

FUSÕES E AQUISIÇÕES NO SECTOR BANCÁRIO EM PORTUGAL: UM PROCESSO DE CRIAÇÃO DE VALOR PARA OS ACCIONISTAS?

Jacinto Vidigal da Silva
Miguel Diz

RESUMO

Este trabalho examina os efeitos de valorização provocados pelas fusões e aquisições ocorridas na indústria bancária portuguesa entre 1995 e 2003, num período de observação de 41 dias (-20, +20). Os resultados revelam que se registaram alguns ganhos para os accionistas das empresas adquiridas, mas não evidenciam qualquer ganho para os proprietários dos bancos adquirentes. A entidade combinada (adquirente+adquirido) também não evidencia qualquer ganho significativo, o que contradiz os resultados de muitos estudos europeus, mas confirma os resultados apresentados pela grande maioria dos estudos Americanos.

PALAVRAS-CHAVE: fusões e aquisições (F&A), entidade compradora, empresa alvo, janela de acontecimento, valor dos accionistas, rendimentos anormais.

ABSTRACT

This paper examines the valuation effects of mergers & acquisitions in the Portuguese banking industry from 1995 to 2003 over a 41-day (-20, +20) event window. Evidence shows some targets gains, but no gains for the bidders. The combined entity (target+bidder) shows no significant gains contradicting some other European studies but confirming the great majority of American research.

KEYWORDS: mergers and acquisitions (M&A), bidder, target, event window, shareholder value, abnormal performance.

ABREVIATURAS:

BANIF – Banco internacional do Funchal	Central – Central, Banco de Investimento
BBI- Banco Borges e Irmão	CGD – Caixa Geral de Depósitos
BBVA - Banco Bilbao Viscaya Argentaria	CL - Crédit Lyonnais
BCA – Banco Comercial dos Açores	Douro - Douro SGPS
BCP – Banco Comercial Português	Financia – Banco Financia
BES – Banco Espírito Santo	Finibanco – Finibanco
BFB – Banco Fonsecas & Burney	Império - Companhia de Seguros Império
BFE- Banco de Fomento Exterior	MC-Companhia de Seguros Mundial Confiança
BM – Banco Mello	MPG – Montepio Geral
BNC – Banco Nacional de Crédito Imobiliário	Primus – Banco Primus
BPA – Banco Português do Atlântico	Rentipar – Rentipar, Sociedade Gestora de
BPI – Banco Português de Investimento	Participações Sociais

BPSM – Banco Pinto & Sotto Mayor	Totta – Banco Totta & Açores
BSCH – Banco Santander Central Hispânico	Tranquilidade - Companhia de Seguros Tranquilidade
CCAM – Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo	Universo – Banco Universo

1. INTRODUÇÃO

Este trabalho analisa as operações de fusões e aquisições no sector bancário português no período entre 1995 e 2003. O estudo foi motivado pelo aumento do número de operações realizadas nos últimos anos, determinadas pela desregulamentação da actividade bancária em Portugal, pelo elevado valor envolvido nas transacções e pelo desconhecimento dos efeitos das operações em termos de criação ou de destruição de valor.

As aquisições na banca portuguesa começaram logo que a 1ª revisão da Constituição permitiu a abertura do sector bancário e dos seguros à iniciativa privada e com o posterior processo de *reprivatização* de parte do sector público estatal da banca e dos seguros. Este sector, acabou por ter também um papel importante no processo das aquisições no sector bancário e na reconstituição ou criação de novos *grupos bancários nacionais*.

Algumas seguradoras, depois de reprivatizadas desempenharam um papel activo no mercado bancário, concorrendo à reprivatização de vários bancos. Os dois casos mais importantes são o da Companhia Mundial-Confiança que liderou o grupo Champalimaud e o da Companhia de Seguros Império que encabeçou durante algum tempo o grupo financeiro Mello.

O processo de criação e reforço de grupos financeiros, ocorreu também, entre instituições financeiras detidas pelo Estado, algumas das quais, porém, vieram a ser posteriormente privatizadas. O grupo estatal mais importante é o da Caixa Geral de Depósitos, que juntou, por decisão do accionista comum, o Estado, a Caixa Geral de Depósitos, o Banco Nacional Ultramarino e a Companhia de Seguros Fidelidade. Este grupo, que entretanto cresceu com a aquisição de outras instituições, continua ainda hoje a ser detido pelo Estado.

A abertura da actividade bancária a capitais privados, propiciou também, o nascimento de novos bancos e o seu posterior desenvolvimento. Estes novos bancos privados, foram capazes de entrar no processo de reprivatização das companhias de seguros e dos bancos, de dinamizarem o mercado de capitais e de se constituírem como novos grandes grupos financeiros privados. O caso mais paradigmático é o do Banco Comercial Português que, alicerçado num dinâmico crescimento interno e numa ousada política de fusões e aquisições, conseguiu num curto espaço de tempo, tornar-se no *maior grupo bancário privado português* e num dos maiores do País.

O mecanismo das fusões e aquisições, foi utilizado como instrumento de crescimento rápido de algumas instituições bancárias. Este crescimento teve como elemento de orientação e desenvolvimento o novo conceito de banco universal, que também em Portugal substituiu os tradicionais conceitos de bancos comerciais ou de investimento e de actividade seguradora autónoma separada da actividade bancária.

Este mecanismo de concentração foi claramente potenciado pelas novas regras europeias para o sector financeiro. A livre circulação de capitais aplicado ao espaço económico português, por força da adesão à Comunidade Económica Europeia e a harmonização da legislação nacional com a comunitária, em particular a referente às novas regras de acesso ao mercado bancário no espaço comunitário, veio retirar o escudo protector das fronteiras bancárias. A ameaça potencial (e real) de instituições de outros países colocou os bancos portugueses perante o dilema de crescerem ou serem absorvidos pela concorrência externa. Ao mesmo tempo a desregulamentação e a liberalização, que as novas regras comunitárias estabeleceram, tornaram também mais fácil o processo de fusões e aquisições (F&A).

