



Departamento de Gestão de Empresas

FUSÕES E AQUISIÇÕES

SECTOR BANCÁRIO PORTUGUÊS

MIGUEL COELHO RODRIGUES DIZ

Dissertação para a obtenção do Grau de Mestre em Finanças

ORIENTADOR: Professor Doutor Jacinto Vidigal da Silva

(Esta dissertação não inclui as críticas e sugestões feitas pelo júri)

2004



Departamento de Gestão de Empresas

FUSÕES E AQUISIÇÕES

SECTOR BANCÁRIO PORTUGUÊS

MIGUEL COELHO RODRIGUES DIZ

Dissertação para a obtenção do Grau de Mestre em Finanças

ORIENTADOR: Professor Doutor Jacinto Vidigal da Silva



(Esta dissertação não inclui as críticas e sugestões feitas pelo júri)

149 346

ERRATA

Página	Linha	Onde se lê	Deve ler-se
4	6	1994	1982
5	32	periodo	período
5	34	rubusto	robusto
6	1	cuminar	culminar
6	20	custos	custos dos negócios propostos
10	23	periodo	período
10	24	objectivos especificos	aos objectivos específicos
10	25, 26 e 27	acionistas	accionistas
11	18	diferenças	diferenças
19	22	n.º 263/2000	n.º 263/2000 de 18 de Outubro
19	22	transpôs	transpôs
19	26	Decreto-Lei n.º 262	Decreto-Lei n.º 262/2001
19	28	Portaria n.º 866/de 24	Portaria n.º 866/2002 de 24
19	29	e o novo	e estabelece o novo
19	29	corretagem	corretagem (euros 3500000).
22	23	n.º 1310/97	n.º 1310/97 de 30 de Junho
26	14	Bassel	Basel
31	17	contabilísticos	contabilísticos
44	17	inviesadas	enviesadas
47	14	a alavancagem	o endividamento
49	7	(Lobue(1984))	(Lobue, 1984)
51	30	racio	rácio
60	12	concluíram	concluíram
61	21 e 24	periodo	período
61	23	con cluíram	concluíram
61	24	diminuido	diminuído
62	5	alerações	alterações
62	13 e 14	parametricas	paramétricas
62	15	dosecor	do sector

ERRATA

Página	Linha	Onde se lê	Deve ler-se
62	19	aparamentemente	aparentemente
62	23	desfazamento	desfasamento
66	20	transação	transacção
67	21	significância	significância
67	27	Pattel	Patell
69	19	dase as	das
72	1	Messumeci	Musumeci
80	22	esssa	essa
82	4, 12 e 27	Batessa	Battese
83	28	Batessa	Battese
84	6	Batessa	Battese
85	15	Rebêlo	Rebelo
85	22	uma 2ª variável Dummy que	uma variável Dummy
88	31	importants	importantes
96	2	teveram	tiveram
96	5	níveis	níveis
145	11, 12, e 22	Rebêlo	Rebelo

ÍNDICE

DESIGNAÇÃO	PÁGINA
Índice	i
Índice de figuras	iii
Índice de quadros	v
Siglas e expressões	vi
Agradecimentos	vii
Abstrat	viii
CAPÍTULO I: INTRODUÇÃO	1
1.1. As fusões e aquisições no sector bancário	1
1.2. A definição do problema	6
1.3. A importância do problema	7
1.4. Objectivo do estudo	8
1.5. Limitações ao desenvolvimento da análise	11
1.6. Desenvolvimento do estudo	12
CAPÍTULO II: AS F&As NO SECTOR BANCÁRIO E A DESREGULAMENTAÇÃO	13
2.1. A regulação e desregulação no sector bancário	13
2.2. O impacto da desregulação nas fusões e aquisições	15
2.3. As autoridades reguladoras das F&As no sector bancário	20
2.4. Categoria de regulação - regulação multinacional	23
CAPÍTULO III: REVISÃO DA LITERATURA	28
3.1. Literatura sobre Fusões e Aquisições	24
3.2. Literatura sobre Fusões e Aquisições no sector bancário	34
3.3. Revisão da literatura de "estudo de eventos"	41
3.4. Revisão da literatura de "medidas de eficiência"	53
CAPÍTULO IV: METODOLOGIAS DE INVESTIGAÇÃO	63
4.1. Metodologia do "estudo de eventos"	63
4.2. Metodologia do estudo de eficiência	73

