

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais

Análise Empírica das Reações do Mercado ao Anúncio de Fusões e Aquisições:

Um Estudo de Casos Portugueses

Rui Miguel Peixoto Semedo

Orientador: Mestre Alcino Tiago Cruz Gonçalves

Presidente: Prof^a. Doutora Cristina Belmira Gaio Martins da Silva

Vogal: Prof. Doutor Pedro Luís Pereira Verga Matos

Setembro 2012

Agradecimentos

O presente trabalho final de Mestrado é nada mais que o resultado de um longo percurso académico que não aconteceria sem agradecer a algumas pessoas que de uma forma ou outra ajudaram para que tal acontecesse.

Ao meu orientador Professor Tiago Gonçalves que sem as suas orientações e sugestões não teria conseguido a elaboração da tese.

Ao meu amigo Alberto Santos e aos meus colegas do Departamento Financeiro de Mercados e Estudos do Banco Espírito Santo SA, em especial atenção para os traders Pedro Serra e Rui Moço por se terem disponibilizado para facultar a informação para a minha base de dados.

Aos meus pais e irmã pela força que sempre me deram e apoio prestado ao longo da minha vida académica e profissional.

À minha namorada Vera Silva, pelo apoio, ajuda e compreensão durante a elaboração da tese.

Ao meu primo Danny Santos, que sem a sua ajuda teria sido muito complicado arranjar alguns artigos utilizados para a compilação desta tese.

É de salientar que algum erro ou má interpretação de algum artigo mencionado nas referências bibliográficas recai inteiramente sobre o autor deste trabalho.

Resumo

Sendo as Fusões e Aquisições um fator muito importante para o crescimento das empresas e para a própria economia, este estudo tem por objetivo analisar as reações de mercado ao anúncio de F&A para empresas adquirentes do Psi-20 e o seu impacto na Rendibilidade Anormal.

Com base na metodologia de estudos de evento, analisou-se os preços das ações de uma amostra de 84 anúncios entre 2002 a 2011, tendo os resultados mostrado que havia impactos positivos na Rendibilidade Anormal no dia do anúncio para as empresas adquirentes.

Posteriormente, essa amostra foi subdividida entre o tipo de pagamento e a natureza de capital, onde os resultados evidenciaram que no caso de pagamentos efetuados em dinheiro e em empresas adquirentes em que a estrutura do capital era concentrada, havia claros indícios de impactos na Rendibilidade Anormal.

Palavras-chave: Fusões e aquisições, psi-20, empresas adquirentes, rendibilidades anormais, estudos de evento, tipo de pagamento, natureza de capital e preço das ações.

Abstract

Being Mergers & Acquisitions a very important factor for the growth of companies and the economy itself, this study aims to examine the market reactions to an M&A announcement for Psi-20 acquirers and its impact on Abnormal Returns.

Based on the methodology of event studies, the share prices of a sample of 84 announcements from 2002 to 2011 were analyzed, and the results showed that there were positive impacts on Abnormal Returns on the day of the announcement for acquirers.

This sample was then divided between payment type and nature of capital, showing that in cases of payments made in cash and acquiring companies where the capital was concentrated, there was a clear evidence of impacts on Abnormal Returns.

Keywords: Mergers & acquisitions, psi-20, bidders, abnormal returns, event studies, type of payment, capital structure and stock prices.

Índice

Resumo	ii
Abstract.....	iii
Abreviaturas.....	vi
Lista de Figuras e Tabelas	viii
Lista de Figuras.....	viii
Lista de Tabelas	viii
1. Introdução.....	1
2. Introdução à Teoria das F&A.....	3
2.1. História das Fusões e Aquisições.....	3
2.2. Tipos de Fusões e Aquisições	5
3. Revisão da Literatura	6
3.1. Investimento.....	6
3.2. Métodos de Pagamento	8
3.3. Reações no Preço das Ações das Empresas Adquirentes ao Anúncio de uma F&A e respetivo Prémio	11
4. Metodologia e Hipóteses.....	15
4.1. Metodologia	15
4.2. Hipóteses.....	17
5. Dados.....	19
5.1. Psi-20	19
5.2. Definição da Amostra	19
5.3. Descrição da Amostra	20
5.4. Definição de Variáveis.....	21
5.4.1. Taxa de Variação do Preço da Acção	21
5.4.2. Cálculo da Rendibilidade Anormal	21
5.4.3. Outras variáveis	22
6. Análise Empírica.....	22
6.1. Análise da amostra.....	23
6.2. Impacto no AR das Empresas Adquirentes	24
6.3. Impacto consoante a Natureza do Capital.....	25
6.4. Impacto consoante o Tipo de Pagamento	27

7. Conclusões	29
8. Referências Bibliográficas	31
9. Anexos.....	35

Abreviaturas

AR: Abnormal Return - Retornos anormais

Bidder: Empresa Adquirente

CAR: Cumulative Abnormal Return - Retornos anormais acumulados

Cash: Dinheiro

EUA: Estados Unidos da América

F&A: Fusão e Aquisição

Kurtosis: Curtose

Leverage: Endividamento

GLA: Ganho líquido da aquisição

Merger Waves: Vagas de fusões e aquisições

M&A: Mergers and Acquisitions – Fusões e Aquisições

PIB: Produto Interno Bruto

Psi: Portuguese Stock Index – Índice da Bolsa de Valores Portuguesa

Psi-20: Principal índice da Bolsa de Valores Portuguesa respeitante às 20 maiores empresas cotadas na bolsa de valores de Lisboa, com maior volume de negócios e liquidez.

Shareholder: Accionista

Skewness: Obliquidade ou Assimetria

Stock: Ações

Takeover: Aquisição

Target: Empresa Alvo

Lista de Figuras, Tabelas e Anexos

Lista de Figuras

Figura 1: Total de anúncios de operações de F&A no Psi-20 entre 2002 e 2011	20
---	----

Lista de Tabelas

Tabela 1: Valor de Simetria e Achatamento da amostra	23
Tabela 2: Impacto do anúncio no AR das empresas adquirentes	24
Tabela 3: Impacto do anúncio no AR quando a estrutura de capital do <i>bidder</i> é concentrado.....	25
Tabela 4: Impacto do anúncio no AR quando a estrutura de capital do <i>bidder</i> é disperso	25
Tabela 5: Testes de igualdade das médias entre grupos por natureza de capital.....	26
Tabela 6: Testes não paramétricos para natureza de capital diferente de concentrado ..	26
Tabela 7: Impacto do anúncio no AR quando o tipo de pagamento é em cash.....	27
Tabela 8: Impacto do anúncio no AR quando o tipo de pagamento é em stock	27
Tabela 9: Teste de igualdade das médias entre grupos por tipo de pagamento (cash vs. outros).....	28
Tabela 10: Testes não paramétricos para o tipo de pagamento diferente de cash.....	28

Lista de Anexos

Anexo 1: Lista das empresas bidder da amostra.....	35
Anexo 2: Constituintes do Psi-20 entre 2002 a 2011	36
Anexo 3: Amostra de dados	38

1. Introdução

As Fusões e Aquisições (F&A) são muito importantes para o mundo empresarial e para a própria economia, dado que são muito poucas as exceções de empresas de referência que ainda não tenham efetuado uma operação deste género para poderem crescer tanto a nível interno como externo. Assim, as empresas têm de estar em constante evolução de modo a acompanharem as tendências de mercado e se manterem na corrida. Para isso, e de forma a poderem continuar no dito “jogo”, têm de passar por operações de F&A ou desinvestimento. Apesar de se ouvir a palavra desinvestimento, não se associa necessariamente a uma perda, dado que, a empresa pode desinvestir num lado para investir noutra que considere ser mais rentável ou viável.

Assim sendo, o objeto de estudo deste trabalho será o de analisar as reações de mercado ao anúncio de F&A para empresas do Psi-20 numa amostra de 84 anúncios, tendo por base a flutuação no preço das ações das respetivas empresas *bidder* e do próprio índice.

Da informação disponível, é de salientar, que para o intervalo de tempo do estudo, nomeadamente de 2002 a 2011, o montante envolvido nos processos de F&A ascende a pouco mais de 22 mil milhões de euros, que é de facto uma quantia notável. No entanto, se compararmos este valor com o de outros países, como os EUA ou Canadá, o mesmo, deixa de ser significativo para se tornar insignificante.

É de recordar que o mercado Português, devido à sua fraca concorrência empresarial, torna o tema de F&A um pouco escasso. No entanto, isso leva a que haja uma maior vontade de pesquisar sobre este tema, que em países como os EUA, Inglaterra e Canadá entre outros, ocorre com alguma frequência e onde essa informação é de fácil acesso.

Apesar da fraca concorrência mencionada anteriormente, o mercado Português é bastante atrativo, onde ainda existem muitas empresas em pontos estratégicos do seu segmento de mercado que estão em poder do Estado, quer por controlo, influência ou monopólio sem possibilidade de concorrência de momento.

A mais diversa literatura, tendo por base estudos de evento¹ para janelas de tempo de pouca duração é questionável, dado que alguns autores sugerem que o *AR* para os *bidders*, independentemente da natureza da operação, é nulo ou estatisticamente insignificante e que o proveito recai todo sobre os *targets*, enquanto outros indicam que o *bidder* ganha com a operação.

Esta situação sugere também que o efeito do pagamento é mais benéfico quando este é feito em dinheiro e também que o mercado considera mais positivo quando a operação de F&A é levada a cabo por empresas de capital concentrado.

Este estudo contribui para a temática das F&A, ou seja, aprofundar a escassa literatura e investigação no mercado português.

Adicionalmente o presente trabalho permite validar a posição minoritária da literatura existente relativa a ganhos por parte do *bidder* na janela mais próxima ao anúncio. Os ganhos anormais no *bidder* no dia do anúncio atingem um valor médio de 1%, o que corresponde a uma rentabilidade anualizada de quase 170%.

Esta tese encontra-se organizada em 7 capítulos, sendo que o primeiro diz respeito à presente introdução.

No capítulo 2 será feita uma pequena introdução à Teoria das F&A, onde se irão descrever as várias vagas e os principais tipos de F&A.

¹ Ver ponto 4. Metodologia e Hipóteses.