Entre 1995 e 2003 realizaram-se diversas operações de fusões e aquisições que alteraram profundamente o sector bancário português, algumas através de negociações particulares sem reflexo directo no mercado de capitais por nenhum dos intervenientes estar cotado. Porém, identificaram-se 30 operações de fusões e aquisições no sector bancário em Portugal que tiveram directa ou indirectamente expressão no mercado de capitais e que se

apresentam no quadro 2 em anexo. Estas operações determinaram o crescimento do valor contabilístico dos activos dos principais bancos portugueses que registaram elevadas taxas de crescimento. A título de exemplo verifica-se que a Caixa Central de Crédito Agrícola Mutuo (CCAM) registou a mais baixa taxa de crescimento no período (77%), enquanto o Montepio Geral (MPG) atingiu a mais elevada taxa de crescimento (355%) entre 1995 e 2002 (quadro 1).

Quadro 1 – Crescimento das Instituições Bancárias

	Taxa Crescimento Activo	Taxa Crescimento Capital
CGD	93,51%	63,73%
BCP	141,44%	325,27%
BES	232,67%	293,79%
TOTTA	287,87%	87,93%
BPI	270,62%	169,92%
MPG	355,39%	520,14%
CCAM	77,19%	186,66%
BANIF	257,18%	129,12%
BNC	461,60%	192,37%
BBVA	178,47%	79,00%
FINIBANCO	331,34%	60,38%
FINANCIA	116,40%	50,36%

Fonte: Relatórios e Contas Consolidados de 1995 e 2002.

Além da manutenção da quota de mercado, Rose (2002) apontou como factores justificativos da realização das operações de fusões e aquisições no sector bancário a qualidade da gestão, a rendibilidade e a eficiência operacional. Para Siems (1996) as razões que justificam estas operações são a obtenção de sinergias, diversificação, aumento do poder de mercado, maximização do benefício dos gestores e a “hubris” (arrogância) que leva os accionistas a acreditarem que as empresas “target” estão sub-avaliadas no mercado e, que pela sua aquisição, conseguem aumentar a riqueza através da captação da diferença de valor.

Este trabalho de investigação insere-se nesta última perspectiva, ou seja, na avaliação da criação de valor para os accionistas envolvidos nas transacções das acções motivadas pelas operações de fusões e aquisições em Portugal. O problema que se coloca é o da análise dos efeitos sobre a riqueza dos accionistas dos bancos envolvidos nas operações de fusões, de modo a avaliar se os beneficiados foram os compradores ou os vendedores e, por outro lado, saber se houve um aumento de riqueza líquida ou se, simplesmente, se registou uma redistribuição do valor.

Para a concretização dos objectivos propostos, o trabalho foi organizado em mais quatro secções além desta introdução. A secção 2 oferece uma breve revisão de estudos teóricos e empíricos sobre a criação de valor das fusões e aquisições no sector bancário. Em seguida, na secção 3, é descrita a metodologia de “*estudo de eventos*” e apresentados os dados usados no estudo. Na secção 4 são apresentados os resultados. A secção 5 descreve as principais conclusões do trabalho.

2. FUSÕES E AQUISIÇÕES: UMA REVISÃO DE ESTUDOS TEÓRICOS E EMPÍRICOS APLICADOS AO SECTOR BANCÁRIO

Segundo Pilloff e Santomero (1998) a *metodologia do "estudo de eventos"* é, de entre as consideradas na literatura, aquela que melhor permite analisar o problema da *criação ou destruição de valor*. Esta é a única metodologia que permite medir directamente o impacto das *fusões e aquisições na criação ou destruição de valor* para os accionistas. Essencialmente, as análises de "estudo de eventos", avaliam os rendimentos das acções (baseados nas alterações de preços) dos *bancos adquirentes (bidders)* ou dos *bancos adquiridos (targets)* ou de ambos, por comparação com a carteira das acções representativas do mercado (Rhoades, 1994).

Embora os resultados de estudos mais recentes sobre o sector bancário dos Estados Unidos, se mantenham contraditórios entre si, apontam, no entanto, para a conclusão de que as fusões e aquisições *não são*, em si mesmas, *criadoras de valor* para os accionistas no seu conjunto. Pilloff e Santomero (1998) concluíram que, em média, as fusões *nem criam nem destroem valor*.

Apenas, aproximadamente *um quarto dos "estudos de eventos"* realizados nos últimos 20 anos, conclui sobre a existência de um resultado positivo das F&A, o que indica que os accionistas dos bancos estudados ganham significativos rendimentos anormais acumulados (Beitel e Schiereck, 2001). Outros estudos, como os realizados por Houston, James et al (2001), Becher (1999), Delong (2001) e Kwan e Eisenbeis (1994) também concluíram que as fusões e aquisições criam valor para os accionistas. Para testar os efeitos da valorização da hipótese de "Hubris" ou "empire building" Becher (1999) conduziu um estudo com uma grande amostra de 558 fusões de bancos. Os resultados demonstraram que as fusões dos bancos *criaram riqueza* no período de 1980 - 1997. Na grande maioria de outros casos estudados, os resultados ou são mistos (contraditórios) ou apresentam *resultados negativos*.

Diversos autores relatam a identificação de significativos rendimentos anormais acumulados negativos, em particular nos bancos compradores, ou observam diferentes rendimentos de entre as sub-amostras analisadas, como por exemplo os trabalhos realizados por Kane (2000), Toyne (1998), Pilloff (1996), Siems (1996) e Hudgins e Seifert (1996) para referir os estudos mais recentes.

Se, de uma maneira geral, o número de estudos sobre fusões e aquisições no sector bancário europeu tem sido diminuto, quando comparado com o que se verificou nos Estados Unidos, então no que respeita à análise da *criação de valor* para os accionistas, através da metodologia de "estudo de eventos", a literatura produzida tem sido ainda mais reduzida.

