

**IMPACTO DO ANÚNCIO PRELIMINAR NO RETORNO ANORMAL DAS AÇÕES
DAS EMPRESAS ENVOLVIDAS EM OPA'S NO MERCADO BOLSISTA
PORTUGUÊS – PERÍODO DE 2000 A 2014**

João Paulo Braga

Porto, Portugal

Luís Pereira Gomes

Professor Adjunto

ISCAP – Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto

CECEJ – Centro de Estudos em Ciências Empresariais e Jurídicas

Área Temática: B) Valorización y Finanzas

Palabras clave: OPA, Retornos Anormales, Adquisición Hostil, Reacción de Precio, Bid Premium (Premio)

Palavras-chave: OPA, Retornos Anormais, Aquisição Hostil, Reação de Preço, Bid Premium (Prémio)

Impacto do Anúncio Preliminar no Retorno Anormal das Ações das Empresas Envolvidas em OPA's no Mercado Bolsista Português – período de 2000 a 2014

Resumen

La comprensión del concepto de OPA es esencial para entender el funcionamiento de la combinación de negocios. Este artículo pretende analizar el impacto del anuncio preliminar en los retornos anormales de las empresas envueltas en OPA's en el mercado accionista portugués. La investigación utilizó las metodologías de Ball & Brown (1968) y Beaver (1968). Fueron identificadas 100 operaciones entre 2000 y 2014. Los resultados confirman que las empresas visadas a presentan retornos anormales positivos, mientras las empresas adquirientes a presentan retornos anormales negativos y inferiores en amplitud. También confirman que, globalmente, las empresas reaccionan estrechamente al anuncio y que agregan mayores ganancias anormales en los periodos más cercanos del anuncio preliminar.

Resumo

A compreensão do conceito de OPA é essencial para entender o funcionamento das combinações empresariais. O artigo pretende analisar o impacto do anúncio preliminar sobre os retornos anormais das empresas envolvidas em OPA's no mercado acionista português. O estudo recorreu às metodologias de Ball & Brown (1968) e Beaver (1968). Identificaram-se 100 operações entre 2000 e 2014. Os resultados das 12 OPA's analisadas confirmam que as empresas-alvo apresentam retornos anormais positivos, enquanto que as empresas adquirentes apresentam retornos anormais negativos e inferiores em amplitude. Também confirmam que, globalmente, as empresas reagem fortemente ao anúncio e que agregam maiores ganhos anormais nos períodos circundantes da respetiva data.

1. Introdução

A investigação científica internacional tem dado uma importância relevante às combinações empresariais realizadas no mercado globalizado. As fusões e aquisições (F&A) são cada vez mais um veículo de crescimento externo utilizado pelas empresas para satisfazerem os seus objetivos estratégicos. Neste contexto identificam-se as operações públicas de aquisição (OPA), cujas circunstâncias estão pouco estudadas em Portugal, onde o fenómeno se registou por diversas vezes nas últimas duas décadas. Frequentemente, identificam-se alterações significativas nos preços das ações das empresas envolvidas nas operações de aquisição que, em muitos casos, perduram durante várias semanas. As finanças debruçam-se sobre este aspeto na área do estudo dos acontecimentos.

O objetivo essencial deste artigo centra-se na análise do impacto do anúncio preliminar das OPA's sobre os preços das ações das empresas envolvidas (adquirentes e alvo) no mercado bolsista português. Mais precisamente, pretende-se identificar os ganhadores e os perdedores com o anúncio da oferta, através do cálculo dos retornos anormais, recorrendo às metodologias de Ball & Brown (1968) e de Beaver (1968).

No desenvolvimento do estudo empírico foram consideradas 12 operações registadas na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) durante o período compreendido entre o ano 2000 e o ano 2014. A definição do objetivo proposto requer a utilização de uma abordagem quantitativa com recurso ao método dedutivo.

O artigo está dividido em cinco capítulos. No segundo capítulo apresenta-se uma revisão da literatura sobre as principais formas que envolvem as operações de aquisição e sobre os argumentos subjacentes a cada modalidade. Além disso, aborda assuntos que envolvem estas operações, como o *corporate governance* – explicado pela teoria da agência – e o *bid premium*. No capítulo seguinte descrevem-se as bases do estudo dos acontecimentos, que se debruça sobre o tema em estudo e que agrega as metodologias adotadas. No quarto capítulo realiza-se o estudo empírico, recorrendo ao levantamento de hipóteses em função do objetivo proposto, apresentando-se os modelos de Ball & Brown e de Beaver, os resultados e os testes estatísticos, bem como a discussão. No último capítulo sintetizam-se as conclusões.

2. Aquisições Empresariais

As F&A representam uma parte substancial das operações realizadas entre empresas que atuam em mercados de capitais evoluídos, transformando grandes corporações ou sociedades multinacionais e transnacionais. Uma forma para as empresas crescerem e amadurecerem pela via externa consiste na tomada de decisões de união ou controlo,

fundindo-se ou adquirindo outras empresas. “Nas aquisições, o património total de uma empresa de menor dimensão passa a ser controlado total ou parcialmente por uma empresa de maior dimensão”¹.

2.1. Aquisição Vertical e Aquisição Horizontal

Uma aquisição vertical acontece quando uma empresa ganha propriedade sobre outra empresa que trabalha na mesma indústria, mas em estádios de produção diferentes (Weston, Mitchell & Mulherin, 2004). Este tipo de aquisição é seguido para a obtenção do controlo total da cadeia produtiva, fortalecendo a posição no mercado.

A aquisição horizontal acontece envolvendo duas empresas que operam e competem na mesma indústria. A junção das duas entidades pode resultar numa empresa globalmente mais capaz de enfrentar o mercado (Weston *et al.*, 2004; Gaughan, 2005). Com a operação expande-se a capacidade do adquirente, mas a estrutura de negócios e seu *modus operandi* continua o mesmo.

A tabela² seguinte mostra algumas das vantagens / desvantagens decorrentes da adoção da integração horizontal e da integração vertical como forma de crescimento empresarial. Verifica-se que parte das desvantagens da integração vertical prende-se com ineficiências da nova empresa (após operação de aquisição). Por outro lado, o número de vantagens e desvantagens é menor na integração horizontal, porque reduz a concorrência e diminui a complexidade da “logística” posterior.

Tabela 1: Integração Horizontal vs Integração Vertical

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

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

² “Strategic Management Insight, “Horizontal Integration & Vertical Integration”, <<http://www.strategicmanagementinsight.com/topics/horizontal-integration.html>> e <<http://www.strategicmanagementinsight.com/topics/vertical-integration.html>>

2.2. Aquisição Conglomerada

A aquisição conglomerada acontece quando uma empresa adquire outra que opera e se situa numa indústria completamente diferente, estabelecendo condições para diversificar o risco e a exposição ao mercado, bem como para criar grupos inteiramente independentes uns dos outros (Herger & McCorrison, 2013).

2.3. Aquisição Hostil

Esta operação ocorre quando a decisão da empresa adquirente vai contra a vontade da gestão da empresa-alvo (Johansson & Torstensson, 2008). Também pode ser classificada como hostil quando for lançada sem comunicação ao conselho de administração da empresa-alvo e diretamente dirigida aos seus acionistas. Normalmente, as aquisições hostis visam ganhar o poder acionista da empresa-alvo e, muitas vezes, uma proposta amigável pode tornar-se hostil (Zarin & Yang, 2007). Também pode acontecer a situação contrária, em função do decorrer das negociações, em que uma proposta hostil se transforma em amigável (Schwert, 2000).

Normalmente, uma proposta amigável é preferida por parte da empresa adquirente, já que resulta num custo global muito inferior. Além disso, também enfrentará menor oposição ao nível negocial, de mercado ou judicial.

Considerando que as aquisições hostis são, muitas vezes, autênticos dilemas para as empresas, na medida em que as propostas podem ter efeitos positivos ou negativos, torna-se extremamente difícil calcular o impacto de uma operação deste género. Os autores Zarin & Yang (2007) referem que uma empresa subavaliada, devido a ineficiência da gestão ou a baixo valor das suas ações, pode sofrer propostas de aquisição hostis. Estas propostas, geralmente, envolvem a substituição da gestão e a implementação de estratégias conducentes à valorização da empresa, que beneficiarão os seus acionistas. Por outro lado, a defesa contra essa proposta pode ter efeitos nefastos para a empresa-alvo e para os seus acionistas, refletindo-se no valor das ações (Steinbächer, 2007).

Tabela 2: Argumentos Contra e a Favor da Aquisição Hostil

Argumentos Autores	Favor	Contra
Steinbächer (2007)	<ul style="list-style-type: none">. Efeito das Sinergias. Valor subavaliado da empresa-alvo. Posição de mercado	<ul style="list-style-type: none">. Impacto da proposta na gestão da empresa-alvo. Possibilidade de ocorrência de <i>Management</i>

		<i>Entrenchment</i> ³
Demidova (2007)	. Desenvolvimento do mercado pelo controle das empresas	
Carvalho (2012)		. Criação de externalidades negativas . Deterioração dos outros interesses dos <i>stakeholders</i> . Perda de bem-estar social.
Jensen e Ruback (1983)	. Redução de custos de agência . Criação de economias de escala . Maior eficiência	
Martynova e Renneboog (2006)	. Redução de custos . Exploração de novos mercados	
DePamphilis (2010, 2011)	. Efeito-surpresa	. Aumento de custos de aquisição . Possível criação de ambiente de “leilão” . Composição da administração . Processo de integração
Gaspar e Matos (2005)	. Baixo grau de compromisso de um investidor	

Fonte: elaboração própria.