ÍNDICE

DESIGNAÇÃO	PÁGINA
CAPÍTULO V: DADOS E INFORMAÇÕES	88
5.1. Introdução	88
5.2. Caracterização das amostras	89
5.3. Breve análise económico-financeira das entidades bancárias	94
5.4. Evolução do índice de Mercado (PSI-20)	102
5.5. Breve caracterização da produção e dos factores de produção	103
CAPÍTULO VI: RESULTADOS DA ANÁLISE EMPÍRICA	109
6.1. Introdução	109
6.2. "Estudo de Eventos" - Análise da Criação de Valor	110
6.3. Análise da eficiência	137
CAPÍTULO VII: CONCLUSÃO	146
ANEXOS	151
BIBLIOGRAFIA	162
APÊNDICE 1	178
APÊNDICE 2	205

ÍNDICE DE FIGURAS

DESIGNAÇÃO	PÁGINA
Gráfico 1-Produção Fronteira	76
Gráfico 2-A: ROE - Evolução da Rendibilidade dos Capitais Próprios	95
Gráfico 3-A: Evolução do Endividamento	95
Gráfico 2-B: ROE - Evolução da Rendibilidade dos Capitais Próprios	96
Gráfico 3-B: Evolução do Endividamento	97
Gráfico 3-C: Endividamento da CCAM;	97
Gráfico 4-A e 4-B: ROA - Evolução da Rendibilidade dos Activos	98
Gráfico 5-A: Evolução da Margem de Vendas	99
Gráfico 5-B: Evolução da Margem de Vendas	100
Gráfico 6-A e 6-B- Evolução do “Rácio” de Eficiência	101
Gráfico 7: Evolução anual do Índice de Mercado	102
Gráfico 8: Evolução da “Produção” bancária dos bancos da amostra	104
Gráfico 9: Evolução da “Produção” bancária dos pequenos e médios bancos	104
Gráfico 10: Evolução do custo unitário do capital financeiro	105
Gráfico 11: Evolução do custo salarial por empregado	106
Gráfico 12: Evolução dos custos de estrutura	108
Gráfico 13 – A: Evolução dos Rendimentos Anormais no período do evento – Bidders	112
Gráfico 13 – B: Evolução dos Rendimentos Anormais no período do evento – Bidders	114
Gráfico 13 – C: Evolução dos Rendimentos Anormais no período do evento – Bidders	116
Gráfico 14 – A: Evolução dos Rendimentos Anormais no período do evento – Targets	117
Gráfico 14 – B: Evolução dos Rendimentos Anormais no período do evento – Targets	119
Gráfico 14 – C: Evolução dos Rendimentos Anormais no período do evento – Targets	120
Gráfico 15: Evolução dos Rendimentos Anormais Médios – Targets e Bidders	122
Gráfico 16: Comportamento dos ARs e dos AARs de Targets e Bidders da amostra	123

ÍNDICE DE FIGURAS

DESIGNAÇÃO	PÁGINA
Gráfico 17: Comportamento dos ARs e dos AARs de Totais Entidade Combinada	124
Gráfico 18: Evolução dos ARs e dos AARs Médios de Targets e Bidders Ent Comb.	124
Gráfico 19: Evolução dos SARs no intervalo [-t;+t]	125
Gráfico 20: Comportamento dos SARs Médios de Targets e Bidders Ent Comb	126
Gráfico 21: Evolução dos SCARs Médios no intervalo [-t;+t]	127
Gráfico 22: Evolução dos SCARs Médios de Targets e Bidders Ent Comb	127
Gráfico 23: Evolução dos SCARs Médios e dos SCARS totais da Amostra	128
Gráfico 24: Evolução dos SCAARS Médios e dos SCARS totais Entidades Combi	128
Gráfico 25: Evolução estatística Z (teste de Patell)	132
Gráfico 26: Evolução dos valores dos testes de Patell e Boehmer dos SARs	132
Gráfico 27: Evolução estatística Z (teste de Patell)	133
Gráfico 28-Evolução Eficiência	141
Gráfico 29-Evolução da Produtividade	149