Embora os estudos existentes na Europa tenham centrado a sua análise principalmente em operações de fusões e aquisições ocorridas apenas dentro de determinado país, outros existem que se basearam já numa perspectiva transnacional. Tal é o caso dos estudos de Hudgins e Seifert (1996), Tourani-Rad e Van Beek (1999), Cybo-Ottone e Murgia (2000) e, mais recentemente, de Beitel e Schiereck (2001) e Beitel et al (2002). Os resultados destes estudos são, tal como acontecera nos Estados Unidos, bastante diferentes entre si e, em alguns casos, contraditórios. Cybo-Ottone e Murgia (2000) e Tourani-Rad e Van Beek (1999) concluem pela existência de resultados positivos, isto é, rendimentos anormais acumulados para os accionistas dos bancos que realizaram fusões e aquisições. Em ambos os estudos os autores observaram significativa *criação de valor* para os accionistas dos bancos alvo e não confirmaram a existência de significativa destruição de valor para os accionistas dos bancos compradores. Cybo – Ottone e Murgia (2000) estudaram também a *entidade combinada* (adquirente+adquirido) e verificaram que de um ponto de vista agregado, as F&A dos bancos europeus têm *criado valor* significativo.

Beitel e Schiereck (2001) desenvolveram a análise das fusões e aquisições na Europa aplicando a *metodologia de "estudo de eventos"* a uma amostra de 98 operações ocorridas entre bancos europeus no período entre 1985 e 2000 e encontraram resultados semelhantes. Segundo eles, os accionistas dos bancos "alvo" ganharam significativos rendimentos anormais acumulados e os accionistas dos bancos adquirentes, em média nem

perderam, nem ganharam significativos rendimentos. Além disso, referem que do ponto de vista da entidade combinada resultante, as F&A na Europa criaram valor em termos líquidos. Assim, consideram que as fusões e aquisições de bancos europeus, em termos médios, tiveram sucesso.

Karserski et al (2000), ao analisarem as fusões na Noruega, não encontram resultados tão animadores. Por sua vez, Resti e Siciliano (2002), que estudaram as fusões de bancos em Itália, também concluíram que existem algumas indicações de que as aquisições *criam valor* para os *accionistas minoritários* dos bancos alvo. Estes autores detectaram um prémio de aproximadamente 30% do preço de mercado das acções antes da aquisição. Porém, não conseguiram ser conclusivos no que respeita aos bancos adquirentes.

Os resultados optimistas para as fusões e aquisições na Europa, principalmente de Cybo-Ottone e Murgia (2000) e Tourani-Rad e Van Beek (1999) e Beitel e Schiereck (2001), contrastam bastante com os estudos empíricos levados a cabo nos Estados Unidos. Schenk (2000), que fez uma análise das fusões de grandes bancos a nível mundial utilizando a metodologia do "*estudo de eventos*" *ex-ante e ex-post evento*, conclui porém, que é pouco provável que as fusões entre grandes bancos e aquisições de pequenos bancos por grandes bancos sejam capazes de criar grande riqueza económica. Pelo contrário, ele verificou que tais operações *não criam rendimentos positivos* para os accionistas.

3. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO E A AMOSTRA

Este trabalho utiliza a metodologia "*standard*" do "estudo de eventos". Para este tipo de abordagem, é aplicado o modelo de mercado segundo a abordagem de Dodd e Warner (1983) e Brown e Warner (1985). Aliás, é geralmente aceite que o *modelo de mercado* produz resultados confiáveis e comporta-se, pelo menos, tão bem como os outros (MacKinlay, 1997). A formulação inicial do modelo de mercado é a seguinte:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

onde, R_{it} indica o rendimento por acção do banco i , no dia t ; R_{mt} é o rendimento do conjunto de acções do mercado no período t , representado pelo índice de mercado, e ε_{it} é o termo erro do título i , no dia t , com média $E(\varepsilon_{it}) = 0$ e $\text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma^2 \varepsilon_{it}$. Como "*proxy*" para o rendimento de mercado, R_{mt} , utiliza-se o *índice do mercado accionista português PSI-20*.

Os coeficientes α_i e β_i , que são estimados através de uma regressão pelo método dos mínimos quadrados (OLS) durante um intervalo de L dias antes do período de análise de cada operação de *fusão ou aquisição*, isto é, um período de estimação de 245 dias de negociação de títulos, passam a ser definidos como $\hat{\alpha}_i$ e $\hat{\beta}_i$. Estes coeficientes são posteriormente utilizados no cálculo dos rendimentos normais esperados \hat{R}_{it} do seguinte modo:

$$\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (3.2)$$

Em seguida, utilizando os parâmetros estimados para cada entidade, $\hat{\alpha}_i$ e $\hat{\beta}_i$, são calculados para o período de observação t (event window) os rendimentos anormais (AR_{it}) das acções de cada instituição i . Estes valores são obtidos pela subtracção do rendimento esperado \hat{R}_{it} do rendimento da acção de facto verificado.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (3.3)$$

O período em análise é representado pelo intervalo de T, isto é, $T = [-t1; +t2]$, onde $t=0$ indica o *dia do anúncio* da transacção, e $-t1$ o número de dias de cotação de cada título antes a data do anúncio e $t2$ o número de dias após essa data. Assim, cada conjunto de observações realizadas ao longo do período T, constitui o conjunto de dados relacionados com a análise de cada "evento" identificado pela *data de anúncio* da operação. Os erros de previsão, PE_{it} , do *modelo de mercado* são os valores residuais dos mínimos quadrados (OLS), ε_{it} , os quais podem ser usados como estimadores dos rendimentos anormais, AR_{it} .

$$PE_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad (3.4)$$

Por outras palavras, os *rendimentos anormais* são simplesmente os termos residuais do modelo de mercado calculados com base numa determinada amostra. Sob o pressuposto de que o rendimento dos activos são *conjuntamente normais, multivariados, independentes e identicamente distribuídos (i.i.d)*, os mínimos quadrados (OLS) são eficientes, e são um método de estimação consistente para os parâmetros do modelo de mercado (Meschke, 2002).

Como referem Goergen e Renneboog (2002), na escolha da intervalo de análise $T = [-t1; +t2]$, não existe uma sintonia na literatura e a sua extensão varia de estudo para estudo. Por exemplo, Resti e Siciliano (2002) estabeleceram o intervalo $[-120; +250]$ dias. Becher (1999) estabeleceu dois intervalos combinados: um de $[-30; +5]$ e outro de $[-5; +5]$. Beitel e Schiereck (2001), embora analisem outros sub-intervalos, centram-se num intervalo de $[-20; +20]$ dias.