2.4. *Corporate Governance* e Teoria da Agência

Um assunto relevante no contexto das operações de aquisição é o conceito de *corporate governance*. Mas a sua compreensão requer uma breve passagem pela teoria da agência.

O enquadramento das relações entre acionistas e gestores é essencial para entender o conjunto de leis, regulamentos, estruturas e órgãos societários que compõem a *corporate governance* (Neves, 2006). O autor Gaughan (2007) afirma que a *corporate governance* é um conceito complexo e que tem sido marginalizado devido a um conjunto de “más-condutas empresariais”, as quais têm conduzido as empresas a alterarem os seus regulamentos, os seus estatutos e as suas estruturas. Neste domínio, a lei Sarbanes-Oxley (LSO) aplicou reduções significativas na criação de oportunidades de conflitos de interesses e permitiu uma significativa diminuição dos problemas de agência.

Uma relação de agência pode ser definida como um contrato em que uma ou mais pessoas (principal) responsabilizam um terceiro (agente) para executar alguma tarefa de autoridade, que neste caso corresponde à gestão de uma empresa. Considerando que ambos – principal e agente – são maximizadores de utilidade, então é possível assumir que o agente nem sempre agirá no interesse do principal, criando problemas de agência (Jensen &

³ A proteção do interesse pessoal do gestor é a característica mais evidente desta teoria. Esta situação pode ocorrer, principalmente, quando a gestão tenta tornar a empresa-alvo menos atrativa para a adquirente, usando uma *poison pill* por exemplo, ou prevenir que a oferta seja feita aos acionistas simplesmente recusando-a (Smadja, 2008). Por outro lado, a teoria que realça o interesse acionista, *Shareholder Interest*, tem o objetivo de aumentar a riqueza acionista durante o processo de oferta de aquisição, que é conseguido pela poupança nos custos de defesa e pela asserção que a gestão não retirará as medidas defensivas, enquanto a proposta não defender o interesse acionista (Gaughan, 2007).

Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989). A teoria da agência tenta resolver dois problemas, conhecidos pelo problema da agência e pelo problema de partilha de risco. O problema da agência relaciona-se com conflito de interesses entre o agente e o principal e com a dificuldade que o principal tem em monitorizar o agente. O problema de partilha do risco surge quando o agente e o principal têm diferentes atitudes face ao risco (Eisenhardt, 1989).

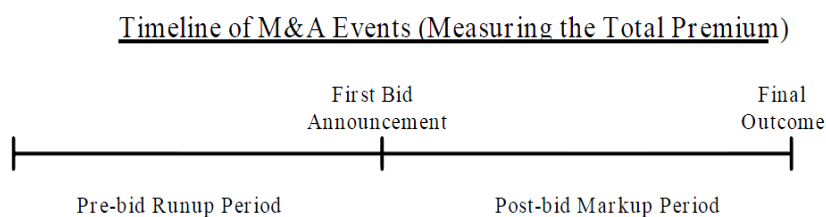
2.5. *Bid Premium* (Prémio)

Bid Premium (ou “prémio”) corresponde à diferença entre valor oferecido pela empresa adquirente e o valor real da empresa-alvo no mercado. Normalmente, os prémios são bastante elevados pelo facto de a empresa adquirente pretender uma resposta positiva por parte da empresa-alvo (Schoenberg, 2003).

O conceito de prémio está, frequentemente, ligado com a decisão que assegura o interesse do acionista (*shareholder interest*), atendendo a que a evidência empírica confirma uma correlação positiva entre o aumento da riqueza acionista e o aumento do prémio da empresa adquirente (Schoenberg & Thornton, 2006; Johansson & Torstensson, 2008).

O autor Schwert (1996) verificou que a concorrência provoca um aumento significativo no prémio de aquisição, confirmando os estudos divulgados por Bradley, Desai & Kim (1988), por Comment & Schwert (1995) e por Sacchetto & Dimopoulos (2008). A figura seguinte mostra as quatro fases do processo de compra identificadas por Schwert (1996).

Figura 1: Fases do Processo de Compra



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

Uma negociação acérrima por parte da empresa-alvo pode motivar um aumento do prémio, mas também pode determinar uma diminuição da probabilidade de sucesso da operação de aquisição. Portanto, torna-se necessário averiguar se os efeitos líquidos das medidas de defesa têm repercussões na riqueza acionista. Outra forma de aumentar o prémio é descrita por Schwert (2000) e consiste em iniciar um processo de “leilão”, com diversos concorrentes (*multiple-bidder auction*). Os autores Franks & Mayer (1996) também realizaram um estudo sobre o comportamento do prémio, tendo concluído que é maior numa proposta hostil do que numa proposta amigável.

Conforme se expôs, a concorrência representa um argumento contra uma aquisição hostil, porquanto tende a aumentar os custos para a empresa adquirente. Isso foi notado por Sacchetto & Dimopoulos (2008) num estudo do impacto da concorrência sobre o prêmio, realizado em empresas americanas entre 1988 e 2006. Em contraste, Fishman (1985) conclui⁴ que o prêmio inicialmente oferecido pela primeira empresa adquirente (*preemptive bid*) reflete o valor necessário para afastar um segundo concorrente. Os estudos de Eckbo (2008) e de Aktas *et al.* (2009) são consistentes com os resultados de Fishman (1985), evidenciando que o prêmio pode ser usado para afastar concorrência. Complementarmente, Chen & Cornu (2002) verificam que os processos de aquisição hostil promovem mais competição entre adquirentes e maiores prêmios pagos às empresas-alvo.

3. Estudo dos Acontecimentos

Conforme se referiu, o objetivo deste artigo enfoca na análise do comportamento dos preços das ações de empresas envolvidas em OPA, no período posterior ao respectivo anúncio preliminar. A identificação de retornos anormais emergentes do anúncio de nova informação tem sido investigada na área financeira do estudo dos acontecimentos.

Beaver (1968) estudou o impacto da informação sobre o volume e sobre o preço das ações das empresas. Essa informação pode aplicar-se à divulgação do anúncio preliminar de uma OPA. O autor define informação como uma mudança nas expectativas sobre o resultado de um evento, de tal maneira que a informação tem impacto nos investidores se provocar uma mudança nas suas expectativas e nos seus comportamentos. Ainda conclui que os investidores tomam a informação como uma variável significativa, razão pela qual a informação tem um impacto muito significativo nas variações do volume e do preço das ações. Em estudos realizados sobre a reação às OPA's, Beaver (1968) identificou uma mudança nas cotações das ações durante a semana do anúncio 67% maior do que a média das cotações no período em que não houve anúncio. Além disso, essa atividade anormal prolongou-se até aos períodos posteriores ao anúncio com réplicas, podendo atingir 10% a 15% nas duas semanas após o anúncio.

Ball & Brown (1968) utilizaram o modelo de regressão linear e o modelo Naive, prevendo que os ganhos por ação do ano corrente não serão diferentes dos ganhos por ação do ano transato, para identificar bons ou maus anúncios em termos de ganhos por ação. Os autores dividiram a amostra em duas partes: instantes em que os ganhos residuais eram positivos (ou seja, os ganhos verificados superaram os previstos) e instantes em que ganhos residuais eram negativos (ou seja, os ganhos previstos superaram os verificados). Os

⁴ Fishman (1985) é um dos apoiantes da teoria *preemptive bidding* e criou um modelo baseado no processo de aquisição em ambiente concorrencial com o objetivo de demonstrar se o prêmio inicialmente oferecido é um custo para afastar potenciais concorrentes.

resultados mostraram que, apesar de a maior parte das oscilações de preço acontecerem antes do anúncio, 10% a 15% das variações de preço ocorreram no mês do anúncio.

Bradley *et al.* (1988) apresentaram estudos sobre os ganhos das empresas-alvo envolvidas em OPA's. Num exame sobre 236 operações ocorridas nos EUA durante 21 anos, os autores verificaram que o valor das ações destas empresas aumentou 35%, em média. Pouco tempo depois, Eckbo & Langhor (1989) examinaram 90 OPA's em França e também verificaram que o valor das empresas-alvo aumentou 16,5%, em média. Mesmo no caso de a operação fracassar, as cotações das empresas-alvo tendem a manter-se elevadas, devido à possibilidade de ocorrência de uma nova OPA, de surgirem alterações nas políticas por parte da gestão e de a operação ser reveladora de informação⁵ (Bradley *et al.*, 1988).

Jensen & Ruback (1983) mostram que as empresas-alvo ganham retornos anormais⁶ positivos no mês do anúncio da OPA, tanto em operações bem-sucedidas como em operações mal sucedidas. No caso das operações mal sucedidas, as empresas que não receberam propostas adicionais, nos dois anos seguintes, perderam os retornos obtidos; as empresas que receberam propostas adicionais obtiveram retornos ainda superiores aos anteriores. Dodd & Ruback (1977) e Affleck-Graves *et al.* (1988) reportaram as mesmas evidências. Os autores verificaram que as empresas-alvo ganharam retornos anormais positivos e significativos, principalmente no mês da oferta de aquisição. Além disso, os retornos das empresas-alvo verificam-se independentemente da oferta ser bem ou mal sucedida (Dodd & Ruback, 1977).