No capítulo 3 procede-se à revisão da literatura utilizada, onde se aborda o enquadramento das F&A, as razões para investir, os métodos de pagamento que poderão estar associados a uma operação deste tipo e onde se irão rever as conclusões de vários autores sobre as reações de mercado ao anúncio das F&A e respetivo prémio.

No capítulo 4 apresenta-se a metodologia selecionada e as hipóteses de investigação que irão servir de base a este trabalho.

No capítulo 5 será feita uma breve descrição do Psi-20 e da amostra de dados.

No capítulo 6 descrevem-se os resultados obtidos, sendo que no capítulo 7 serão apresentadas as respetivas conclusões, sem deixar de referir as limitações ao estudo na obtenção de dados.

2. Introdução à Teoria das F&A

2.1. História das Fusões e Aquisições

Antes de entrarmos propriamente na descrição das fusões e aquisições, há que relembrar a história de um modo geral que se encontra por detrás deste tipo de crescimento empresarial.

Na história das F&A podemos contar com as chamadas 5 grandes vagas de fusões e aquisições (“*Takeover/Merger Waves*”), que ao longo dos anos deixaram a sua marca.

As principais razões para estas chamadas vagas, inumeradas pelos mais variados autores, terão sido maioritariamente devido a fatores macroeconómicos, financeiros e jurídicos nomeadamente a flexibilização das regras *anti-trust*, a globalização dos mercados financeiros, a liberalização dos movimentos de capitais, o crescimento do PIB, as taxas de juros e a evolução dos preços das ações, entre outros.

A primeira vaga, também chamada de Grande Vaga (1897 a 1904) que se sucedeu pós depressão de 1883, desenrola-se dentro de um período de grandes mudanças tecnológicas e de inovações em processos industriais e mudanças legislativas. Esta vaga é caracterizada essencialmente por operações de F&A horizontais², que conduziu a concentrações monopolistas dentro de alguns sectores de mercado. (Martynova & Renneboog, 2008). Esta vaga terminou por volta de 1904 com um período de recessão, quando se deu o colapso do mercado de ações, seguido do pânico bancário de 1907 que fechou muitos dos bancos nacionais nos EUA. (Ferreira, 2002; Gaughan, 1996).

A segunda vaga (1916 a 1929), deu-se pós 1º Grande Guerra com o elevado crescimento económico da altura, onde se observa o aparecimento de operações de F&A verticais³. A consolidação de algumas indústrias Americanas permitiu o contínuo desenvolvimento da economia Americana, e levou ao aparecimento de estruturas oligopolistas em alguns sectores. (Ferreira, 2002; Gaughan, 1996). Esta vaga terminou com o *crash* bolsista de 1929, tendo tido alguma influência na recessão e assim na redução do consumo e confiança dos consumidores. (Martynova & Renneboog, 2008).

A terceira vaga (1955 a 1969/70) deu-se como resposta das grandes empresas que procuravam o crescimento, mas viram-se presas devido à intensa fiscalização e controlo de leis *anti-trust* que ao longo dos anos se vinham a aperfeiçoar. A principal notoriedade desta vaga terá sido o grande número de operações de F&A diversificadas, ou seja, a expansão de certas empresas para sectores diferentes, que levou ao aparecimento dos conglomerados⁴. Esta vaga viria a terminar com mais uma descida do mercado de acções em 1970 e a crise do petróleo. (Ferreira, 2002).

² Ver capítulo 2.2 Tipos de F&A

³ Ver capítulo 2.2 Tipos de F&A

⁴ Ver capítulo 2.2 Tipos de F&A

A quarta vaga (1984 a 1987/89) que se sucedeu à recuperação do mercado do *crash* anterior a esta data, caracterizou-se pelo aparecimento de novos produtos financeiros, novos mercados, pelo tipo de pagamento, pelo tipo de F&A apresentada (hostil vs. amigável), pelos elevados níveis de *leverage* e pelas estratégias usadas tanto na defesa como no ataque às F&A, sendo para Gaughan (1996), o tipo de F&A apresentada, a característica mais importante desta vaga. Esta vaga terminou com o fim da grande expansão económica e novamente com o *crash* da bolsa e, embora o número de operações de F&A tenha diminuído acentuadamente, os valores transacionados aumentaram. (Ferreira, 2002).

A quinta vaga surge a partir de 1992 em consequência das evoluções tecnológicas e da recuperação dos mercados e caracteriza-se pela sua natureza estratégica e expansão além-fronteiras das empresas.

A first striking feature of the fifth takeover wave is it's international nature.

In Martynova & Renneboog (2008), p. 7.

Com a liberalização e abertura das fronteiras na Europa, com o aprofundamento do mercado único, com a introdução do euro, com a crescente globalização das empresas e com o desmantelamento de barreiras protecionistas, começamos a observar pela primeira vez, uma vaga caracterizada por operações de F&A na Europa e não nos EUA como até então se observava maioritariamente ou de que há registo. (Ferreira, 2002; Martynova & Renneboog, 2008).

2.2. Tipos de Fusões e Aquisições

De acordo com Brealey et al (2007) e Gaughan (1996) as fusões e aquisições podem dividir-se em três tipos principais, nomeadamente as aquisições horizontais, as verticais e as em conglomerado.

As F&A horizontais envolvem a combinação de empresas do mesmo sector ou linha de negócio, ou seja, empresas concorrentes ou potencialmente concorrentes, sendo este tipo de operação aquele que mais atenção detém perante as autoridades da concorrência.

As F&A verticais, envolvem a combinação de outras empresas em estádios diferentes do processo produtivo, ou seja, a montante os fornecedores e a jusante os clientes e distribuidores, tendo como principal objetivo, a importância estratégica, tanto a nível de custos mais baixos no caso de fornecedores, como de distribuição dos produtos no caso dos distribuidores.

As F&A em conglomerado, envolvem a combinação de empresas de ramos não relacionados entre si, cujos produtos ou serviços oferecidos são diferentes, sendo o seu principal objetivo a diversificação da empresa oferente.

3. Revisão da Literatura

3.1. Investimento

De modo a conseguirem acompanhar as tendências de mercado, as empresas têm no mundo empresarial, de estar em constante evolução e passarem por operações de F&A ou desinvestimento.

Para uma empresa entrar numa F&A existem inúmeras razões, tais como:

- Obtenção de economias de escala

Estas, geralmente usuais nas F&A horizontais, também podendo acontecer nas F&A em conglomerado, são processos em que através da reorganização do processo produtivo se procura aumentar a quantidade total produzida sem que para isso se aumente os custos. (Bastardo e Gomes, 1991; Brealey et al, 2007; Ferreira, 2002; Menezes, 2008).

- Possibilidade de obtenção de benefícios fiscais

Quando duas empresas que estejam em processo de insolvência se fundem numa só, o custo associado será menor do que em separado. O mesmo acontece com os resultados transitados negativos que podem ser reportados em períodos de lucro futuro. (Bastardo e Gomes, 1991; Menezes, 2008).

- Obtenção de economias de integração vertical

Já este processo resulta de uma melhor utilização tanto de processos tecnológicos como de *know-how* disponíveis à empresa. (Bastardo e Gomes, 1991; Brealey et al, 2007; Menezes, 2008).

- Valorização das empresas que para os *bidders* se encontram subvalorizadas

Existem empresas que algumas vezes se encontram subavaliadas e para empresas *bidders* que queiram realizar mais-valias de curto prazo, torna-se uma opção ao revenderem depois da F&A as partes adquiridas a um preço mais elevado. Jordão (2002).

Acquirers often buy other companies only to sell them afterward.

In Kaplan & Weisbach (1992), p. 107.

Num estudo efetuado por Kaplan & Weisbach (1992) em que é analisado um conjunto alargado de operações de F&A entre 1970 e 1980, estes indicam que muitos dos desinvestimentos não representam um fracasso. Da amostra analisada, apenas 44% dos que apresentam um relatório contabilístico para o desinvestimento apresentam um prejuízo no desinvestimento, enquanto os restantes 56% apresentam lucro. Estes verificam também que ao comparar o preço de compra com o preço de venda do

desinvestimento, a maior parte dos negócios são vendidos acima do preço de compra original.

- Aumento de dimensão, poder e maior rapidez na entrada em novos sectores de mercado

Ao entrar num processo de F&A, a empresa tem a possibilidade de crescer tanto a nível interno como externo, quer seja no seu segmento de mercado quer noutra. Muitas empresas quando se desejam internacionalizar vêem o processo de F&A como uma mais-valia, dado que muitas vezes para se estabelecerem num outro país se pode tornar muito complicado, quer em termos de tempo ou dinheiro.

3.2. Métodos de Pagamento

Para os autores Draper & Paudyal (1999), Emery & Switzer (1999), Hansen (1987) entre outros, os métodos de pagamento mais comuns são o pagamento através de dinheiro, de ações ou até mesmo os dois tipos ao mesmo tempo.

Se o pagamento for em dinheiro, o ganho líquido da aquisição (GLA) será:

Para o *Bidder*: $GLA = \text{Sinergias} - \text{Custos}$

Para o *Target*: $GLA = \text{Valor recebido pela Aquisição} - \text{Valor da Empresa}$

Isto só faz sentido se ambos os valores beneficiarem as partes, ou seja, um *bidder* se verificar que o GLA irá dar negativo, não tem sentido em prosseguir com a F&A, por outro lado se o *target* vir que o seu GLA também for negativo, então não terá sentido em vender a empresa. Surge aqui um pouco a ideia de que para uns ganharem, outros terão de perder, dado que tanto para o *bidder* como para o *target* a empresa alvo apresenta um valor diferente.

Mas apesar disto tudo, muitas vezes como é mencionado por Menezes (2008), não é assim tão fácil avaliar o preço de uma empresa, ou seja, se esta se encontra subvalorizada ou sobrevalorizada, dado que o mercado está em constante mudança.

Por outro lado, Roll (1986) na sua Teoria de *Hubris*, diz que os gestores da *bidder* infetados por “arrogância”, pagam demasiado pelas empresas *target* porque são demasiado otimistas e estão mais preocupados com fatores pessoais do que propriamente ganhos económicos.

Jeon et al (2010), Rhodes-Kropf et al (2004) e Shleifer & Vishny (2003) referem que as empresas *bidder* tendem por vezes a aproveitar-se da ineficiência do mercado ou da má avaliação, ou seja, preferem pagar em ações, quando acham que os preços estão sobrevalorizados.