Neste trabalho estabeleceu-se também um intervalo $[-20; +20]$ por se configurar adequado para contemplar as fusões e aquisições na banca portuguesa, no período em análise (1995-2002). Com efeito, num período de análise curto consegue-se evitar ou reduzir a possibilidade de existir sobreposição de períodos de observação com diferentes operações de fusões e aquisições, já que em muitos casos, principalmente no ano de 2000, os intervalos de tempo que mediarão entre diversos acontecimentos foram, muitas vezes, muito curtos. Assim, o período de análise o intervalo $[-20; +20]$, é de 41 dias centrado no dia de anúncio da operação, isto é, o dia $t=0$. Obtidos os *rendimentos anormais* de cada *evento*, são calculados os *rendimentos anormais médios do modo seguinte*:

$$AAR_t = \overline{AR}_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (3.5)$$

com n = número de acções analisadas; t = momento de tempo da análise $t \in T$ e AAR_t = *rendimento anormal médio* para o dia t .

O estudo da *entidade combinada* (resultante do banco adquirido e do adquirente) permite analisar a *transacção* como um todo e avaliar a criação de riqueza líquida (Becher, 1999). Este procedimento ajuda a verificar se a riqueza é apenas transferida dos accionistas dos bancos *adquiridos* para os accionistas dos bancos *adquirentes* ou se é criada riqueza líquida efectiva. Os *rendimentos anormais* da entidade combinada (alvo + adquirente) são calculados pelo método seguinte, estabelecido por Houston e Ryngaert (1994):

$$AR_{i,transation} = \frac{ARtk * MVtk + ARtg * MVtg}{MVtk + MVtg} \quad (3.6)$$

Onde MVtk é o valor de mercado (da acção) da entidade compradora (bidder) k no dia t=-21 dias antes da data inicial de anúncio do "evento" e MVtg é o valor de mercado da entidade alvo (target) g no dia t=-21 dias antes da data inicial de anúncio da operação. ARtk é o rendimento anormal do *comprador* (bidder) nos 41 dias do período de observação e ARtg é o rendimento anormal da entidade *adquirida* nos 41 dias do mesmo período.

O estudo da significância das operações foi realizado com base no "standartized abnormal return test" de Patell (1976) e no "standartized cross-sectional test" de Boehmer et al (1991).

A aplicação dos testes de Patell e de Boehmer obrigou à estimação dos *rendimentos anormais standartizados* (SARs) para "targets" e "bidders" e entidades combinadas. O cálculo dos SARs foi efectuado de acordo com a seguinte expressão:

$$SAR_{it} = \frac{\hat{\mathcal{E}}_{it}^*}{S_{\hat{\mathcal{E}}_{it}^*}} \quad (3.7)$$

Este cálculo implicou a determinação dos *rendimentos anormais* no período de estimação (245 observações) para cada "evento" $\hat{\mathcal{E}}_{it}^*$, e a determinação da média e desvio padrão dos *rendimentos anormais* no período de estimação $S_{\hat{\mathcal{E}}_{it}^*}$.

$$S_{\hat{\mathcal{E}}_{it}^*}^2 = s_i^2 \left(1 + \frac{1}{L} + \frac{(R_{mt} - \bar{R}_m)^2}{\sum_{\tau=1}^L (R_{m\tau} - \bar{R}_m)^2} \right) \quad (3.8)$$

Onde * representa as variáveis do "event window", L é igual ao número de dias (cotações) no período de estimação, e

$$s_i^2 = \sum_{t=1}^L \frac{\hat{\mathcal{E}}_{it}^2}{L - 2} \quad (3.9)$$

sendo

$$\bar{R}_m = \frac{1}{L} \sum_{t=1}^L R_{mt} \quad (3.10)$$

Os *rendimentos anormais standartizados* (SARs) das *entidades combinadas* foram obtidos de forma semelhante à dos ARs.

$$SAR_{i,transation} = \frac{SARtk * MVtk + SARtg * MVtg}{MVtk + MVtg} \quad (3.11)$$

Apurados os *rendimentos anormais standartizados* foram também calculados os *rendimentos anormais standartizados acumulados* (SCARs) para os diferentes intervalos de análise.

$$SCAR_{it} = \sum_{t=1}^L \frac{\hat{\varepsilon}_{it}^*}{\sqrt{Ls_{\hat{\varepsilon}_t^*}^2}} \quad (3.12)$$

Os rendimentos anormais standartizados médios acumulados (ASCARs ou SCAARs) são calculados depois de os rendimentos anormais standartizados médios (ASARs) terem sido determinados. A expressão usada para o cálculo dos ASCAR_t foi a seguinte:

$$ASCAR_T = \sum_{t=k}^T ASAR_t \quad (3.13)$$

Onde, k = número de dias antes do dia do “evento” t e os ASARs foram calculados com base na seguinte expressão:

$$ASAR_t = \overline{SAR}_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n SAR_{it} \quad (3.14)$$

3.1. Configuração da Amostra

As operações de fusões e aquisições no sector bancário português, consideradas na amostra deste “estudo de eventos”, são as apresentadas no quadro 2 em anexo. O facto de muitas das instituições financeiras que participaram em fusões e aquisições não estarem cotadas na bolsa não permitiu que algumas dessas operações fossem analisadas através desta metodologia (estudo de eventos). Assim, em muitas das transacções, apenas foi possível verificar o comportamento de mercado do adquirente (bidder) ou da entidade adquirida (target).

Este facto, reduz também significativamente a possibilidade de analisar convenientemente através desta metodologia as entidades combinadas (adquirente+adquirido) resultantes das diferentes operações. Muito poucas vezes adquirente e entidade adquirida estão simultaneamente cotados no mercado de capitais português.

Na amostra tomam-se em consideração os seguintes tipos de operações ou “eventos” (quadro 2 em anexo):

- ◆ Fusões entre bancos;
- ◆ Aquisições de blocos de controlo através de OPA ou negociações particulares;
- ◆ Aquisição de lotes significativos de acções que fizeram aumentar o controle de determinada instituição financeira por outra entidade financeira;
- ◆ OPAs potestativas que permitem à entidade compradora obter o controle total e único de determinada entidade financeira.