Em relação ao impacto das OPA's sobre os retornos das empresas adquirentes, a evidência empírica não é unânime. Affleck-Graves *et al.* (1988) não encontraram retornos anormais positivos para estas empresas. Jensen & Ruback (1983) encontraram provas de que as empresas adquirentes não perdem. Dodd & Ruback (1977) verificaram que, nos doze meses anteriores à oferta, os acionistas das empresas adquirentes obtêm retornos anormais positivos e significantes. Asquith & Kim (1982) concluíram que as empresas adquirentes, em operações conglomeradas, obtiveram retornos anormais negativos e pouco significantes durante o período do anúncio.

Agrawal *et al.* (1992) analisaram a performance anormal das ações, principalmente nas operações de fusão empresarial. Os autores concluíram que as empresas adquirentes tiveram uma performance abaixo do esperado após a fusão, perdendo cerca de 10% da riqueza ao longo dos cinco anos subsequentes à operação.

⁵ As operações de aquisição são reveladoras de informação na medida em que existe assimetria de informação entre a Gestão das empresas-alvo e seus acionistas, conduzindo a uma subavaliação destas empresas. A empresa adquirente, com mais informação, tenta beneficiar com a operação (Bradley *et al.*, 1988).

⁶ Retornos anormais são calculados pela diferença entre os retornos verificados e os retornos esperados (Jensen & Ruback, 1983).

4. Estudo Empírico

4.1. Objetivos e Levantamento de Hipóteses de Trabalho

O objetivo do estudo empírico consiste no apuramento do impacto do anúncio preliminar sobre o retorno anormal das ações das empresas envolvidas em OPA's no mercado bolsista português durante o período compreendido entre o ano 2000 e o ano 2014. Pretende-se analisar a reação dos preços das ações à divulgação da intenção de aquisição e o comportamento dos retornos anormais no período posterior, de modo a identificar as empresas que ganham e as empresas que perdem com esta estratégia de crescimento.

Para desenvolver o estudo empírico em ordem ao objetivo traçado procedeu-se à formulação de cinco hipóteses de trabalho:

H₁: o anúncio preliminar da OPA tem impacto negativo nos retornos médios anormais das empresas adquirentes

H₂: o anúncio preliminar da OPA tem impacto positivo nos retornos médios anormais das empresas-alvo

H₃: o impacto positivo do anúncio preliminar da OPA nos retornos médios anormais das empresas-alvo é maior, em amplitude, do que o impacto negativo nos retornos médios anormais das empresas adquirentes

H₄: os retornos médios anormais das empresas envolvidas (adquirentes e alvo) reagem fortemente à divulgação do anúncio preliminar da OPA

H₅: a reação dos retornos médios anormais das empresas-alvo à divulgação do anúncio preliminar da OPA é maior do que a reação dos retornos médios anormais das empresas adquirentes

4.2. Amostra e Dados

O levantamento das OPA's foi realizado a partir da informação disponível nos relatórios anuais e nos boletins de cotação da CMVM, bem como em outros meios de comunicação social. A amostra inicialmente identificada para o estudo empírico era constituída por 100 OPA's ocorridas em Portugal no período compreendido entre o ano 2000 e o ano 2014. Contudo, a análise quantitativa apenas pode contemplar operações em que estejam disponíveis os preços do par (adquirente / alvo) das ações das empresas envolvidas. Assim, verificou-se que 16 ofertas foram lançadas no mesmo grupo empresarial, outras 16 foram lançadas por grupos internacionais, 53 não tiveram informações dos preços de, pelo menos, uma das empresas envolvidas, e 3 envolveram um interveniente agindo individualmente.

Considerando estas restrições, das 100 OPA's ocorridas nos últimos catorze anos, apenas 12 operações puderam ser incluídas na amostra do estudo empírico.

Os dados utilizados consistem na transformação simples das ações e do índice PSI-20 através da primeira diferença logarítmica neperiana dos seus preços, na perspectiva de corrigir a ocorrência de "choques" ou fenómenos anormais que, muitas vezes, caracterizam as séries temporais. Em termos práticos, calcularam-se os retornos nominais $R_{i,t}$ da ação i compostos continuamente, em que $P_{i,t}$ e $P_{i,t-1}$ expressam os preços de fecho da ação i em semanas consecutivas e $D_{i,t}$ expressa os dividendos da ação i na semana t :

$$R_{i,t} = \ln \left(\frac{P_{i,t} + D_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) \quad [1]$$

e os retornos nominais $R_{m,t}$ do índice m compostos continuamente, em que $I_{m,t}$ e $I_{m,t-1}$ expressam os níveis de fecho do índice em semanas consecutivas:

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

A data do anúncio preliminar da OPA corresponde à semana 0. Em torno da data de anúncio, o estudo considera uma amplitude de 38 semanas com observações dos preços de fecho de quinta feira, desde a semana -19 até à semana +18.

Durante algumas séries temporais ocorreram políticas de distribuição de dividendos ou estratégias de aumentos de capital social, que se refletem em termos do desconto antecipado nas cotações das ações. Estas circunstâncias foram expurgadas do âmbito do estudo empírico, que pretende analisar o impacto de outros acontecimentos, através da correção das cotações das respetivas ações.

4.3. Modelos

Depois de calculados os retornos logarítmicos de cada par de ações (das empresas) envolvidas em cada OPA procede-se à determinação dos retornos anormais emergentes do anúncio preliminar da operação. Numa primeira fase recorreu-se à modelação apresentada por Sharpe-Lintner (Sharpe, 1964; Lintner, 1965) no contexto do *Capital Asset Pricing Model*:

$$E(\tilde{R}_{it}) = R_{ft} + \beta_i [E(\tilde{R}_{mt}) - R_{ft}] \quad [3]$$

onde R_{ft} é o retorno de um ativo sem risco no período t , R_{mt} é o retorno do índice do mercado no período t e β_i é a sensibilidade do retorno da ação i relativamente ao retorno do índice do mercado m , que pode ser estimada através da implementação de uma regressão linear simples pelo método dos mínimos quadrados (*Ordinary Least Squares – OLS*). Substituindo os retornos esperados por retornos efetivos na expressão [3] obtém-se:

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

onde \hat{U}_{it} é a estimativa do termo residual para cada ação i no período t , que reflete o efeito anormal da divulgação do anúncio sobre o retorno da respetiva ação.

Modelo #1 – Autores Ball & Brown:

Reformulando a expressão [4](9) pode obter-se outra equivalente:

$$\tilde{R}_{it} - R_{ft} = \hat{\beta}_i(\tilde{R}_{mt} - R_{ft}) + \hat{U}_{it} \quad [5]$$

Considerando o parâmetro β_i estimado a partir do método OLS sem o termo independente da regressão, os autores Ball & Brown (1968) deduzem o retorno anormal (*abnormal return*) para cada ação e em cada período da seguinte forma:

$$\hat{U}_{it} = (R_{it} - R_{ft}) - \hat{\beta}_i(R_{mt} - R_{ft}) \quad [6]$$

$$AR_{it} = \hat{U}_{it} \quad [7]$$

Finalmente, o retorno médio anormal (*average abnormal return*) e o retorno médio anormal acumulado (*comulative average abnormal return*), determinam-se da seguinte forma:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^{N_t} \hat{U}_{it} \quad [8]$$

$$CAAR_{t_1}^{t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad [9]$$

onde AAR_t representa o retorno médio anormal em relação a todas as ações no período t , N refere-se ao número de empresas em estudo, N_t refere-se ao número de semanas relativamente ao qual são apuradas estatísticas e $CAAR_{t_1}^{t_2}$ representa o retorno médio anormal acumulado entre a semana t_1 e a semana t_2 .

Modelo #2 – Autor Beaver:

Para além do cálculo do retorno anormal também se determinou a reação do preço (*price reaction*) das ações à informação relevante, como acontece com o anúncio preliminar da OPA. O autor Beaver (1968) examina a estimativa da volatilidade do termo residual \hat{U}_{it} integrante de uma regressão do modelo de mercado:

$$R = \frac{\hat{U}_{it}^2}{Var(\hat{U}_{it})} \quad [10]$$

onde R representa a reação do preço das ações e $Var(\hat{U}_{it})$ representa a variância do termo residual no período não circundante da data de anúncio preliminar (entre a semana -18 e a semana -6).

4.4. Estatísticas Descritivas

O estudo empírico inclui uma análise estatística descritiva sobre o comportamento dos retornos das ações das empresas envolvidas nas OPA's e do índice do mercado. As primeiras estatísticas consistem na média (Y_1) e no desvio-padrão (Y_2):

$$Y_1 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N X_i \quad [11]$$

$$Y_2 = \left[\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (X_i - \bar{X})^2 \right]^{\frac{1}{2}} \quad [12]$$

Complementar, recorre-se às medidas de (*skewness*) assimetria (Y_3) e de (*kurtosis*) curtose (Y_4) para comparar o comportamento das séries de retornos com a configuração da distribuição normal:

$$Y_3 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left[\frac{X_i - \bar{X}}{Y_2} \right]^3 \quad [13]$$

onde N é o número de semanas, X_i é o retorno da ação i , \bar{X} é a média do retorno e Y_2 é o coeficiente de dispersão.

