Figura 2: Fusão por Incorporação 11
Figura 3: Fusão por Concentração 11
Figura 4: Etapas de um Estudo dos Eventos 27
Figura 5: Janela dos Eventos 27

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Fusões e Aquisições a Nível Mundial (1985-2020) 5
Gráfico 2: Retornos Médios Anormais Acumulados (CAAR): Empresas Oferentes [-15;+15] 34
Gráfico 3: Retornos Médios Anormais Acumulados (CAAR): Empresas Visadas [-15;+15] 35
Gráfico 4: Retornos Médios Anormais Acumulados (CAAR): Empresas Visadas [-1 ; +15] 36
Gráfico 5: Retornos Médios Anormais Acumulados (CAAR): Empresas Envolvidas [-15;+15] 37
Gráfico 6: Retornos Médios Anormais Acumulados (CAAR): Empresas Envolvidas [-1;+15] 37
Gráfico 7: Retornos Médios Anormais Acumulados (CAAR): Empresas Envolvidas [-30;+30] 38
Gráfico 8: Retornos Médios Anormais Acumulados (CAAR): Empresas Oferentes *vs* Visadas [-6;+30] 39
Gráfico 9: Reação dos Retornos Médios Anormais: Empresas Oferentes [-30;+30]..... 40
Gráfico 10: Reação dos Retornos Médios Anormais: Empresas Visadas [-30;+30]..... 40
Gráfico 11: Reação dos Retornos Médios Amostrais: Empresas Envolvidas [-30;+30]..... 41

Índice de Tabelas

Tabela 1: Lista de Operações 29
Tabela 2: Teste de Hipóteses (Ɵ1) para as Empresas Envolvidas..... 42
Tabela 3: Teste de Hipóteses (Ɵ2) para as Empresas Envolvidas..... 44

Lista de Abreviaturas

AAR - Retornos Médios Anormais

Adc - Autoridade da Concorrência

AR - Retorno Anormal

BM&FBOVESPA - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

BVL - Bolsa de Valores de Lisboa

BVLP - Bolsa de Valores de Lisboa e Porto

BDP - Bolsa do Porto

CAAR - Retornos Anormais Médios Acumulados

CAR - Retorno Anormal Acumulado

CIMT - Código do Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis

CIRC - Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

CMV - Código dos Valores Mobiliários

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC - Código das Sociedades Comerciais

EUA – Estados Unidos da América

F&A – Fusões e Aquisições

GARCH - *Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*

IMAA - *Institute for Mergers, Acquisitons and Alliances*

IMT - Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis

NYSE - *New York Stock Exchange*

NYSE/AMEX - *New York Stock Exchange American*

OLS - Método dos Mínimos Quadrados

PEST - Política, Económica, Social e Técnica

PSI-20 - *Portuguese Stock Index*

RU – Reino Unido

Introdução

O investimento é essencial para que as empresas cresçam e para que se adaptem à permanente evolução dos mercados em que atuam. A importância dessa estratégia reforçou com a globalização de produtos e de capitais, a partir do final do século XX, tornando os mercados cada vez mais competitivos. Para isso, contribui a posição relativa de alguns países, em termos de riqueza e de reputação internacional.

A prossecução do objetivo essencial de maximização do valor empresarial determina decisões de crescimento de modo orgânico ou externo. O crescimento externo é mais acelerado e envolve combinações empresariais sob a forma de fusões e ou aquisições (F&A). Estas operações empresariais constituem processos importantes que podem contribuir para as empresas diversificarem os negócios, para se tornarem mais fortes e mais competitivas. O fenómeno das F&A tem ocorrido através de diferentes vagas ao longo do tempo, assumindo atualmente grande protagonismo no domínio das estratégias de gestão.

Apesar de se tornarem cada vez mais recorrentes, o sucesso das operações de reestruturação empresarial depende da criação de ganhos sinérgicos pela entidade que venha a combinar as partes envolvidas (oferente e visada). Contudo, as melhorias de desempenho desejadas nem sempre são alcançadas, resultando em operações de integração fracassadas.

Apesar de a maior parte dos estudos que analisam o impacto do anúncio das F&A sobre os retornos acionistas se desenvolverem nos mercados internacionais, onde o fenómeno é mais frequente e entre empresas de grande dimensão, os resultados empíricos ainda não são consensuais. Além disso, a escassez de estudos desta natureza realizados no âmbito do mercado nacional justifica a pertinência da investigação.

O principal objetivo da dissertação é investigar a forma como o mercado acionista reage em torno da data do anúncio de 29 operações de F&A ocorridas entre empresas portuguesas a partir do ano 2000. Mais concretamente, pretende-se analisar o impacto dessa estratégia, em termos dos retornos acionistas anormais, nas empresas oferentes, nas empresas visadas e no conjunto das empresas envolvidas, procurando evidências de criação ou de degradação de valor. Pretende-se, ainda, identificar o período de permanência dos retornos anormais e analisar a intensidade da reação que o anúncio da operação provoca nesses retornos.

Sob a formulação de 5 hipóteses de investigação, o trabalho empírico recorre ao estudo dos acontecimentos para prosseguir os objetivos definidos. Explorando uma abordagem quantitativa, o procedimento baseia-se na metodologia de Mackinlay (1997), para

determinação dos retornos anormais decorrentes do anúncio das operações de F&A e para execução dos testes estatísticos, e na metodologia de Beaver (1968), para determinação dos níveis de reação dos retornos àquelas notícias.

Em termos de estrutura, a presente dissertação encontra-se dividida em duas partes, na primeira a revisão da literatura e na segunda o estudo empírico.

Depois da introdução, a revisão da literatura explora nove pontos. Contextualiza a evolução histórica das F&A, descreve as principais teorias explicativas, apresenta o enquadramento legal das operações de integração, distingue a principal tipologia dessas operações, identifica as motivações para a sua concretização, identifica as metodologias de análise do seu desempenho, bem como os determinantes do desempenho pós-operação, e desenvolve evidências empíricas internacionais em função da metodologia utilizada pelos trabalhos de investigação.

O estudo empírico explora a metodologia, destacando o objetivo e as hipóteses de investigação, o estudo dos eventos, definindo o horizonte temporal e a amostra, os modelos empíricos, e a discussão dos resultados.

Finalmente, sintetizam-se as conclusões da dissertação, indicam-se as limitações do trabalho e sugerem-se linhas de investigação futura.

1. Revisão da literatura

1.1. Contextualização Histórica das Fusões e Aquisições

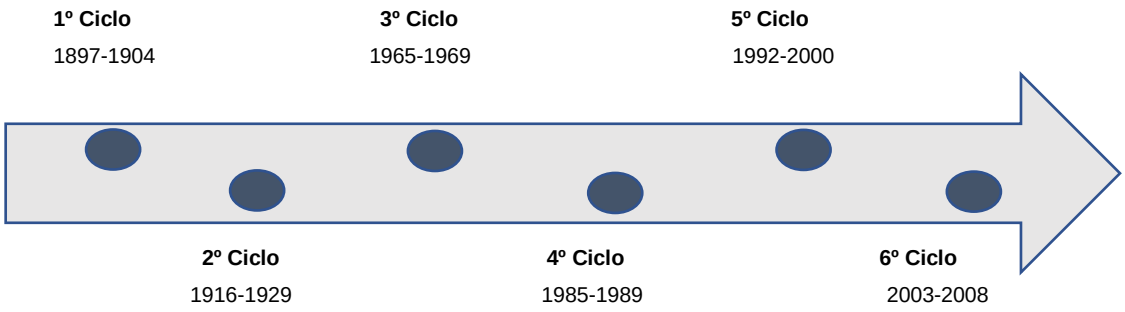
Cada vez mais as empresas a nível mundial recorrem a operações de restruturação para atingirem os seus objetivos, constituindo uma operação com importância no domínio das finanças (Murthy, Smith, Whitworth & Zhang, 2020). Apesar de as F&A serem conhecidas como operações de restruturação complexas e possuírem particularidades próprias, a análise do desenvolvimento destes processos mostra um caráter periódico, conhecido como ciclos ou vagas[1].

As operações de F&A surgiram no século XVIII e o ano de 1897 marcou o início de vários ciclos/vagas (Gugler, Mueller, Yurtoglu & Zulehner, 2003). Segundo Bhagwan, Grobbelaar e Bam (2018, p. 218), as "fusões e aquisições têm sido uma estratégia de crescimento popular desde a última parte do século XX para empresas grandes e pequenas". Este tipo de operações de concentração das empresas tem sido muito estudado no mercado americano, onde se identificaram tais ciclos/vagas (Martynova & Renneboog, 2005, 2008 e Lipton, 2006).

Enquanto as F&A normalmente ocorrem nos períodos de recuperação económica, sendo constantemente sujeitas a mudanças regulatórias (Martynova & Renneboog, 2005), a interrupção das vagas de F&A é provocada pela queda abrupta do mercado acionista e coincide com um período subsequente de recessão económica.

Segundo Camara, Guerra e Rodrigues (2013), a maior parte dos estudos sobre a ocorrência de F&A identifica seis ciclos de operações:

Figura 1: Ciclos de Fusões e Aquisições



Fonte: Camara, Guerra & Rodrigues (2013)

[1] Golbe e White (1993) foi um dos primeiros estudos a verificar empiricamente a ocorrência de vagas de fusões e aquisições.

O primeiro ciclo ocorreu após a revolução industrial e foi estimulado pelo desejo das empresas (setores alimentar, metalúrgico, químico, petrolífero e equipamento de transporte) reduzirem a concorrência dos preços (Martynova & Renneboog, 2005). As operações predominantes foram do tipo horizontal, resultando na criação de empresas de grande dimensão (Martynova & Renneboog, 2005). Segundo O'Brien (1988) este ciclo foi provocado por uma depressão económica e pelo desenvolvimento do mercado acionista na NYSE, culminando com a crise no mercado acionista que originou a falência de alguns bancos.

O segundo ciclo ocorreu depois do fim da 1ª Grande Guerra e, apesar de menos impetuoso, coincidiu com o *boom* dos EUA nos anos vinte, em que se formaram empresas de grandes dimensões (Lipton, 2006). As combinações predominantes foram do tipo vertical (Ferreira, 2002), tendo originado movimentos monopolistas na medida em que algumas empresas passaram a ser dominadas (não apenas por uma) por duas ou mais empresas (Martynova & Renneboog, 2005). Este ciclo também culminou com a queda dos preços das ações, motivando a desconfiança nos investidores e a retração nos negócios em que estavam envolvidos.

O terceiro ciclo foi provocado por alterações políticas, desregulamentação no setor financeiro, formação de novos instrumentos financeiros/mercados e desenvolvimento das tecnologias na indústria eletrónica (Sudarsanam, 2003). A procura de novas oportunidades em novos mercados com produtos diferentes determinou o crescimento das empresas (Martynova & Renneboog, 2005) no intuito de aumentar o valor e diminuir a volatilidade dos lucros. Nos EUA predominaram as F&A através da diversificação e da criação de conglomerados, enquanto que no Reino Unido predominaram as F&A do tipo horizontal (Sudarsanam, 2003). Este ciclo foi interrompido pela grave crise do petróleo.

O quarto ciclo foi caraterizado por operações de aquisição (horizontais e verticais) e por desinvestimentos no mercado para reorganizar negócios (Sudarsanam, 2003). Durante este ciclo existiram particularidades diferentes "pela maior dimensão das empresas adquiridas, pelo pagamento em dinheiro e não por troca de ações, pela aquisições do tipo hostil, pela utilização de níveis elevados de financiamento alheio e pela emissão na origem de obrigações classificadas como não adequadas para investimento ou especulação" (Ferreira, 2002, p. 204).

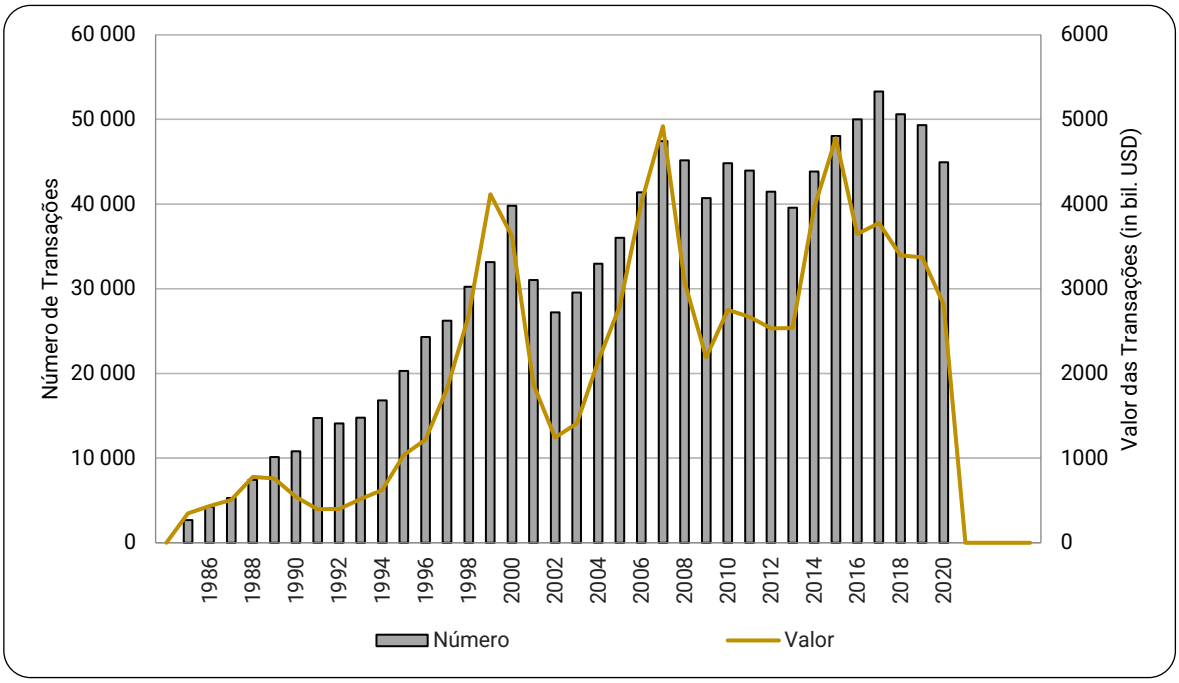
O quinto ciclo iniciou após a crise dos anos 1990 e estendeu-se graças à diminuição das barreiras protecionistas, ao crescimento das transações fronteiriças e à globalização das organizações nos produtos e no capital (Gugler et al, 2003). A relevância deste ciclo

justifica-se pelos valores (cerca de cinco vezes maior que o do ciclo anterior) e pelo número de operações de F&A, predominantemente horizontais (Martynova & Renneboog, 2005). Esta vaga foi interrompida pelo colapso do mercado de ações no ano 2000.

O sexto ciclo iniciou com o período de retoma económica e financeira dos mercados e deu continuidade às operações anteriormente interrompidas, quer pela crise, quer pelo ataque terrorista de 11 de setembro de 2001 (Martynova & Renneboog, 2005). Apesar da elevada liquidez no mercado, existiram distorções relativamente a empresas-alvo sobrevalorizadas como consequência da especulação.

Através do gráfico 1 constata-se a evolução das F&A compreendidas entre 1985 e 2020 e a forma como se relacionam com os períodos de recessão:

Gráfico 1: Fusões e Aquisições a Nível Mundial (1985-2020)



Fonte: Institute for Mergers, Acquisitons and Alliances (IMAA)

Depois do período de 2010 a 2013, marcado por uma diminuição do número de operações, entre 2014 e 2017 as F&A aumentaram substancialmente, explicadas pela recuperação económica a nível mundial. Atendendo aos dados do IMAA, o ano de 2017 foi aquele em que ocorreu o maior número de transações e o ano de 2007 foi aquele em que ocorreu o maior valor de transações. A quebra mais acentuada em 2020 (registando 44.926 operações) pode ser explicada pela pandemia do COVID-19.

1.2. Teorias Explicativas das Fusões e Aquisições

Ao longo dos anos assistiu-se à evolução do tipo de operações de F&A e a constantes modificações nas suas motivações, explicadas por diversas teorias. De uma forma geral, os investigadores são unanimes quanto às teorias económicas associadas às operações de reestruturação.

Segundo Kumar (2009) existem duas teorias para explicar as operações de F&A: a teoria neoclássica (da maximização do valor) e a teoria da não maximização do valor. A teoria neoclássica explica que as motivações para as fusões são coincidentes com as suas próprias consequências, designadamente, o aumento do valor da empresa que constitui o objetivo principal da atuação do gestor. A teoria da não maximização do valor explica que as fusões são realizadas para satisfazer interesses pessoais dos gestores, designadamente, o enriquecimento ou o aumento do prestígio emergente da dimensão empresarial (Kumar, 2009).

Martynova e Renneboog (2005) apresentam três grupos de teorias para explicar as vagas de F&A que ocorreram desde o início de século XX: os modelos neoclássicos, os modelos baseados no comportamento e os modelos de *market timing*.

1.2.1. Modelos Neoclássicos

De acordo com a teoria neoclássica, as operações de F&A estão dependentes de diversos fatores económicos (choques industriais, políticos e económicos) racionais que vão fomentar nas empresas a preferência por uma estratégia de reestruturação. Esta teoria sugere que não são apenas as operações de fusões que crescem aquando da existência de um choque significativo num setor de atividade, mas existirá, igualmente, um aumento no valor das fusões sob o objetivo de maximização da riqueza acionista (Blouin, Fich, Rice & Tran, 2020).