Como elemento de referência de cada operação considerou-se o anúncio preliminar da OPA publicado no jornal oficial da Bolsa. As operações de aquisições que correspondem ainda a fases de privatização (posteriores a 1 de Janeiro de 1995), mas em que, as empresas alvo (targets) ou as entidades compradoras (bidders) se encontravam já cotadas em bolsa, são também incluídas na amostra.

Excluíram-se da análise situações de parcerias desenvolvidas por bancos portugueses no estrangeiro ou situações de reforço da quota na parceria, por não se enquadrar numa clara situação de aquisição. Excluíram-se também uma série de OPAs formais (e aquisições de blocos de controlo) que se realizaram dentro do mesmo grupo bancário, designadamente do BSCH/TOTTA e BCP/BPA a seguir ao negócio estabelecido pelo grupo Champalimaud e o Banco Santander Central Hispânico.

Finalmente, excluíram-se também à partida operações de aquisições cuja data exacta da ocorrência não tenha sido possível detectar com precisão.

As cotações dos títulos das instituições consideradas na análise foram obtidas através da base de dados, DATIS, da Euronext Lisboa.

3.2. Testes de Hipóteses

Para testar a significância dos rendimentos anormais e dos rendimentos anormais acumulados, recorreu-se ao “*standardized abnormal return test*” de Patell (1976) e ao “*standardized cross-sectional test*” de Boehmer, Musumeci e Poulsen (1991). Estabeleceu-se a *média dos rendimentos anormais* e testou-se se o valor da *média é significativamente diferente de zero*. Assim, aos valores dos *rendimentos anormais "standartizados"* e *rendimentos anormais "standartizados" acumulados* foram aplicados os testes de Patell e os testes de Boehmer cujos resultados se encontram nos quadros 3 e 4 em *anexo*. Foram estabelecidas as seguintes hipóteses a ser testadas contra as respectivas hipóteses nulas, para o total das 42 instituições financeiras da amostra e igualmente para o conjunto mais restrito das entidades combinadas.

A) "Targets":

- Os *rendimentos anormais standartizados* das instituições adquiridas (“targets”) são positivos.
- Os *rendimentos anormais standartizados acumulados* das instituições adquiridas (“targets”) são positivos.

B) "Bidders":

- Os *rendimentos anormais standartizados* dos bancos compradores (“bidders”) são negativos.
- Os *rendimentos anormais standartizados acumulados* dos bancos compradores (“bidders”) são negativos.

C) Conjunto de "targets" e "bidders" da amostra:

- Os *rendimentos anormais standartizados* médios do conjunto das entidades da amostra são significativamente positivos.
- Os *rendimentos anormais standartizados acumulados* médios do conjunto das entidades da amostra são significativamente positivos.

4. RESULTADOS DO TESTE EMPÍRICO

Tendo em consideração o *valor médio dos rendimentos anormais standartizados* e dos *rendimentos anormais acumulados standartizados* para o conjunto total da amostra, e para o subconjunto das entidades combinadas obtiveram-se os resultados descritos nesta secção.

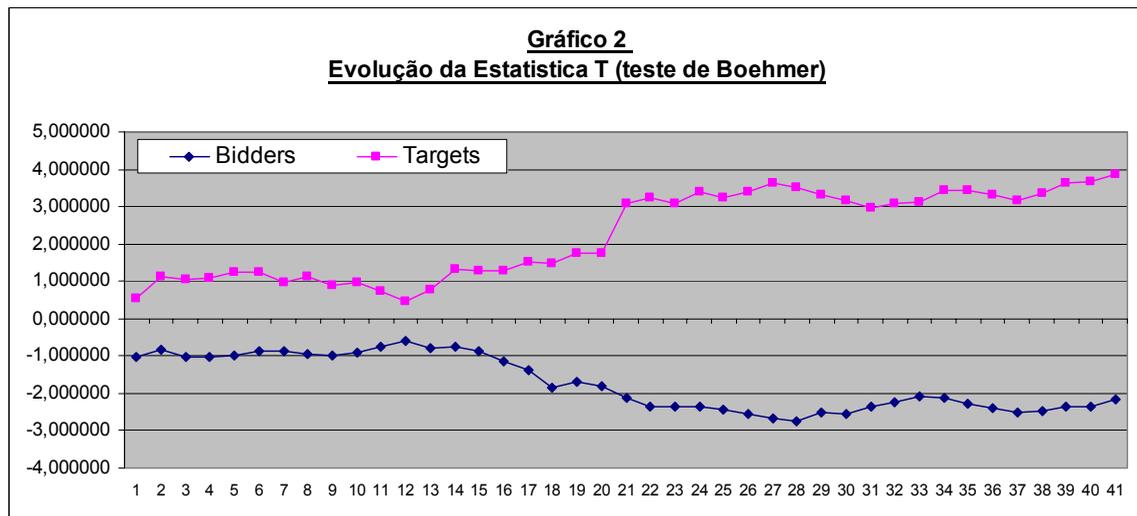
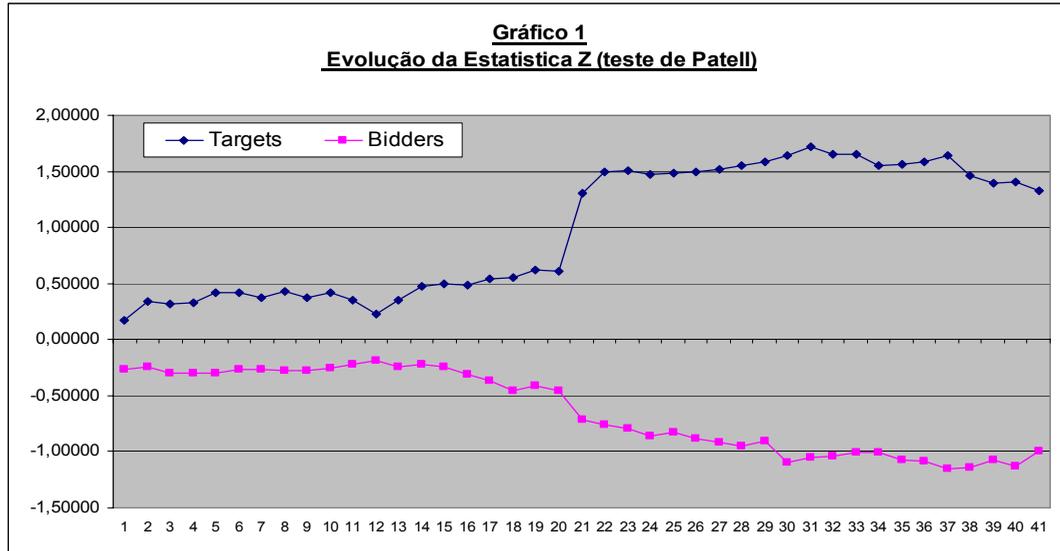
Para o grupo das empresas adquiridas (*targets*) os *rendimentos anormais standartizados* são significativamente positivos, já que a hipótese nula é rejeitada, pelos dois testes, isto é, os accionistas das empresas adquiridas, em média, beneficiaram com as operações de F&As. Este resultado é também confirmado pelos resultados do teste de Boehmer *para os rendimentos anormais standartizados acumulados*. Mas, neste caso, o teste de Patell apenas rejeita a hipótese nula para um nível de significância de 10% (não a rejeita para um nível de significância de 5% e de 1%). Estes resultados não invalidam que se possa concluir que de facto, os accionistas dos bancos adquiridos ou absorvidos nas fusões obtiveram *benefícios positivos* (quadros 3 e 4 do anexo).