A medida de assimetria indica se os dados são ou não enviesados, à esquerda ou à direita, relativamente ao centro. A distribuição normal determina um coeficiente *skewness* próximo de zero. Um coeficiente negativo indica que os dados têm uma distribuição assimétrica enviesada à esquerda; um coeficiente positivo indica que os dados têm uma distribuição assimétrica enviesada à direita.

A medida de curtose indica se existe um “pico” ou um “achatamento” nos dados relativamente à distribuição normal, sendo a estatística apurada da seguinte forma:

$$Y_4 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left[\frac{X_i - \bar{X}}{Y_2} \right]^4 - 3 \quad [14]$$

onde N é o número de semanas, X_i é o retorno da ação i , \bar{X} é a média do retorno e Y_2 é o coeficiente de dispersão.

Se o coeficiente for elevado sugere uma distribuição leptocurtica, ou seja, indica que os dados representam um “pico” próximo da média, que declina rapidamente e com longas caudas; se o coeficiente for reduzido sugere uma distribuição platicurtica, ou seja, indica que os dados representam um “achatamento no topo” próximo da média. Um coeficiente nulo indicaria que os dados sofrem de uma distribuição uniforme e reta.

Adicionalmente, a confirmação da normalidade da distribuição dos dados recorre ao teste Jarque-Bera (1982, 1987) assumindo 2 graus de liberdade:

$$N \times \left[\frac{Y_3^2}{6} + \frac{(Y_4 - 3)^2}{24} \right] \approx \chi^2_{(2)} \quad [15]$$

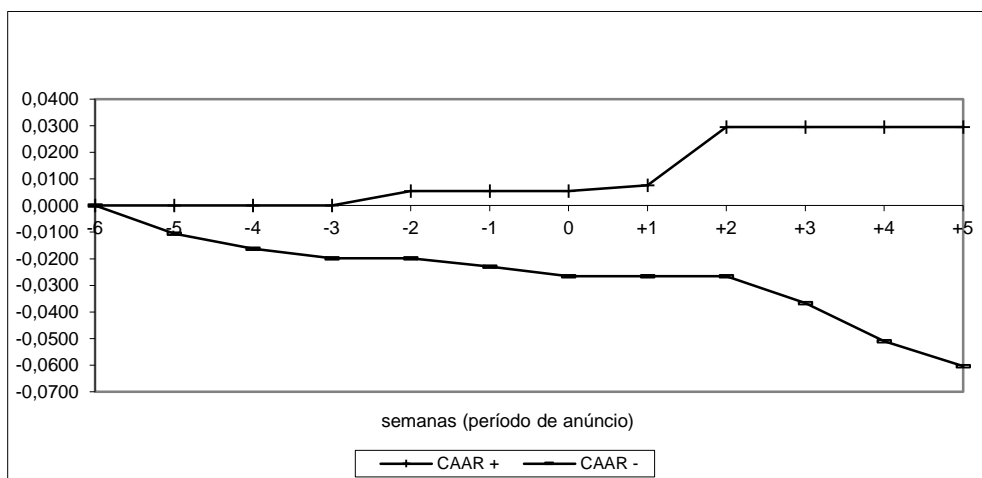
Onde N é o número de semanas, Y_3 é o coeficiente de *skewness* e Y_4 é o coeficiente de *kurtosis*.

4.5. Resultados e Discussão

Modelo #1 – Autores Ball & Brown:

Adotando o modelo de Ball & Brown (1968), o Gráfico 1 representa os CAAR's em torno da data do anúncio preliminar da OPA para as empresas adquirentes:

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



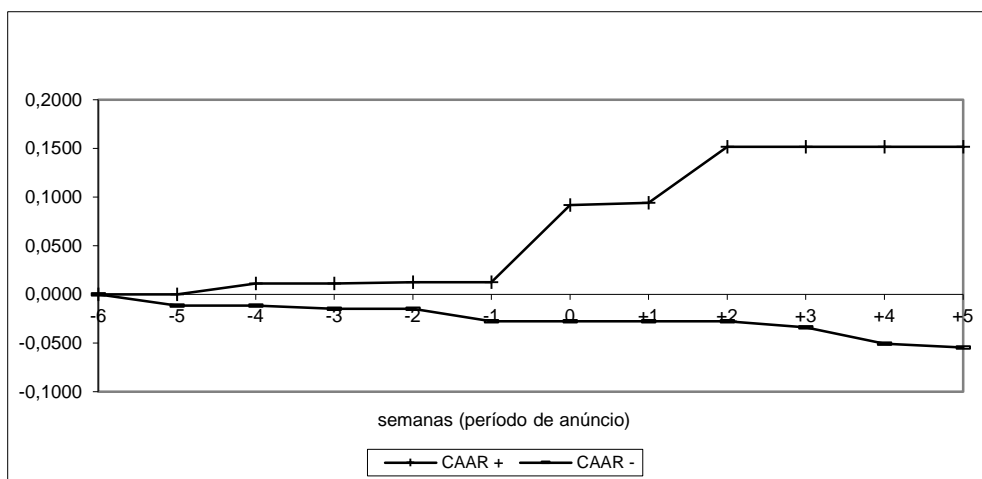
Fonte: elaboração própria.

A imagem mostra que as empresas adquirentes acumulam retornos médios anormais negativos em torno da data do anúncio preliminar (entre as semanas -5 e +5), especialmente a partir da semana +2. As perdas anormais neste grupo de empresas ocorrem mais cedo (semana -5) do que os ganhos anormais (semana -2). Além disso, os CAAR's positivos estagnam em 2,96% a partir da semana +2, enquanto que os CAAR's negativos acentuam até -6,03% no final da semana +5.

O comportamento dos dados do Gráfico 1 confirma a hipótese de trabalho H_1 anteriormente formulada. Verifica-se que no período circundante da publicação do anúncio preliminar da OPA as empresas adquirentes destacam um retorno médio anormal negativo, que não é compensado pelos reduzidos ganhos anormais acumulados no mesmo período.

Continuando com o modelo de Ball & Brown (1968), o Gráfico 2 representa os CAAR's em torno da data do anúncio preliminar da OPA para as empresas-alvo:

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



Fonte: elaboração própria.

A imagem mostra que as empresas-alvo acumulam retornos médios anormais positivos em torno da data do anúncio preliminar (entre as semanas -5 e +5), especialmente a partir da semana 0 e reforçados na semana +2. Os CAAR's positivos estagnam em 15,16% a partir da semana +2, enquanto que os CAAR's negativos acentuam até -5,47% no final da semana +5.

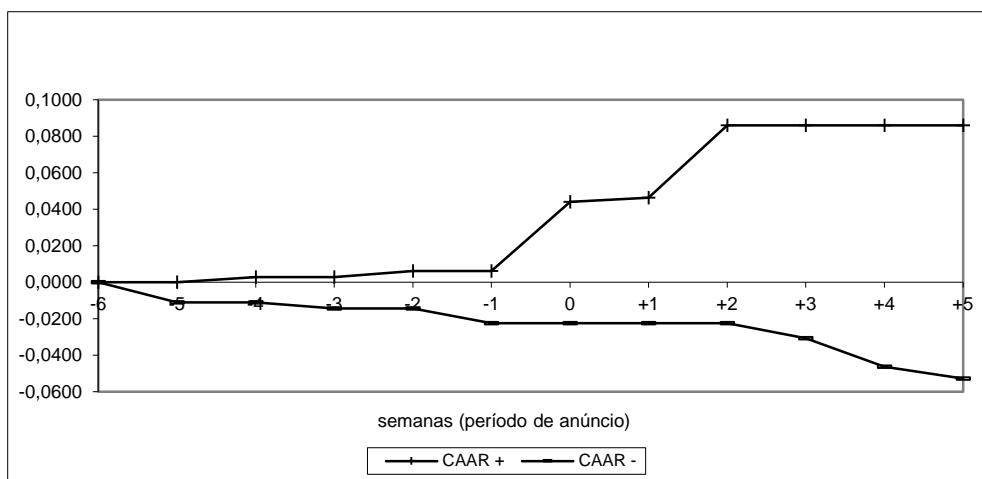
O comportamento dos dados do Gráfico 2 confirma a hipótese de trabalho H_2 anteriormente formulada. Verifica-se que no período circundante da publicação do anúncio preliminar da OPA as empresas-alvo destacam um retorno médio anormal positivo, muito superior às perdas anormais acumuladas no mesmo período.

Adicionalmente, ainda se verifica que o impacto do anúncio preliminar da OPA nos retornos anormais é mais pronunciado nas empresas-alvo do que nas empresas adquirentes, confirmando a hipótese de trabalho H_3 anteriormente formulada.

O efeito relevante da divulgação do anúncio preliminar sobre os preços das ações das empresas envolvidas em OPA's, sobretudo nas sociedades visadas, converge com os resultados apresentados pelos autores Ball & Brown (1968) e ficou a dever-se, principalmente, ao desempenho das empresas-alvo PTMultimédia.com, Companhia de Seguros Império, Banco Mello e Banco BPI.