ÍNDICE DE QUADROS

DESIGNAÇÃO	PÁGINA
Quadro 1- Maiores Bancos Mundiais	3
Quadro 2 - Diagrama temporal do “Estudo de Eventos”	62
Quadro 3 - Amostra do “Estudo de Eventos”	90
Quadro 4 - Amostra do estudo de Eficiência	93
Quadro 5 –Diagrama de Análise Dupont	94
Quadro 6 – Caracterização do comportamento anual do Índice de Mercado	102
Quadro 7 – Valores de produção dos bancos	103
Quadro 8 – Taxa real de custos financeiros dos bancos	105
Quadro 9 – Custos salariais unitários por empregado no activo	106
Quadro 10 – Custos unitários de estrutura	108
Quadro 11 – Resultados dos testes de Patell e Boehmer - amostra	131
Quadro 12 – Resultados dos testes de Patell e Boehmer - entidade combinada	134
Quadro 13 – Modelo da função translog e outras funções testadas	140
Quadro 14 – Níveis de Eficiência Técnica no Sector Bancário Português	141
Quadro 15 – Índices de Desenvolvimento Tecnológico	146

SIGLAS E EXPRESSÕES

AR (Abnormal Return) = rendimento anormal

AAR (Abnormal Average Return) = rendimento anormal médio

ACAR ou CAAR (Cumulated Average Abnormal Return) = rendimento anormal acumulado.

ASAR ou SAAR (Standardized Average Abnormal Return) = rendimento anormal médio normalizado ou "standartizado"

ASCAR ou SCAAR (Standardized Cumulated Average Abnormal Return) = rendimento anormal médio normalizado ou "standartizado"

CAR (Cumulated Abnormal Return) = rendimento anormal acumulado.

CMVM = Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

F&As = Fusões e Aquisições.

i.i.d. = *independentes e identicamente distribuídos*

SAR (Standardized Abnormal Return) = rendimento anormal normalizado ou "standartizado"

SCAR (Standardized Cumulated Abnormal Return) = rendimento anormal normalizado ou "standartizado"

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao Prof. Dr. Jacinto Vidigal a disponibilidade, amizade e a confiança que sempre me demonstrou na orientação desta dissertação.

Agradeço ao Prof. Dr. Victor Mendes da CMVM pelos conselhos iniciais sobre a pesquisa de informações referentes ao mercado de capitais.

Agradeço ao Prof. Dr. João Rebelo pela preciosa indicação sobre o programa Frontier 4.1. e ao autor deste programa Prof. Tim Coelli pelo extraordinário instrumento que pôs à disposição do meio académico.

Agradeço à Mestre Dra. Margarida pela troca de opiniões que possibilitou a solidificação de metodologias.

Agradeço ainda à amiga Dra. Lídia Sequeira pelo estímulo e incentivo prestado, e à Dra. Sandra Marina pelo apoio no tratamento dos instrumentos informáticos.

Agradeço a todo o corpo docente do Mestrado da Universidade de Évora que sempre se disponibilizou para responder às minhas perguntas.

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), despite the small number of observations, shows no significant gains contradicting some other European studies but confirming the great majority of American research.

A complementary estimation of the evolution of the efficiency scores, during a period of 8 years (1995-2002), shows that efficiency have not improved, after mergers and acquisitions. On the contrary efficiency has globally decreased during the observed period. The larger banks were those that have supported a greater decrease of the production efficiency.

Resumo

Este trabalho examina os efeitos de valorização provocados pelas fusões e aquisição ocorridas na indústria bancária portuguesa no período de 1995 a 2003, num período de observação de 41 dias (-20, +20). Os resultados mostram alguns ganhos para os accionistas das empresas adquiridas, mas não evidenciam qualquer ganho para os proprietários dos bancos adquirentes.

A entidade combinada (adquirente+adquirido) apesar do pequeno número de observações também não evidencia qualquer ganho significativo, o que contradiz outros estudos europeus, mas confirma os resultados apresentados pela grande maioria dos estudos Americanos.

Uma estimação complementar sobre a evolução dos níveis de eficiência durante um período de 8 anos (1995-2002), mostra que a eficiência não aumentou depois das fusões e aquisições. Pelo contrário houve um decréscimo global na eficiência durante o período analisado. Os maiores bancos foram aqueles que suportaram uma maior diminuição da eficiência da produção.

CAPÍTULO I: INTRODUÇÃO

1.1. As fusões e aquisições no sector bancário

O sector bancário, nas duas últimas décadas, foi palco de uma enorme transformação em todo o mundo. A mudança foi conduzida por um grande progresso tecnológico acompanhado por uma alteração substancial das regras que regulam e enquadram a actividade.