O modelo de distúrbios económicos criado por Gort em 1969 (apud Martynova & Renneboog, 2008) apoia esta teoria. Este modelo prevê a existência de um elevado número de operações de aquisição em momentos de alteração da economia e das condições do mercado de capitais. Essas mudanças trazem instabilidade aos mercados e, consequentemente, aumento nas diferenças de valor das empresas.

Neste contexto, Jensen (2010) afirma que os choques tecnológicos podem resultar num excesso de capacidade de produção em inúmeras indústrias, que deve ser reduzida por meio de operações de fusões empresariais.

A partir dos estudos de Gort (1969) e de Jovanovic e Rousseau (2002) foi criada a *Q-Theory of mergers*[2]. Esta teoria sustenta que a taxa de investimento de uma empresa deve subir em consonância com o seu *Q* e sugere como explicações para a adquisição empresarial: (1) o investimento em F&A ser um custo fixo e uma atividade com um custo marginal baixo; (2) as empresas típicas empregarem todo o seu dinheiro em F&A e não em crescimento orgânico; (3) as ondas de fusões em 1900, 1920, 1980 e 1990 terem surgido como resposta a oportunidades lucrativas de realocação. Assim, as empresas com maior valor de *Q* tendem a adquirir as empresas com menor valor de *Q*.

Mais tarde, Sudarsanam (2003) desenvolveu a hipótese das influências das F&A que integrava, simultaneamente, as teorias de Gort (1969) e de Jovanovic e Rousseau (2002) com as dimensões Politica, Económica, Social e Técnica reconhecida por PEST. O autor usou como exemplos as reformas tributárias, as leis da concorrência e a desregulamentação. Por meio desta teoria, o autor explicou os padrões que estiveram na origem das ondas de fusão mais marcantes: no ano de 1900 a tendência de monopolização, no ano de 1920 a criação de *holdings*, no ano de 1960 a orientação para a diversificação, no ano de 1980 a reversão dos conglomerados e no ano de 1990 a globalização.

1.2.2. Modelos Baseados no Comportamento

Para além de vários autores considerarem que os fatores económicos explicam o surgimento das vagas de F&A, outros defendem que essas operações de reestruturação destroem valor por meio dos problemas de agência[3] e do excesso de confiança dos gestores (Martynova & Renneboog, 2005). Segundo Bertoncelo, Santos e Godoi (2015, p. 135) "é possível que a existência de conflitos na execução dos objetivos de maximização da riqueza dos acionistas em detrimento do interesse próprio dos seus gestores, levem às decisões de investimento pouco agregadoras de valor à firma."

---

[2] A *Q-Theory of mergers* derivou do Q de Tobin (1968). Por sua vez, o Q Tobin é calculado pelo quociente entre o valor de mercado de uma empresa e o valor da reposição dos seus ativos. Se o indicador for superior a 1 significa que o valor de mercado da empresa é superior ao valor da reposição dos ativos, fomentando o investimento na empresa. (Kim & Kim, 2020).

[3] Os problemas de agência traduzem-se em conflitos de interesses criados entre os acionistas e os gestores de uma empresa, na medida em que os gestores tendem a orientar os resultados para benefício próprio e os acionistas pretendem maximizar a sua riqueza.

Auster e Sirower (2002) desenvolveram um estudo comportamental, para explicar a ocorrência das ondas de F&A, apresentado por três etapas: desenvolvimento, difusão e dissipação. A relação entre os princípios macroeconómicos e o meio competitivo define a forma como as ondas se desenvolvem. Numa primeira fase, as alterações no meio macroeconómico e competitivo aumentam a indefinição e a probabilidade de que as operações ocorram. Em segundo lugar, se os relatórios das empresas forem considerados positivos contribuem para aumentar as transações de F&A.

Gorton, Kahl e Rosen (2005) expõem um modelo segundo o qual os gestores das empresas preferem manter as suas empresas independentes, usando as F&A como medida preventiva para as protegerem de aquisições.

Jensen (2010) considera como perspetiva inicial a teoria de agência, explicando que a ocorrência de F&A destrói valor empresarial, na medida que os gestores são incentivados a desenvolverem as suas empresas para além do nível ótimo das suas capacidades. Existem dois motivos que explicam o comportamento dos gestores: (1) através do desenvolvimento das empresas aumentam os recursos que estão sob o seu controlo e, consequentemente, aumenta o poder dos gestores; (2) através do incremento das vendas aumenta o salário dos gestores das empresas. Todavia, as empresas que excedem o seu nível de crescimento ótimo geram conflitos entre os gestores e os acionistas, uma vez que na dimensão ótima os acionistas maximizam a sua riqueza.

Roll (1986) esclarece a forma como as F&A destroem valor a partir da teoria de *hubris*. Esta teoria baseia-se no excesso de confiança e arrogância por parte dos gestores, que acreditam nas suas capacidades para administrar eficazmente as empresas-alvo e para atingir valor sinérgico. Neste contexto, os gestores podem oferecer propostas para adquirir empresas por valores superiores aos de mercado.

As empresas tendem a imitar as ações do líder, em vez de tomarem medidas consoante a realidade económica e financeira que as carateriza (Roll, 1986). O autor acredita que a combinação da teoria de *hubris* com a teoria de *herding* – caraterizada pela conduta da imitação – pode explicar os ciclos de F&A, na medida em quando as operações geram resultados negativos o número de reestruturações desce significativamente.

1.2.3. Modelos de *Market Timing*

O modelo apresentado por Shleifer e Vishny (2003) sustenta que os gestores utilizam as operações de F&A com o objetivo de aproveitarem as subidas/descidas dos mercados

financeiros. Na medida em que os mercados sobrevalorizam as ações no curto prazo e que essa sobrevalorização atinge de forma diferente as empresas, os gestores das empresas mais valorizadas terão oportunidade de adquirir as empresas menos valorizadas durante o *boom* dos mercados financeiros (Martynova & Renneboog, 2005). No entanto, os benefícios só são atingidos a longo prazo quando a sobrevalorização for corrigida, de tal forma que os gestores das empresas-alvo se convençam a maximizar os seus benefícios no curto prazo. Isto explica por que razão os gestores das empresas-alvo estão dispostos a aceitar uma oferta, mesmo que seja em detrimento dos acionistas que serão atingidos no longo prazo.

De uma forma geral, o modelo *market timing* prevê que as ondas de F&A sejam pró-cíclicas em relação ao valor de mercado das ações, devido ao facto dos gestores das empresas sobrevalorizadas explorarem a janela de oportunidade que as ineficiências transitórias do mercado oferecem (Shleifer & Vishny, 2003).

A perspetiva apresentada por Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004) é muito semelhante, embora divirja quanto às motivações dos gestores das empresas-alvo. Segundo este modelo, os gestores das empresas-alvo aceitam de forma racional as ações sobrevalorizadas como meio de pagamento para maximizarem a riqueza dos acionistas. Os motivos que convencem os gestores das empresas-alvo a aceitarem a oferta prendem-se com a incerteza sobre os ganhos das aquisições e com o facto desse ganho estar correlacionado com a incerteza geral do mercado. Assim, as empresas-alvo tendem a aceitar as ações porque os seus gestores pretendem maximizar potenciais sinergias resultantes das operações de aquisição (Martynova & Renneboog, 2005).

1.3. Enquadramento Legal das Fusões e Aquisições

As operações de F&A constituem um tema de investigação interessante para as finanças, embora ainda subsistam muitas questões por resolver (Agrawal, Jaffe & Mandelker, 1992). Além disso, a partir do início do século XX foram identificados ciclos importantes de reestruturações empresariais. Isto justifica o desenvolvimento de princípios e de leis para regular as operações de F&A, sendo que em Portugal se aplica o Código das Sociedades Comerciais (CSC). Por outro lado, a Autoridade da Concorrência (AdC), entidade pública com independência, tem por objetivo preservar a defesa da concorrência e a Comissão Europeia tem por direito averiguar os processos de integração com o objetivo de impedir a formação de monopólios. Finalmente, as empresas cotadas em bolsa estão sujeitas às

condições impostas pelo Código dos Valores Mobiliários (CMV), que regula a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)[4].

O artigo 7, nº 1 do CMV (Decreto-Lei nº 357-A/2007 de 31 de outubro) define que "a informação respeitante a instrumentos financeiros, a formas organizadas de negociação, às atividades de intermediação financeira, à liquidação e à compensação de operações, a ofertas públicas de valores mobiliários e a emitentes deve ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita". Isso significa que a informação prestada pelas empresas é fundamental para o regular funcionamento da CMVM, no sentido de manter informados os utilizadores da informação financeira.

O capítulo IX do CSC regula os processos jurídicos das fusões de sociedades. No seu artigo 97º define-se que uma fusão consiste na junção de duas ou mais empresas, dando origem a uma só, tendo como condições:

- extinção de alguma empresa ou de todas as intervenientes, no caso de ser formada uma nova empresa;
- constituição do património da "nova" empresa, através dos patrimónios das empresas que se extinguem ou, no caso de não ser criada uma "nova" empresa, composição do património da sociedade adquirente através das sociedades extintas.

No nº 4 do mesmo artigo 97º definem-se as duas formas de concretização de uma operação de fusão:

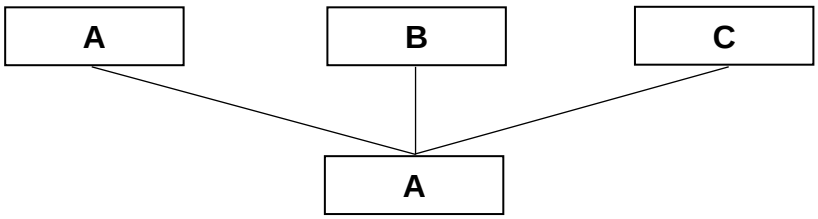
a) "mediante a transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra e a atribuição aos sócios daquelas de partes, ações ou quotas desta;
b) mediante a constituição de uma nova sociedade, para a qual se transferem globalmente os patrimónios das sociedades fundidas, sendo aos sócios destas atribuídas partes, ações ou quotas da nova sociedade"

reconhecendo-se, para cada uma das alíneas anteriores, as seguintes tipologias de operações de fusão:

[4] A CMVM foi criada a 10 de Maio de 1991 com a missão de regular e controlar os mercados financeiros e todos os agentes que atuam nos mercados, bem como zelar pela a sua proteção.

a) fusão por incorporação[5] (artigo 97º, nº 4, alínea a): o património de uma ou mais empresas (B e C) é transferido para o património da empresa adquirente (A). Por analogia, os acionistas da empresa adquirente (A) podem entregar aos acionistas das empresas adquiridas (B e C) dinheiro que corresponde ao valor negociado. As empresas adquiridas (B e C) deixam de existir, mas se mantiverem personalidade jurídica passam a ser subsidiárias da empresa adquirente (A) (Ferreira, 2002);

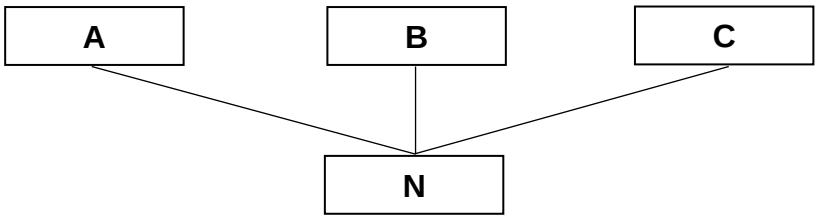
Figura 2: Fusão por Incorporação



Fonte: Adaptado de Ferreira (2002, p. 132)

b) Fusão por concentração (artigo 97º, nº 4, alínea b): os patrimónios de uma ou mais empresas (A, B e C) são transferidos para uma nova empresa que vai ser constituída (N). Aos acionistas das empresas antigas (todas se extinguem) são, normalmente, distribuídas ações da nova empresa na proporção do valor dos seus patrimónios (Ferreira, 2002).

Figura 3: Fusão por Concentração



Fonte: Adaptado de Ferreira (2002, p. 131)

[5] A fusão por incorporação tem como benefício a isenção do pagamento do Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis (IMT) e do Imposto do Selo (artigo 10º nº 8 alínea d) e artigo 19º nº 3 do CIMT e artigo 130º do CIRC).

1.4. Conceitos e Perspetivas sobre Fusões e Aquisições

Segundo Alhenawi e Stilwell (2018, p. 354), as "F&A são importantes decisões de negócios tomadas pelas modernas corporações desde o século XVIII. São tipicamente efetuadas por duas entidades de negócios que alinham as suas operações de gestão para sobreviver num ambiente feroz e competitivo". Contudo, Bomfim e Callado (2016, p. 80) destacam que essas "atividades corporativas dinâmicas ainda geram muitas questões quanto aos efeitos provocados sobre o desempenho organizacional das empresas adquirentes ou resultantes dessas combinações de negócios".

De acordo com Valente (2005), a diferença entre uma fusão e uma aquisição reside na continuidade ou não dos acionistas. Nas operações de fusão, os acionistas permanecem na empresa que é visada, enquanto que nas operações de aquisição os acionistas não permanecem na empresa visada.

Ventura (1990, pp. 60-61) refere que fusão consiste em "juntar os elementos pessoais e patrimoniais de duas ou mais sociedades pré-existentes, de tal modo que passe a existir uma só sociedade". Para Matos e Rodrigues (2000, p. 17), "a fusão pode concretizar-se de duas formas: (1) uma das sociedades pré-existentes absorve o património das restantes, que se extinguem, ou (2) uma nova sociedade absorve o património de todas as sociedades pré-existentes", sendo que o primeiro caso corresponde a fusão por incorporação e o segundo caso corresponde a fusão por concentração. Assim, Jacquemin (1984, p.65) expõe que "em ambos os casos dá-se o desaparecimento de pelo menos uma pessoa coletiva e a transmissão do património da pessoa extinta a uma outra pessoa jurídica, que se torna seu titular único". Contudo, no caso de empresas cotadas, na fusão-criação as ações das empresas antigas desaparecem, sendo trocadas por ações da nova sociedade, e na fusão-absorção as ações da empresa adquirente subsistem.

Thomas (2009, p. 2) alerta que "qualquer fusão ou aquisição em perspetiva deve ser realizada com elevado grau de visão de negócios e uma fatia muito saudável de cinismo e ceticismo. Frequentemente, nestas operações o valor do acionista é destruído no desafio de implementação". Motta, Oliveira, Cavazotte, Figueiredo e Klotzle (2013, p. 102) salientam que "as F&A apenas resultam em criação de valor para os acionistas se as empresas conseguirem aumentar as sinergias e o fluxo de caixa na empresa combinada".

De acordo com Schade (2014, p.4), as "F&A devem ser diferenciadas de cooperações estratégicas, como *joint ventures* e alianças que são caraterizadas por contratos entre as partes envolvidas. Os acordos de cooperação são limitados no tempo, enquanto que as F&A

são consideradas de longa duração". Carneiro (2014, p.1) esclarece que as F&A podem ser consideradas "como um contrato entre os seus intervenientes (adquirente e visada) em que uma empresa adquire a outra e estabelece os termos do investimento de forma a partilhar recursos e conhecimento e a eliminar ineficiências de produção e de gestão". Complementarmente, Brueller, Carmeli e Drori (2014, p. 43) referem que "as F&A ajudam as empresas a responder e a adaptar ao meio ambiente, reconfigurando o seu sistema organizacional através de novas combinações de recursos entre as empresas adquirentes e as empresas adquiridas". Nos mesmos termos, Santos, Calegario e Carvalho (2018, p. 102-103) expõem que "as operações de F&A podem ser definidas como uma estratégia na qual duas empresas se aliam, integrando as suas operações e conseguindo ampliar as vantagens competitivas".

Segundo Bergmann, Savoia, Souza e Mariz (2015, p. 1106), "as operações individuais de F&A são melhor compreendidas quando avaliadas dentro de um horizonte de longo prazo, no qual as empresas escolhem entre os diversos arranjos societários a partir da sinergia que desejam alcançar e do tipo de empresa a adquirir".

Toigo e Hein (2017, p. 35) alertam que "as decisões de investimentos em F&A podem ser utilizadas pelo gestor para benefício próprio e contrário aos interesses dos acionistas, induzindo-os a aplicar recursos em negócios destinados ao fracasso".

De acordo com Masulis e Simsir (2018, p. 2389), as "empresas iniciam F&A para auxiliar no cumprimento dos objetivos estratégicos e financeiros. Tendo identificado um parceiro atraente, um propósito comum nas fases posteriores do processo é estabelecerem um acordo para concretizarem os principais objetivos dos parceiros da fusão". Neste contexto, Bereskin, Byun, Officer e Oh (2018, p. 1995-1996) argumentam que "um determinante importante do sucesso da fusão é a integração pós-fusão: a facilidade com que duas organizações distintas se tornam uma. Essa integração depende de vários fatores, destacando-se a semelhança entre as culturas corporativas das empresas".

Para Hassan, Ghauri e Mayrhofer (2018, p. 709), as "F&A são estrategicamente importantes para as empresas envolvidas nas negociações, mas também para as economias nacionais e para as estruturas industriais". Além disso, para Finkelstein e Cooper (2018, p.2), as "F&A estabelecem-se como meio principal de renovação corporativa e expansão internacional. O interesse académico nestas operações mudou de perspetivas financeiras e estratégicas para abranger vertentes humana, cultural e baseadas em processos, em contextos nacionais e internacionais".