Os Gráficos 3 e 4 representam os CAAR's, calculados através do modelo de Ball & Brown (1968), para todas as empresas envolvidas na OPA durante o período em torno da data do anúncio preliminar e durante o período alargado, respetivamente:

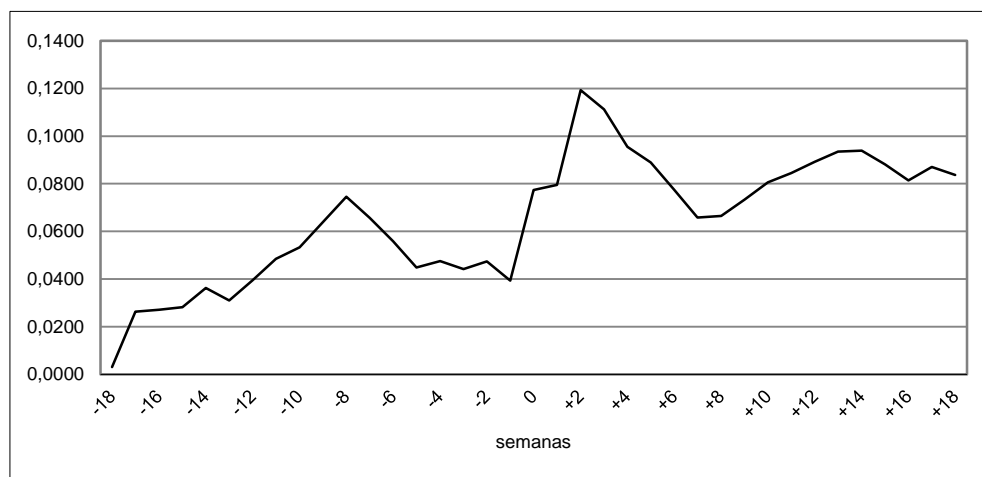
Gráfico 3: Retornos Médios (Log) Anormais Acumulados (Ball & Brown) – Empresas Envolvidas



Fonte: elaboração própria.

O Gráfico 3 mostra o efeito consolidado das imagens previamente apresentadas nos Gráficos 1 e 2, denotando a forte influência do anúncio da operação na criação de retornos anormais nas empresas envolvidas e a maior amplitude dos ganhos obtidos pelas empresas-alvo. Relativamente às empresas consideradas na amostra em estudo, os AAR's acumularam ganhos de +8,60% e perdas de -5,29% em torno da data de anúncio das OPA's.

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



Fonte: elaboração própria.

O Gráfico 4 confirma a forte mudança de comportamento dos preços das ações das empresas envolvidas nos processos de reestruturação. Na fase anterior ao anúncio preliminar, a tendência é de subida até ao primeiro "pico" (semana -8), a partir do qual os AAR's diminuem até próximo da data do anúncio (semana -1). Nesse momento, os AAR's invertem claramente o movimento até à semana +2, acumulando ganhos anormais de

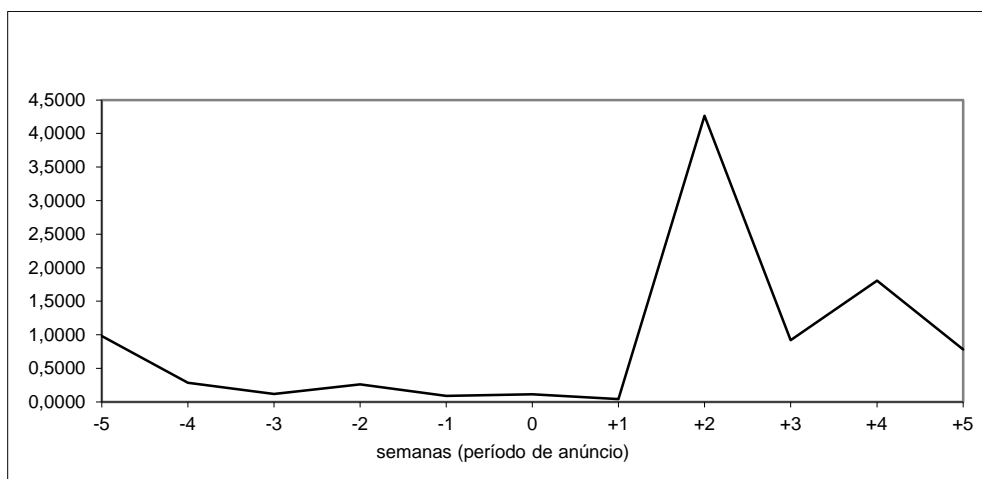
11,93%. Depois diminuem até à semana +7 e entram num comportamento lateral oscilando entre +6,59% e +9,39%.

Este desempenho também evidencia o impacto que o anúncio preliminar da OPA exerce os preços das ações das empresas envolvidas e corrobora as conclusões divulgadas pelos autores Ball & Brown (1968).

Modelo #2 – Autor Beaver:

Adotando o modelo de Beaver (1968), o Gráfico 5 representa a reação dos retornos médios anormais em torno da data do anúncio preliminar da OPA para as empresas adquirentes:

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



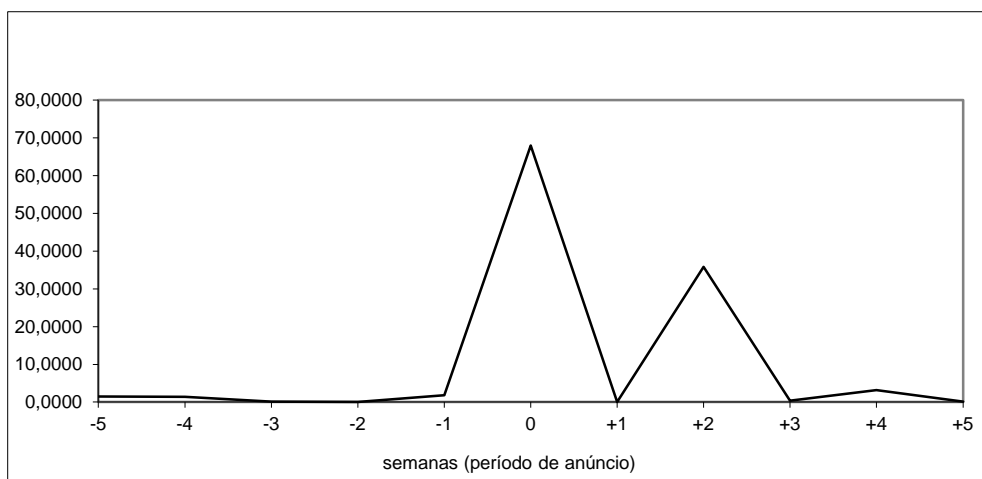
Fonte: elaboração própria.

A imagem mostra a reação dos retornos médios anormais das empresas adquirentes, caracterizada por um “pico” isolado na semana +2 posterior à divulgação do anúncio da proposta de aquisição. Esta evidência justifica a existência de uma atividade anormal no período circundante da data de anúncio preliminar e confirma a hipótese de trabalho **H₄** anteriormente formulada.

O comportamento evidenciado ficou a dever-se, principalmente, ao desempenho das empresas Cofina SGPS, SA, Banco BCP, PTMultimédia SGPS, SA, Sonaecom SGPS, SA e Sonae SGPS, SA. Posteriormente, na semana +2 ainda se registou uma nova réplica, mas de intensidade muito inferior.

Continuando com o modelo de Beaver (1968), o Gráfico 6 representa a reação dos retornos médios anormais em torno da data de anúncio preliminar da OPA para as empresas-alvo:

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



Fonte: elaboração própria.

A imagem mostra uma forte reação dos retornos médios anormais das empresas-alvo, caracterizada por um “pico” extremo isolado na semana do anúncio da proposta de aquisição. O comportamento dos dados do Gráfico 6 também confirma a hipótese de trabalho **H₄** anteriormente formulada.

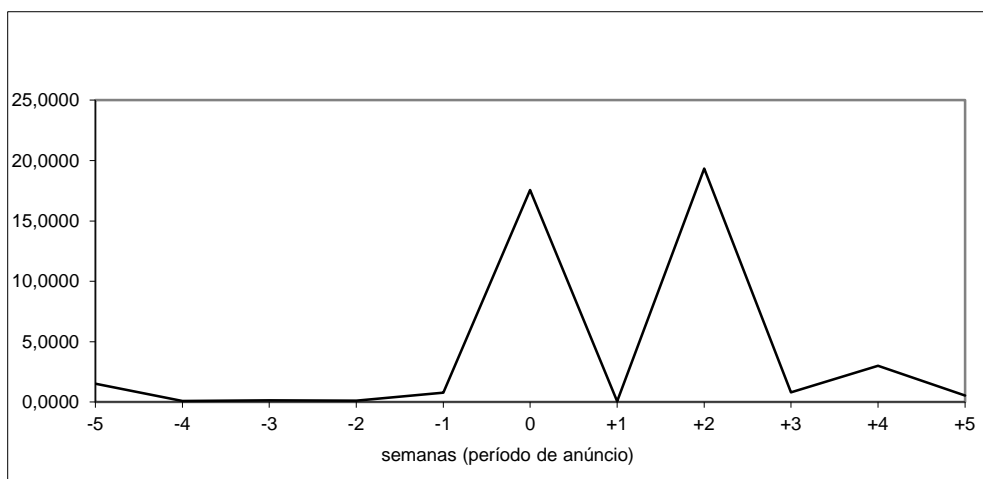
Adicionalmente, ainda se verifica que a reação dos retornos anormais ao anúncio preliminar da OPA é mais pronunciada nas empresas-alvo do que nas empresas adquirentes, confirmando a hipótese de trabalho **H₅** anteriormente formulada.