No que se refere aos *bancos compradores* verifica-se também que os testes confirmam que estes bancos tiveram *rendimentos anormais negativos*, já que, ambos os testes rejeitam a hipótese nula. Porém, no que diz respeito aos *rendimentos anormais standartizados acumulados* também o teste de Patell não rejeita a hipótese nula, sendo no

CITIES IN COMPETITION

entanto rejeitada pelo teste de Boehmer. De qualquer modo, também aqui se poderá concluir que os accionistas dos bancos compradores tiveram *perdas significativas*, por força das operações de fusões e aquisições desencadeadas (quadros 3 e 4 do anexo).

A representação gráfica dos valores dos dois testes aplicados aos *rendimentos anormais standartizados* permite a análise do comportamento dos SARs no intervalo de observação e a confirmação dos resultados descritos nos parágrafos anteriores.



Porém, quando analisados os resultados do conjunto das operações, isto, é de todos os bancos da amostra (22 bidders +20 targets) a conclusão é menos evidente. Nenhum dos testes rejeita a hipótese nula, pelo que *não se pode concluir* que o resultado do conjunto das operações de fusões e aquisições seja significativamente positivo. A análise dos testes das *entidades combinadas* confirma em linhas gerais os resultados obtidos para a amostra total. No caso dos *rendimentos anormais standartizados* os dois testes não rejeitam a hipótese nula para a entidade combinada. Apenas no caso dos *rendimentos anormais standartizados acumulados* o teste de Patell, rejeita a hipótese nula, para um nível de significância de 10% (não é rejeitada a um nível de significância de 1% e 5%), enquanto o teste de Boehmer não rejeita a hipótese nula, também para o subconjunto das entidades combinadas.

Pode assim concluir-se que, quer para a amostra total, quer para o grupo das entidades combinadas, *os rendimentos anormais standartizados e os rendimentos anormais standartizados acumulados* indicam que não terá havido benefícios significativos para o conjunto dos accionistas das *entidades compradoras (bidders)* e das adquiridas (targets) vistos como um todo. Aquilo que os accionistas dos bancos adquiridos ganharam terá ocorrido à custa dos accionistas das instituições adquirentes.

5. CONCLUSÕES

O sector bancário português experimentou na última década transformações significativas. Por um lado, ocorreram no sector fenómenos especificamente nacionais, isto é, a reprivatização da banca e a sua abertura à iniciativa privada, e a admissão (ou readmissão) de algumas das instituições financeiras no mercado de capitais. Por outro lado, a banca portuguesa sofreu o efeito das transformações financeiras estabelecidas na Europa Comunitária por força da harmonização legislativa do sector e da desregulamentação efectuada e, em particular, por força da concretização da união económica e monetária europeia. Face a este enquadramento, importava compreender se o *controverso* mecanismo das *fusões e aquisições* originou resultados positivos ou negativos.

Utilizando a abordagem do "*estudo de eventos*" foi possível analisar o comportamento de mercado de 20 *instituições financeiras adquiridas* ou incorporadas (targets) e de 22 *instituições compradoras (bidders)* que tomaram parte em operações de fusões ou aquisições na banca portuguesa, no período entre 1 de Janeiro de 1985 e Setembro de 2003. No entanto, apenas foi possível estudar a *entidade combinada* (adquirente e adquirida), num número limitado de operações (dez) já que, uma das intervenientes na transacção ou não estava cotada em bolsa ou deixou de estar logo após a operação.

Verificou-se que os accionistas das *instituições adquiridas*, no seu conjunto, obtiveram *ganhos médios significativos*. Assim, os *resultados deste estudo* no que respeita aos ganhos obtidos pelos accionistas das empresas adquiridas, estão de acordo com os de outros estudos feitos na Europa designadamente, os de Tourani-Rad e Van Beek (1999), de Cybo-Ottone e Murgia (2000) e Beitel e Schiereck (2001), que referem que os accionistas das *instituições financeiras alvo*, em termos médios, obtiveram ganhos significativos.

Porém, sob o ponto de vista das *instituições financeiras adquirentes* os resultados obtidos parecem indicar que as entidades compradoras tiveram resultados nulos ou negativos, contrariando as conclusões de alguns estudos citados que reportam alguns ganhos das instituições compradoras. Também no caso das *entidades combinadas* os resultados deste estudo estão em oposição aos de Cybo-Ottone e Murgia (2000) e Beitel e Schiereck (2001), já que estes autores concluem que do ponto de vista da *entidade combinada* resultante, na Europa, não houve uma simples transferência de riqueza da entidade adquirida para a adquirente, mas uma criação agregada de valor líquido.