1.5. Tipos de Fusões e Aquisições

Chang e More (2012) reconhecem que os gestores das empresas suportam a pressão de melhorarem os lucros e de maximizarem o valor. De um modo geral, as empresas tendem a procurar uma estratégia de crescimento que pode concretizar-se através de duas alternativas: pelo desenvolvimento interno ou pelo desenvolvimento externo (F&A).

A classificação das operações de F&A depende de diversos critérios, podendo orientar-se em função das relações entre as atividades das empresas envolvidas, da forma de integração e do acordo realizado entre as partes. Entretanto, o tipo de F&A depende da estratégia de diversificação e do crescimento que as empresas pretendem atingir.

1.5.1. Fusões e Aquisições Horizontais

Ferreira (2002) indica que o fenómeno de F&A horizontais ocorre quando as empresas envolvidas exercem igual atividade ou indústria, sucedendo dessa operação uma junção dos recursos existentes. Em termos históricos, a primeira e a quinta vagas de operações de F&A foram, sobretudo, do tipo horizontal, tendo em vista o crescimento empresarial e a obtenção de economias de escala em atividades em maturação, entre organizações de setores competitivos e no seio de elevada desregulamentação.

Ferreira (2002) explica as F&A horizontais através de duas teorias: a teoria da gestão e a teoria da maximização do valor. Segundo a teoria da gestão, as F&A realizam-se para possibilitar a troca dos órgãos de gestão da empresa-alvo, que não alcançam os resultados pretendidos. Segundo a teoria maximização do valor, as F&A realizam-se com o objetivo de criação de valor e baseiam-se: (1) na eficiência da produção e da distribuição, através das economias de escala e de gama, permitindo baixar os custos e os preços de venda,; (2) no maior poder de mercado com ambição de crescimento, através do crescimento no mercado, ou em novos mercados, e do acesso a novas competências e marcas,; (3) no melhor uso das competências e dos recursos, através da venda de ativos não rentáveis, reduzindo custos desnecessários e obtendo poupanças, da utilização otimizada dos recursos e da mudança nas combinações dos produtos e serviços.

Este tipo de operação tem sido monitorizado pelas entidades governamentais, na medida em que podem implicar situações de monopólio/oligopólio por via da redução do número de empresas que atuam num determinado setor de atividade, originando práticas de abuso de posição dominante contra os princípios da concorrência leal (Bastardo & Gomes, 1991).

1.5.2. Fusões e Aquisições Verticais

Matos e Rodrigues (2000) indicam que o fenómeno de F&A verticais ocorre quando as empresas envolvidas atuam na mesma atividade, mas encontrando-se em fases distintas (afins ou dependentes) da cadeia de produção e distribuição do produto ou serviço. Ross, Westerfield e Jaffe (1995) reforçam que este tipo de operação é realizado com o objetivo de obter ganhos de competitividade entre organizações que estejam a um nível acima (nascente: fornecedores) ou um nível abaixo (jusante: clientes). As integrações a nascente trazem consequências ao nível do fornecimento do produto, na medida em que se possa criar uma posição de monopólio, aumentando o preço final com o propósito de eliminar os concorrentes do mercado.

Através deste tipo de operações, as empresas conseguem diminuir a incerteza do fluxo de caixa e o risco de interrupção da cadeia de abastecimento (Lin, Officer & Shen, 2018). Além disso, este tipo de integração possibilita economia de gastos, quer pelo domínio na compra de bens, quer pela partilha dos produtos da empresa adquirente (Chang & Moore, 2012).

Ferreira (2002, p. 167) identifica os motivos que conduzem às integrações verticais: (1) obtenção de economias de ordem tecnológica; (2) eliminação/redução de custos de pesquisa, publicidade, comunicação, coordenação da produção, de cobrança e de outros custos de transação; (3) melhoria do planeamento de inventários e de produção através de fluxos de informação mais eficientes; (4) redução dos aspetos cíclicos/sazonais dependentes da incerteza na procura; (5) acesso assegurado aos mercados; (6) redução do risco de falhas no mercado com influência na empresa; (7) atuação em estádios com maior valor acrescentado e maior proximidade dos clientes. Complementarmente, Weston, Chung e Hoag (1999) destacam a eliminação/diminuição dos custos de transação que acontecem, fundamentalmente, nas participações de mercado.

1.5.3. Fusões e Aquisições em Conglomerado

Matos e Rodrigues (2000) indicam que o fenómeno de F&A em conglomerado ocorre quando as empresas envolvidas exercem atividades muito diferentes entre si e atuam em mercados não relacionados[6], tendo como principal objetivo a diversificação.

[6] Neste contexto, mercados não relacionados significa a inexistência de caraterísticas comuns nas atividades das empresas envolvidas, em termos de produtos, processos produtivos ou canais de distribuição (Felton, 1971).

Para além de serem as mais polémicas (Narver, 1967), as integrações conglomerais levantam alguma controvérsia em termos das possibilidades de *marketing*, cujos profissionais reconhecem nestas operações uma forma de existência de competitividade racional.

As fusões em conglomerado podem ser subdivididas do seguinte modo (Matos & Rodrigues, 2000; Vieito & Maquieira, 2010): (1) expansão do mercado para diversificação, dado que as empresas estão em mercados não relacionados; (2) expansão da área geográfica para outros mercados, estando inicialmente no mesmo mercado; (3) puro conglomerado para expandir produtos e, simultaneamente, a área geográfica.

Ferreira (2002) acrescenta que estas combinações expõem particularidades das estruturas de grupo ou *holdings*, tendo presente que a diversificação ocorre por via de aquisições e que a existência de empresas em diversas indústrias exige diferentes técnicas de trabalho e formas de operar mais sofisticadas.

Nesta combinação empresarial salientam-se as seguintes vantagens (Ferreira, 2002, p. 176): (1) aproveitamento de oportunidades, na perspetiva de que o mercado está em constante evolução e que as empresas podem mudar consoante as necessidades, alienando entidades sem valor acrescentado e adquirindo entidades com elevado potencial; (2) flexibilidade e versatilidade, na medida em que se incrementam diversas atividades, cada uma delas com as suas caraterísticas; (3) segurança, na medida em que as aquisições aumentam os conglomerados, impedindo aquisições hostis; (4) gestão de risco, não apenas pela diversificação, mas também pela aquisição de empresas com elevado potencial de progresso e de retorno.

Este tipo de operação, mais propriamente as integrações de extensão do mercado, tem sido supervisionadas pelas entidades governamentais, na medida em que podem levantar questões de perda de concorrência potencial e de procedimentos que violem as regras de competitividade (Garcia & Azevedo, 2019).

1.6. Motivações das Fusões e Aquisições

As F&A são vistas como operações que permitem às empresas terem um impacto mais rápido e evidente nos mercados onde estão inseridas. Independentemente da forma como as operações são realizadas e do resultado que venham a obter, importa entender as principais razões que determinam a sua ocorrência.

Ferreira (2002) salienta as principais razões para a aquisição de empresas: (1) rapidez da entrada nos mercados; (2) escassez de informação para a progressão no interior das

empresas; (3) eliminação dos concorrentes; (4) aumento da quota de mercado; (5) motivos de ordem financeira, justificando as aquisições quando a empresa-alvo esteja subvalorizada e/ou quando a empresa oferente esteja sobrevalorizada no mercado face ao justo valor; (6) maior eficiência na gestão dos custos.

Fidrmuc e Xia (2019) destacam que as aquisições empresariais são motivadas para melhorar a eficiência das empresas-alvo. Além disso, salientam que as F&A são motivadas por razões de (1) economias de escala, de (2) complementaridade de recursos e de (3) diversificação.

A realização de fusões respeita os interesses dos gestores das empresas adquirentes e a motivação pode ser dividida entre impulso interno e incentivo externo (Chen & Cui, 2019): o primeiro diz respeito ao impulso da empresa para procurar melhor capital, sinergias e reorganização industrial; o segundo diz respeito aos fatores externos que fomentam as operações. Gugler et al. (2003) identificam os seguintes fundamentos para explicar as fusões: por um lado, os gestores das empresas adquirentes procuram a maximização do lucro e da riqueza acionista, de modo que a operação deve ampliar o poder de mercado das empresas ou diminuir os seus custos; por outro lado, os gestores procuram o crescimento das empresas.

Matos e Rodrigues (2000) sugerem que as fusões acontecem (1) para maximizar o lucro; (2) para aumentar o poder de mercado; (3) para melhorar a eficiência operativa; (4) para melhorar a eficiência de gestão; (5) para obter ganhos financeiros. Complementarmente, Ferreira (2002) aponta os seguintes motivos para a ocorrência de fusões: (1) aumento da dimensão empresarial e do seu poder de mercado; (2) internacionalização e identificação das mudanças no seu meio; (3) reestruturação de grupos; (4) vantagens fiscais; (5) problemas de agência; (6) avaliação do mercado; (7) organizações e concentração de setores de atividade.

Posteriormente, Zin (2014) resumiu os seguintes motivos explicativos das fusões: (1) poder de mercado, através da diversificação de produtos e mercados; (2) complementaridade de recursos, que podem estar disponíveis numa numa empresa e ausentes na outra empresa.

Silva (2015) identifica os seguintes motivos para a realização de F&A: (1) obtenção de quota de mercado, dado que a dimensão incrementa as oportunidades empresariais e a capacidade de gerar melhores resultados; (2) procura de economias de escala e de sinergias, principalmente ao nível da partilha dos clientes e das novas tecnologias; (3) aquisição de *know-how*, alcançando os meios e as aptidões próprias de outra empresa; (4) aumento de dimensão empresarial para enfrentar a concorrência global; (5) diversificação do risco quando os *cash-flows* das empresas envolvidas não têm correlações positivas altas; (6) detenção de fundos excedentários para aplicar, quando uma empresa tem probabilidade reduzida de obter lucro no setor, não pretende distribuir aos acionistas, nem adquirir ações

próprias; (7) utilização de recursos complementares, na medida em que uma empresa adquire algo (a custo inferior) que a outra empresa não possui; (8) custos financeiros inferiores, através da obtenção de empréstimos a taxas mais atrativas do que se conseguiriam pelas empresas individualmente e da garantia de cada empresa à dívida da outra. Além disso, Toigo e Hein (2017) evidenciam que as F&A contribuem para as empresas poderem melhorar: (1) o seu desempenho interno; (2) a eficiência do mercado; (3) a diversificação; (4) a riqueza acionista; (5) o poder de mercado; (6) os ganhos tributários e (7) minimizar os problemas e os custos de agência.

Outros autores consideraram a perspetiva internacional nas principais razões para concretizar F&A. Bergman et al. (2015) salientam: (1) a melhoria das condições financeiras das empresas; (2) a consolidação internacional dos mercados; (3) a desregulamentação sobre diversos produtos; (4) o avanço tecnológico. Li e Yang (2020) sustentam que as F&A internacionais podem expandir vantagens comparativas e criar valor substancial, construindo confiança. Por exemplo, os funcionários das empresas conhecerão outra ética de trabalho e outra cultura, sendo que a cooperação incrementará os ganhos sinérgicos.

A propósito da criação de valor, Vieito e Maquieira (2010) destacam que as fusões de empresas proporcionam diminuições consideráveis dos custos de produção e dos fornecimentos de serviços externos. Além disso, novos recursos humanos favorecem o conhecimento e as competências. Segundo Berger, Demsetz e Strahan (1999), a maximização do valor empresarial da integração ocorre através do reforço do poder no mercado, da melhoria da eficiência e do aumento da segurança, por exemplo contra aquisições hostis.

Elencados os motivos subjacentes às decisões que levam os gestores a realizar F&A, importa referir que nem todas as operações são bem-sucedidas. Silva (2015) destaca os principais problemas que podem derivar destas operações de integração: (1) choques culturais, na medida em que as culturas das empresas envolvidas não coincidam/interliguem; (2) incapacidade para concretizarem economias de escala ou sinergias; (3) saída de clientes; (4) possibilidade de a diversificação constituir um risco para as empresas.

1.7. Metodologias de Análise do Desempenho das Fusões e Aquisições

Vários investigadores têm estudado os resultados obtidos pelas empresas envolvidas em operações de F&A, mais precisamente, o impacto das integrações no desempenho empresarial. A avaliação desse impacto pode focar-se nos ganhos/perdas dos acionistas da

adquirente e da visada ou no menor/maior prazo de análise dos resultados das empresas envolvidas.

Segundo Agrawal et al. (1992), a maioria dos estudos empíricos realizados nesta área recorrem aos retornos diários das ações em torno da data do anúncio preliminar da operação, sendo que em alguns casos analisam o desempenho das empresas num prazo longo após a sua ocorrência. A taxa de retorno das ações das empresas envolvidas tende a mover-se em linha com as variações dos preços subjacentes, desencadeadas pelas informações divulgadas pelos gestores para o exterior (Ball & Brown, 1968).

As propostas mais frequentes para analisar o impacto das F&A no desempenho empresarial assentam (1) na metodologia do estudo dos eventos (*event study*), baseada nas variações dos preços das ações e (2) na metodologia dos estudos contabilísticos (*accounting studies*), baseada nas demonstrações financeiras.

1.7.1. Metodologia do Estudos dos Eventos

A informação relevante é aquela que determina alterações das crenças e dos comportamentos dos *stakeholders* das empresas (Krauspenhar & Rover, 2020). Isso implica alterações nos preços das ações que, por sua vez, definem o desempenho das empresas.

O estudo dos eventos é a metodologia seguida no trabalho empírico desta dissertação para analisar o desempenho empresarial decorrente das operações de F&A em torno da data do respetivo anúncio. Esta metodologia tem como objetivo compreender e analisar o impacto que um determinado evento provoca numa determinada variável. Para o efeito é necessário precisar o evento de interesse, o período de análise, a janela de investigação e a janela de evento (Mackinlay, 1997). O estudo baseia-se na possibilidade da ocorrência de um retorno anormal em consequência de algum evento relevante. Considerando os pressupostos subjacentes, o estudo dos eventos permite eliminar as condições económicas gerais e as diferenças de risco e retorno das empresas para que se torne possível analisar o fenómeno (Brandão, 2014). O procedimento consiste em utilizar a taxa de retorno anormal no período circundante à concretização do fenómeno, calculada pela diferença entre o retorno observado e o retorno modelado. Entretanto, a determinação do retorno modelado recorre ao modelo de mercado.

Numa perspetiva de curto prazo, esta abordagem assenta na hipótese de que o anúncio da F&A apresenta nova informação ao mercado, implicando alterações nas expetativas dos

investidores acerca das empresas envolvidas na operação, com o consequente impacto nos preços das ações (Martynova & Renneboog, 2008).
Esta metodologia tem como principal limitação a impossibilidade de utilização em empresas não cotadas.

1.7.2. Metodologia dos Estudos Contabilísticos

A metodologia dos estudos contabilísticos enfoca na análise de indicadores económicos e financeiros calculados a partir das demonstrações financeiras das empresas envolvidas nas operações de integração. O procedimento pode desenvolver-se através de duas alternativas durante um intervalo de tempo: a primeira, pela análise dos indicadores das empresas consideradas individualmente antes da operação e após a sua ocorrência; a segunda, pela análise desses indicadores como se tratasse de uma única entidade (Kumar, 2009). Outro procedimento consiste na comparação do desempenho das empresas envolvidas, antes e após a ocorrência da operação, condicionado por um *benchmark*, com vista a identificar se a consolidação das entidades provocou alteração nos rendimentos e nos gastos (Healy, Palepu & Ruback 1992).
Esta metodologia tem como principais vantagens ser aplicável a empresas cotadas/não cotadas e ser independente de erros de avaliação por partes dos investidores. No entanto, pode apresentar alguns problemas: (1) existindo incorreções de contabilização ou alterações das políticas valorimétricas; (2) existindo dificuldade de comparação dos resultados devido à diferente dimensão das empresas; (3) existindo problemas estatísticos no cálculo do *benchmark*.

1.8. Determinantes do Desempenho Posterior à Fusão e Aquisição

Vários estudos têm-se debruçado sobre os resultados que derivam das atividades de F&A, designadamente sobre o grau de sucesso em termos económicos e financeiros. O trabalho de Martynova, Renneboog e Oosting (2006) contribuiu para explicar os principais determinantes do desempenho posterior às operações de integração.

1.8.1. Método de Pagamento

As empresas envolvidas têm de decidir sobre a contrapartida da operação de F&A, podendo optar por dinheiro, financiamento externo ou ações. No caso das empresas oferentes, a escolha do método de pagamento tem em conta o nível de alavancagem. Além disso, o meio de pagamento constitui um fator determinante do desempenho pós-operação a longo prazo.
Ghosh (2001) e Faccio e Masulis (2004) sustentam que a opção do pagamento em dinheiro está relacionada com operações mais fortes e com mercados mais seguros sobre o real valor e qualidade do negócio. McNamara, Haleblian e Dykes (2008) salientam que quando o pagamento é efetuado em dinheiro ou com recurso a financiamento externo, as empresas obtêm melhor desempenho após a ocorrência das operações.
No sentido de diminuir contrariedades ao nível da assimetria de informação, Carneiro (2014) defende como essencial a permanência de acionistas das empresas visadas nas novas entidades. Nesta perspetiva é mais provável o pagamento através ações, em detrimento do pagamento através de dinheiro que é mais propicio à mudança da gestão.
Em divergência, os estudos realizados por Powell e Stark (2005) e por Martynova et al. (2006) não identificaram relação entre o desempenho pós-operação e o método de pagamento utilizado.