Posteriormente, na semana +2 ainda se registou uma nova réplica, mas de intensidade muito inferior.

O efeito relevante da divulgação do anúncio preliminar sobre os preços das ações das empresas envolvidas em OPA's, sobretudo nas sociedades visadas, converge com os resultados apresentados pelo autor Beaver (1968).

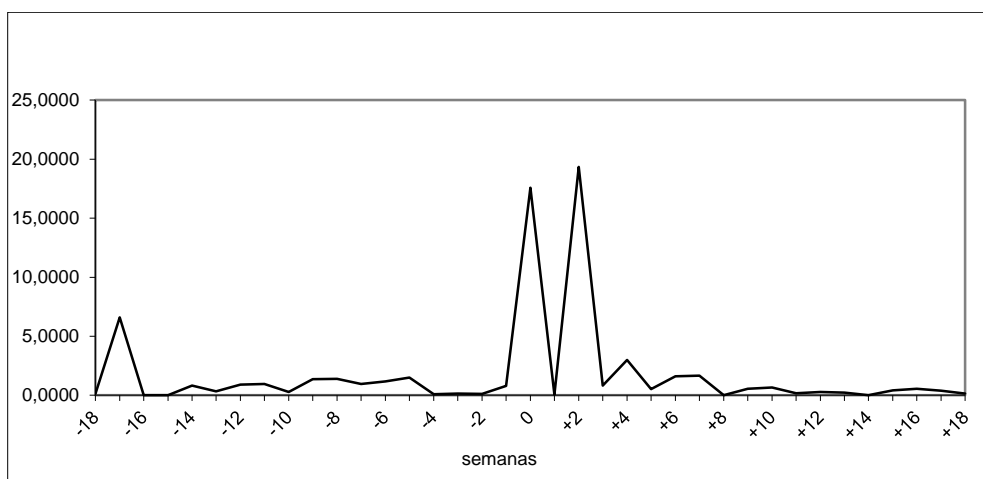
Os Gráficos 7 e 8 representam a reação dos retornos médios anormais, calculados através do modelo de Beaver (1968), para todas as empresas envolvidas na OPA durante o período em torno da data do anúncio preliminar e durante o período alargado, respetivamente:

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



Fonte: elaboração própria.

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



Fonte: elaboração própria.

Os Gráficos 7 e 8 mostram o efeito consolidado das imagens previamente apresentadas nos Gráficos 5 e 6, confirmando o forte impacto do anúncio da operação pelos “picos” na semana 0 e na semana +2 e salientando esses acontecimentos únicos num período mais alargado (entre as semanas -18 e +18).

Os resultados para as empresas adquirentes e alvo, tomadas conjuntamente, também confirmam a hipótese de trabalho H_4 anteriormente formulada.

Estatísticas Descritivas:

As tabelas seguintes apresentam algumas estatísticas descritivas para analisar o comportamento dos retornos das ações das empresas envolvidas nas OPA's e dos retornos

do índice do mercado PSI-20, quer durante o período não circundante da data de anúncio (semanas -18 a -6 e semanas +6 a +18), quer durante o período circundante (semanas -5 a +5). Os retornos são calculados em termos logarítmicos (LOG) e contrastados com os retornos calculados em termos clássicos (CLSS).

A Tabela 3 apresenta as estatísticas da média, do desvio-padrão, dos coeficientes de assimetria e de curtose e do teste de hipótese da normalidade da distribuição dos retornos simples das empresas envolvidas nas OPA's e do índice do mercado, relativamente ao período não circundante da data de anúncio:

Tabela 3: Estatísticas sobre Retornos das Empresas Envolvidas e do Índice do Mercado

Período não circundante da data de anúncio (semanas -18 a -6 e semanas +6 a +18)					
EMPRESAS ADQUIRENTES		EMPRESAS-ALVO		ÍNDICE DO MERCADO	
CLSS	LOG	CLSS	LOG	CLSS	LOG
Y(1)	Y(1)	Y(1)	Y(1)	Y(1)	Y(1)
-0,0014	-0,0023	0,0035	0,0029	-0,0001	-0,0004
Y(2)	Y(2)	Y(2)	Y(2)	Y(2)	Y(2)
0,0135	0,0132	0,0103	0,0100	0,0080	0,0081
Y(3)	Y(3)	Y(3)	Y(3)	Y(3)	Y(3)
0,3197	0,1407	0,8593	0,7493	-0,4504	-0,4973
Dist. Assimétr. Enviez. Dir.	Dist. Assimétr. Enviez. Dir.	Dist. Assimétr. Enviez. Dir.	Dist. Assimétr. Enviez. Dir.	Dist. Assimétr. Enviez. Esq.	Dist. Assimétr. Enviez. Esq.
Y(4)	Y(4)	Y(4)	Y(4)	Y(4)	Y(4)
-0,2532	-0,5868	0,2345	0,0687	-0,1620	-0,1074
Dist. Platicurtica	Dist. Platicurtica	Dist. Leptocurtica	Dist. Leptocurtica	Dist. Platicurtica	Dist. Platicurtica
Teste de Hipótese da Normalidade da Distribuição (Jarque-Bera) dos Retornos (Teste Qui-quadrado)					
11,9078	14,0232	11,4851	11,7414	11,7100	11,5320

Fonte: elaboração própria.

Os resultados demonstram a homogeneidade entre os retornos calculados pela via logarítmica e pela via clássica, porquanto o método empírico recorreu ao primeiro procedimento tal como acontece com a generalidade da investigação financeira.

Conforme esperado para séries de pequena dimensão (26 observações), as médias e as variâncias dos retornos são reduzidas para as empresas adquirentes, para as empresas-alvo e para o índice do mercado. Além disso, as medidas de assimetria e de curtose são não nulas, revelando que os dados não seguem uma distribuição normal durante o período não circundante da data de anúncio (semanas -18 a -6 e semanas +6 a +18). Complementarmente, a hipótese nula da distribuição normal dos retornos também é rejeitada pelo teste Jarque-Bera a um nível de significância de 5% (com 2 graus de liberdade) com o valor crítico da distribuição Qui-quadrado igual a 5,991.

A Tabela 4 apresenta a estatística da média dos retornos simples das empresas envolvidas nas OPA's e do índice do mercado, relativamente ao período circundante da data de anúncio:

Tabela 4: Retornos Médios das Empresas Envolvidas e do Índice do Mercado

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

Fonte: elaboração própria.

Os resultados evidenciam que, apesar da reduzida dimensão da série (12 observações), o retorno médio das ações das empresas-alvo supera o retorno médio das ações das empresas adquirentes, tanto no período não circundante da data de anúncio como no período circundante.

As Tabelas 5 e 6 apresentam a estatística da média dos retornos anormais, calculados através do modelo de Ball & Brown (1968), para as empresas envolvidas nas OPA's, relativamente ao período não circundante da data de anúncio e ao período circundante, respetivamente:

Tabela 5: Retornos Médios Anormais (Ball & Brown) – Empresas Envolvidas

Período não circundante da data de anúncio (semanas -18 a -6 e semanas +6 a +18)			
EMPRESAS ADQUIRENTES		EMPRESAS-ALVO	
CLSS	LOG	CLSS	LOG
Y(1)	Y(1)	Y(1)	Y(1)
-0,0003	-0,0010	0,0048	0,0049

Fonte: elaboração própria.

Tabela 6: Retornos Médios Anormais (Ball & Brown) – Empresas Envolvidas

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

Fonte: elaboração própria.

Os resultados apresentados das Tabelas 5 e 6 mostram que, em termos médios, as empresas adquirentes obtiveram retornos médios anormais negativos e que as empresas-alvo obtiveram retornos médios anormais positivos, quer no período não circundante da data de anúncio, quer no período circundante.

A comparação dos resultados também sugere que os retornos médios anormais das empresas adquirentes descem (de -0,10% para -0,28%) no período circundante da data de anúncio, enquanto que os retornos médios anormais das empresas-alvo sobem (de 0,49% para 0,88%). Este desempenho concorda com a evidência reportada por Ball & Brown (1968) e também confirma as hipóteses de trabalho H_1 , H_2 e H_3 anteriormente formuladas.

A Tabela 7 apresenta as estatísticas do teste de hipótese da (ir)relevância da diferença dos retornos médios anormais das empresas envolvidas nas OPA's, entre o período não circundante da data de anúncio e o período circundante:

Tabela 7: Teste de Hipótese da Irrelevância Estatística da Diferença dos Retornos Médios Anormais

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

Fonte: elaboração própria.

Os resultados evidenciam que a hipótese nula da irrelevância estatística da diferença dos retornos médios anormais, entre o período não circundante da data de anúncio preliminar das OPA's e o período circundante, não é rejeitada pelo teste bi-lateral, com um nível de significância de 5%, para nenhum valor crítico (sendo o mais exigente igual a 1,96 quando os graus de liberdade tendem para infinito) da distribuição T-Student. Isso significa que a alteração dos retornos médios anormais, no período em torno da data de anúncio, não é estatisticamente significativa, tanto nas empresas adquirentes como nas empresas-alvo. Apesar de poderem dever-se ao reduzido número de observações em cada uma das amostras, estes resultados não permitem confirmar as hipóteses de trabalho anteriormente formuladas.