De acordo com Blackburn et al (1997) e Shleifer & Vishny (2003), o tipo de pagamento que a empresa *bidder* seleciona pode depender por vezes de opções estratégicas ou mesmo pessoais dos gestores, sendo que estes muitas vezes estão dispostos a sacrificar o valor da empresa para benefício próprio.

Martynova & Renneboog (2009), apresentam três aspetos que para eles são as principais atenuantes a ter em conta, nomeadamente:

- Partilha de risco

Quando existem incertezas sobre o real valor da empresa *target*, o *bidder* prefere pagar em ações do que em dinheiro, pois assim se houver uma reavaliação negativa do negócio no fim de este estar completo, a perda não será inteiramente do *bidder*. (Martin, 1996).

- Perigo na perda de controlo

Se o *bidder* tiver um conjunto de acionistas que partilham uma mesma visão estratégica para a empresa, receando que um novo membro exterior venha contrariar essa visão ao pagar com ações ou até diluir o seu poder de voto, então preferem o pagamento em *cash*.

- Características da própria oferta

Primeiro se estamos perante uma operação de F&A contra um *target* fora do país do *bidder*, em segundo uma OPA hostil e em terceiro um *target* que não se encontra listado em bolsa, sendo nestes três casos, o pagamento mais desejado o de *cash*. (André & Bem-Amar, 2009; Faccio e Masulis, 2004).

Como suporte à ideia de perda de controlo de André & Ben-Amar (2009) e Martynova & Renneboog (2009), num estudo a empresas Europeias, Blackburn et al (1997) e Eckbo et al (1990) indicam que o método de pagamento está diretamente correlacionado com o poder de controlo dos grandes acionistas. Por vezes, o fundador ou família para não perderem o controlo da empresa a emitir ações ou entregar ações, preferem pagar com *cash*, ideia apoiada também por Faccio e Masulis (2004), mas contrariada por Martin (1996) que indica que não encontra uma relação direta entre a gestão de controlo de uma empresa *bidder* e o método de pagamento em *stock*.

Num estudo efetuado por Eckbo et al (1990), é mencionado que um pagamento misto, pode ser um mecanismo viável para ultrapassar os problemas que um pagamento único em *cash* ou *stock* possa trazer. Esta situação é contrariada por outros autores como Travlos (1997), ao mencionar que a relação não é assim tão direta, visto que para empresas controladas por gestores que efetuam um pagamento misto, a interpretação do mercado irá ser negativa, enquanto se for uma empresa controlada por acionistas então já vai ser positiva pelo mercado.

Martin (1996) menciona que apesar do tamanho da empresa *bidder* não influenciar o método de pagamento, as oportunidades de investimento tanto do *bidder* como do *target* influenciam. Quanto maior as oportunidades de investimento maior a probabilidade de pagamento em *stock* e quanto maior o balanço em dinheiro do *bidder* maior a probabilidade de este pagar em dinheiro.

3.3. Reações no Preço das Ações das Empresas Adquirentes ao Anúncio de uma F&A e respetivo Prémio

De acordo com Martynova & Renneboog (2009) assumindo que o mercado agrega rapidamente toda a informação relevante de uma F&A e que é o melhor avaliador do resultado de uma combinação entre duas ou mais empresas, o anúncio de uma F&A fornece nova informação ao mercado, permitindo a este e aos investidores atualizarem as suas expectativas sobre as empresas em questão e assim alterar os preços que estas estão correntemente a negociar em bolsa.

Essa informação que chega ao mercado pode ir desde o método de pagamento utilizado, até ao tipo de operação de F&A envolvido, que consoante a opinião do investidor/mercado vai alterar os preços, sendo que esta alteração de preços surge como resposta ao facto do mercado achar que a operação vai criar ou não valor.

No entanto Chan (2003) encontra evidências de que alguns investidores avaliam mal as movimentações dos preços das ações e efetuam mais trocas do que aquelas que deveriam efetuar.

Blackburn et al (1997) (num estudo em que analisaram 440 empresas, das quais, 18% envolviam o controlo de gestor com pagamento em cash, 26% o controlo de gestor com pagamento em stock, 10% o controlo de gestor com pagamento misto, 17% o controlo

acionista com pagamento em cash, 22% o controlo acionista com pagamento em stock e 7% o controlo acionista com pagamento misto, onde o intervalo de tempo foi de um período de 6 dias, onde 5 eram anteriores ao dia do anúncio, seguido do dia do anúncio (-5 até 0)), verificaram que já havia retornos anormais nesse período inferior ao dia 0, podendo indicar que haveria alguma fuga de informação relativamente à operação de F&A, suportado também por Huang & Walking (1987) ao indicar que no caso de muitos *bidders*, se a *target* divulgar algum tipo de informação confidencial vantajosa, pode resultar numa oferta ainda maior do prémio.

Numa segunda análise verificaram que para o Cumulative Abnormal Return (*CAR*) a 6 dias, a média e mediana para controlo de gestor para pagamentos mistos era significativamente negativo. Para controlo acionista para pagamento em *stock* a média não era significativamente negativa enquanto para a mediana já era.

Numa terceira análise em que compararam o *CAR* a 6 dias para cada método de pagamento por tipo de controlo empresarial, verificaram que os resultados foram de acordo com as suas expectativas, ou seja, que para a amostra total, para pagamentos feitos em *stock* o retorno foi significativamente negativo, enquanto para pagamentos em *cash* e pagamentos mistos não havia significância no resultado.

Blackburn et al (1997) indica que quando o pagamento da operação à *target* é feito em *cash*, o prémio terá de incluir eventuais despesas que os *target* irão ter com impostos, assim costuma ser consideravelmente maior do que quando o pagamento é feito em *stock*, dado que o imposto apenas é aplicado quando as ações forem vendidas.

Para eles, estudos previamente efetuados numa base fiscal, sugerem que para os *shareholders* da *bidder* é mais vantajoso pagar em dinheiro, enquanto para os gestores das *bidder* é mais vantajoso pagar em *stock*.

O pagamento em *stock* é interpretado pelo mercado, como um sinal negativo isto porque em geral, as empresas *bidder* preferem pagar em *stock* quando acreditam que as suas ações estão em alta, ou seja, sobrevalorizadas, e em *cash* quando acreditam que as suas ações estão subavaliadas.

No entanto, o efeito negativo do pagamento em *stock* pode ser um pouco diluído se se tratar de empresas *bidder* com um grupo de acionistas que apesar de não quererem ver diluído o seu poder de controlo, ou seja, não pagarem em *stock*, sabem que se o fizerem é porque têm a consciência de que estão a investir numa oportunidade de negócio única e vantajosa.

De um ponto de vista estrutural, os gestores que tenham poucas ou nenhuma ações da empresa *bidder* podem optar por um pagamento misto, dado não sentirem o efeito, se o houver, no preço das ações, importando o diferencial entre os seus benefícios próprios e o que podem vir a perder das poucas ou nenhuma ações que possam ter. Por outro lado, se estes gestores tiverem uma quantidade substancial de ações, já pensam duas vezes antes de efetuar um pagamento misto que possa vir a ter impacto no preço das ações.

Assim, a nível estrutural, aquando do anúncio, empresas *bidder* controladas por acionistas maioritários deverão realizar efeitos mais positivos do que aquelas geridas por gestores.

Travlos (1987), no seu estudo, analisou as ofertas públicas de propostas de F&A a empresas *target* por meio de F&A no período de 1972 até 1981 e verificando o AR para o intervalo de -10 até 10, sendo $t=0$ o dia do anúncio, verificou-se que propostas de aquisição usando *stock* têm um efeito negativo nos preços das ações das empresas *bidder*. O AR no dia anterior ao do anúncio apresentou um resultado de -0.78%, no dia do anúncio um resultado de -0.69% e para os dois dias juntos, o CAR apresentou um

resultado de -1.47%. Pelo contrário, ao usar cash em vez de *stock*, o *AR* da *bidder* altera apenas para retornos normais, onde em $t=0$ o resultado é de 0.29% e que em $t=-1$ o resultado é -0.05, ou seja, negativo, mas o *CAR* de ambos os dias apresenta um resultado de 0.24% que é estatisticamente insignificante.

Conclui-se que ao pagar uma operação de F&A através de ações pode dar a indicação ao mercado e aos investidores de que a empresa *bidder* se encontra sobrevalorizada.

Estes analisaram também o impacto do método de pagamento utilizado no sucesso ou insucesso de operações de F&A, tendo concluído que não existe uma direta relação.

No estudo de Martynova & Renneboog (2009), estes encontraram evidências de que pagamento em dinheiro proveniente do próprio *cash-flow* da empresa gera um sinal negativo pois dá a entender que os investidores estão cientes que a finalidade será apenas a de aumentar o poder empresarial e influência da empresa ou de um indivíduo e não em beneficiar os *shareholders*. É também negativo se a forma de pagamento for por *stock*, o que leva a uma redução do preço das ações. Tem-se tornado um método de pagamento cada vez mais utilizado de acordo com outros autores como Andrade et al (2001) e Martynova & Renneboog (2009).

Gera um sinal positivo, quando a empresa vai buscar dinheiro ao mercado para poder fazer a F&A, pois mostra ao mercado que as ações da empresa não estão sobreavaliadas e que a F&A é proveitosa.

De acordo com Martynova & Renneboog (2008), os estudos efetuados nos EUA encontram-se em consonância ao mostrar que anúncios de pagamentos por ações estão associados com significantes *AR* nas ações dos *bidders* e que apresentam piores resultados do que aquelas totalmente pagas em dinheiro. No entanto, indicam que o

mais normal acontecer numa F&A é que o *AR* se centre todo na *target* e na *bidder* seja insignificante.

Jensen e Ruback (1983) referem uma rendibilidade supranormal de 4% para os acionistas das empresas que lançam OPA's e de 0% quando iniciam fusões.

Janel e Poulsen (1994) detetam uma rendibilidade de 1 a 2% nos *bidder*, mas indicam também, que esta rendibilidade tem vindo a decrescer com o tempo, também suportado por Asquith, Bruner e Mullins (1983). Esta descida pode ser resultado do tamanho do prémio pago que costuma ser consideravelmente significativo conforme Blackburn et al (1997).