Na Europa, na verdade, o que se verificou foi, não tanto uma regulamentação no sentido restrito do termo, mas antes, uma *harmonização* de normas de enquadramento geral que, em última instância, se traduziu numa *desregulação* da actividade bancária.

A implementação da União Económica e Monetária, a *globalização* em curso, o desenvolvimento da sociedade da informação, o aumento da competição dentro do sector e o desenvolvimento de actividades de *intermediação financeira por entidades não bancárias*, foram factores determinantes para a transformação da actividade bancária no Continente Europeu (Belaisch, Kodres et al, 2001).

Simultaneamente, na Europa, assistiu-se ao desenvolvimento do conceito de *banca universal* (1) que fora inicialmente aplicado na Alemanha com notório sucesso, o qual alargou a esfera de actuação da actividade bancária a outras áreas, designadamente à dos seguros, dos fundos de pensões e da actividade de "broker".

Por sua vez, nos Estados Unidos, o Riegle-Neal Act (2) de 1994 veio também alterar

(1) Na Comunidade Europeia a Segunda directiva bancária (1989) passou a permitir uma nova forma de entidade bancária. Para além da Alemanha, país pioneiro na banca universal, esta directiva passou a ser aplicada em todos os estados membros. Daher (2003) e Banking Industry: Structure and Competition, Addison Wesley Longman (2001).

(2) Riegle-Neal Interstate Banking and Branching (IBBF) Act of 1994. Nos Estados Unidos a Lei "Glass-Steagel (1933) impedia a junção da banca comercial com a banca de investimento. Foi apenas no ano de 1991 que um relatório do Departamento do Tesouro que preconizou a retirada das barreiras entre a banca comercial e a banca de investimento (Sanders e Waters (1994)).

significativamente as regras bancárias. Passou a autorizar o que antes era vedado à actividade bancária, isto é, que as companhias "holding" do sector pudessem passar a adquirir bancos (depois de 29 de Setembro de 1995), e a permitir fusões entre instituições mesmo quando localizados em diferentes Estados (depois de 1 de Junho de 1997). O Gramm-Leach-Bliley Act, publicado pelo Presidente Clinton, em 1999, veio reforçar ainda mais o processo de liberalização do sector bancário dos Estados Unidos (Santomero e Eckies, 2000).

Estas alterações de enquadramento normativo, aliadas a outros factores de natureza económica, foram favoráveis à ocorrência de uma dinâmica actividade de fusões e aquisições sem precedentes na história do sector, quer nos Estados Unidos, quer na Europa, e mesmo, no resto do mundo. O volume de operações de F&A no sector bancário europeu aumentou, de 1990 a 1999, a uma média anual de 23,2%. O número de fusões na Europa, entre 1989 e 1998, foi de 2 250 e de 2 650 nos Estados Unidos (3). Como resultado das fusões e aquisições o número de Instituições Financeiras Europeias foi reduzido passando de 12 378, em 1990, para 8 395, em 1999 (4).

Nos Estados Unidos passou-se de 14 364 bancos, em 1979, para menos de 8 700, em 1998. Os anos 90 foram a "*Era das Megas Fusões*". Estas fusões deram lugar ao aparecimento de superbancos. Muitas foram motivadas por decisões estratégicas tendo por base negócios geradores de rendimentos não tradicionais, operações de consolidação, aumento da eficiência de custos e reforço da presença no mercado (Koch and MacDonald, 2000).

A dinâmica de crescimento e de consolidação, entre os bancos europeus, aumentou significativamente nas últimas décadas e em particular nos últimos 3 ou 4 anos. Dos 30 maiores Bancos Europeus, 18 resultaram de recentes *fusões e aquisições* (Belaisch, Kodres et al, 2001). Este fenómeno tem revelado tendência para acentuar-se, aparecendo o mecanismo das *fusões e aquisições* como uma *etapa do processo de crescimento* das instituições financeiras, que parece ser inevitável (Belaisch, Kodres et al, 2001).

(3) Fonte: Koch and MacDonald (2000) - Bank Management.