1.8.2. Dimensão das Empresas

As aquisições a empresas com elevado poder de mercado possuem mais probabilidade de sucesso financeiro e operacional pós-operação do que as aquisições a empresas pequenas. Linn e Switzer (2001) encontraram evidências empíricas de que as aquisições de empresas relativamente grandes superam em número e em valor as aquisições de empresas pequenas. Porém, podem emergir problemas de integração quando a empresa adquirida seja “grande”, resultando na degradação do desempenho da empresa adquirente ou em dificuldades de gestão na empresa criada de raiz (Martynova et al., 2006).
O estudo realizado por Clark e Ofek em 1994 (apud Martynova et al., 2006) conclui que a dificuldade em gerir uma grande empresa pode superar as sinergias operacionais e financeiras em grandes aquisições, degradando o desempenho pós-operação.
Ainda assim, a maior parte da literatura não encontra relação considerável entre a dimensão das empresas envolvidas e o desempenho pós-operação (Healy et al., 1992; Powell & Stark, 2005).

1.8.3. Ambiente do Negócio: Amigável *versus* Hostil

Uma aquisição amigável ocorre quando existe acordo entre as empresas envolvidas, enquanto que uma aquisição hostil acontece quando a empresa visada não conhece a intenção de aquisição nem deseja ser adquirida. Pode dizer-se que a forma como o gestor da empresa alvo reage determina se a aquisição é amigável ou hostil, i.e., se o gestor aceitar vender a empresa mediante a proposta oferecida a aquisição é amigável; se o gestor não aceitar vender a empresa a aquisição é hostil (Demidova, 2007).

As aquisições hostis, apesar de poderem ser mais caras do que as aquisições amigáveis, tendem a apresentar melhor desempenho pós-operação no longo prazo, sendo que as aquisições criadoras de sinergias são mais propensas ao sucesso (Martynova et al., 2006). Por outro lado, Demidova (2007) salienta que, embora as aquisições hostis sejam vistas como benéficas na Europa, muitos estudos têm refutado essa perspetiva, sustentando que aquelas operações criam externalidades negativas associadas à perda de bem estar social e de interesse por parte de outros *stakeholders*.

Os estudos de Healy et al. (1992), Ghosh (2001) e Powell e Stark (2005) não encontraram evidências que suportem a influência deste determinante no desempenho pós-operação das empresas envolvidas.

1.8.4. Fusões Nacionais *versus* Fusões Transfronteiriças

As empresas tendem a globalizar-se, expandindo os seus negócios para mercados internacionais no intuito de beneficiarem de imperfeições e de diminuírem riscos através da diversificação. No entanto, Martynova et al. (2006) sustentam que as dificuldades associadas a aquisições internacionais podem deteriorar o desempenho pós-fusão da empresa combinada. Além disso, os autores verificaram que as empresas adquirentes de alvos estrangeiros obtiveram retornos em torno da data de anúncio inferiores aos das adquirentes de alvos domésticos.

Os estudos apresentados por Martynova et al. (2006) evidenciam que as empresas adquirentes obtêm retornos anormais inferiores, em torno da data de anúncio da operação, quando as empresas visadas são estrangeiras. Por outro lado, os resultados apresentados por Gugler et al. (2003) sugerem que o desempenho pós-integração não depende da nacionalidade das empresas envolvidas.

1.8.5. Fusões entre Empresas na mesma Atividade *versus* Diversificação

As aquisições de empresas para a diversificação dos negócios são frequentemente realizadas para criar sinergias operacionais e financeiras. No entanto, esta estratégia pode trazer algumas desvantagens relacionadas com interesses próprios dos gestores, tais como remuneração, estatuto e poder, que proporcionam o surgimento dos problemas de agência empresarial. Martynova et al. (2006) alertam que essa desvantagem pode exceder as sinergias estimadas, afetando o desempenho pós-operação das empresas.

Apesar do interesse do tema, as evidências ainda são mistas, com trabalhos a sugerirem que a diversificação deteriora o desempenho pós-integração das empresas envolvidas (Healy et al., 1992), trabalhos a sugerirem que essa estratégia não produz efeitos significativos (Powell & Stark, 2005) e trabalhos a sugerirem que as operações diversificadas criam valor para as empresas envolvidas (Ghosh, 2001).

1.9. Evidências Empíricas das Fusões e Aquisições

Os estudos com enfoque nas operações de F&A continuam a motivar o interesse da investigação financeira, sobretudo porque os resultados do seu impacto no desempenho das empresas envolvidas ainda não são consensuais. Parte das divergências pode justificar-se pela diversidade de métodos de análise do desempenho empresarial pós-operação, que também dificulta a comparação dos resultados. Ainda assim, parece poder adiantar-se que as F&A geram benefícios quando as empresas se juntam, porquanto o respetivo anúncio é interpretado no mercado como um sinal de que a operação criará valor (Kishore & Jindal, 2017).

A maior parte dos estudos revela que os mercados reagem ao anúncio de intenção de aquisição empresarial, no momento em que é divulgado, através da consequente variação das cotações das ações das empresas envolvidas (Powell & Stark, 2005). Neste contexto, os autores utilizam, predominantemente, o retorno das ações como medida de desempenho (Abdullayeva, 2015), mas também os lucros ou os *cash-flows*, em alternativa.

No trabalho de Healy et al. (1992) foi analisado o desempenho pós-aquisição das 50 maiores fusões ocorridas nos EUA entre 1979 e 1984. As empresas apresentaram progressos significativos na produtividade dos seus ativos, resultando em melhorias do fluxo de caixa operacional. Além disso, verificaram forte relação positiva entre os fluxos de caixa operacionais e os retornos anormais em torno da data do anúncio, confirmando o sucesso

económico da operação. Os autores sustentam que quando as empresas envolvidas têm o mesmo *core business*, os resultados ainda são mais significativos.

Agrawal et al. (1992) analisaram várias fusões ocorridas entre 1955 e 1987, em que as empresas adquirentes eram cotadas na NYSE e as empresas visadas eram cotadas na NYSE/AMEX. A metodologia utilizada foi a dos estudos dos eventos com o objetivo de medir o desempenho das empresas envolvidas e o seu risco sistemático *beta*. Os autores reportaram que retornos das empresas adquirentes sofreram uma perda de cerca de 10% durante o período de cinco anos posterior à operação, salientando que nem o tamanho das empresas nem os problemas de estimação do *beta* foram causa desse desempenho.

Ghosh (2001) justifica que os resultados das empresas pós-integração podem não ser realistas, uma vez que as adquirentes que se envolvem nestes processos já terão melhores condições financeiras do que as suas concorrentes. O autor não encontrou evidências de que o desempenho das empresas melhore após as aquisições, desde logo porque o lucro das empresas adquirentes permaneceu inalterável.

Dash (2004) analisou dez fusões ocorridas no período de 1994 a 1996 com recurso ao estudo dos eventos para averiguar o impacto das fusões no valor acionista durante os cinco anos após a data de anúncio. Os resultados mostraram que as operações motivaram degradação do valor, sendo que nas fusões conglomerais o fenómeno é mais frequente.

Campa e Hernando (2006) analisaram o desempenho das F&A ocorridas no setor financeiro da UE entre 1998 e 2002 através do estudo dos eventos. Os autores concluíram que em torno da data de anúncio das operações formaram-se excedentes anormais positivos para os acionistas das empresas visadas e excedentes anormais nulos para os acionistas das empresas oferentes. Contudo, um ano após o anúncio das operações os retornos anormais eram praticamente nulos para as empresas oferentes e para as empresas visadas.

Na mesma linha, Hitt, King, Krishnan, Makri, Schijven, Shimizu e Zhu (2012) concluíram que as empresas adquirentes criam pouco ou nenhum valor através das operações de F&A. Os autores justificam os resultados pelas seguintes razões: incapacidade das empresas criarem sinergias, seleção inadequada dos negócios, diferença de tamanho entre adquirentes e visadas, elevados prémios pagos e diferenças nas culturas e nos ambientes institucionais.

Borges e Gairifo (2013) investigaram se a alteração dos preços das ações no período pré-anúncio da operação pode ser explicada pelos rumores veiculados pelos meios de comunicação social. Aplicando a metodologia do estudo dos eventos numa amostra de 49 empresas cotadas em índices da *Euronext* (Bélgica, França, Holanda e Portugal) entre 2001

a 2007, os resultados evidenciaram ganhos anormais nas ações das empresas visadas antes da data de anúncio devido à divulgação antecipada de notícias.

Amewu (2014) pesquisou o impacto dos anúncios de F&A no desempenho de 80 empresas públicas dos EUA, RU, Austrália, Japão e alguns países europeus em torno do período da crise financeira mundial (pré-crise de 1999 a outubro 2007 e crise de 2007 a 2009). O estudo revelou ausência de alterações significativas nos retornos das empresas oferentes durante os períodos antes e pós-crise.

Leitão e Galli (2014) analisaram a volatilidade do comportamento das ações cotadas no índice brasileiro BM&FBOVESPA em torno das datas do anúncio do processo de F&A e da respetiva conclusão no período compreendido entre 2003 e 2007. Recorrendo à metodologia GARCH (*Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*), os autores concluíram que nenhuma das datas motivou impacto significativo no valor das ações.

O estudo elaborado por Varma e Sharma em 2015 (apud Kishore & Jindal, 2017) sobre a aquisição da *Network 18 Media & Investments* pela *Reliance Industries* em 2014, através da conversão de obrigações em ações, demonstrou que a riqueza dos acionistas aumentou em 200% nos dez dias anteriores à operação e que o preço das ações subiu na data do anúncio da operação.

Kishore e Jindal (2017) aplicaram a metodologia do estudo dos eventos a operações de aquisição que envolveram as duas maiores empresas do mercado indiano. Os resultados sugerem que a divulgação da intenção não motivou variações relevantes no valor empresarial.

Ainda no mercado bolsista indiano, Mall e Gupta (2019) analisaram o impacto do anúncio de 383 operações de F&A no setor bancário, realizadas entre os anos 2000 e 2018, sobre o retorno e volatilidade das respetivas ações. Os principais resultados indicam retornos anormais médios positivos para os acionistas do banco adquirente. Além disso, mostram que a volatilidade em torno da data do anúncio é elevada, aumentando o valor das ações, e que tende a diminuir passado algum tempo.

O trabalho de Pandey e Kumari (2020) também pretendeu estudar os efeitos do anúncio de F&A nos retornos acionistas em 8 bancos indianos e 6 bancos americanos entre 2010 e 2020. Embora os mercados tenham reagido de forma diferente, dadas as desigualdades, existiram retornos anormais médios acumulados (CAAR) negativos significativos na maioria dos dias do período da janela do evento e no período pós-evento.

2. Metodologia de Investigação

2.1. Objetivo do Estudo Empírico e Hipóteses de Investigação

O principal objetivo da dissertação é investigar a forma como o mercado acionista reage em torno da data do anúncio de operações de F&A ocorridas entre empresas portuguesas. Mais concretamente, pretende-se analisar o efeito que o anúncio provoca na cotação das ações das empresas envolvidas na operação, designadamente em termos dos retornos anormais. Com a exploração deste objetivo pretende-se detetar se o anúncio das operações provoca criação ou degradação de valor para os acionistas das empresas envolvidas. Pretende-se, ainda, identificar o período de permanência dos retornos anormais, i.e., o tempo que as cotações das ações demoram para retomar a sua tendência. Finalmente, pretende-se analisar a reação que o anúncio da operação provoca nos retornos anormais das empresas envolvidas nas operações.

No âmbito da condução do estudo empírico em respeito pelos objetivos estabelecidos, são levantadas as seguintes hipóteses de investigação:

H1 - O anúncio da operação de F&A provoca retornos médios anormais negativos mais pronunciados para as empresas oferentes;

H2 - O anúncio da operação de F&A provoca retornos médios anormais positivos mais pronunciados para as empresas visadas;

H3 - Os retornos médios anormais das empresas envolvidas em operações de F&A tendem a desaparecer cerca de uma semana após a data de anúncio;

H4 - Os retornos médios anormais em operações de F&A tendem a estabilizar mais depressa nas empresas visadas do que nas empresas oferentes;

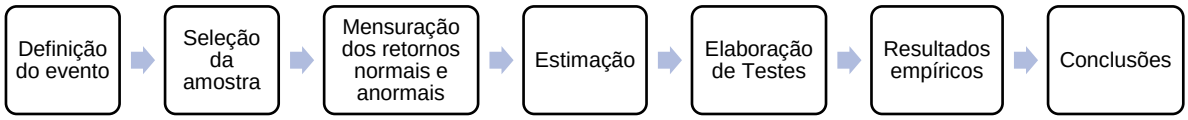
H5 - O anúncio da operação de F&A provoca uma reação forte nos retornos das empresas envolvidas.

A escassez de estudos científicos realizados no mercado nacional a propósito do impacto das operações de F&A motivou a definição da amostra constituída por empresas portuguesas. Nessa perspetiva, a dissertação poderá contribuir com evidência empírica para este domínio das finanças.

2.2. Estudo dos Eventos

Conforme se referiu e argumentou anteriormente, o trabalho empírico desta dissertação recorre à metodologia do estudo dos eventos. Segundo Campbell, Lo e MacKinlay (1997), o modelo de estudo dos eventos é estruturado nas seguintes etapas:

Figura 4: Etapas de um Estudo dos Eventos



Fonte: Elaboração própria

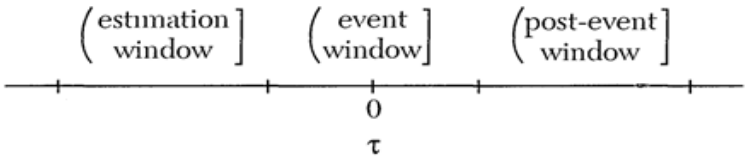
2.2.1. Definição do Evento

A primeira etapa do estudo dos eventos consiste na definição do acontecimento a estudar e das suas datas mais relevantes. Neste estudo, o evento é o anúncio da operação de fusão ou de aquisição e a data é a da divulgação do anúncio.

A janela do evento (*event window*) compreende o tempo em que as cotações das ações são analisadas, incluindo as datas anteriores e posteriores à do anúncio da operação. Variando conforme a amplitude de análise, este estudo utiliza janelas de eventos [-30 ; +30] e [-15 ; +15] em dias, relativamente à data de anúncio da operação (dia *zero*). A janela de estimação (*estimation window*) diz respeito ao período anterior à janela de evento, neste estudo definida por 60 dias [-90 ; -31] antes do anúncio; a janela pós evento (*post-event window*) diz respeito ao período posterior à janela de estimação. Estas definições temporais foram utilizadas noutros estudos da mesma natureza, como em Pandey e Kumari (2020).

A imagem seguinte mostra a janela utilizada para o estudo dos eventos, na procura da presença de retornos anormais provocados pelo anúncio das operações de integração:

Figura 5: Janela dos Eventos



Fonte: Adaptado de MacKinlay (1997, p. 20)

2.2.2. Horizonte Temporal

O trabalho empírico desta dissertação pretendia cobrir um horizonte temporal compreendido entre 1 de janeiro de 2000 e 31 de dezembro de 2020, desde a entrada no novo milénio até à conclusão da recolha dos dados. Todavia, a inexistência de operações de F&A a partir de 2016 determinou a análise até 2015.

A escolha do horizonte temporal assume importância para a qualidade dos estudos e para a pertinência dos seus contributos. Ao longo do período definido para a análise existiram diversos acontecimentos importantes com relevância na economia e no mercado financeiro, destacando-se os seguintes:

- ano 2000: a publicação do novo Código dos Valores Mobiliários, após a ocorrência da Fusão da Bolsa de Valores de Lisboa (BVL) com a Bolsa do Porto (BDP) que deu origem à Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (BVLP);
- ano de 2002: a integração da BVLP na plataforma *Euronext*, dando origem à *Euronext Lisbon* que proporcionou crescimento ao mercado de capitais, bem como liquidez e competitividade às empresas cotadas;
- ano de 2007: o início da crise financeira mundial, que veio a determinar o pedido de assistência económica e financeira de Portugal à *Troika* em 2011;
- ano de 2020: a pandemia *SARS-Cov-2* provocou um impacto gravoso nos negócios, no comércio internacional e nos preços das ações.

2.2.3. Seleção da Amostra

Considerando o horizonte temporal do estudo empírico, a recolha das informações associadas às operações de F&A realizadas em Portugal considerou diversas fontes. Na base de dados *Zephry* foram identificadas as operações, as respetivas datas do anúncio e da conclusão, enquanto que nos *sites* da *Investing* e da *Euronext* foram identificados os preços das ações.