Moeller et al (2003) indicam que os *AR* dos *bidder* provêm do seu tamanho aquando do anúncio da F&A, ou seja, estes evidenciam no seu estudo que se o anúncio for lançado por um *bidder* de grande dimensão os *AR* irão ser negativos pois o mercado assume que o *bidder* já não tem mais como crescer e então decide comprar outras empresas, no entanto se o anúncio for lançado por um *bidder* de pequena dimensão então os *AR* já vão ser positivos e significativos.

4. Metodologia e Hipóteses

4.1. Metodologia

Para analisar as hipóteses de estudo descritas no ponto 4.2, irá ser utilizada a metodologia de estudo de evento, analisada e descrita por Mackinlay (1997).

De acordo com Mackinlay (1997), o estudo de evento mede o impacto que um determinado anúncio tem no valor de uma empresa. Para ele, assumindo que o mercado é racional e que incorpora imediatamente toda a informação recebida, hipótese apoiada

também por Martynova & Renneboog (2009), então os preços das ações irão variar consoante essa informação.

Stock prices are supposed to reflect the true value of firms, because they are assumed to reflect the discounted value of all future cash flows and incorporate all relevant information.

In McWilliams & Siegel (1997), p. 626-627.

Para McWilliams & Siegel (1997) o estudo de evento é relativamente fácil de utilizar, dado que a única informação necessária será o nome das empresas que entraram no processo de F&A, as datas do anúncio e as cotações das ações.

Para Mackinlay (1997) a estimação da janela de evento é o aspeto mais importante a ter-se em consideração, dado que ao contrário do estudo efetuado por Capron e Pistre (2002) em que utilizaram um intervalo de tempo de $[-20,+1]$, o primeiro autor, indica que este intervalo deverá ser de curta duração de modo a não haver influências externas ao anúncio. De acordo com McWilliams & Siegel (1997) o intervalo de estudo dos AR deverá ser suficientemente longo para captar a reação do mercado ao anúncio da F&A, e suficientemente pequeno para excluir eventos externos. Se o intervalo de estudo dos AR não for de curta duração, então será mais difícil de conseguir separar o que de facto levou à subida/descida das ações, se o anúncio de uma F&A ou se outros eventos como a distribuição de dividendos, a troca de um dos membros do conselho de administração entre outros.

No entanto para Brown & Warner (1985) a utilização de retornos diários afasta-se mais da normal do que retornos mensais.

Assim, para captar o essencial para o nosso cálculo sem cair em eventos externos, irá ser utilizado um intervalo de reduzido espaço temporal de $[-2,+2]$, conforme mencionado no estudo de Fuller et al (2002).

4.2. Hipóteses

Como mencionado previamente, o objetivo deste estudo é o de analisar as reações de mercado ao anúncio de operações de F&A das empresas que em dado momento pertenceram ou pertencem ao índice Psi-20, para o intervalo de tempo de análise.

Assim, irão ser testadas as seguintes hipóteses:

Hipótese 1: O anúncio de uma F&A não tem impacto no preço da ação do *bidder*

$H_0 =$ Anúncio da F&A não tem impacto

$H_1 =$ Anúncio da F&A tem impacto

Neste teste iremos verificar os *AR* das empresas *bidder* envolvidas num processo de F&A, de forma a analisar como se comportam para um reduzido intervalo de tempo aquando do anúncio.

Apesar de a literatura ser controversa, onde os mais variados autores apresentam diferenças de opinião, no mercado Psi-20 o esperado será de que de facto o anúncio não apresenta impactos no *AR* das *bidder*, sendo esta a posição dominante na investigação existente.

Hipótese 2: O impacto não difere consoante a estrutura do capital (concentrado vs. disperso)

$H_0 =$ Não difere consoante a estrutura do capital bidder

$H_1 =$ Difere consoante a estrutura do capital bidder

Nestes testes iremos verificar os *AR* das empresas em questão e verificar se o facto de o seu capital ser concentrado ou disperso terá impactos nos *AR* da *bidder* aquando do anúncio.

O esperado será de que de facto apresenta impactos no *AR*, dado que o mercado, conforme a literatura evidencia, pode assumir que ao ser um capital concentrado pode haver uma maior preocupação do *bidder* ao efetuar operações de F&A tendo em conta a rendibilidade dos acionistas, ao contrário do capital disperso que pode ter em conta apenas decisões de gestores que tenham objetivos de curto prazo.

Hipótese 3: O impacto no preço da ação não difere consoante a natureza do pagamento

$H_0 =$ Não difere consoante a natureza do pagamento

$H_1 =$ Difere consoante a natureza do pagamento

Neste teste iremos verificar os *AR* das empresas em questão e verificar se os vários tipos de pagamento terão ou não impactos nos *AR* da *bidder* aquando do anúncio.

O esperado será de que de facto apresenta impactos no *AR*, dado que o mercado, conforme a literatura evidencia, pode assumir diferentes opiniões:

- No caso do pagamento em *stock* que o *bidder* acha que as suas ações estão sobrevalorizadas e quer ganhar com isso;
- No caso do pagamento em cash por endividamento, estando assim o *bidder* a mostrar que as suas ações não estão sobreavaliadas;
- No caso de pagamento em *cash* do próprio *cash-flow*, que pode induzir que o *bidder* pode investir sem se preocupar com retornos.

5. Dados

5.1. Psi-20

O Psi-20 é o principal índice acionista português na *Euronext* Lisboa, que ao contrário do Psi Geral que engloba todas as empresas cotadas na bolsa portuguesa, apenas engloba as 20 maiores empresas em capitalização bolsista, quer em dimensão quer em liquidez, refletindo diariamente a evolução dos preços dessas ações, desde que transacionadas em pelo menos 20 sessões contínuas.

Desde a sua criação até à data de hoje, o Psi-20 teve sempre como finalidade *servir de indicador da evolução do mercado accionista português e servir de suporte à negociação de contratos de futuros e opções.*

A revisão para a entrada neste índice é feita por uma ou duas vezes por ano (Serra, A. P. & Barros, A., 2011), sendo que ao longo dos vários anos, várias empresas já entraram e saíram do Psi-20, conforme anexo 2.

Para Matos (2007), embora o Psi Geral por ser mais abrangente seja muito mais vocacionado para análises estatísticas, na prática o Psi-20 tomou conta do terreno devido à sua maior influência sobre o próprio mercado.

5.2. Definição da Amostra

Este estudo tem por finalidade observar as reações do mercado de ações ao anúncio de operações de F&A do lado das empresas adquirentes no mercado Português para o Psi-20, de acordo com algumas variantes que podem ou não influenciar essa reação.

É de recordar que o mercado Português, devido à sua fraca concorrência empresarial, torna o tema de F&A um pouco escasso. No entanto, por essa razão existe uma maior

vontade de pesquisar sobre este tema, que em países como os EUA, Inglaterra e Canadá entre outros, ocorre com alguma frequência e onde essa informação é de fácil acesso.

Apesar da fraca concorrência mencionada anteriormente, o mercado Português é bastante atrativo, onde, muitas empresas em pontos estratégicos do seu segmento estão em poder do Estado, quer por controlo, influência ou em monopólio sem possibilidade de concorrência de momento.

5.3. Descrição da Amostra

Após a definição da amostra, passámos para a descrição da mesma. A amostra inicial é composta por 357 operações de F&A no mercado português Psi-20 que estão identificadas e listadas na base de dados da Bloomberg com uma data de anúncio ocorrida entre 1 de Janeiro de 2002 até 31 de Dezembro de 2011 nesse índice e com a moeda EUR.

Dessa mesma amostra foram retiradas as operações de desinvestimento e joint-ventures, dado que o estudo incide sobre o impacto do anúncio nas empresas adquirentes, ficando assim um total de 116 operações.

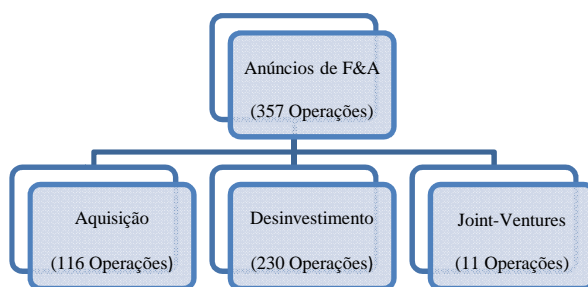


Figura 1: Total de anúncios de operações de F&A no Psi-20 entre 2002 e 2011

De seguida retirou-se as empresas que do lado do *bidder* não pertenciam ao Psi-20 e as empresas que tinham efetuado mais do que um anúncio no prazo de uma semana, ficando assim uma amostra de 84 operações.

Após recolhidas as datas de anúncio e respetivas empresas envolvidas nas operações, procedeu-se à análise dos dados obtidos. Foram também recolhidas as cotações diárias de cada empresa envolvida e do Psi-20, utilizando sempre a cotação de fecho, conforme anexo 3.

Foi também efetuada a subdivisão da amostra de acordo com a natureza de capital⁵ e pelo tipo de pagamento efetuado, e da amostra total de operações retirou-se operações relativas a 18 empresas do Psi-20, conforme o anexo 1.

5.4. Definição de Variáveis

A taxa de variação dos preços das ações e as rendibilidades anormais a rondar a data do anúncio das operações de F&A é calculada com base nas seguintes fórmulas:

5.4.1. Taxa de Variação do Preço da Acção

$$\text{Var Preço}_K = \ln \left[\frac{\text{Preço}_t}{\text{Preço}_{t-1}} \right] \quad (1)$$

Legenda:

Preço_t corresponde à cotação de fecho da acção da empresa ou índice do dia t;

Preço_{t-1} corresponde à cotação de fecho da acção da empresa ou índice no dia t-1.

5.4.2. Cálculo da Rendibilidade Anormal

Para o cálculo do AR, seguimos o método de Fuller et al (2002), dado que pelo facto de existir uma grande probabilidade de que anteriores anúncios de F&A ainda possam estar incluídos no período de cálculos, fazendo assim com que estimações de β não façam sentido.