(4) Fonte: Banco Central Europeu (2000)

Os 10 maiores bancos a nível mundial, em 2000, que resultaram de grandes fusões e aquisições, eram os constantes no quadro seguinte:

QUADRO 1
MAIORES BANCOS MUNDIAIS em 2000

DESIGNAÇÃO	Valor dos Activos em biliões de USD
1. Deutsche Bank, Alemanha	955,579
2. Bank of Tokyo-Mitsubishi, Japão	726,286
3. Citigroup, U.S.A.	716,937
4. BNP Paribas, França	703,091
5. Bank of America, U.S.A.	632,574
6. UBS, Suíça	616,798
7. HSBG Holdings, U.K./HongKong	601,847
8. Fuji Bank, Japão	561,345
9. Bayerische Hypo Bank, Germany	599,860
10 Sumitomo Bank, Japão	519,153

Fonte: <http://interactive.wsj.com/public/resouces/documents>

Na Europa, não obstante o forte impulso dado às *fusões e aquisições* pelas referidas mudanças estruturais e regulamentares, verificou-se que, de uma maneira geral, elas se revestem ainda um carácter eminentemente nacional. Cerca de 90% do *volume total de transacções relativa a F&A*, entre 1985 e 2000, foram realizadas no espaço nacional, entre bancos do mesmo país. Parece assim, que os bancos europeus procuram consolidar primeiro os mercados nacionais para se tornarem suficientemente fortes, de forma a suportarem a concorrência de um mercado europeu único (Beitel e Schiereck, 2001).

Mas, a *aquisição de bancos europeus* por entidades financeiras *estrangeiras (europeias ou não)* e em particular, os grandes bancos, parece ter tido um desenvolvimento recente, revestindo principalmente a forma de compra de lotes de acções (Beitel e Schiereck, 2001).

Também o sector bancário português, tem acompanhando a tendência internacional e, em particular, a europeia, experimentando nos últimos anos, uma série de aquisições e fusões, que foram progressivamente modificando as linhas de força do sector. Porém, as fusões e aquisições no sector bancário português têm características especiais.

As aquisições na banca começaram com a 1ª revisão da Constituição, em 1994, que permitiu a abertura do sector bancário e dos seguros à iniciativa privada e com o posterior processo de *desnacionalização* 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 desnacionalização das companhias de seguros e dos bancos, de dinamizarem o mercado de capitais e de se constituírem com 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.

A adesão de Portugal à Comunidade Económica Europeia e as novas regras bancárias europeias baseadas no postulado da livre circulação de capitais, associadas à onda de fusões, tiveram também outro reflexo no sector bancário português. Alguns bancos nacionais foram alvo de aquisições por parte de instituições mais fortes, da vizinha Espanha, país onde, o mecanismo das fusões e aquisições originou também, um processo de concentração bancária e um reforço do poder das instituições "leaders".

Como consequência, ou talvez como mecanismo de auto defesa, as instituições bancárias nacionais desencadearam também um processo de expansão fora das fronteiras nacionais através de aquisições ou de acordos de cooperação com instituições estrangeiras. Mas, foram principalmente as fusões e aquisições no mercado nacional que fizeram aumentar a concentração do sector.

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 bancos de outros países colocou os bancos portugueses perante o dilema de crescerem ou serem absorvidos pela concorrência externa. Ao mesmo tempo, a desregulação que as novas regras comunitárias estabeleceram tornaram também mais fácil o processo de realização de operações de fusões e aquisições.

Como refere Pinho (1999) o sistema bancário português no periodo de 1984-1999 é sujeito a uma revolução sem precedentes dando lugar a um sistema bancário mais rubusto e mais virado para o mercado. A onda de fusões e aquisições que se registou

nesse período e se ampliou posteriormente, é como que o cuminar e a consolidação desse processo.

1.2. A definição do problema

Se as fusões e aquisições têm tido um tal desenvolvimento, seria lógico supor que elas são benéficas para o sector, ou pelo menos, para as empresas que as realizam. Seria de esperar que os accionistas, a quem são apresentadas as propostas de fusões ou aquisições de outras instituições financeiras e as aprovam em assembleia-geral, o façam porque esperam daí tirar benefícios. Também se deve admitir como normal, que os gestores bancários que propõem as operações de fusões ou aquisições, o façam com o objectivo de contribuir para fazer prosperar a instituição, de acordo com os interesses dos accionistas, e no cumprimento do mandato que por estes lhes foi conferido.

Embora actualmente se continue a assistir a mais fusões e aquisições no sector bancário de todo o mundo, são já muitos os *estudos teóricos* que põem em causa a eficácia dessas operações. Brealy & Myers consideram as *operações de fusões e aquisições* como, um dos dez problemas não resolvidos em finanças e Myers escreve a este propósito em 1976: "*Mergers are tricky; the benefits and costs of proposed deals are not always obvious*" - As fusões são enganosas; os benefícios e custos não são sempre óbvios" (5).