5. Conclusão

Este artigo surge no contexto das combinações empresariais resultantes de processos de F&A e tem como enfoque específico as OPA's. As combinações constituem estratégias frequentemente seguidas pelas empresas para crescerem e para se internacionalizarem. O

facto de o número de OPA's realizadas em Portugal não ser muito elevado, comparativamente ao de outros países, justifica a necessidade de aprofundar o conhecimento dos seus efeitos sobre as empresas envolvidas. Esta foi a motivação para o nosso trabalho de investigação.

O objetivo principal do artigo consistiu na análise do impacto do anúncio preliminar das OPA's sobre as cotações das ações das empresas envolvidas, de modo a identificar os ganhadores e os perdedores na operação. O estudo empírico estabeleceu-se no âmbito do estudo dos acontecimentos, tendo recorrido ao cálculo dos retornos médios anormais acumulados – baseado na metodologia de Ball & Brown (1968) – e ao cálculo da reação do preço – baseado na metodologia de Beaver (1968). O levantamento das OPA's contou com a informação disponível nos relatórios anuais e nos boletins de cotação da CMVM, conduzindo a uma amostra de 12 operações realizadas em Portugal entre o ano 2000 e o ano 2014.

Os resultados confirmam as hipóteses de trabalho formuladas. No período em torno da data do anúncio preliminar das OPA's (semanas -5 a +5) parece existir uma transferência de riqueza dos acionistas das empresas adquirentes, que acumulam perdas médias anormais (-6,03%) superiores aos ganhos médios anormais (2,96%), para os acionistas das empresas-alvo, que acumulam ganhos médios anormais (15,16%) superiores às perdas médias anormais (-5,47%). Considerando as empresas globalmente, o impacto do anúncio preliminar determinou a acumulação de ganhos médios anormais de 8,60% e perdas médias anormais de -5,29%. Para este desempenho contribuiu, fundamentalmente, a reação que o preço das ações teve imediatamente após a divulgação do anúncio preliminar das OPA's. As empresas adquirentes registaram um “pico” de 4,27 na semana +2, enquanto que as empresas-alvo registaram um “pico” de 67,96 na semana 0 e uma réplica de 35,83 na semana +2. Apesar das constatações visuais esclarecedoras, a hipótese nula da irrelevância da diferença dos retornos médios anormais das empresas envolvidas nas OPA's, entre o período não circundante da data de anúncio (semanas -18 a -6 e semanas +6 a +18) e o período circundante (semanas -5 a +5), não foi rejeitada para qualquer nível de significância.

Foram duas as principais limitações do estudo empírico. A primeira, decorreu da necessidade de excluir um elevado número de empresas que, tendo estado envolvidas em OPA's, não tinham as respetivas ações cotadas no mercado durante o período envolvente do anúncio preliminar da operação. A segunda, consistiu na dificuldade do acesso à informação anterior ao ano 2000, em consequência das alterações que a entidade reguladora introduziu na referência e no conteúdo dos relatórios anuais.

Em termos de propostas de investigação futura recomendamos a ampliação do período não circundante da data de anúncio preliminar das OPA's, a utilização de metodologias alternativas para o cálculo dos retornos anormais e o alargamento do estudo ao mercado

ibérico, de modo a confrontar os resultados deste artigo e a produzir novo conhecimento científico.

Referências Bibliográficas

- Affleck-Graves, J.F., Flack, T.P. & Jacobson, A.J. (1988), "The effect of merger announcement on the share prices of acquired and acquiring companies", *South African Journal of Business Management*, 19(14), pp. 147-154
- Agrawal, A., Jaffe, Jeffrey F. & Mandelker, G. N. (1992), "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A re-examination of an Anomaly", *The Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 1605-1620
- Aktas, N., Bodt, E. D. & Roll, R. (2009), "Negotiation under a threat of an auction", AFA 2009 San Francisco Meetings Paper, EFA 2009 Bergen Meetings Paper, Working Papers Series
- Anetie, "Manual de Fusões e Aquisições de Empresas no Sector das TIC", <<http://www.anetie.pt/userfiles/9/file/documentos/Coopera%C3%A7%C3%A3o%20Competitiva/Mannual%20de%20Fus%C3%B5es%20e%20Aq%20%20de%20Empresas%20no%20Sector%20das%20TIC%281%29.pdf>>
- Asquith, P. & Kim, E.H. (1982), "The Impact of merger bids on the participating firms' security holders", *The Journal of Finance*, pp. 1209-1228
- Ball, R. & Brown, P. (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, 6, pp. 159-178
- Beaver, William H. (1968), "The Information Content of Annual Earnings Announcement", *Journal of Accounting Research*, 6, pp. 67-92
- Bradley, M., Desai, A., and Kim, E. H. (1988), "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, 21, 3-40
- Carvalho, Preciosa C. S. (2012), "Reacção dos Mercados de Capitais aos Anúncios de OPA's em Portugal: Um estudo de evento", Dissertação Gestão das Organizações, Instituto Politécnico de Bragança
- Chen, C. & Cornu, P. (2002), "Managerial Performance, Bid Premiums, and the Characteristics of Takeover Targets", *Annals of Economics and Finance*, 3, 67-84
- Comment, R. & Schwert, G. W. (1995), "Poison or placebo? Evidence on the deterrent and wealth effects of modern antitakeover measures", *Journal of Financial Economics*, 39, 3-43
- Demidova, E. (2007), "Hostile takeovers and defenses against them in Russia." *Problems of Economic Transition*, 50(5), 44-60
- DePamphilis, D. (2010), *Merger and Acquisitions Basics: All You Need To Know*, London, UK: Elsevier Academic Press
- DePamphilis, D. (2011), *Merger, Acquisitions, and other Restructuring Activities*, 6th Edition, London, UK: Elsevier Academic Press
- Dodd, P. & Ruback, R. (1977), "Tender Offers and Stockholder Return", *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 351-372
- Eckbo, B. E. & Langhor, E. (1989), "Information Disclosure, Method of Payment, and Takeover Premiums: Public and Private Tender Offer, in France", *Journal of Financial Economics*, Vol.24, No.2, pp. 363-404
- Eckbo, B. E. (2008), "Bidding Strategies and Takeover Premiums: A Review", *Working Paper No. 2008-48*, Tuck School of Business at Dartmouth, Hanover, New Hampshire
- Eisenhardt, Kathleen M. (1989), "Agency Theory: Assessment and Review", *Academy of Management Review*, Vol. 1, No. 1, 57-74
- Fishman, Michael J. (1985), "A Theory of Preemptive Takeover Bidding", *Discussion Paper No. 670*, Northwestern University, Illinois

- Franks, J. & Mayer, C. (1996), "Hostile takeovers and the correction of managerial failure", *Journal of Financial Economics*, 40, 163-181
- Gaspar, J. M., & Matos, P. (2005), "Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 76, 135–165
- Gaughan, Patrick A. (2005), *Mergers: What Can Go Wrong and How to Prevent It*, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc
- Gaughan, Patrick A. (2007), *Mergers, Acquisitions, And Other Corporate Restructurings*, 4th edition, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc
- Herger, N. & McCorriston, S. (2013), "Horizontal, Vertical, and Conglomerate FDI: Evidence from Cross Border Acquisitions", Department of Economics: University of Exeter Business School, Study Center Gerzensee
- Jarque, C.M. & Bera, A.K. (1982), "Model Specification tests: A simultaneous approach", *Journal of Econometrics*, Vol. 20, pp. 59-82
- Jarque, C. M. & Bera, A. K. (1987), "A Test For Normality of Observations and Regression Residuals", *International Statistical Review*, Vol. 55, No.2, pp. 163-172
- Jensen, M. C., & Ruback, R.S. (1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50
- Jensen, Michael C. & Meckling, William H. (1976), „Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, October, V. 3, No. 4, pp. 305-360
- Johansson, M. & Torstensson, M. (2008), "Hostile Takeovers – The Power of the Prey", Master's Thesis in Finance, Jönköping International Business School, Jönköping University, Suécia
- Lintner, J. (1965), "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", *The Review of Economics and Statistics*, Vol.47, pp. 13-37
- Martynova, M. & Renneboog, L. (2006), "Mergers and acquisitions in Europe", *Tiltec Discussion paper*, Tilburg University, 1-77
- Neves, J. C. (2006), "Corporate e teoria da agência", *Diário de Notícias*, <http://www.dn.pt/inicio/interior.aspx?content_id=648449&page=-1>, data de consulta: 22/12/2014
- Sacchetto, S. & Dimopoulos, T. (2008), "Preemptive Bidding, Target Resistance and Takeover Premia: An Empirical Investigation", *Job Market Paper*, London Business School, London
- Schoenberg, R. & Thornton, D. (2006), "The Impact of Bid Defenses in Hostile Acquisitions", *European Management Journal*, 24, 142-150
- Schoenberg, R. (2003), "Mergers and acquisition: Motives, value creation and implementation", *The Oxford Handbook of Corporate Strategy* (eds). Faulkner & Campbell, Oxford University Press
- Schwert, G. William (1996), "Mark-up Pricing in Mergers & Acquisitions". National Bureau Of Economic Research, NBER Working Paper Series
- Schwert, William G. (2000), "Hostility in Takeovers: In The Eyes of the Beholder?", *The Journal of Finance*, Vol. VI, No. 6, 2599-2640
- Sharpe, William F. (1964), "Capital Asset Prices: A Theory Of Market Equilibrium Under Conditions Of Risk", *The Journal of Finance*, Vol. XIX, 425-442
- Smadja, C. (2008), "Hostile Takeovers and Directors' Duties: From Delaware to Brussels, what's best for shareholders?", Master's Thesis, McGill University, Montreal
- Steinbächer, J. (2007), "Defense Strategies Against Hostile Takeovers", Bachelor Thesis, Norderstedt Germany, GRIN Verlag
- Strategic Management Insight, "Horizontal Integration & Vertical Integration", <<http://www.strategicmanagementinsight.com/topics/horizontal-integration.html>> e <<http://www.strategicmanagementinsight.com/topics/vertical-integration.html>>, data de consulta: 29/05/2014
- Weston, J. F., Mitchell, M. L. & Mulherin, J. H. (2004), *Takeover, Restructuring, and Corporate Governance*, 4th edition, New Jersey, USA: Pearson Prentice Hall
- Zarin, S. & Yang, E. (2005), "Mergers & Acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them", Bachelor Thesis, University of Gothenburg, Suécia