⁵ Ver capítulo 5.4.3 Outras Variáveis

$$AR = Y_t - X_t \quad (2)$$

Legenda:

Y_t corresponde à variação do preço da acção da empresa;

X_t corresponde à variação do preço da acção do Psi20.

5.4.3. Outras variáveis

Foram também consideradas variáveis Dummy para as várias hipóteses de teste. Para a Natureza do Capital, o valor “0” quando este é disperso e “1” quando este é concentrado. Para o Tipo de Pagamento, o valor “0” quando o pagamento è efetuado em *cash*, “1” quando é efetuado em *stock* e “2” quando efetuado em *cash+stock*, ou seja, misto.

Para um capital concentrado foi considerado que na data do anúncio existia pelo menos um acionista com um capital superior a um mínimo de 2% e que no relatório de contas a estrutura acionista tinha um capital de mais de 50% em participações qualificadas. Para um capital disperso será exatamente o contrário.

6. Análise Empírica

Como referido anteriormente, o objetivos deste estudo é de analisar o impacto do anúncio das F&A nas empresas adquirentes, ou seja, as *bidder*.

Numa primeira etapa, analisa-se a amostra em si e de seguida verifica-se se o impacto dos anúncios das F&A tem reflexão nos *AR* das empresas *bidder*, sem distinção da natureza do capital da *bidder* à data do anúncio e do tipo de pagamento efetuado.

Posteriormente numa primeira fase, irá então ser subdividida a amostra entre capital concentrado e capital disperso e numa segunda fase entre os diferentes tipos de pagamento, ou seja, *cash*, *stock* ou misto, sendo que em relação aos dois últimos as

amostras serão agrupadas devido a serem bastante reduzidas. Estas subdivisões da amostra irão ser feitas com o propósito de avaliar até que ponto a natureza do capital e o tipo de pagamento influenciam os *AR*.

6.1. Análise da amostra

Na tabela 1 são apresentados os resultados da *Skewness* e a da *Kurtosis*. Estas duas medidas estatísticas indicam-nos por um lado a simetria da amostra e por outro a medida de achatamento da amostra.

Tabela 1: Valor de Simetria e Achatamento da amostra

Janela	N	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
AR Dia -2	84	0,00162	0,01910	1,93905	0,26265	7,30814	0,51966
AR Dia -1	84	0,00025	0,01922	1,29676	0,26265	5,51461	0,51966
AR Dia 0	84	0,00661	0,01891	-0,23120	0,26265	0,96826	0,51966
AR Dia 1	84	0,00528	0,02624	1,24825	0,26265	4,22778	0,51966
AR Dia 2	84	-0,00125	0,02037	0,41763	0,26265	1,78962	0,51966

Para a *Skewness*, de acordo com a literatura existente para um $\alpha = 0,05$, se dividirmos a *skewness statistic* pelo *skewness std. error* e obtivermos em módulo um valor superior a 1,96 então estamos perante uma distribuição assimétrica, caso contrário uma distribuição simétrica.

Para os vários dias em questão, pode-se observar que apenas no Dia 0 se tem uma distribuição simétrica enviesada à direita, ou seja, rendibilidades anormais médias positivas. No Dia 2 temos uma distribuição simétrica enviesada à esquerda, enquanto nos restantes uma assimétrica enviesada à esquerda.

Para a *kurtosis*, de acordo com a literatura existente para um $\alpha = 0,05$ no dia do anúncio a distribuição é mesocúrtica visto ser inferior a 1,96, mas leptocúrtica nos restantes dias, visto serem superiores a 1,96.

6.2. Impacto no AR das Empresas Adquirentes

Tabela 2: Impacto do anúncio no AR das empresas adquirentes

Janela	N	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)
AR Dia -2	84	0,00162	0,01910	0,77600	83	0,43995
AR Dia -1	84	0,00025	0,01922	0,12066	83	0,90425
AR Dia 0	84	0,00661	0,01891	3,20495	83	0,00192
AR Dia 1	84	0,00528	0,02624	1,84592	83	0,06847
AR Dia 2	84	-0,00125	0,02037	-0,56382	83	0,57440

De seguida procedeu-se ao teste t para a amostra de valores no intervalo de tempo de estudo $[-2;+2]$, com 83 graus de liberdade. É de recordar que este teste utiliza-se quando queremos testar se a média da população contrai um determinado valor (ou seja, zero), que neste caso seria a hipótese 1 em que se testa se o anúncio da F&A não tem impactos no *bidder*. No dia 0 para $\alpha = 0,05$ rejeita-se H_0 , porque o nível da significância de $p = 0,00192$ é inferior ao α . Se aumentarmos α para 0,1 então já se passa a rejeitar tanto o dia 0 como o dia 1, porque o valor $p < \alpha$.

Estes resultados vão de acordo com a ideia de que os *bidder* ganham aquando duma operação de F&A, suportado por Jordão (2002) ao indicar que muitas vezes as empresas *bidder* compram empresas para depois as venderem a curto prazo se acham que estas estão subavaliadas e de Janel e Poulsen (1994) que detetam uma rendibilidade de 1 a 2% nos *bidder* e também de Asquith, Bruner e Mullins (1983).

No entanto, para os restantes dias, ao nível de significância α não há evidência estatística para rejeitar H_0 , logo não tem impacto. Assim não foi possível suportar a ideia de Blackburn et al (1997) e Huang & Walking (1987) que retornos anormais prévios ao dia do anúncio poderiam significar fuga de informação.

6.3. Impacto consoante a Natureza do Capital

De seguida foi analisado o impacto que poderia ter ou não a natureza do capital da empresa *bidder* no *AR*.

Tabela 3: Impacto do anúncio no *AR* quando a estrutura de capital do *bidder* é concentrado

Janela	N	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)
AR Dia -2	68	0,00137	0,02064	0,54858	67	0,58512
AR Dia -1	68	0,00057	0,02054	0,22878	67	0,81973
AR Dia 0	68	0,00750	0,01867	3,31246	67	0,00149
AR Dia 1	68	0,00380	0,02610	1,20128	67	0,23387
AR Dia 2	68	-0,00170	0,01919	-0,72912	67	0,46847

A tabela 3 acima mostra que para a amostra de 68 anúncios em que a natureza do capital é concentrado, para o dia 0 com $\alpha = 0,05$, o valor p é de 0,001. Neste caso podemos rejeitar a hipótese nula e indicar que de facto o anúncio da F&A tem impacto no *AR* e consequentemente ao ser uma empresa *bidder* de capital concentrado vai ter impacto na reação do *AR*. Nos restantes dias não existe evidência estatística para rejeitar a hipótese nula.

Tabela 4: Impacto do anúncio no *AR* quando a estrutura de capital do *bidder* é disperso

Janela	N	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)
AR Dia -2	16	0,00265	0,01065	0,99635	15	0,33488
AR Dia -1	16	-0,00109	0,01251	-0,34960	15	0,73150
AR Dia 0	16	0,00284	0,02007	0,56624	15	0,57960
AR Dia 1	16	0,01158	0,02672	1,73422	15	0,10338
AR Dia 2	16	0,00063	0,02542	0,09965	15	0,92194

Quanto à natureza do capital ser dispersa, não nos permite tirar uma conclusão dado a amostra ser pequena, conforme tabela 4, onde temos uma amostra de 16 anúncios.

Tabela 5: Testes de igualdade das médias entre grupos por natureza de capital

Janela	Nat.Capital	N	Mean	Std. Deviation	Janela	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means			
						F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	
AR Dia -2	0	16	0.00265	0.01065	AR Dia -2	Equal variances assumed	1.09480	0.29849	0.23977	82	0.81111
	1	68	0.00137	0.02064		Equal variances not assumed			0.35014	45.31086	0.72785
AR Dia -1	0	16	-0.00109	0.01251	AR Dia -1	Equal variances assumed	0.87967	0.35105	-0.30985	82	0.75746
	1	68	0.00057	0.02054		Equal variances not assumed			-0.41600	36.73977	0.67983
AR Dia 0	0	16	0.00284	0.02007	AR Dia 0	Equal variances assumed	0.32321	0.57124	-0.88551	82	0.37847
	1	68	0.00750	0.01867		Equal variances not assumed			-0.84632	21.53084	0.40668
AR Dia 1	0	16	0.01158	0.02672	AR Dia 1	Equal variances assumed	0.05044	0.82286	1.06812	82	0.28860
	1	68	0.00380	0.02610		Equal variances not assumed			1.05267	22.24360	0.30379
AR Dia 2	0	16	0.00063	0.02542	AR Dia 2	Equal variances assumed	1.44678	0.23251	0.40962	82	0.68316
	1	68	-0.00170	0.01919		Equal variances not assumed			0.34433	19.21715	0.73434

De acordo com Pestana & Gageiro (2005), o teste t aplica-se para duas amostras independentes quando se pretende comparar as médias de uma variável quantitativa em dois grupos diferentes de sujeitos e se desconhecem as respetivas variâncias populacionais. O nível de significância de *Levene* indica-nos se variâncias de duas amostras diferentes podem ou não ser assumidas como iguais.

Dos resultados obtidos não existe evidência estatística para rejeitar a hipótese de que as amostras não possam ser assumidas como iguais.

No entanto como a amostra para a natureza do capital ser disperso é inferior a 30, procedeu-se à sua análise através de testes não paramétrico para verificar se as amostras têm ou não desempenhos diferentes, conforme tabela 6, onde foi usado o teste de Mann-Whitney, Kolmogorov-Smimov e Kruskal-Wallis.