No período de 2000 a 2015 foi possível encontrar 29 operações de fusão ou aquisição entre empresas (oferentes e visadas) cotadas na bolsa portuguesa, com preços acionistas disponíveis no intervalo de [-90 ; +50] dias em torno da data de anúncio da operação (dia *zero*):

Tabela 1: Lista de Operações

Empresa Oferente	Empresa Visada	Estado	Data Anúncio	Data Conclusão
Semapa	Portucel	Concluído	15/05/2001	06/01/2004
Portugal Telecom	PT Multimédia	Concluído	28/09/2001	28/09/2001
Sonae Sgps	Sonaecom Sgps	Concluído	29/04/2002	30/07/2002
Sonae Sgps	Portucel	Concluído	23/12/2002	14/01/2003
BPI	Sonae Sgps	Concluído	17/10/2003	17/10/2003
BPI	Banco Comercial Português	Concluído	13/02/2004	13/02/2004
Semapa	Portucel	Concluído	06/07/2004	29/09/2004
Semapa	Portucel	Concluído	15/11/2004	15/11/2004
Banco Comercial Português	Ibersol	Concluído	11/03/2005	11/03/2005
Sonaecom Sgps	Portugal Telecom	Retirado	06/02/2006	15/02/2007
Banco Comercial Português	BPI	Retirado	13/03/2006	05/07/2007
Sonaecom Sgps	Portugal Telecom	Concluído	11/05/2006	11/05/2008
Banco Comercial Português	INAPA	Concluído	31/07/2006	31/07/2006
Banco Comercial Português	EDP	Concluído	02/08/2006	02/08/2006
Semapa	Portucel	Concluído	14/11/2006	14/11/2006
Banco Comercial Português	IMPRESA	Concluído	23/11/2006	23/11/2006
BPI	PT Multimédia	Concluído	11/07/2007	11/07/2007
BPI	Banco Comercial Português	Concluído	25/07/2007	25/07/2007
Semapa	Portucel	Concluído	18/09/2007	18/09/2007
BPI	Sonae Sgps	Concluído	15/11/2007	15/11/2007
BPI	GALP	Concluído	10/01/2008	10/01/2008
Martifer	EDP	Concluído	16/05/2008	16/05/2008
Cofina SGPS SA	ZON	Concluído	14/11/2008	14/11/2008
Semapa	Portucel	Concluído	20/11/2008	20/11/2008
Semapa	Portucel	Concluído	03/03/2011	14/03/2011
Semapa	Portucel	Concluído	05/01/2012	05/01/2012
Sonae Sgps	Sonaecom Sgps	Concluído	27/08/2013	09/09/2013
Sonae Sgps	Sonaecom Sgps	Concluído	22/04/2014	24/04/2014
Banco Comercial Português	Pharol Sgps	Concluído	12/08/2015	12/08/2015

Fonte: Elaboração Própria

O estudo expurgou da análise as aquisições de ações próprias e as operações em que as ações das empresas envolvidas não tinham cotações diárias. No caso de aquisições de participações por lotes realizadas num curto espaço de tempo, apenas foi considerada para efeitos do estudo a aquisição do primeiro lote.

Para o cálculo dos retornos do índice de mercado foram utilizados os dados do *Portuguese Stock Index* (PSI-20).

2.3. Modelos Empíricos

O retorno anormal (AR) é definido por Borges e Gairifo (2013) pela diferença entre o retorno observado e o retorno esperado de uma ação *i* num determinado momento *t*. Segundo Mackinlay (1997), cujo trabalho constitui referência essencial para o estudo empírico desta dissertação, o retorno anormal é dado por:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} \mid X_t) \qquad [1]$$

em que R_{it} representa o retorno observado da ação *i* no período *t* e $E(R_{it} \mid X_t)$ representa o retorno esperado da ação *i* no período *t* em dependência da informação X_t.
O retorno diário observado é calculado por:

$$R_{it} = ln\frac{P_{it}}{P_{it-1}} \qquad [2]$$

em que P_{it} representa o preço da ação *i* no fim do período *t* e P_{it-1} o preço dessa ação no início do mesmo período. Calcula-se o retorno logarítmico da cotação das ações (e do índice de mercado) para corrigir a ocorrência de choques ou fenómenos anormais que, frequentemente, caracterizam as séries temporais.
Seguindo Kishore e Jindal (2017) e Pandey e Kumari (2020), recorre-se ao modelo de mercado para determinar os retornos esperados com base num fator do mercado e num fator específico da empresa. O modelo de mercado foi desenvolvido por Sharpe (1963) para explicar o retorno esperado de uma ação em função do retorno verificado no índice de mercado PSI-20. O modelo de mercado é dado por (Mackinlay, 1997, p. 18):

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \qquad [3]$$

em que α e β são parâmetros a estimar, R_{mt} representa o retorno do mercado no período *t* e ε_{it} representa o termo de erro ou resíduo, sendo que $E(\varepsilon_{it} = 0)$ e $var(\varepsilon_{it}) = \sigma^2_{\varepsilon i}$.
O modelo de mercado é estimado a partir da regressão entre os retornos observados da ação e os retornos do índice do mercado durante um período de 60 dias antes da janela de evento de cada operação, usando o método dos mínimos quadrados ordinários (OLS).
Depois de obtidos os parâmetros, as estimativas dos retornos anormais são dadas por:

$$AR_{it} = R_{it} - \tilde{\alpha}_i - \tilde{\beta}_i R_{mt} \qquad [4]$$

em que $\tilde{\alpha}$ é um parâmetro estimado não enviesado de α e em que para o cálculo do parâmetro $\tilde{\beta}$ se adota o seguinte ajuste por potencial falta de sincronização entre as variáveis dependente e explicativa (Leite & Sanvicente, 1995, p. 91):

$$\tilde{\beta} = \sum_{K=-1}^{1} \frac{\beta_k}{(1 + 2\rho_m)} \qquad [5]$$

em que β_k é o parâmetro estimado pelo método OLS e ρ_m é o coeficiente de correlação entre os retornos do índice de mercado em datas consecutivas. Este ajuste permite obter um coeficiente de inclinação *beta* com maior representatividade em relação aos pressupostos de um modelo linear geral (Corrar, Batistella, Bergmann, & Aguiar, 2004), na medida em que o índice PSI-20 é calculado a todo o instante e que a cotação da ação pode não ser.
Podendo *k* desfasar-se -1, 0 ou +1 dias, são estimadas três regressões distintas:

. para *k* = -1, envolvem-se na regressão os retornos R_{it} e $R_{m,t-1}$
. para *k* = 0, envolvem-se na regressão os retornos R_{it} e $R_{m,t}$
. para *k* = +1, envolvem-se na regressão os retornos R_{it} e $R_{m,t+1}$

O retorno anormal é definido como um termo de perturbação que é calculado fora da amostra. Sob a hipótese nula H_0 de que o evento não tem impacto sobre os retornos acionistas, as propriedades distributivas dos retornos anormais podem ser utilizadas para realizar inferências num qualquer período da janela de evento. A distribuição do retorno anormal de uma amostra numa determinada janela de observação é dada por (Mackinlay, 1997, p. 21):

$$AR_{it} \sim N(0\,;\ \sigma^2(AR_{it})) \qquad [6]$$

Importa agora considerar a acumulação dos retornos anormais, no sentido de se poderem fazer inferências gerais para os eventos de interesse. Esta acumulação deve ser realizada sob duas dimensões: ao longo do tempo e entre títulos. Considera-se, em primeiro lugar a acumulação ao longo do tempo para um título individual e, em segundo lugar, a acumulação entre os títulos ao longo do tempo. O conceito de retorno anormal acumulado (CAR) é

necessário para acomodar uma janela de eventos de múltiplos períodos, entre t_1 e t_2, sendo calculado por:

$$CAR_i(t_1\,, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \qquad [7]$$

em que a distribuição dos retornos anormais cumulativos é dada por:

$$CAR_i(t_1\,, t_2) \sim N(0\,;\ \sigma_i^2(t_1, t_2)) \qquad [8]$$

Conhecidas as distribuições dos retornos anormais e dos retornos anormais acumulados, o teste de hipótese nula pode ser realizado. Mas seria reduzida a utilidade do teste sobre uma observação de evento. Por isso, incorporam-se os retornos anormais das ações individuais através dos retornos médios anormais (AAR) a partir de *N* eventos para um período *t* por:

$$AAR_t = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} AR_{it} \qquad [9]$$

e a correspondente variância dada por:

$$Var(AAR_t) = \frac{1}{N^2}\sum_{i=1}^{N} \sigma_{\varepsilon i}^2 \qquad [10]$$

Os retornos anormais médios podem ser acumulados para qualquer intervalo da janela de observações do seguinte modo:

$$CAAR(t_1\,, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad \text{ou por} \quad = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} CAR_i(t_1\,, t_2) \qquad [11] \text{ e } [12]$$

e a correspondente variância dada por:

$$Var\big(CAAR_t(t_1\,, t_2)\big) = \sum_{t=t_1}^{t_2} Var(AAR_t) \quad \text{ou por} \quad = \frac{1}{N^2}\sum_{i=1}^{N} \sigma_i^2(t_1\,, t_2) \qquad [13] \text{ e } [14]$$

Para testar a hipótese nula H_0 de que os retornos anormais são nulos considera-se a seguinte distribuição:

$$CAAR(t_1\,, t_2) \sim N[0\,; Var(CAAR(t_1\,, t_2))] \qquad [15]$$

sendo os testes de hipótese calculados por:

$$\theta_1 = \frac{AAR_t}{\sqrt{var(AAR_t)}} \sim N(0\,; 1) \qquad [16]$$

$$\theta_2 = \frac{CAAR(t_1\,, t_2)}{\sqrt{var(CAAR(t_1\,, t_2))}} \sim N(0\,;\ 1) \qquad [17]$$

Estes procedimentos permitem testar a hipótese nula H_0 de que o anúncio das F&A não exerce impacto positivo ou negativo nos retornos das ações, relativamente à possibilidade de criar ou degradar valor acionista.

Para completar a análise do estudo empírico desta dissertação, recorre-se ao método de Beaver (1968) para averiguar se o anúncio da operação de fusão ou aquisição provoca uma reação no preço das ações das empresas envolvidas, mais propriamente ao nível dos seus retornos *R*:

$$R = \frac{AR_{it}^2}{\sigma_{\varepsilon i}^2} \qquad [18]$$

em que AR_{it} representa o retorno anormal da ação *i* no período *t* e $\sigma_{\epsilon i}^2$ representa a variância do resíduo calculada na janela de estimação [-90 ; -31].

Segundo Beaver (1968) poderão ocorrer alterações nos preços das ações se os seus valores de equilíbrio forem afetados por anúncios de operações de F&A.

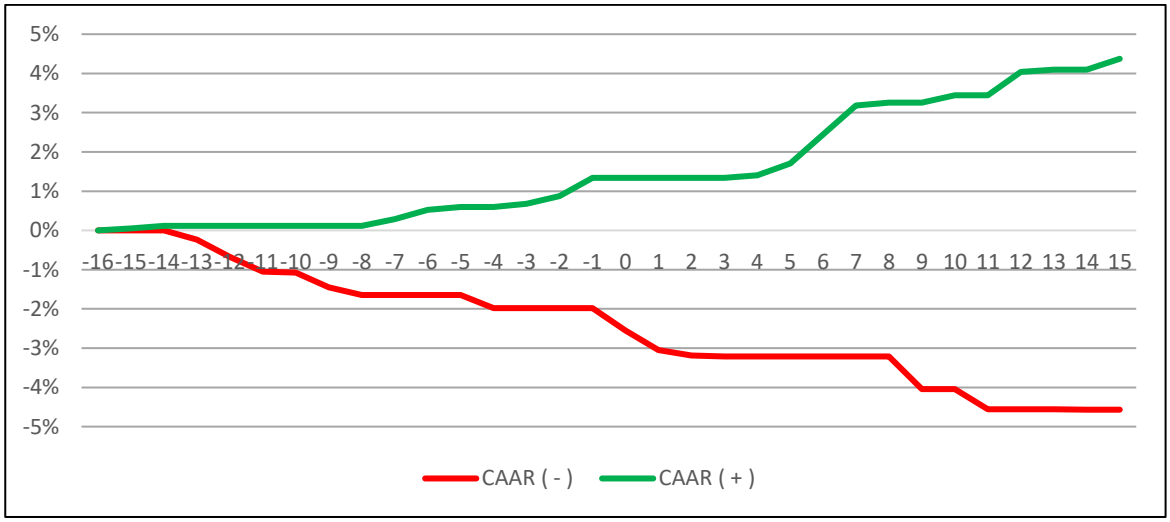
3. Resultados e Discussão

Nesta secção analisam-se os eventos representativos das 29 operações de F&A realizadas em Portugal entre os anos 2000 e 2015, seguindo as metodologias propostas por MacKinlay (1997) e por Beaver (1968). As operações foram estimadas a partir do modelo de mercado. No intuito de responder às hipóteses de investigação, o grupo das empresas oferentes e o grupo das empresas visadas são analisadas em separado e em conjunto.

3.1. Metodologia de Mackinlay (1997)

O gráfico seguinte representa o retorno médio anormal acumulado (ganhos *vs* perdas) para as ações das empresas oferentes em torno da data do anúncio [-15 ; +15] das operações de F&A:

Gráfico 2: Retornos Médios Anormais Acumulados (CAAR): Empresas Oferentes [-15;+15]



Fonte: Elaboração Própria

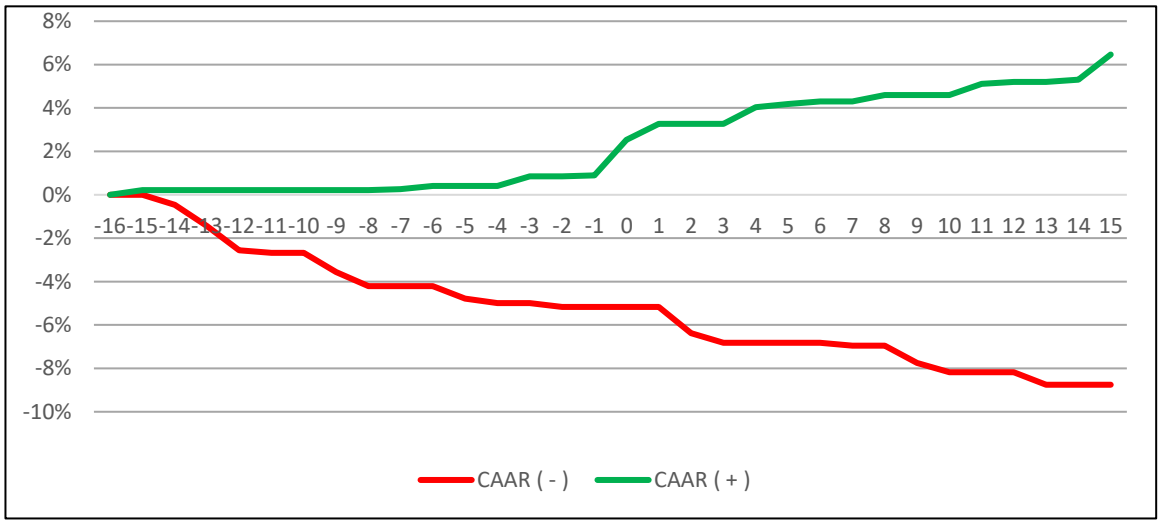
Embora as perdas das empresas oferentes tenham iniciado mais cedo (dia -13), verifica-se que até ao dia -1 da data de anúncio da operação os CAAR foram pouco relevantes. Pela data do anúncio da operação identifica-se claramente a acumulação de retornos anormais negativos, descendo de -1,98%, no dia -1, para -3,21%, no dia +3. Os retornos anormais positivos apenas acumulam claramente a partir do dia +4, subindo de +1,40% para +3,25% no dia +8. No final do período em análise, os CAAR(-), iguais a -4,57%, superam os CAAR(+), iguais a +4,37%, denotando uma perda líquida na riqueza dos acionistas das

empresas adquirentes, em convergência com Agrawal et al. (1992) e em divergência com Campa e Hernando (2006) e Shah e Arora (2014).

Estes resultados parecem confirmar a hipótese de investigação H1, na medida em que o anúncio das operações de F&A provocou nas empresas oferentes valores negativos dos AAR mais pronunciados do que os valores positivos dos AAR.

O gráfico seguinte representa o retorno médio anormal acumulado (ganhos *vs* perdas) para as ações das empresas visadas em torno da data do anúncio [-15 ; +15] das operações de F&A:

Gráfico 3: Retornos Médios Anormais Acumulados (CAAR): Empresas Visadas [-15;+15]



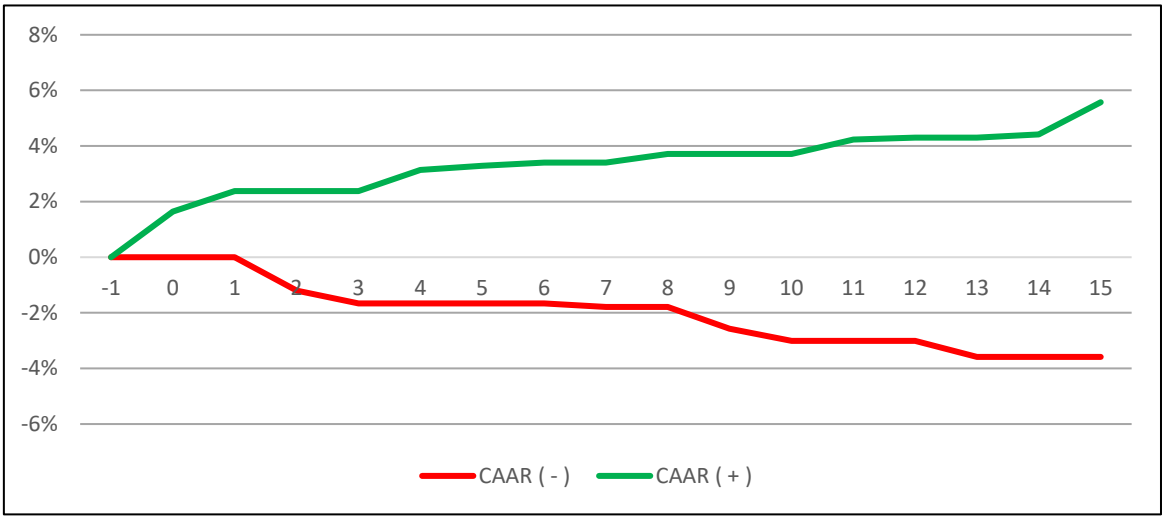
Fonte: Elaboração Própria

As empresas visadas iniciaram a acumulação de perdas anormais relevantes até à data de anúncio (-5,17%), contrariamente aos ganhos tendencialmente nulos, sugerindo que o mercado antecipava a realização das operações. Os CAAR(+) apenas ocorreram após aquela data, significando que os acionistas destas empresas valorizam a operação de integração. No final do período em análise, os CAAR(-) de -8,76% superam os CAAR(+) de +6,47%, denotando uma perda líquida para as empresas visadas.