Significa assim, que as operações de F&As, em média, nem aumentaram nem reduziram valor para os accionistas da entidade financeira resultante da operação. Os resultados dos dados analisados no presente trabalho estão, porém, mais de *acordo com as conclusões dos estudos americanos* que concluem

maioritariamente que, em média, **as fusões e aquisições no sector bancário não são criadoras de riqueza líquida**. Essa ideia é claramente expressa por **Gayle L. DeLong (2001)** quando diz que *o processo das fusões e aquisições é “um paradoxo”, já que, “de uma maneira geral as F&As não criam valor e continuam mesmo assim a ocorrer”*.

BIBLIOGRAFIA

- BECHER, D. A., (1999): “The valuation effects of bank mergers”, *Journal of Corporate Finance*, 6, pp, 189 - 214,
- BEITEL, P, AND SCHIERECK, D., (2001): “Value creation at the ongoing consolidation of the European banking market,” Working paper 05/01, University of Witten/Herdecke, Presented at the X international conference on banking and finance, Tor Vergata University Rome, December 5-7, 2001,
- BEITEL, P, SCHIERECK, D. AND WAHRENGOUG (2002): “Explaining de M&A-success in European bank mergers and acquisitions” Institute for Mergers and acquisitions (IMA),
- BOEHMER, MUSUMECI AND POULSEN (1991), "Event Study Methodology under conditions of Event-induced variance" *Journal of Financial Economics*, 30, pp, 253-272,
- BROWN, S, AND WARNER, J. (1985): "Using daily stock returns: The case of event studies", *Journal of Financial Economics*, 14, pp, 3 - 31,
- CYBO-OTTONE, A, AND MURGIA, M, (2000):” Mergers and shareholder wealth in European banking”, *Journal of Banking and Finance*, 24, pp, 831 - 859,
- DELONG, G. L. (2001) “Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers”, *Journal of Financial Economics* 2001, 59, pp, 221 - 252,
- DODD, P, AND WARNER, J, (1983): “On corporate governance: A study of proxy contests”, *Journal of Financial Economics*, 11, pp, 401 - 438.
- GOERGEN, MARC AND LUC, RENNEBOOG (2002), "Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids" *European, Financial Management Journal*.
- HOUSTON, J.F, AND RYNGAERT, M. D. (1994): “The overall gains from large bank mergers”, *Journal of Banking and Finance*, 18, pp, 1155 - 1176,
- HOUSTON, J.F., JAMES, C.M, AND RYNGAERT, M. D. (2001):” Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders”, *Journal of Financial Economics*, 60 (2,3), pp, 285 - 331,
- HUDGINS E SEIFERT (1996), “Stockholders and international acquisitions of financial firms: an emphasis on banking”. *Journal of Financial Services Research*, 10 pp. 163-180
- KANE, EDWARD J. (2000), “Incentives for banking megabank mergers: What motives might regulators infer from event-study evidence” *Journal of Money, credit and Banking*, 32, pp 671-701.
- KARCESKI, J., ONGENA, S. AND SMITH, D. C. (2000): “The impact of bank consolidation on commercial borrower welfare”, working paper, August 3, 2000, University of Florida.
- KWAN, S. H. AND R. A. EISENBEIS (1994): “An Analysis of Efficiencies in Banking: A Stochastic Cost Frontier Approach”, Working Paper, Federal Reserve Bank of San Francisco,
- MACKINLAY, A. CRAIG (1997), "Event Studies in economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, 35, pp, 13-39.
- MESCHKE J. FELIX (2002), "CEO Interviews on CNBC" Arizona state University, ASU, Dept of Finance, P.O.box.873906, Tempe, AZ 95287-3906, USA.
- PATELL, J.MJ., (1976), "Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: empirical tests", *Journal of Accounting Research*, 14, 246-276.
- PILLOFF S. J (1996) "Performance changes and shareholder wealth creation associated with mergers of publicly traded banking institutions”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 28, 294-310.
- PILLOFF, S. J. AND SANTOMERO, A. M. (1998): “The value effects of bank mergers and acquisitions”, *Mergers of Financial Institutions*, Amihud, Y, and Miller, G, Norwell, MA, Kluwer Academic Publishers, pp 59-78
- RESTI, A, E GIOVANNI SICILIANO (2000), “Do bank acquisitions increase shareholders’ wealth? A comparison between market-based, and accounting-based performance indicators for some Italian banks”. *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- RHOADES, S. A., (1994) "A Summary of Mergers Performance Studies in Banking,1980-93, and an Assessment of the "Operating Performance and Event Study Methodologies" Board of Governors of the Federal Reserve System, Staff Studies Paper (167)
- ROSE, PETER S., (2002): *Commercial Bank-Management*, the McGraw-Hill Companies, Inc,

FINANCE MANAGEMENT CHALLENGES

- SCHENK, HANS (2000) "On the Performance of Banking Mergers some Propositions and Policy Implications" www.union-network.org/UNISite/Sectors/Finance/Finance.html
- SIEMS, THOMAS (1996) "Bank mergers and shareholder wealth: evidence from 195,s megamerger deals" Federal Reserve Bank of Dallas: Financial Industry Studies, pp 1-12.
- TOYNE (1998), "Interstate bank mergers and their impact on shareholders returns: Evidence from the 1990s." *Quarterly Journal of Business and Economics*, 37 pp, 48.58
- TOURANI-RAD, A. AND VAN BEEK, L., (1999): "Market valuation of European bank mergers", *European Management Journal*, 17 (5), pp, 532 - 540,