Tabela 6: Testes não paramétricos para natureza de capital diferente de concentrado

Janela	Null Hypothesis	α	Test	Sig.	Decision
-2	The Distribution of AR Dia -2 is the same across categories of Natureza Capital \neq Concentrado	0.05	Mann-Whitney	0.327	Não rejeita a Hipotese Nula
			Kolmogorov-Smirnov	0.774	Não rejeita a Hipotese Nula
			Kruskal-Wallis	0.327	Não rejeita a Hipotese Nula
-1	The Distribution of AR Dia -1 is the same across categories of Natureza Capital \neq Concentrado	0.05	Mann-Whitney	0.657	Não rejeita a Hipotese Nula
			Kolmogorov-Smirnov	0.87	Não rejeita a Hipotese Nula
			Kruskal-Wallis	0.657	Não rejeita a Hipotese Nula
0	The Distribution of AR Dia -0 is the same across categories of Natureza Capital \neq Concentrado	0.05	Mann-Whitney	0.219	Não rejeita a Hipotese Nula
			Kolmogorov-Smirnov	0.264	Não rejeita a Hipotese Nula
			Kruskal-Wallis	0.219	Não rejeita a Hipotese Nula
1	The Distribution of AR Dia 1 is the same across categories of Natureza Capital \neq Concentrado	0.05	Mann-Whitney	0.339	Não rejeita a Hipotese Nula
			Kolmogorov-Smirnov	0.598	Não rejeita a Hipotese Nula
			Kruskal-Wallis	0.339	Não rejeita a Hipotese Nula
2	The Distribution of AR Dia 2 is the same across categories of Natureza Capital \neq Concentrado	0.05	Mann-Whitney	0.673	Não rejeita a Hipotese Nula
			Kolmogorov-Smirnov	0.159	Não rejeita a Hipotese Nula
			Kruskal-Wallis	0.673	Não rejeita a Hipotese Nula

De acordo com os testes não paramétricos para o capital disperso a hipótese nula não se rejeita. Assim como indicado por Blackburn et al (1997) aquando do anúncio de uma F&A, o facto da empresa *bidder* ter um capital concentrado irá refletir-se no valor do AR. Indiretamente conclui-se que a estrutura do capital influencia a obtenção de rendibilidades anormais por parte das empresas adquirentes. Tal conclusão resulta de ter sido encontrada uma reação estatisticamente significativa para as empresas de capital concentrado, enquanto as congéneres de capital disperso o mesmo não se pode concluir.

6.4. Impacto consoante o Tipo de Pagamento

Tabela 7: Impacto do anúncio no AR quando o tipo de pagamento é em cash

Janela	N	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)
AR Dia -2	57	0,00133	0,02171	0,46185	56	0,64598
AR Dia -1	57	0,00082	0,02060	0,29913	56	0,76595
AR Dia 0	57	0,00819	0,01860	3,32568	56	0,00156
AR Dia 1	57	0,00472	0,02830	1,26023	56	0,21281
AR Dia 2	57	-0,00180	0,01918	-0,70942	56	0,48101

A tabela 7 acima mostra que para a amostra de 57 anúncios em que o tipo de pagamento é em dinheiro, para o dia 0 com $\alpha = 0,05$, o valor p é de 0,00156. Neste caso podemos rejeitar a hipótese nula e indicar que de facto o anúncio da F&A tem impacto no AR e consequentemente ao se efetuar um pagamento em dinheiro vai ter implicações nos AR.

Tabela 8: Impacto do anúncio no AR quando o tipo de pagamento é em stock

Janela	N	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)
AR Dia -2	6	0,00679	0,00845	1,96864	5	0,10611
AR Dia -1	6	0,00530	0,02953	0,43973	5	0,67849
AR Dia 0	6	-0,00036	0,02544	-0,03480	5	0,97358
AR Dia 1	6	0,00157	0,01314	0,29264	5	0,78155
AR Dia 2	6	0,01334	0,03599	0,90796	5	0,40553

Quanto ao tipo de pagamento ser efetuado por ações, não nos permite tirar uma conclusão dado a amostra ser pequena, conforme tabela 8, onde temos uma amostra de apenas 6 anúncios.

Tabela 9: Teste de igualdade das médias entre grupos por tipo de pagamento (cash vs. outros)

Janela	Tipo Pagamento	N	Mean	Std. Deviation	Janela	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means			
						F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	
AR Dia -2	0	57	0.00133	0.02171	AR Dia -2	Equal variances assumed	0.62623	0.43176	-0.21418	62	0.83111
	1+2	7	0.00313	0.01238		Equal variances not assumed					
AR Dia -1	0	57	0.00082	0.02060	AR Dia -1	Equal variances assumed	0.96975	0.32857	-0.48633	62	0.62845
	1+2	7	0.00497	0.02697		Equal variances not assumed					
AR Dia 0	0	57	0.00819	0.01860	AR Dia 0	Equal variances assumed	0.51624	0.47515	0.76501	62	0.44717
	1+2	7	0.00230	0.02427		Equal variances not assumed					
AR Dia 1	0	57	0.00472	0.02830	AR Dia 1	Equal variances assumed	1.66854	0.20125	0.17443	62	0.86210
	1+2	7	0.00283	0.01244		Equal variances not assumed					
AR Dia 2	0	57	-0.00180	0.01918	AR Dia 2	Equal variances assumed	0.71310	0.40166	-1.64275	62	0.10550
	1+2	7	0.01197	0.03305		Equal variances not assumed					

De acordo com o nível de significância de *Levene* que nos indica se variâncias de duas amostras diferentes podem ou não ser assumidas como iguais, dos resultados obtidos não existe evidência estatística para rejeitar a hipótese de que as amostras não possam ser assumidas como iguais.

Mas dada a reduzida dimensão da amostra por tipo de pagamento diferente de *cash*, procedeu-se a três testes não paramétricos, conforme tabela 10 abaixo mencionada.

Tabela 10: Testes não paramétricos para o tipo de pagamento diferente de cash

Janela	Null Hypothesis	α	Test	Sig.	Decision
-2	The Distribution of AR Dia -2 is the same across categories of Pagamento \neq Cash	0.05	Mann-Whitney	0.384	Não rejeita a Hipotese Nula
			Kolmogorov-Smirnov	0.445	Não rejeita a Hipotese Nula
			Kruskal-Wallis	0.384	Não rejeita a Hipotese Nula
-1	The Distribution of AR Dia -1 is the same across categories of Pagamento \neq Cash	0.05	Mann-Whitney	0.957	Não rejeita a Hipotese Nula
			Kolmogorov-Smirnov	0.967	Não rejeita a Hipotese Nula
			Kruskal-Wallis	0.957	Não rejeita a Hipotese Nula
0	The Distribution of AR Dia 0 is the same across categories of Pagamento \neq Cash	0.05	Mann-Whitney	0.855	Não rejeita a Hipotese Nula
			Kolmogorov-Smirnov	0.871	Não rejeita a Hipotese Nula
			Kruskal-Wallis	0.855	Não rejeita a Hipotese Nula
1	The Distribution of AR Dia 1 is the same across categories of Pagamento \neq Cash	0.05	Mann-Whitney	0.821	Não rejeita a Hipotese Nula
			Kolmogorov-Smirnov	0.909	Não rejeita a Hipotese Nula
			Kruskal-Wallis	0.821	Não rejeita a Hipotese Nula
2	The Distribution of AR Dia 2 is the same across categories of Pagamento \neq Cash	0.05	Mann-Whitney	0.091	Não rejeita a Hipotese Nula
			Kolmogorov-Smirnov	0.154	Não rejeita a Hipotese Nula
			Kruskal-Wallis	0.091	Não rejeita a Hipotese Nula

Conforme se pode observar para os vários testes não paramétricos a significância não é inferior $\alpha = 0,05$, logo não rejeitamos a hipótese nula. Ou seja, não rejeito a hipótese de o mercado não vá reagir se o tipo de pagamento for outro que não o de *cash*.

Assim, como indicado por Travlos (1987) o pagamento em *cash* tem impactos no *AR* da *bidder*.

Já no que refere a outras formas de pagamento e ultrapassadas as limitações da reduzida dimensão da amostra, pelo utilização de testes não paramétricos, não se verificam resultados anormais significativos para pagamentos realizados noutras formas que não *cash*. Indiretamente, pode assim concluir-se que a forma de pagamento é uma variável catalisadora para a existência de reação por parte do mercado no anúncio de uma F&A no preço da ação da empresa *bidder*.

7. Conclusões

As Fusões e Aquisições um fator muito importante para o crescimento das empresas e para a própria economia, dado que são poucas as exceções de empresas de referência que ainda não tenham efetuado uma operação deste género para poderem crescer.

Para este trabalho foram analisados os preços das ações de 84 anúncios de F&A de operações *bidder* do psi-20 listadas na base de dados da bloomberg utilizando um estudo de evento e as conclusões a que se chegou é que no caso do mercado português verificam-se rendibilidades anormais para a empresa *bidder*. Tais AR são particularmente salientes em empresas com capital concentrado e quando o pagamento da operação se faz com recurso a *cash*.

Estes resultados podem ser justificados de duas formas: Por um lado, a juventude do mercado português pode ter-lhe associada algumas limitações de racionalidade. Assim, um anúncio de uma F&A pode de uma forma geral ser acompanhado de uma “excitação emocional” que não seja necessariamente justificada nos valores da operação. Tal reação emocional pode ser exacerbada pela reduzida oferta de ações do *bidder* em estruturas acionistas altamente concentradas. Por outro lado, os resultados obtidos podem ser analisados à luz de argumentos neoclássicos de racionalidade plena do mercado (no seu todo). Assim, em anúncios de F&A pode “sinalizar” excesso de *cash*-

flow ou sobrevalorização da empresa *bidder* de tal forma que o mercado ajusta no dia em que recebe esse sinal. Adicionalmente, uma estrutura de capital concentrada (isto é, em que o controlo está presente nas mãos do acionista) pode indicar um excesso de posição das participações qualificadas ao risco dessa empresa.

O anúncio de F&A sinaliza assim uma tentativa de diversificação do risco realizada no interior da empresa e não na carteira do acionista, pelo que o mercado exigirá, racionalmente um ajustamento na rendibilidade no *bidder* por forma a acompanhar a sinalização de excesso de risco por parte do capital da empresa *bidder*.

Finalmente, a utilização de *cash* como forma de pagamento pode indiciar dificuldades futuras de *cash-flow* na empresa *bidder* e conseqüentemente maior risco nestas. Assim, tal como anteriormente foi exposto, os investidores *outsiders* vão necessariamente ajustar esse risco nas rendibilidades exigidas.

Quanto às limitações à realização deste estudo não se pode deixar de mencionar a dimensão da amostra, as informações disponíveis e o próprio mercado português por ser pouco concorrencial.

Para estudos futuros, é sugerido o uso do *psi* geral de forma a aumentar a amostra e aprofundar o próprio mercado e comparar targets com *bidders*.

8. Referências Bibliográficas

Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. Harvard Business School Working Paper No. 01-070.