Estes resultados parecem divergir da hipótese de investigação H2, na medida em que o anúncio das operações de F&A provocou nas empresas visadas valores negativos dos AAR mais pronunciados do que os valores positivos dos AAR.

Numa análise mais circunscrita, considerando apenas o período pós-anúncio [-1 ; +15], identifica-se claramente a acumulação de retornos anormais positivos:

Gráfico 4: Retornos Médios Anormais Acumulados (CAAR): Empresas Visadas [-1 ; +15]



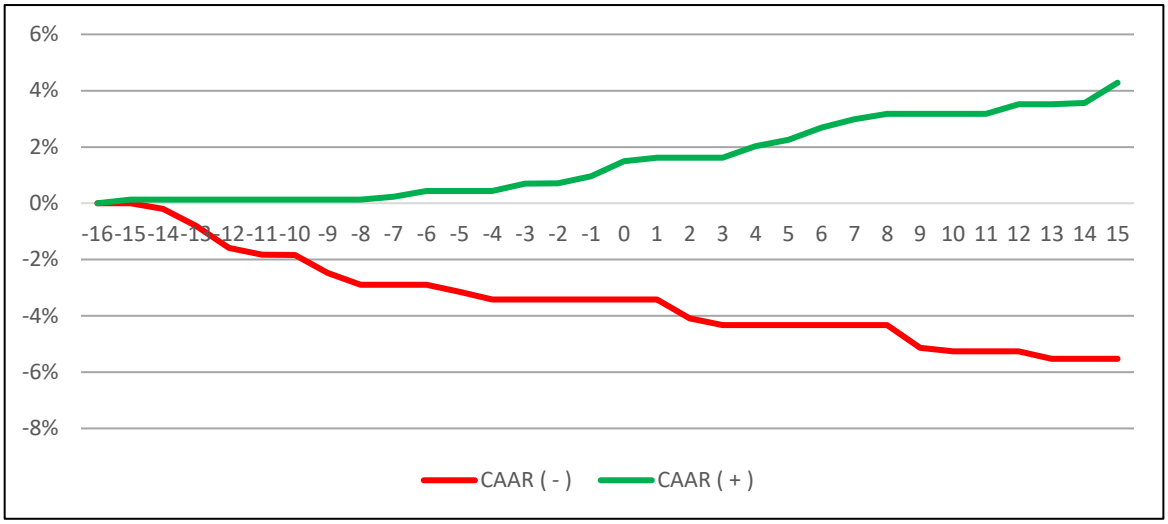
Fonte: Elaboração Própria

Para além do maior impacto com o anúncio, a expetativa continuada de concretização da operação foi bem acolhida pelo mercado durante os 15 dias posteriores, acumulando ganhos anormais de 5,57%. Em contrapartida, as perdas praticamente estagnaram a partir do dia +3, acumulando -3,59% até ao final do período em análise.

Estes resultados parecem confirmar a hipótese de investigação H2, na medida em que o anúncio das operações de F&A provocou nas empresas visadas valores positivos dos AAR mais pronunciados do que os valores negativos dos AAR. Esta evidência denota um ganho líquido na riqueza dos acionistas das empresas visadas, alinhando com as conclusões de Campa e Hernando (2006), Borges e Gairifo (2013), Shah e Arora (2014), Mall e Gupta (2019) e Pandey e Kumari (2020).

O gráfico seguinte representa o retorno médio anormal acumulado (ganhos *vs* perdas) para o conjunto das empresas envolvidas em torno da data de anúncio [-15 ; +15] das operações de F&A (trata-se da agregação do sinal dos gráficos 2 e 3):

Gráfico 5: Retornos Médios Anormais Acumulados (CAAR): Empresas Envolvidas [-15;+15]

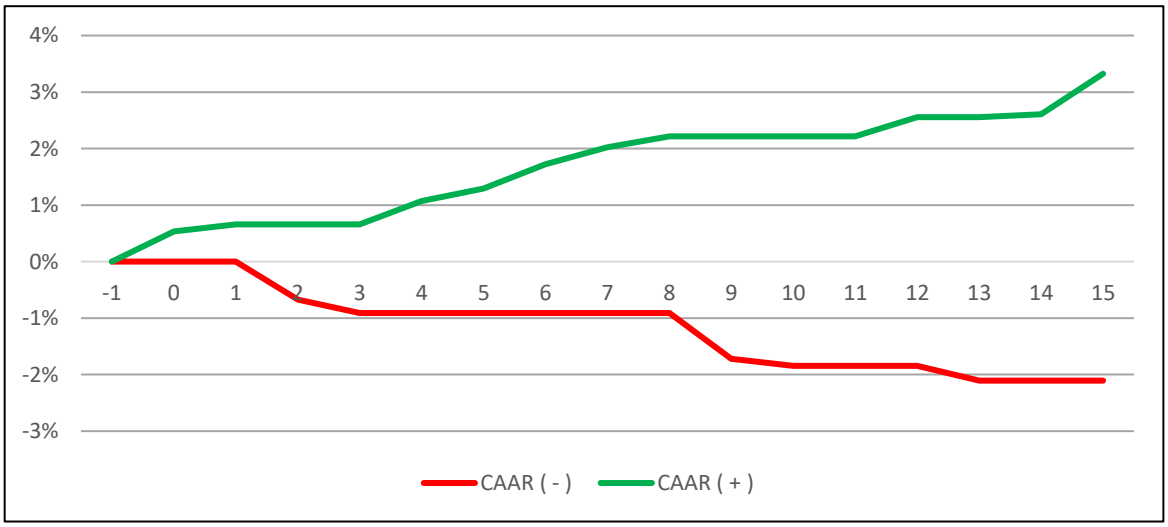


Fonte: Elaboração Própria

Corrobora-se o efeito de perdas anormais agregadas até à data do anúncio, sugerindo que o mercado antecipava com incerteza o desfecho das operações. Até ao final do período mais alargado regista-se um desfazamento dos CAAR, entre -5,53% e +4,28%, evidenciando um impacto negativo das operações no valor acionista.

Numa análise mais circunscrita, considerando apenas o período pós-anúncio [-1 ; +15], identifica-se a acumulação de retornos anormais positivos:

Gráfico 6: Retornos Médios Anormais Acumulados (CAAR): Empresas Envolvidas [-1;+15]



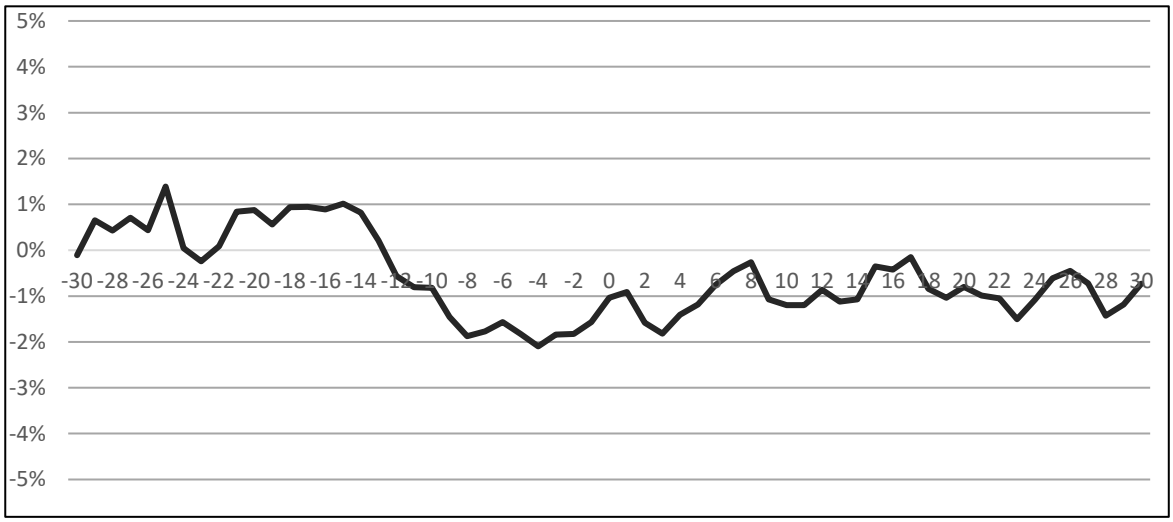
Fonte: Elaboração Própria

Expurgando o período anterior, onde podem manifestar-se efeitos especulativos sobre as integrações no mercado, verica-se a formação de perdas nos 3 dias posteriores ao anúncio.

Mantendo uma tendência relativamente equilibrada, com estagnação durante intervalos curtos, até ao final do período os AAR(+) acumulam 3,32% e os AAR(-) acumulam 2,11%, convergindo com as conclusões de Kishore e Jindal (2017).

O gráfico seguinte representa o retorno médio anormal acumulado para o conjunto das empresas envolvidas nas operações de F&A durante o intervalo [-30 ; +30]:

Gráfico 7: Retornos Médios Anormais Acumulados (CAAR): Empresas Envolvidas [-30;+30]



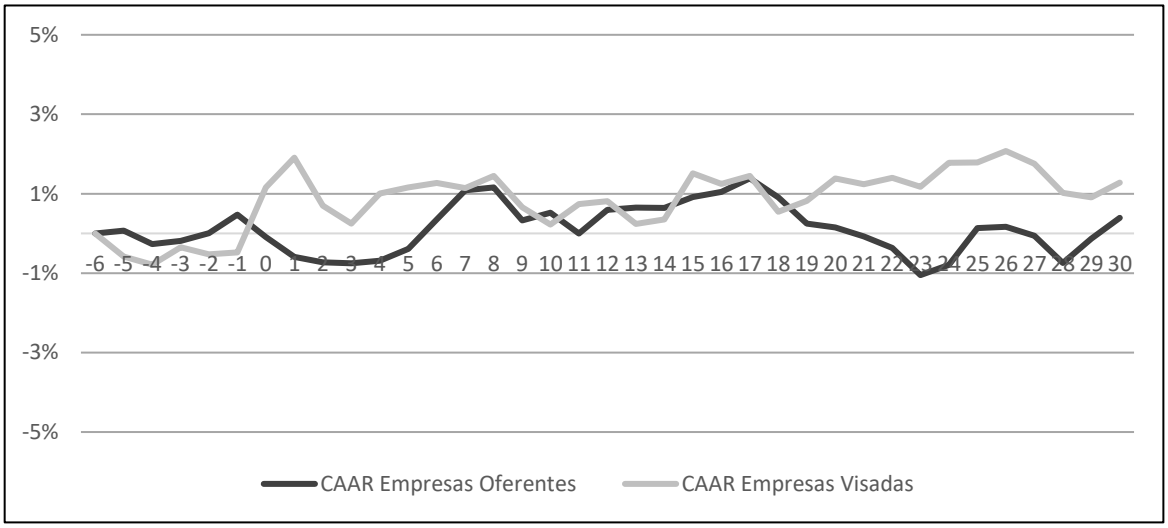
Fonte: Elaboração Própria

Com maior amplitude visual identificam-se duas fases distintas até ao anúncio da operação. Depois de uma performance relativamente positiva, a partir do dia -12 corrobora-se, uma vez mais, a formação de ligeiras perdas agregadas que se agravaram no mínimo de -2,10% no dia -5. Após alguma recuperação até -0,26% no dia +8, verifica-se um comportamento de oscilações compensadas dos AAR que acumulam -0,73% até ao final do período de análise.

Estes resultados parecem confirmar a hipótese de investigação H3, na medida em que os AAR em operações de F&A tendem a desaparecer cerca de uma semana após a data de anúncio.

O gráfico seguinte representa o retorno médio anormal acumulado (oferentes *vs* visadas) para as empresas envolvidas nas operações de F&A durante o intervalo [-6 ; +30]:

Gráfico 8: Retornos Médios Anormais Acumulados (CAAR): Empresas Oferentes *vs* Visadas [-6;+30]



Fonte: Elaboração Própria

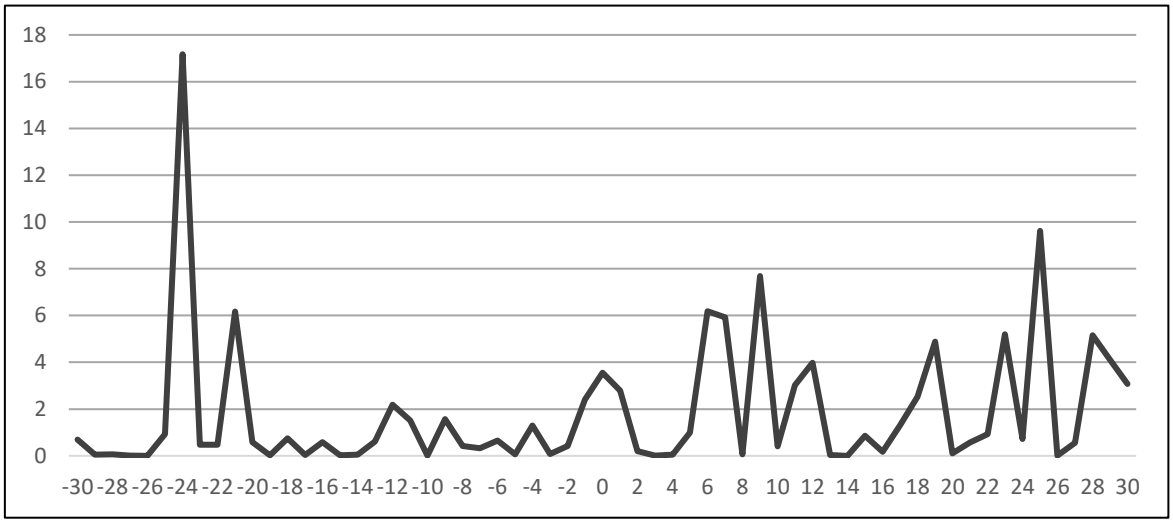
Os sinais gráficos dos dois grupos de empresas apresentam percursos distintos ao longo da janela de tempo analisada. Com exceção do período compreendido ente -5 e -1 e dos dias +10, +13, +14 e +18, as empresas visadas mantiveram CAAR superiores aos das empresas oferentes. Além disso, o anúncio da operação de integração (dias -1 a +1) teve implicações claras em termos dos AAR(+) nas empresas visadas e dos AAR(-) nas empresas oferentes. Por outro lado, os AAR das empresas visadas atingem o primeiro patamar de estabilidade no período +4 a +23 (calculam autocorrelações de 0,692 e desvio padrão de 0,007), enquanto que as empresas oferentes atingem o primeiro patamar de estabilidade no período +7 a +18 (calculam autocorrelações de 0,159 e desvio padrão de 0,005).

Estes resultados parecem confirmar a hipótese de investigação H4, na medida em que os AAR em operações de F&A tendem a estabilizar mais depressa nas empresas visadas.