Apêndice

Lista de OPA's estudadas entre o ano 2000 e o ano 2014

	Oferente	Visada	Anúncio preliminar
2014	JM Saúde	Espírito Santo Saúde SGPS, SA	11-09-2014
	Angelas	Espírito Santo Saúde SGPS, SA	19-08-2014
	Fidelidade	Espírito Santo Saúde SGPS, SA	23-09-2014
	Terra Peregrin	PT SGPS, SA	11-11-2014
2013	Sonae SGPS, SA	ZON Optimus	29-10-2013
	Codecity Sports Management, Lda	Os Balanenses SAD	13-12-2012
2012	SGL Carbon GmbH, SA	Fixins, SA	21-03-2012
	Intercement Austria Holding GmbH	Cimpor SGPS, SA	30-03-2012
2011	Tagus Holdings	Brisa, SA	29-03-2012
	Traffic Sport Europe, Lda	Estoril Praia, SAD	12-10-2010
	Soc. Com. Orey Antunes	Soc. Com. Orey Antunes	24-06-2011
2010	Manuel Inácio & Filhos, SA	Raões Progado Centro Sul, SA*	13-04-2011
	CSN Cement	Cimpor SGPS, SA	18-02-2009
	Teixeira Duarte, SA	Teixeira Duarte - Engenharia e Const, SA	17-02-2009
	Montepio Geral	Finibanco Holding, SA	29-07-2009
2009	Shin-Etsu International Eur BV	Ciras, SA	09-12-2008
	Abel Saturnino	Grão Pará, SA	04-02-2009
	Abel Saturnino	Interhotel	04-02-2009
	Cerutil, SA	VAA SGPS, SA	19-01-2009
2008	Cerutil, SA	VA Grupo - Vista Alegre Part, SA	30-01-2009
	Lagos Soccer, SA	Estoril Praia, SAD	11-04-2008
	Papeles Y Cartones de Eur, SA	Gescartão SGPS, SA	31-10-2006
	Sonae SGPS, SA e Sonae BV	PT, SA	07-02-2006
2007	Sonae SGPS, SA e Sonae BV	PTM SGPS, SA	07-02-2006
	Investfina SGPS, SA	Grupo Soares da Costa	12-10-2006
	Vertex SGPS, SA	Grupo Media Capital	26-10-2006
	Violas SGPS, SA	Solyards, SA	06-02-2007
	BCP, SA e BCP Inv, BV	BPI	13-03-2006
	Mota-Engil - Amb e Ser SGPS, SA	TERTIR	17-10-2006
	Mota-Engil - Amb e Ser SGPS, SA	TERNOR	17-10-2006
	Vertex SGPS, SA	Grupo Media Capital	06-02-2007
	Vertex SGPS, SA	TVI, SA	06-02-2007
	Metalgest SGPS, SA	SLB, SA	15-06-2007
2006	Stone Holding Company Limited	COFACO, SA	03-10-2006
	Tecnoholding SGPS, SA	EFACEC Capital SGPS, SA	27-09-2005
	RL - SGPS, SA	TERTIR	21-03-2006
	RL - SGPS, SA	TERNOR	21-03-2006
2005	Cirio de Rica, S.P.A	Sonragol, SA	09-06-2005
	Securitas AB	Securitas AB	//
	A. Silva & Silva SGPS, SA	SOPOL, SA	03-06-2005
	PEC - Prod. Pecuários Port, SGPS, SA	PEC Tejo	10-08-2005
2004	PEC - Prod. Pecuários Port, SGPS, SA	PEC Nordeste	10-08-2005
	ATPS II SGPS, SA	Ibercol	18-10-2005
2004	António José da Silva Veiga	Estoril Praia, SAD	23-09-2003

	Edinger Holdings LLC	Grão Pará, SA	22-03-2004
	Semapa Investments BV	Portugal, SA	06-07-2004
	Sacyr Vallehermoso	Somague SGPS, SA	22-12-2003
	Sacyr Vallehermoso	Warrants emitidos pela Somague	22-12-2003
	Vodafone Group, PLC	Vodafone Telecel	05-02-2003
	Cidadela, SA	Sociedade das Aguas Cúria, SA	24-01-2003
	Banco Popular Español, SA	Banco Nacional de Crédito, SA	22-01-2003
2003	Caixa Central, CRL	Central Banco de Iny. SA	07-08-2003
	Rentinar SGPS, SA e Finpro SGPS, SA	Banif, SGPS, SA	05-06-2003
	Bar-Bar-Idade-Class, SA	BA - Fábrica de Vidros Barb & Almeida, SA	24-07-2003
	Banif Comercial SGPS, SA	Banco Comercial dos Açores, SA	28-06-2003
	M. J. Pestana Soc Turismo da Mad, SA	ITI, SA	13-11-2001
	Sonae SGPS, SA	Modelo Continente SGPS, SA	08-02-2002
2002	Imob Grão-Pará	Interhotel, SA	26-04-2002
	S.I.N SGPS, SA	Soc. Com. Orey Antunes	19-07-2002
	Triângulo-Mor	Soc. Com. Orey Antunes	22-07-2002
	Petrogal, SA	Sacor Maritima, SA	05-07-2002
	ASLE, SGPS, SA	Lusomundo SGPS, SA	13-10-2000
	Iberholding SGPS, SA	Colep, SA	06-11-2000
	BPI SGPS, SA	Douro SGPS, SA	05-07-2001
	Banco Bilbao Viscaya Arg Port, SA	Crédit Lyonnais Portugal, SA	31-10-2000
	Portugal, SA	Soporcel, SA	13-12-2000
2001	Nutrinveste SGPS, SA	Fábricas Triunfo, SA	31-08-2001
	PTM SGPS, SA	PTM.com SGPS, SA	05-01-2001
	Gaudriot	Hidroprojecto, SA*	24-07-2001
	Sonae SGPS, SA / Grosvenors Acc CE LTD	Sonae Imobiliária SGPS, SA	19-10-2001
	Cofina SGPS, SA	F. Ramada, SA	16-10-2001
	Caixa, Empresas de Crédito, SGPS, SA	Imoleasing, SA	14-11-2001
	Heller SGPS, Lda	Heller Factoring Portuguesa, SA	17-05-2000
	Cofina SGPS, SA	Companhia Calulosa do Caima	20-10-2000
	Navivassal - Estudos e Projectos Nav, SA	Lisnave	18-08-2000
	Engil SGPS, SA	Mota & Companhia	09-10-2000
	Indasa II - Abrasivos Flexíveis, SA	Luzostela	28-08-2000
	Centralacer - Central de Ceru, SA	Agua de Luso	28-07-2000
	Cinveste SGPS, SA e PTM	Lusomundo SGPS, SA	24-07-2000
	PTM SGPS, SA	Lusomundo SGPS, SA	03-04-2000
2000	Algoxi SGPS, SA e Vallis SGPS, SA	Engil SGPS, SA	23-07-1999
	VTR SGPS, SA	Centralacer, SA	22-12-1999
	Scilpar, S.L	Cimpor SGPS, SA	15-06-2000
	Companhia Seguros Açoreana, SA	O Trabalho - Companhia de Seguros, SA (98,97%)	
	Companhia Seguros Açoreana, SA	O Trabalho - Companhia de Seguros, SA (1,032%)	
	Santusa Holding, S.L	Banco Totta & Açores, SA	18-04-2000
	Santusa Holding, S.L	Crédito Predial Português	18-04-2000
	A. Silva & Silva SGPS, SA	SOPOL, SA	18-02-2000
	Caixa Part SGPS, SA	Imoleasing, SA	20-04-2000
	Caixa Geral de Dep, SA	Locaport, SA	28-01-2000
	BCP, SA	Banco Mello, SA	11-01-2000
	Parbanca SGPS, SA	Comp. Seg. Mundial Confiança	19-04-2000
	BCP, SA	BPSM	19-07-1999
	Sonepar Dist Ibérica, SA	Sabel, SA	
	Kimberley Trading, SA	TVI, SA	16-06-1999
	Cofina SGPS, SA e BPI - Part SGPS, SA	Investec	17-08-1999
	Lusomundo Media SGPS, SA	Investec	30-08-1999
	BCP, SA	Companhia Seguros Império, SA	11-01-2000
	Viacer, Sarc. Cosar e Cervunhão	Unicer	10-02-2000
	Primical SGPS, Soc Unip. Lda	Colep, SA	16-12-1999