André, P., & Ben-Amar, W. (2009). Control threat and means of payment: Evidence from Canadian mergers and acquisitions. International Conference on Governance, Italy.

Bastardo, C. e Gomes, A. R. (1991). Fusões e Aquisições (M&A): Uma abordagem de avaliação de empresas. 3ª ed. Lisboa. Texto Editora.

Blackburn, V. L., Dark, F. H., & Hanson, R. C. (1997). Mergers, method of payment and returns to manager and owner controlled firms. *The Financial Review*, vol. 32, No. 3, pp 569-589.

Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2007). *Princípios de Finanças Empresariais*. 8ª ed. Lisboa. McGraw-Hill.

Brown, S., & Warner, J. (1985). Using daily stock returns – The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp 3-31.

Capron, L., & Pistre, N. (2002). When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*, vol. 23, Issue 9, pp 781-794.

Chan, W. S. (2003). Stock price reaction to news and no-news: drift and reversal after headlines. *Journal of Financial Economics*, vol. 70, Issue 2, pp 223-260.

Draper, P., & Paudyal, K. (1999). Corporate takeovers: Mode of payment, returns and trading activity. *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 26, Issue 5-6, pp 521-558.

Eckbo, B., Giammarino, R., Heinkel, R. (1990). Asymmetric Information and the Medium of Exchange in Takeovers: Theory and Tests. *Review of Financial Studies*, Vol. 3, pp 651-675.

Emery, G., & Switzer, J. (1999). Expected Market Reaction and the Choice of Method of Payment of Acquisitions. *Financial Management*, 28, pp 73-86.

Faccio, M., & Masulis, R. W. (2004). The choice of payment method in European mergers & acquisitions. *The Journal of Finance*, vol. 60, Issue 3, pp 1345-1388.

Ferreira, D. (2002). *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas - Volume I*. 1ª ed. Lisboa. Edições Silabo.

Fuller, K., Netter, J., & Stegemoller, M. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *The Journal of Finance*, vol. 57, Issue 4, pp 1763-1793.

Gaughan, Patrick. (1996). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. 1ª ed. New York. John Wiley & Sons, Inc.

Hansen, R. G. (1987). A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions. *The Journal of Business*, vol. 60, No. 1, pp 75-95.

Huang, Y. S., & Walking, R. (1987). Target abnormal returns associated with acquisition announcements: Payment, acquisition form, and managerial resistance. *Journal of Financial Economics*, 19, pp 329-349.

Jeon, J. Q., Ligon, J. A., & Soranakom, C. (2010). Dividend policy and the method of payment in mergers and acquisitions. Presented in Midwest Finance Association annual meeting. Working paper, USA.

Jordão, J. (2000). *Strategor - Política Global da Empresa*. 3ª ed. Lisboa. Publicações Dom Quixote.

Kaplan, S. N., & Weisbach, M. S. (1992). The success of acquisitions: Evidence from divestitures. *The Journal of Finance*, vol. 47, Issue 1, pp 107-138.

MacKinlay, A. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*. Vol. XXXV, pp. 13-39.

Martin, K. J. (1996). The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership. *The Journal of Finance*, vol. 51. No.4.

Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, Issue 10, pp 2148–2177.

Martynova, M., & Renneboog, L. (2009). What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment? *Journal of Corporate Finance*, vol. 15, Issue 3, pp 290-315.

Matos, F. B. (2007). *Ganhar em Bolsa*. 6ª ed. Lisboa. Publicações Dom Quixote.

McWilliams, A., & Siegel, D. (1997). Event studies in management research: Theoretical and empirical studies. *Academy of Management Journal*, vol. 40, No.3, pp 626-657.

Menezes, H. C. (1998) *Princípios de Gestão Financeira*. 8ª ed Rev. Lisboa. Editorial Presença.

Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2003). Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions?. National Bureau of Economic Research, Working Paper 9523.

Pestana, M., & Gageiro, João. (2005). *Análise de Dados para Ciências Sociais: A Complementaridade do SPSS*. 4ª ed Rev. Lisboa. Edições Sílabo.

Rhodes-Kropf, M., & Viswanathan, S. (2004). Market valuation and merger waves. *The Journal of Finance*, vol. 59, Issue 6, pp 2685-2718.

Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*. vol. 59, No.2, Part 1, pp 197-216.

Serra, A. P., & Barros, A. (2011). Comportamento dos Fundos de Acções nas Revisões do PSI-20. *CMVM - Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, No.38, pp 71-97.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70, pp 295–311.

Travlos, N. G. (1987). Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firm's stock returns. *The Journal of Finance*, vol. 42. No.4, pp 943-963.

9. Anexos

Anexo 1: Lista das empresas bidder da amostra

Nome Empresa:
Banco BPI SA
Banco Comercial Portugues SA
Banco Espirito Santo SA
Brisa Auto-Estradas de Portugal SA
Cimpor Cimentos de Portugal SGPS SA
Cofina SGPS SA
EDP - Energias de Portugal SA
EDP Renovaveis SA
Global Intelligent Technologies SGPS S.A.
Impresa SGPS SA
INAPA - Investimentos Participacoes e Gestao SA
Mota-Engil SGPS SA
Portugal Telecom SGPS SA
Semapa-Sociedade de Investimento e Gestao
Sonae
Sonaecom - SGPS SA
Teixeira Duarte - Engenharia Construcoes SA
Zon Multimedia Servicos de Telecomunicacoes e Mult

Anexo 2: Constituintes do Psi-20 entre 2002 a 2011

Membros PSI20	02-01-2002	31-05-2002	02-10-2002	28-02-2003	02-06-2003	28-11-2003	02-02-2004	02-06-2004	02-11-2004	02-02-2005	02-06-2005	03-11-2005	02-02-2006	02-06-2006	02-11-2006
Altri SGPS SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	×	×	×	×
BPI SA	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
BCP SA	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
BES SA	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
BANIF SGPS SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brisa SA	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
Cimpor SGPS SA	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
Cofina SGPS SA	-	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
Corticeira Amorim SGPS SA	-	-	-	-	-	-	×	×	×	×	×	×	-	-	-
EDP SA	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
EDP Renováveis SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GALP SGPS SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	×
Gescartão SGPS SA	-	-	-	-	-	-	×	×	×	×	×	-	-	-	-
GLINTT SGPS SA	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
Grupo Media Capital SGPS	-	-	-	-	-	-	-	-	×	×	×	×	×	×	-
Grupo Soares da Costa SGPS SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ibersol SGPS SA	-	-	-	×	×	×	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IMPRESA SGPS SA	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
INAPA IPG SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
J. Martins SGPS SA	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
Mota-Engil SGPS SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	×	×	×	×
Novabase SGPS SA	×	×	×	×	×	×	×	×	-	×	×	-	×	×	×
Portucel	×	×	×	×	×	×	×	×	×	-	-	-	-	-	-
PT SGPS SA	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
Reditus SGPS SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	×	×	×	×	×	-
REN SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SAG GEST SGPS	×	×	×	×	×	×	×	×	-	-	-	-	-	-	-
Semapa	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
Sonae	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
Sonae Indústria SGPS SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	×
Sonae Inv. SGPS SA	×	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sonaeecom SGPS SA	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
T.Duarte - Eng. Const. SA	×	×	×	-	×	×	-	-	×	-	-	-	-	-	-
Vodafone Portugal	×	×	×	×	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zon Multimédia	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×

Anexo 2: Constituintes do Psi-20 entre 2002 a 2011 (Cont.)

Membros PSI20	02-02-2007	01-06-2007	02-11-2007	01-02-2008	02-06-2008	06-11-2008	02-02-2009	02-06-2009	06-11-2009	02-02-2010	02-06-2010	05-11-2010	02-02-2011	02-06-2011	02-11-2011
Altri SGPS SA	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
BPI SA	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
BCP SA	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
BES SA	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
BANIF SGPS SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	x	x
Brisa SA	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Cimpor SGPS SA	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Cofina SGPS SA	x	x	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corticeira Amorim SGPS SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EDP SA	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
EDP Renováveis SA	-	-	-	-	-	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
GALP SGPS SA	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Gescartão SGPS SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GLINTT SGPS SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Grupo Media Capital SGPS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Grupo Soares da Costa SGPS SA	-	-	x	x	x	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ibersol SGPS SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IMPRESA SGPS SA	x	x	x	x	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
INAPA IPG SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	x	x	x	-	-
J. Martins SGPS SA	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Mota-Engil SGPS SA	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Novabase SGPS SA	x	x	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Portucel	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
PT SGPS SA	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Reditus SGPS SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
REN SA	-	-	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
SAG GEST SGPS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Semapa	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Sonae	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Sonae Indústria SGPS SA	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Sonae Inv. SGPS SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sonaecom SGPS SA	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
T.Duarte - Eng. Const. SA	-	-	-	-	x	x	x	x	x	x	-	-	-	-	-
Vodafone Portugal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zon Multimédia	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x