3.2. Métodologia de Beaver (1968)

O gráfico seguinte representa a reação dos retornos médios anormais para as ações das empresas oferentes nas operações de F&A durante o intervalo [-30 ; +30]:

Gráfico 9: Reação dos Retornos Médios Anormais: Empresas Oferentes [-30;+30]

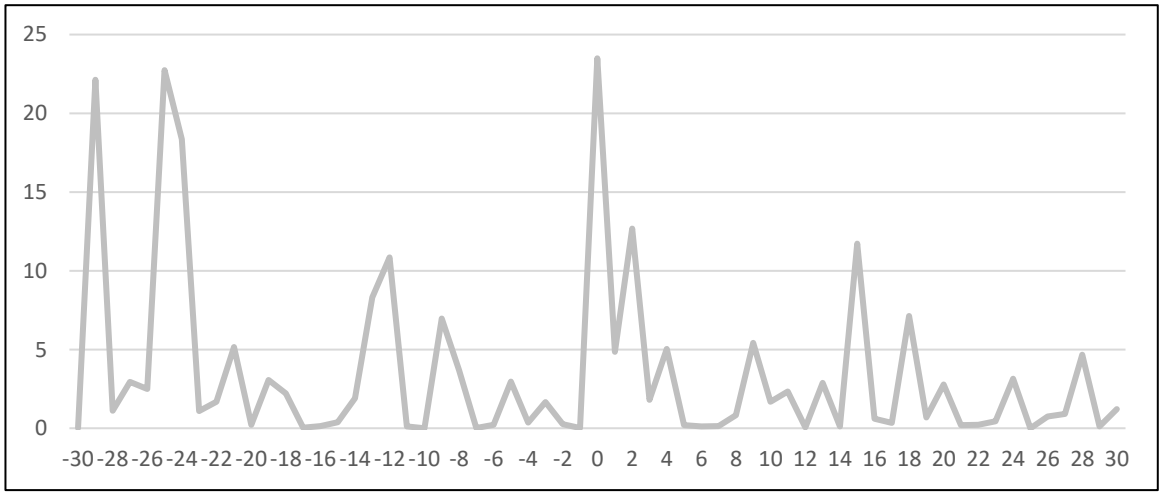


Fonte: Elaboração Própria

Com exceção do dia -24, até ao dia do anúncio da operação não se registaram efeitos relevantes causados por acontecimentos no mercado. A data do anúncio provocou uma reação forte (3,55) nos AAR das empresas oferentes, com réplicas mais intensas nos dias +6 (6,18), +7 (5,92), +9 (7,69) e +25 (9,62). Isto significa que o mercado permanece sensível aos efeitos das operações de integração.

O gráfico seguinte representa a reação dos retornos médios anormais para as ações das empresas visadas nas operações de F&A durante o intervalo [-30 ; +30]:

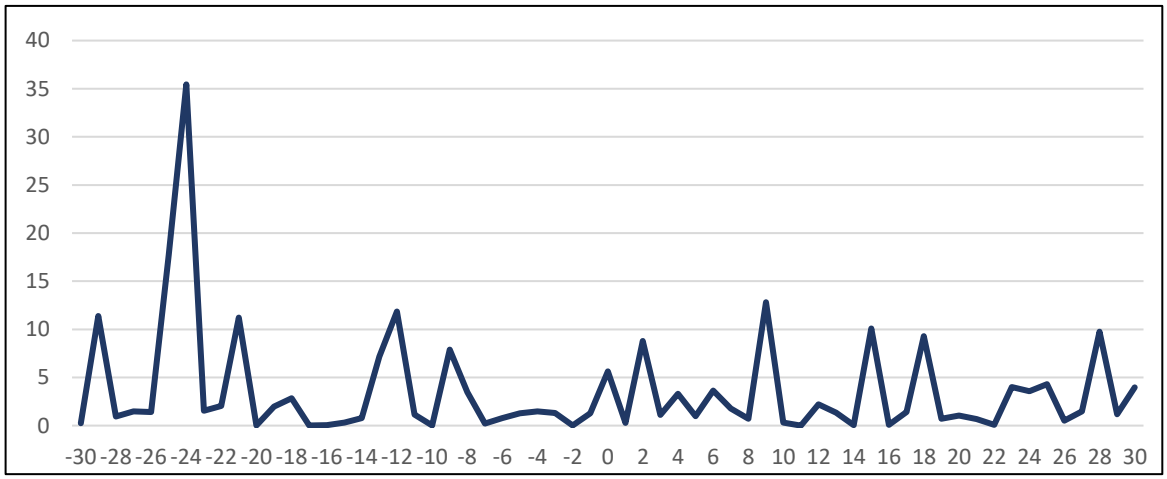
Gráfico 10: Reação dos Retornos Médios Anormais: Empresas Visadas [-30;+30]



Fonte: Elaboração Própria

O impacto do anúncio da operação foi superior nas ações das empresas visadas, cujos AAR mostraram reações fortes, nos dias -29 (22,12), -25 (22,74), 0 (23,49) e no dia +2 (12,69).
O gráfico seguinte apresenta a reação dos retornos médios anormais para o conjunto das empresas envolvidas nas operações de F&A durante o intervalo [-30 ; +30]:

Gráfico 11: Reação dos Retornos Médios Amostrais: Empresas Envolvidas [-30;+30]



Fonte: Elaboração Própria

Os sinais gráficos corroboram o impacto que o anúncio da operação (dia 0 e +2) provoca nos retornos acionistas das empresas envolvidas. Para além disso, ainda se destacam as réplicas dos dias +9, +15, +18 e +28.
Os resultados evidenciados pelos gráficos anteriores (9 a 11) parecem confirmar a hipótese de investigação H5, na medida em que o anúncio das operações de F&A provoca reações fortes nos retornos das empresas oferentes e, sobretudo, das empresas visadas.

3.3. Testes de hipótese na Metodologia de Mackinlay (1997)

Conforme se referiu, os testes de hipótese propostos no âmbito da metodologia de Mackinlay (1997) têm como objetivo analisar se o anúncio da operação de F&A provocou um impacto (positivo ou negativo) significativo nos retornos das ações das empresas envolvidas. Estes testes complementam os resultados da metodologia de Beaver (1968), que apenas identifica a existência de reação nos retornos.
No contexto do estudo dos eventos sob a hipótese nula H_0 de que os retornos médios anormais são nulos, realiza-se o teste bilateral usando θ_1 com significância $\alpha = 5\%$. Assim, os valores críticos em $c = (\alpha/2)$ e em $c = (1 - \alpha/2)$ na distribuição *N(0;1)* são iguais a

1,96 e a -1,96, respetivamente. A hipótese nula é rejeitada se os valores observados pertencerem às regiões críticas]-∞ ; -1,96[e]+1,96 ; +∞].

A tabela seguinte apresenta o teste de hipótese para as empresas oferentes, para as empresas visadas e para o conjunto das empresas envolvidas em torno da data de anúncio [-15 ; +15] das operações de F&A:

Tabela 2: Teste de Hipóteses (Ɵ1) para as Empresas Envolvidas

Período	Teste Oferentes	Teste Visadas	Teste Conjunto
-15	-0,159	0,622	0,571
-14	-0,217	-1,381	-0,889
-13	0,785	**-2,881**	**-2,676**
-12	-1,478	**-3,293**	**-3,444**
-11	-1,229	-0,340	-1,070
-10	-0,085	0,004	-0,053
-9	-1,256	**-2,638**	**-2,807**
-8	-0,645	-1,920	-1,865
-7	0,573	0,127	0,475
-6	0,806	0,458	0,877
-5	0,240	-1,720	-1,127
-4	-1,138	-0,606	-1,209
-3	0,276	1,290	1,149
-2	0,652	-0,511	0,050
-1	1,549	0,135	1,129
0	-1,884	**4,847**	**2,376**
1	-1,670	**2,204**	0,542
2	-0,452	**-3,562**	**-2,965**
3	-0,084	-1,343	-1,060
4	0,212	**2,244**	1,820
5	1,000	0,437	0,990
6	**2,486**	0,340	1,904
7	**2,433**	-0,381	1,330
8	0,252	0,910	0,849
9	**-2,773**	**-2,329**	**-3,582**
10	0,632	-1,295	0,550
11	-1,739	1,526	-0,012
12	**1,994**	0,224	1,490
13	0,175	-1,697	-1,154
14	-0,022	0,333	0,234
15	0,928	**3,423**	**3,177**

Fonte: Elaboração Própria

O gráfico 9 salientou as reações dos AAR das ações das empresas oferentes ocorridas nos dias 0, +6, +7 e +9. Atendendo a que os resultados da tabela 1 para os dias +6 (2,486), +7

(2,433), +9 (-2,773) e +12 (1,994) pertencem às regiões críticas de rejeição, conclui-se que as reações manifestadas pelos AAR das empresas oferentes foram estatisticamente significantes. Além disso, os sinais desses resultados sugerem degradação de valor no dia +9 e criação de valor nos dias +6, +7 e +12 para os acionistas destas empresas. Esta evidência corrobora o representado no gráfico 2, para além do gráfico 9.

O gráfico 10 salientou as reações dos AAR das ações das empresas visadas ocorridas nos dias 0 e +2. Atendendo a que os resultados da tabela 1 para aqueles dias (4,847 e -3,562, respetivamente) pertencem às regiões críticas de rejeição, conclui-se que as reações manifestadas pelos AAR das empresas visadas também foram estatisticamente significantes. Além disso, os sinais desses resultados sugerem criação de valor na data de anúncio e degradação de valor no dia +2 para os acionistas destas empresas. Esta evidência corrobora o representado nos gráficos 3 e 4, para além do gráfico 10.

Finalmente, o gráfico 11 salientou as reações dos AAR para o conjunto das empresas envolvidas ocorridas nos dias 0, +2, +9 e +15. Atendendo a que os resultados da tabela 1 para aqueles dias (+2,376, -2,965, -3,582 e +3,177, respetivamente) pertencem às regiões críticas de rejeição, conclui-se que as reações manifestadas pelos AAR do conjunto das empresas envolvidas também foram estatisticamente significantes. Além disso, os sinais desses resultados sugerem degradação de valor nos dias +2 e +9 e criação de valor nos dias 0 e +15 para os acionistas destas empresas. Esta evidência corrobora o representado nos gráficos 5, 6 e 7, para além do gráfico 11.

Estes resultados estatisticamente significantes confirmam a hipótese H5, demonstrando que o anúncio das operações de F&A provoca uma reação forte nos retornos das empresas envolvidas.

Ainda no contexto do estudo dos eventos sob a hipótese nula H_0 de que os retornos médios anormais acumulados são nulos, realiza-se o teste bilateral usando θ_2 com a mesma significância $\alpha = 5\%$ e com os mesmos valores críticos.

A tabela seguinte apresenta o teste de hipótese para as empresas oferentes, para as empresas visadas e para o conjunto das empresas envolvidas em torno da data de anúncio [-15 ; +15] das operações de F&A:

Tabela 3: Teste de Hipóteses (Ɵ2) para as Empresas Envolvidas

Período	Teste Oferentes (-)	Teste Oferentes (+)	Teste Oferentes	Teste Visadas (-)	Teste Visadas (+)	Teste Visadas	Teste Conj. (-)	Teste Conj. (+)	Teste Conj.
-15	0,000	0,020	0,020	0,000	0,080	0,080	0,000	0,073	0,073
-14	0,000	0,048	0,048	-0,177	0,080	-0,097	-0,114	0,073	-0,041
-13	-0,100	0,048	-0,052	-0,546	0,080	-0,466	-0,457	0,073	-0,383
-12	-0,290	0,048	-0,242	-0,967	0,080	-0,888	-0,898	0,073	-0,824
-11	-0,447	0,048	-0,399	-1,011	0,080	-0,931	-1,035	0,073	-0,961
-10	-0,458	0,048	-0,410	-1,011	0,080	-0,931	-1,041	0,073	-0,968
-9	-0,619	0,048	-0,571	-1,349	0,080	-1,269	-1,401	0,073	-1,328
-8	-0,701	0,048	-0,653	-1,595	0,080	-1,514	-1,640	0,073	-1,566
-7	-0,701	0,122	-0,580	-1,595	0,096	-1,498	-1,640	0,134	-1,506
-6	-0,701	0,225	-0,477	-1,595	0,155	-1,440	-1,640	0,246	-1,393
-5	-0,701	0,256	-0,446	-1,815	0,155	-1,660	-1,784	0,246	-1,538
-4	-0,847	0,256	-0,592	-1,892	0,155	-1,737	-1,939	0,246	-1,692
-3	-0,847	0,291	-0,556	-1,892	0,320	-1,572	-1,939	0,393	-1,545
-2	-0,847	0,374	-0,473	-1,958	0,320	-1,638	-1,939	0,400	-1,539
-1	-0,847	0,573	-0,274	-1,958	0,337	-1,620	-1,939	0,544	-1,394
0	-1,088	0,573	-0,516	-1,958	0,958	-1,000	-1,939	0,849	-1,090
1	-1,302	0,573	-0,729	-1,958	1,240	-0,718	-1,939	0,918	-1,021
2	-1,360	0,573	-0,787	**-2,414**	1,240	-1,174	**-2,318**	0,918	-1,400
3	-1,371	0,573	-0,798	**-2,586**	1,240	-1,346	**-2,454**	0,918	-1,536
4	-1,371	0,600	-0,771	**-2,586**	1,528	-1,058	**-2,454**	1,151	-1,303
5	-1,371	0,728	-0,643	**-2,586**	1,584	-1,002	**-2,454**	1,278	-1,176
6	-1,371	1,046	-0,325	**-2,586**	1,627	-0,959	**-2,454**	1,521	-0,933
7	-1,371	1,358	-0,013	**-2,635**	1,627	-1,008	**-2,454**	1,692	-0,762
8	-1,371	1,390	0,019	**-2,635**	1,744	-0,891	**-2,454**	1,800	-0,654
9	-1,726	1,390	-0,336	**-2,933**	1,744	-1,189	**-2,913**	1,800	-1,112
10	-1,726	1,471	-0,255	**-3,099**	1,744	-1,355	**-2,983**	1,800	-1,183
11	-1,948	1,471	-0,477	**-3,099**	1,939	-1,160	**-2,985**	1,800	-1,184
12	-1,948	1,726	-0,222	**-3,099**	**1,968**	-1,131	**-2,985**	**1,991**	-0,993
13	-1,948	1,749	-0,200	**-3,316**	**1,968**	-1,348	**-3,132**	**1,991**	-1,141
14	-1,951	1,749	-0,202	**-3,316**	**2,010**	-1,306	**-3,132**	**2,021**	-1,111
15	-1,951	1,868	-0,084	**-3,316**	**2,449**	-0,867	**-3,132**	**2,428**	-0,704

Fonte: Elaboração Própria

O efeito da acumulação de retornos médios anormais é mais estável e amortece o impacto do anúncio de nova informação. Atendendo a que os resultados da tabela 2 para as empresas oferentes não pertencem às regiões críticas de rejeição, conclui-se que as reações manifestadas pelos CAAR destas empresas foram estatisticamente insignificantes.

O teste para as empresas visadas também sugere reações insignificantes nos CAAR. Contudo, desagregando a análise verifica-se que os resultados a partir do dia +2 e do dia +12 pertencem às regiões críticas de rejeição, significando que as reações manifestadas pelos

CAAR(-) e CAAR(+), respetivamente, dessas empresas foram estatisticamente significantes. Esta evidência corrobora o representado no gráfico 3.

Os resultados do teste para o conjunto das empresas envolvidas são semelhantes aos resultados para as empresas visadas. Em ambos os testes verifica-se que as perdas acumuladas são mais relevantes e que ocorrem mais cedo do que os ganhos acumulados motivadas pelo anúncio da operação de F&A. Apesar de os resultados agregados para cada um dos grupo não serem estatisticamente significativos, poderão revelar indícios desfavoráveis às hipóteses H1, H2, H3 e H4 quando desagregados entre os CAAR(-) e os CAAR(+).

Conclusão

O principal objetivo desta dissertação era investigar o impacto do anúncio de operações de F&A, ocorridas entre empresas portuguesas desde o ano 2000, na cotação das respetivas ações, designadamente em termos dos retornos anormais. O estudo empírico envolveu 29 operações de integração selecionadas pelos critérios definidos.

Os resultados indicam que o anúncio das operações de F&A provocou nas empresas oferentes a acumulação de retornos médios anormais negativos ligeiramente superiores aos retornos médios anormais positivos no período [-15 ; +15]. Relativamente às empresas visadas, a diferença foi mais pronunciada, revelando uma perda líquida para as empresas envolvidas nas operações de reestruturação. Verificou-se, ainda, nestas empresas um regime de acumulação de perdas substanciais até à data de anúncio e um regime de acumulação de ganhos substanciais posterior, sugerindo que o mercado antecipava receoso a operação e que valorizou a respetiva ocorrência.

Numa análise mais circunscrita, considerando apenas o período pós-anúncio [-1 ; +15], identifica-se claramente o impacto da notícia e a acumulação de retornos anormais positivos nas empresas visadas, sugerindo a expetativa de concretização da operação no mercado. Este desempenho mais do que compensou o das empresas oferentes, determinando um ganho líquido agregado posterior ao anúncio das operações de F&A.

O estudo também indica que os retornos anormais das empresas envolvidas em operações de F&A tendem a desaparecer cerca de uma semana após a data do anúncio da operação e que tendem a estabilizar mais depressa nas empresas visadas.

O trabalho empírico ainda indica que o anúncio das operações de F&A provocou reações fortes nos retornos das empresas envolvidas. Essa reação foi mais intensa nas empresas visadas, especialmente na data de anúncio da operação com criação de valor estatisticamente significante. Nas empresas oferentes a reação foi menos intensa, ainda que sem significância estatística e degradação de valor na data de anúncio da operação. Na semana seguinte identificaram-se réplicas estatisticamente significativas com sinais mistos.

As evidências empíricas relatadas convergem com a literatura mais comum, salientando-se que o anúncio das operações de F&A implica reações fortes nos retornos acionistas das empresas envolvidas e que os acionistas das empresas visadas são os principais ganhadores. No entanto, o teste de hipóteses complementar θ_2 pode suscitar outra constatação. Apesar de o efeito de acumulação de retornos médios anormais ser mais estável e de amortecer o

impacto do anúncio de nova informação, este teste aplicado às empresas visadas e ao conjunto das empresas envolvidas revela que as perdas acumuladas são mais relevantes e que ocorrem mais cedo do que os ganhos acumulados motivadas pelo anúncio da operação de F&A. Esta conclusão é importante, sobretudo porque parece contrariar as hipóteses de investigação formuladas neste estudo empírico e, ainda, contrastar com a evidência empírica mais comum.