ANEXO

Quadro 2 - Amostra do "Estudo de Eventos

	Data anúncio	Banco/Instituição	Banco/Instituição	Tipo de	C. Social
Ano	da operação	Comprador	Adquirido	Operação	Adquirido
1995	10.01.1995	BCP(a)/Império (a)	Banco Português Atlântico(a)	Privatização/OPA	100 %
1995	28.03.1995	M. Confiança(a)	Banco Pinto & Sotto Mayor(b)	Privatiza 2ªF /OPV	20 %
1995	26.04.1995	BPSM/MC (a)	Banco Totta & Açores(a)	Privatização	50 %
1996	2.07.1996	BANIF(a)	B. Comercial dos Açores (b)	Privatização 1ª F	56 %
1996	28.08.1996	BPI(a)	Banco Fomento Exterior (b)	Privatização OPV	65 %
1997	31.07.1997	BCP(a)	Banco Português Atlântico(a)	Aquisição à Império	25 %
1997	7.02.1998	BPI(a)	Banco Universo(b)	Negocia Particular	50 %
1998	22.05.1998	Fusão: Banco BPI(a)	BFE+BBI*BFB (b)	Fusão	100 %
1998	8.06.1998	BCP(a)	Banco Português Atlântico(a)	Aquisição à Império	20,69 %
1999	19.07.1999	BCP(a)	Banco Pinto & Sotto Mayor(a)	OPA condicionada	46,95 %
1999	21.07.1999	BANIF(a)	Banco PRIMUS(b)	Negócio Particular	51%
1999	11.11.1999	BSCH (b)	Banco Totta & Açores(a)	Negócio Particular	94,68 %
2000	11.01.2000	BCP(a)	Banco Mello(a)	Anúncio Acordo Incorp	51%
2000	9.2.2000	BCP(a)	Banco Mello(a)	OPA Geral -OPT	49%
2000	9.2.2000	BCP(a)	Império(a)	OPA Geral -OPT	Total acções não detidas
2000	3.04.2000	BCP(a)	Banco Pinto & Sotto Mayor (a)	An. Acordo Particular	53,05%
2000	6.04.2000	CGD/Parbanca(b)	M. Confiança (a)	Negócio Particular	51,80%
2000	7.04.2000	BSCH(b)	Banco Totta & Açores(a)	An Aquisição res acordo Gr Champalimaud/CGD	97%
2000	19.04.2000	CGD(b)	M. Confiança(a)	OPA Geral	Total acções não detidas
2000	19.04.2000	BSCH(b)	Banco Totta & Açores(a)	OPA/Potestativa	Total acções não detidas
2000	19.05.2000	BES(a)	Tranquilidade(a)	OPA	48,63%
2000	19.06.2000	BCP(a)	BPA (b)/B MELLO(b)	An Fusão/incorpora	100%
2000	31.10.2000	BBVA(b)	Crédit Lyonnais (a)	Negocia Particular	100%
2000	15.12.2000	BCP(a)	Banco Pinto & Sotto Mayor (b)	An Fusão/incorpora	100%
2001	11.01.2001	Banco BPI(a)	Douro SGPS (b)	OPA Geral potestativa	20,17 %
2003	20.03.2003	BANIF(a)	B. Comercial dos Açores (b)	Privatização/OPV	15%
2003	5.06.2003	Rentipar/Finpro(b)	BANIF(a)	OPA	49,78%
2003	27.06.2003	BANIF(a)	B. Comercial dos Açores (b)	OPA	24,42%
2003	10.07.2003	Banco BPI(a)	Banco Universo (b)	Negócio Particular	50%
2003	7.08.2003	CCAM(b)	Central, Banco Investimento (a)	OPA	38,41%

- a) Cotadas em Bolsa no período de observação (event window)
b) Não cotadas em Bolsa no período de observação.

Quadro 3 - Resultados dos testes de Patell e Boehmer**Total da Amostra**

a) Targets (amostra total)	Valor do teste	Estatística t /Nível de significância	Resultado
SARs			
Teste de Patell	5,70	2,45 (nível sign 1%)	Rejeita a hipótese nula
Teste de Boehmer	3,17	2,45 (nível sign 1%)	Rejeita a hipótese nula
SCARS			
Teste de Patell	1,34	1,28 (nível sign 10%)	Rejeita hipótese nula:10%
Teste de Boehmer	4,04	2,45 (nível sign 1%)	Rejeita a hipótese nula
b) Bidders (amostra total)	Valor do teste	Estatística t /Grau de significância	Resultado
SARs			
Teste de Patell	-4,18	-2,45 (nível sign 1%)	Rejeita hipótese nula
Teste de Boehmer	-1,75	-1,65 (nível sign 5%)	Rejeita hipótese nula
SCARS			
Teste de Patell	-1,04	-1,28 (nível sig 10%)	Não rejeita hipótese nula
Teste de Boehmer	-2,06	-1,65 (nível sign 5%)	Rejeita hipótese nula:5%
c) Targets+bidders	Valor do teste	Estatística t /Grau de significância	Resultado
SARs			
Teste de Patell	0,91	1,28 (nível sig 10%)	Não rejeita hipótese nula
Teste de Boehmer	0,46	1,28 (nível sig 10%)	Não rejeita hipótese nula
SCARS			
Teste de Patell	0,18	1,28 (nível sig 10%)	Não rejeita hipótese nula
Teste de Boehmer	0,28	1,28 (nível sig 10%)	Não rejeita hipótese nula

**A. Quadro 4 - Resultados dos testes de Tatell e Boehmer
"Targets" da Entidade Combinada**

a) Targets (Entidade Combi)	Valor do teste	Estatística t /Nível de significância	Resultado
SARs			
Teste de Patell	5,97	2,45 (nível sign 1%)	Rejeita a hipótese nula
Teste de Boehmer	2,94	2,45 (nível sign 1%)	Rejeita a hipótese nula
SCARS			
Teste de Patell	1,47	1,28 (nível sign 10%)	Rejeita hipótese nula:10%
Teste de Boehmer	3,78	2,45 (nível sign 1%)	Rejeita a hipótese nula
b) Bidders (amostra total)	Valor do teste	Estatística t /Grau de significância	Resultado
SARs			
Teste de Patell	-0,33	-2,45 (nível sign 1%)	Rejeita hipótese nula
Teste de Boehmer	-1,69	-1,65 (nível sign 5%)	Rejeita hipótese nula
SCARS			
Teste de Patell	-1,01	-1,28 (nível sig 10%)	Não rejeita hipótese nula
Teste de Boehmer	-1,58	-1,28 (nível sig 10%)	Rejeita hipótese nula:10%
c) Targets+bidders	Valor do teste	Estatística t /Grau de significância	Resultado
SARs			
Teste de Patell	1,61	1,28 (nível sig 10%)	Rejeita hipótese nula: 10%
Teste de Boehmer	1,03	1,28 (nível sig 10%)	Não rejeita hipótese nula
SCARS			
Teste de Patell	0,26	1,28 (nível sig 10%)	Não rejeita hipótese nula
Teste de Boehmer	0,81	1,28 (nível sig 10%)	Não rejeita hipótese nula