Anexo 3: Amostra de dados

Empresa Adquirente (<i>Bidder</i>)	Dt Anúncio	NaturezaCapital*	Pagamento*	AR Dia -2	AR Dia -1	AR Dia 0	AR Dia 1	AR Dia 2
EDP Renováveis SA	17-10-2008	1	0	-0.00425	-0.02484	0.02924	0.01321	0.00663
Inapa	05-07-2010	1	N/A	0.00048	0.00818	-0.00229	-0.01534	-0.02798
BPI	14-05-2002	1	0	0.01018	-0.01671	0.04895	-0.00710	0.01037
BPI	28-04-2005	1	N/A	0.00651	-0.00774	0.02431	-0.01236	0.00713
BPI	14-07-2005	1	0	-0.01659	0.01373	0.00534	-0.01560	0.00960
BPI	25-10-2007	1	1	0.01914	-0.01483	0.02413	-0.00855	-0.04077
Banco Comercial Portugues SA	16-01-2002	0	1	0.00951	-0.02106	0.01310	0.00726	0.01288
Banco Comercial Portugues SA	25-01-2005	0	N/A	0.00953	-0.00626	0.00130	0.00709	-0.02198
Banco Comercial Portugues SA	13-03-2006	0	1	0.00541	-0.00366	-0.04689	0.02457	0.07239
Banco Comercial Portugues SA	17-11-2006	0	1	0.00930	-0.00796	-0.00698	-0.00217	0.01012
Banco Comercial Portugues SA	21-12-2007	0	N/A	-0.00464	-0.00081	0.00259	0.00997	-0.03096
Banco Espírito Santo SA	30-12-2002	1	0	0.00758	0.00112	0.01827	0.03319	-0.00350
Banco Espírito Santo SA	19-09-2005	1	0	-0.00361	-0.00223	-0.00002	0.00292	-0.00634
Banco Espírito Santo SA	30-10-2006	1	0	-0.01051	0.00160	0.00277	0.00124	0.00629
Banco Espírito Santo SA	04-04-2007	1	0	0.00718	-0.00720	-0.00807	-0.00112	-0.01830
Banco Espírito Santo SA	07-01-2008	1	0	-0.01123	-0.00028	0.00968	0.01308	-0.02878
Banco Espírito Santo SA	24-01-2008	1	0	0.08973	-0.02130	0.04908	-0.03031	-0.00974
Banco Espírito Santo SA	11-11-2009	1	0	0.01713	-0.00420	0.00264	-0.00493	0.00232
Banco Espírito Santo SA	27-11-2009	1	0	0.00194	-0.03406	0.04210	-0.02819	0.02461
Banco Espírito Santo SA	08-01-2010	1	0	0.00187	0.02875	0.01025	-0.02438	-0.00346
Banco Espírito Santo SA	08-02-2010	1	0	-0.02251	0.03407	0.03333	-0.00156	0.01151
Banco Espírito Santo SA	26-07-2010	1	0	0.07219	-0.04748	0.01561	0.03402	0.02278
Banco Espírito Santo SA	02-03-2011	1	0	0.01761	-0.03310	0.02079	-0.00627	0.00580
Brisa Auto-Estradas de Portugal SA	13-09-2002	1	0	0.00405	-0.00143	0.00486	0.01116	-0.00962
Brisa Auto-Estradas de Portugal SA	23-02-2005	1	0	-0.04279	0.01230	-0.00221	0.02597	-0.01426
Brisa Auto-Estradas de Portugal SA	16-03-2005	1	0	-0.00243	0.01191	-0.00633	0.00988	-0.00141
Brisa Auto-Estradas de Portugal SA	23-03-2005	1	N/A	0.00828	0.00043	-0.00327	0.00037	-0.01053
Brisa Auto-Estradas de Portugal SA	31-05-2007	1	0	-0.01001	-0.00852	0.02066	-0.01178	-0.00413
Brisa Auto-Estradas de Portugal SA	13-08-2009	1	0	0.00260	0.00182	0.02383	0.00473	-0.04168
Cimpor Cimentos de Portugal SGPS SA	21-10-2002	1	N/A	0.00374	-0.00407	0.01453	0.00478	-0.01520
Cimpor Cimentos de Portugal SGPS SA	09-07-2003	1	N/A	0.00573	-0.00498	0.00036	0.01175	0.00139
Cimpor Cimentos de Portugal SGPS SA	25-10-2004	1	N/A	0.00108	-0.01238	0.00107	0.01765	0.00392
Cimpor Cimentos de Portugal SGPS SA	08-11-2004	1	0	-0.00706	0.00201	0.00208	-0.00493	0.00476
Cimpor Cimentos de Portugal SGPS SA	03-12-2004	1	N/A	0.00869	0.00022	0.00467	0.00118	0.00150
Cimpor Cimentos de Portugal SGPS SA	04-03-2005	1	0	-0.00514	0.01061	0.00430	-0.00080	-0.00264
Cimpor Cimentos de Portugal SGPS SA	07-02-2006	1	0	0.00676	-0.00066	-0.00871	-0.04648	-0.00305
Cimpor Cimentos de Portugal SGPS SA	29-05-2006	1	0	0.01085	0.03375	-0.00189	-0.05453	0.03629
Cimpor Cimentos de Portugal SGPS SA	16-10-2006	1	0	0.00218	-0.00758	-0.00582	0.00029	-0.00056
Cimpor Cimentos de Portugal SGPS SA	15-12-2006	1	N/A	-0.00439	0.01149	0.01632	-0.01038	-0.00680
Cimpor Cimentos de Portugal SGPS SA	12-02-2007	1	0	-0.01112	-0.01120	-0.00220	0.02871	0.00801
Cimpor Cimentos de Portugal SGPS SA	06-12-2007	1	0	-0.00964	0.01683	0.00011	0.02704	0.00344
Cimpor Cimentos de Portugal SGPS SA	29-10-2008	1	0	0.01142	-0.00063	0.01333	-0.02615	0.02400

Anexo 3: Amostra de dados (Cont.)

Cofina SGPS SA	08-07-2002	1	N/A	0.01030	-0.00826	-0.01848	-0.01850	0.00247
Cofina SGPS SA	18-02-2005	1	N/A	0.00693	-0.00228	0.01003	0.01023	-0.01481
Cofina SGPS SA	06-02-2006	1	N/A	-0.00199	-0.00858	0.02695	0.00663	-0.02013
EDP - Energias de Portugal SA	14-11-2003	0	0	0.01900	-0.01248	0.01182	-0.01904	0.00829
EDP - Energias de Portugal SA	27-11-2003	0	0	-0.00295	0.00969	0.00178	0.01966	-0.02070
EDP - Energias de Portugal SA	04-05-2006	0	0	0.00688	-0.00659	0.00426	-0.00613	0.00901
EDP - Energias de Portugal SA	14-12-2006	0	N/A	-0.00119	-0.00004	-0.00782	-0.00224	0.01172
EDP - Energias de Portugal SA	29-09-2008	1	0	-0.00948	-0.00398	-0.03900	0.05987	-0.05278
Global Intelligent Technologies SGPS S.A. (ParaRede)	16-12-2004	0	1	-0.00666	0.02174	-0.00087	0.00028	0.00770
Global Intelligent Technologies SGPS S.A. (ParaRede)	03-02-2005	0	0	-0.00930	0.01969	0.00489	0.09920	-0.02445
Impresa SGPS SA	08-11-2006	1	0	-0.00745	-0.00343	-0.00084	0.01147	-0.00770
Impresa SGPS SA	11-01-2007	1	N/A	0.00260	-0.00369	-0.01024	0.00029	0.01013
Impresa SGPS SA	31-05-2007	1	0	-0.00796	-0.02608	0.01305	0.01404	0.00741
Impresa SGPS SA	14-02-2008	1	N/A	0.04115	-0.03091	0.00977	0.09522	0.03427
Mota-Engil SGPS SA	25-10-2005	1	0	-0.01584	0.00075	-0.00189	0.00230	-0.03546
Mota-Engil SGPS SA	22-12-2005	1	0	-0.02966	0.00354	0.00648	0.00027	-0.02709
Mota-Engil SGPS SA	09-02-2007	1	0	-0.00511	-0.00173	0.03454	-0.00799	-0.00981
Mota-Engil SGPS SA	12-12-2008	1	0	0.05971	-0.03325	-0.02140	-0.00858	-0.00443
Mota-Engil SGPS SA	09-12-2009	1	N/A	-0.01072	-0.01842	-0.03889	0.00783	-0.00981
Mota-Engil SGPS SA	28-05-2010	1	0	-0.00231	0.01947	0.03204	-0.02449	-0.03236
Mota-Engil SGPS SA	08-06-2010	1	0	-0.02751	-0.00589	-0.02521	0.02172	0.05516
Portugal Telecom SGPS SA	30-12-2004	0	0	0.00038	-0.00368	-0.00515	0.01414	-0.00924
Portugal Telecom SGPS SA	04-02-2005	0	N/A	-0.01219	0.00280	-0.00298	0.01217	0.00769
Portugal Telecom SGPS SA	24-03-2006	0	0	0.01215	-0.00946	-0.00434	-0.00185	-0.00867
Portugal Telecom SGPS SA	08-02-2010	1	1	0.00402	0.05757	0.01534	-0.01198	0.01772
Semapa-Sociedade de Investimento e Gestao	04-10-2002	1	N/A	-0.01764	0.00850	-0.00544	0.03740	0.02154
Semapa-Sociedade de Investimento e Gestao	06-07-2004	1	0	-0.00270	-0.00143	-0.04173	-0.05668	0.02749
Semapa-Sociedade de Investimento e Gestao	01-02-2007	1	0	-0.01249	0.01472	0.02915	0.01749	0.00451
Semapa-Sociedade de Investimento e Gestao	06-06-2008	1	0	0.00592	0.00428	0.01038	-0.00184	0.00399
Sonae	08-02-2002	1	0	0.00674	0.00943	0.01535	0.02383	-0.00109
Sonae	20-04-2005	1	0	-0.00771	0.03350	0.01430	0.00824	0.00863
Sonae	27-04-2005	1	0	-0.02511	0.00022	0.01124	0.01477	-0.00772
Sonae	22-02-2006	1	0	-0.01636	-0.01372	0.00186	0.00313	-0.00953
Sonae	25-07-2006	1	0	-0.00836	0.01734	0.01284	-0.00707	0.02080
Sonae	07-05-2007	1	0	0.00015	0.00492	0.03234	-0.00889	0.00333
Sonae	25-08-2008	1	0	-0.01192	0.01794	-0.00913	0.03972	-0.02908
Sonae	20-07-2009	1	2	-0.01883	0.00295	0.01829	0.01036	0.00372
Sonae	11-11-2009	1	0	0.01980	-0.00760	0.03072	-0.00027	-0.01719
Sonaecom - SGPS SA	28-09-2007	1	0	0.01286	0.00021	0.00807	0.09653	0.01649
Teixeira Duarte - Engenharia Construcoes SA	01-07-2003	1	0	0.00672	0.08926	-0.01223	-0.00685	-0.01569
Zon Multimedia Servicos de Telecomunicacoes e Mult	16-01-2008	0	0	0.02125	-0.01619	0.03081	0.03131	0.01622
Zon Multimedia Servicos de Telecomunicacoes e Mult	21-12-2009	0	N/A	-0.01405	0.01678	0.04994	-0.00889	-0.02988

* Ver capítulo 5.4.3 Outras Variáveis, sendo que no caso do Pagamento, o N/A representa a informação que não foi obtida nem através da bloomberg nem através de contactos com as respetivas empresas.