A principal limitação deste trabalho deriva do reduzido número de empresas cotadas envolvidas em processos de F&A, que se justifica pela própria dimensão do mercado português. Acresce, ainda, que entre 2015 e 2020 não se identificou nenhuma operação de reestruturação entre empresas cotadas.

Para outros trabalhos de investigação futura sugere-se o reforço da dimensão amostral, envolvendo, por exemplo, as operações ocorridas no mercado ibérico. Outra possível expansão poderá relacionar a influência da pandemia do *SARS-Cov-2* nos retornos anormais derivados das operações de F&A, atendendo ao eventual arrefecimento dos mercados bolsistas de ações.

Referências Bibliográficas

Abdullayeva, N. V. (2015). Value Creation through Mergers and Acquisitions in Energy Sector. *Journal of Economic Sciences: Theory & Practice*, 72(1), 61-94

Agrawal, A., Jaffe, J. F. & Mandelker, G. N. (1992). The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. *The journal of finance*, 47(4), 1605-1621

Alhenawi, Y. & Stilwell, M. L. (2019). Toward a complete definition of relatedness in merger and acquisition transactions. *Review of Quantitative Finance & Accounting*, 53(2), 351-396. https://doi.org/10.1007/s11156-018-0752-3

Amewu, G. (2014). Implication of mergers and acquisitions on stock returns before and during the 2007-2009 credit crunch: An event study approach. *African Review of Economics and Finance*, 6, 102-119

Auster, E. R. & Sirower, M. L. (2002). The Dynamics of Merger and Acquisition Waves: A Three-Stage Conceptual Framework with Implications for Practice. *The Journal of Applied Behavioral Science*, 38(2), 216–244. https://doi.org/10.1177/00286302038002005

Ball, R. & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of accounting research*, 6(2), 159-178

Bastardo, C. & Gomes, A. (1991). *F&A - Uma abordagem da avaliação de empresas*. Texto Editora

Beaver, W. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.

Bereskin, F., Byun, S. K., Officer, M. S. & Oh, J.-M. (2018). The Effect of Cultural Similarity on Mergers and Acquisitions: Evidence from Corporate Social Responsibility. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 53(5), 1995-2039. https://doi.org/10.1017/S0022109018000716

Berger, A. N., Demsetz, R. S. & Strahan, P. E. (1999). The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future. *Journal of Banking & Finance*, 23(2-4), 135-194. https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00125-3

Bergmann, D., Savoia, J., Souza, B. & Mariz, F. (2015). Avaliação dos Processos de Fusões e Aquisições no setor Bancário Brasileiro por meio de Estudo de Eventos. *Revista*

Brasileira de Gestão de Negócios, 17(56), 1105-1115. https://doi.org/10.7819/rbgn.v17i56.2074

Bertoncelo, V., Santos, J. & Godoi, A. (2015). Análise Do Impacto Das Fusões E Aquisições Na Criação De Valor E No Retorno Das Ações Ordinárias Dos Principais Bancos Brasileiros De Grande Porte Entre 2003 a 2013. *Revista Brasileira de Administração Científica*, 6(1), 133-150. https://doi.org/10.6008/SPC2179-684X.2015.001.0008

Bhagwan, V., Grobbelaar, S. S. & Bam, W. G. (2018). A Systematic Review of the Due Diligence Stage of Mergers and Acquisitions: Towards a Conceptual Framework. *South African Journal of Industrial Engineering*, 29(3), 217-234. https://doi.org/10.7166/29-3-2061

Blouin, J. L., Fich, E. M., Rice, E. M. & Tran, A. L. (2020). Corporate tax cuts, merger activity, and shareholder wealth. *Journal of Accounting and Economics*. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2020.101315

Bomfim, E. & Callado, A. (2016). Análise do desempenho económico-financeiro de empresas brasileiras que realizaram operações de fusões e de aquisições. *Revista de Ciências da Administração*, 18(45), 79-95. http://dx.doi.org/10.5007/2175-8077.2016v18n45p79

Borges, M. & Gairifo, R. (2013). Abnormal returns before acquisition announcements: Evidence from Europe. *Applied Economics*, 45, 3723-3732. 10.1080/00036846.2012.730134

Brandão, E. (2014). *Finanças*. Porto Editora. ISBN 9729550182

Brueller, N. N., Carmeli, A. & Drori, I. (2014). How Do Different Types of Mergers and Acquisitions Facilitate Strategic Agility? *California Management Review*, 56(3), 39-57. https://doi.org/10.1525/cmr.2014.56.3.39

Camara, P. B., Guerra, P. B. & Rodrigues, J. V. (2013). *Humanator XXI: Recursos Humanos e Sucesso Empresarial* (6ª ed.). Alfragide: Publicações Dom Quixote.

Campa, J. M. & Hernando, I. (2006). M&As performance in the European financial industry. *Journal of Banking and Finance*, 30(12), 3367-3392. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.06.006

Campbell, J. Y., Lo, A. W. C. & MacKinlay, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets* (Cap. 4, pp. 149-180). Princeton, NJ: Princeton University Press

Carneiro, M. (2014) A internacionalização no mercado de fusões e aquisições e a criação de valor. Dissertação de mestrado em Finanças. Universidade do Minho. http://hdl.handle.net/1822/29077 (acedido em 25 de setembro de 2020)

Chang, R. P. & Moore, K. (2012). *Mergers and Acquisitions*, in Clayman, Michelle R.; Fridson, Martin S.; Troughton, George H.; Scanlan Matthew (eds.) Corporate Finance: A Practical Approach. USA: Cfa Institute Investment Series, 407-462

Chen, W. & Cui, Y. (2019). Motivation and Acquisition Premium: Evidence from Chinese Shipping Industry. *Journal of Coastal Research*, 94, 447

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2019). Prioridades CMVM 2019. (acedido em 1 de novembro de 2020); http://www.cmvm.pt/pt/CMVM/Linhas%20de%20a%C3%A7%C3%A3o/Documents/Prioridades%20CMVM_2019.pdf

Corrar, L., Batistella, F. D., Bergmann, D. R. & Aguiar, A. B. (2004). Retornos de ações e governança corporativa: um estudo de eventos. In *Anais*. São Paulo: EAC/FEA/USP

Dash, A. (2004). Value Creation through Mergers: The Myth and Reality. *The ICFAI Journal of Applied Finance*, 10(10), 21-38

Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de outubro. Diário da República nº 210/2007, Série I de 2007-10-31. Ministério das Finanças e da Administração Pública

Demidova, E. (2007). Hostile Takeovers and Defenses Against Them in Russia. *Problems of Economic Transition*, 50(5), 44–60. https://doi.org/10.2753/PET1061-1991500503

Faccio, M. & Masulis, R. (2004). The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 60(3), 1345-1388. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00764.x

Felton, J. R. (1971). Conglomerate Mergers, Concentration and Competition. *American Journal of Economics & Sociology*, 30(3), 225–242. https://doi.org/10.1111/j.1536-7150.1971.tb03226.x

Ferreira, D. (2002). *Fusões, Aquisições e Reestruturação de Empresas* (Vol. I). Lisboa: Edições Sílabo

Fidrmuc, J. P. & Xia, C. (2019). M&A deal initiation and managerial motivation. *Journal of Corporate Finance*, 59, 320–343. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.010

Finkelstein, S. & Cooper, C. (2018). *Advances in Mergers and Acquisitions*. Volume 17. Elsevier JAI. (acedido em 9 de novembro de 2020). https://pdfs.semanticscholar.org/60f4/72437bb0c1809a00f46ac907e4ec347a3076.pdf

Garcia, C. & Azevedo, P. (2019). Should competition authorities care about conglomerate mergers? *International Journal of Industrial Organization*, 66, 78–118. https://doi.org/10.1016/j.ijindorg.2019.06.001

Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 7(2), 151–178. https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00018-9

Golbe, D. & White, L. (1993). Catch a Wave: The Time Series Behaviour of Mergers. *Review of Economics and Statistics* 75, 493-497

Gort, M. (1969). *An economic disturbance theory of mergers*. Quart. J. Econ., 83, pp. 624-642

Gorton, G., Kahl, M. & Rosen, R. (2005). Eat or Be Eaten: A Theory of Mergers and Merger Waves. *The Journal of Finance* 64

Gugler, K., Mueller, D., Yurtoglu, B. & Zulehner, C. (2003). The effects of mergers: an international comparison. *International Journal of Industrial Organization*. 21, 625-653

Hassan, I., Ghauri, P. N. & Mayrhofer, U. (2018). Merger and acquisition motives and outcome assessment. *Thunderbird International Business Review*, 60(4), 709-718. https://doi.org/10.1002/tie.21967

Healy, P. M., Palepu, K. U. & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31(2), 135-175. https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90002-F

Hitt, M., King, D., Krishnan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K. & Zhu, H. (2012). Creating Value Through Mergers and Acquisitions. *The Handbook of Mergers and Acquisitions*. DOI: 10.1093/acprof:oso/9780199601462.003.0004

Jacquemin, A. (1984). *Economia industrial europeia*. Edições 70

Jensen, M. C. (2010). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1), 43-58. https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2010.00260.x

Jovanovic, B. & Rousseau, P. L. (2002). The Q-Theory of Mergers. *American Economic Review*, 92(2), 198–204. https://doi.org/10.1257/000282802320189249

Kim, S.-H. & Kim, T. (2020). Investment and adjustment costs of Korean firms in view of Tobin's q. Asia-Pacific *Journal of Accounting and Economics*, 27(3), 300-311. https://doi.org/10.1080/16081625.2018.1540940

Kishore, K. & Jindal, D. (2017). Effect of the Cairn-Vedanta Merger on Stock Returns of Cairn India Ltd: An Event Study. *Journal of Academic Research in Economics*, 9(2), 199-212

Krauspenhar, J. & Rover, S. (2020). A relevância da fraude contábil ocorrida na Via Varejo S.A.: um estudo de eventos. *Revista Brasileira de Administração Científica*, 11(3), 242-257. https://doi.org/10.6008/CBPC2179-684X.2020.003.0017

Kumar, R. (2009). Post-merger corporate performance: an Indian perspective. *Management Research News*, 32(2), 145-157, https://search.proquest.com/docview/223530870/A53569A762484030PQ/1?accountid=39703 (acedido em 4 Novembro de 2020)

Leitão, C. & Galli, O. (2014). Volatilidade em fusões e aquisições: um estudo no mercado brasileiro. *Revista Organizações Em Contexto*, 10(20), 267-296. https://doi.org/10.15603/1982-8756/roc.v10n20p267-296

Leite, H. & Sanvicente, A. (1995). *Índice Bovespa: um padrão para os investimentos brasileiros*. São Paulo: Atlas.

Li, C. & Yang, L. (2020). Import to invest: Impact of cultural goods on cross-border mergers and acquisitions. *Economic Modelling*, 93, 354-364. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.08.014

Lin, C., Officer, M. S. & Shen, B. (2018). Managerial Risk-Taking Incentives and Merger Decisions. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 53(2), 643-680. https://doi.org/10.1017/S0022109017001260

Linn, S. & Switzer, J. (2001). Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions?. Journal of Banking & Finance, 25(6), 1113-1138. https://doi.org/10.1016/S0378-4266(00)00108-4

Lipton, M. (2006). *Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries*. The Davies Lecture, Osgoode Hall Law School, York University. (acedido em 1 de Novembro de 2020); https://www.pdffiller.com/334047856-MergerWavesTorontoLiptonpdf-Merger-Waves-in-the-19th-20th-and-21st-Centuries-

Mackinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance, *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, vol. 35, n.1, p.17-20

Mall, P. & Gupta, K. (2019). Impact of Merger and Acquisition Announcements on Stock Returns and Intraday Volatility: Evidence from Indian Banking Sector. *Journal of Entrepreneurship & Management*, 8(3), 1-11

Martynova, M. & Renneboog, L. (2005). Takeover Waves: Triggers, Performance and Motives. *Tilburg University and European Corporate Governance Institute Discussion Paper*, Vol. 2005-029. Tilburg

Martynova, M. & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking and Finance*, 32(10), 2148-2177. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.038

Martynova, M., Renneboog, L. & Oosting, S. (2006). The Long-Term Operating Performance of European Mergers and Acquisitions. European Corporate Governance Institute. Finance Working Paper, 137/2006

Masulis, R. W. & Simsir, S. A. (2018). Deal Initiation in Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 53(6), 2389-2430. https://doi.org/10.1017/S0022109018000509

Matos, P. & Rodrigues,V. (2000). *Fusões & Aquisições-Motivações, Efeitos e Política* (1ªEdição). Cascais: Principia, Publicações Universitárias e Científicas

McNamara, G., Haleblian, J. & Dykes, J. (2008). The performance implications of participating in na acquisition wave: early mover advantages, bandwagon effects, and the moderating influence of industry characteristics and acquirer tactics. *Academy of Management Journal*. 51(1), 113-130. https://media.terry.uga.edu/socrates/publications/2013/07/Feb._McNamara_et_al._zoj001082884p.pdf. (acedido em 23 novembro 2020)

Motta, L., Oliveira, P., Cavazotte, F., Figueiredo A. & Klotzle, M. (2013). Criação De Valor Em Fusões E Aquisições Brasileiras. *Revista de Administração FACES Journal*, 12(4), 100-118

Murthy, U., Smith, T., Whitworth, J. & Zhang, Y. (2020). The Effects of Information Systems Compatibility on Firm Performance following Mergers and Acquisitions. *Journal of Information Systems*, 34(2), 211–233. https://doi.org/10.2308/isys-18-004

Narver, J. C. (1967). Marketing and the Controversy over Conglomerate Mergers. *Journal of Marketing*, 31(3), 6–10. https://doi.org/10.2307/1249021

O'Brien, A. (1988). Factory Size, Economies of Scale, and the Great Merger Wave of 1898-1902. *Journal of Economic History* 48, 639-649

Pandey, D. & Kumari, V. (2020). Effects of Merger and Acquisition Announcements on Stock Returns: An Empirical Study of Banks Listed on Nse and Nyse. *Review of Finance & Banking*, 12(1), 49–62. https://doi.org/10.24818/rfb.20.12.01.04

Powell, R. & Stark, A. (2005). Does Operating performance increase post takeover for U.K. takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks. *Journal of Corporate Finance*, vol.11, p.293-317. DOI:10.1016/j.jcorpfin.2003.06.001

Rhodes-Kropf, M. & Viswanathan, S. (2004). Market Valuation and Merger Waves. *Journal of Finance (Wiley-Blackwell)*, 59(6), 2685–2718. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00713.x

Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business*, 59(2), 197-216. https://doi.org/10.1086/296325

Ross, S., Westerfield, R. & Jaffe, J. (1995). *Administração financeira: corporate finance*. São Paulo: Atlas.

Santos, T., Calegario, C. & Carvalho, F. (2018). Fusões e Aquisições na indústria manufatureira: uma análise econométrica das companhias de capital aberto. *Revista de Ciências da Administração*, 20(51), 102-119. http://dx.doi.org/10.5007/2175-8077.2018V20n51p102

Schade, V. (2014). *Successful Management of Mergers & Acquisitions: Development of a Synergy Tracking Tool for the Post Merger Integration*. Anchor

Shah, P. & Arora, P. (2014). M&A Announcements and Their Effect on Return to Shareholders: An Event Study. *Accouting and Finance Research*, 3(2), 170-190. https://doi.org/10.5430/afr.v3n2p170

Sharpe, W.F. (1963). A Simplified Model for Portfolio Analysis. *Management Science*, 9(2), 277-293. https://doi.org/10.1287/mnsc.9.2.277

Shleifer, A. & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 295–311. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00211-3

Silva, E. (2015). *Fusões e Aquisições: Abordagem Contabilística, Financeira e Fiscal*. Porto: Vida Económica - Editorial SA

Sudarsanam, S. (2003). Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challanges: na Integrated and International Perspective. Harlow: Pearson Education, https://books.google.pt/books?id=ycxPOp2UuUwC&dq=Creating+Value+From+Mergers+and+Acquisitions:+The+Challenges+pdf&lr=&hl=pt-PT&source=gbs_navlinks_s (acedido em 2 de novembro de 2020)

Thomas, M. (2009). *Mergers and Acquisitions : Confronting the Organisation and People Issues:* Vol. 2nd ed. Thorogood Publishing Ltd.

Toigo, L. & Hein. N. (2017). Desempenho Das Companhias Pós-Fusões E Aquisições Mensurado Pelos Filtros De Graham. *Revista Catarinense Da Ciência Contábil*, 16(49), 34-50. https://doi.org/10.16930/rccc.v16n49.2466

Valente, H. (2005), *F&A - Regulação e Finanças das Empresas*, Vida Económica

Ventura, R. (1990). *Fusão, Cisão, Transformação de Sociedades*. Coimbra: Livraria Almedina

Vieito, J. & Maquieira, C. (2010). *Finanças Empresariais: Teoria e Prática*. Lisboa: Escolar Editora

Weston, J., Chung, K. & Hoag, S. (1999). *Mergers, Restructuring and Corporate Control*. Prentice Hall

Zin, R. (2014). Motivation for mergers in small companies: the managers' perspective. *Revista de Gestão Dos Países de Língua Portuguesa*, 13(2), 16-27