A actividade bancária norte-americano foi alvo de diversos estudos académicos que, embora tenham chegado a conclusões muitas vezes contraditórias, foram sucessivamente acrescentando contributos para a compreensão do processo das fusões e aquisições no sector. Mesmo assim, com uma quantidade enorme de fusões e aquisições estudadas, nos Estados Unidos, está-se ainda longe de um consenso geral.

Na Europa, apesar das profundas mudanças que o sector bancário experimentou nos últimos anos, com a ocorrência de um grande número de fusões e aquisições, a *investigação desta matéria tem sido insuficiente*. Por isso, o conhecimento existente

(5) Citado segundo: Blasko, Matej/Netter, Jeffrey and José Ph F. Jr.: Value creation and challenges of an international transaction, the DaimlerChrysler Merger, September 2000, International review of Financial Analysis, p 79.

sobre os *resultados positivos ou negativos* das fusões e aquisições obtidos, enquanto factores do processo de consolidação do sector bancário europeu, é actualmente, ainda escasso. Porém, recentemente o número de trabalhos de investigação aumentou significativamente.

1.3. A importância do problema

Se bem que os resultados apurados nos diversos estudos não sejam unânimes, eles permitiram já estabelecer alguns traços marcantes sobre os efeitos das fusões no sector bancário. De acordo com Rose (2002), o principal objectivo de qualquer fusão ou aquisição deve ser, *aumentar o valor de mercado* da empresa através da operação.

Uma das questões importantes relativas às fusões e aquisições que se colocam é saber se resultam na criação de valor através da redução de custos ou na exploração de sinergias. Porém, nem sempre assim sucede. Muitas vezes verifica-se que ocorrem fusões ou aquisições que, à partida, potenciam, pouco ou nenhum valor pela sua realização. O mercado tem tendência a punir as operações que não traduzam uma clara expectativa de criação de valor. Houston e outros (1999) verificaram que o mercado reage de forma positiva ao anúncio de fusões que se espera que reduzam custos. Segundo Koch e MacDonald (2000) os termos de um acordo de F&As devem reflectir o valor do banco resultante, de forma que exceda a soma do valor que os dois tinham antes da operação.

Esta é porém, uma leitura das fusões e aquisições feita no curto prazo. Quando muito, ela antecipa expectativas de valorização futura das entidades resultante da operação. No entanto, nem sempre as expectativas criadas à volta de determinadas fusões e aquisições se vêm a confirmar na prática, quando decorrido um período suficientemente longo que permita ler os resultados efectivamente obtidos. Berger e Humphrey (1997) apontam um período mínimo de 3 anos para que se possam ler os reais efeitos resultantes de uma operação de F&As. Será assim, a análise *ex-post* das fusões e aquisições que de facto vai permitir confirmar a médio prazo, se as operações realizadas conduziram ao êxito ou inêxito.

Acresce que, um bom ponto de partida, isto é, uma operação de fusão ou aquisição que foi valorizada pelo mercado, não irá necessariamente resultar a prazo, numa efectiva melhoria de "performance" da instituição resultante. Um estudo realizado por Frei, Harker e Hunter (1997) demonstrou que não existem práticas de gestão ou estratégias de gestão que possam assegurar os sucessos de um banco. A parte principal do sucesso dos bancos eficientes da amostra estudada, não se deve nem a estratégias engenhosas nem a políticas de recursos humanos criativas nem à utilização massiva de tecnologias de informação. Foi antes, um resultado ditado por um sistema de adequação da prestação de serviços através de uma determinada estratégia e de uma selecção das diferentes opções possíveis que diferenciou a operacionalidade de cada banco.

Assim, são as decisões na área dos processos de produção e as escolhas que definem a transformação dos "inputs" em "outputs" efectivos que determinam a "performance" da instituição. De forma breve, pode dizer-se que a chave da "performance" dos bancos reside na sua capacidade de gestão em criar e executar um conjunto de escolhas de políticas de recursos humanos, de tecnologia e de arquitectura de processos. Contudo não se deve esquecer que este conjunto deve ser alinhado e coerente com a estratégia global da instituição (Boudreault e Lamane, 1999).

Deste modo, pode concluir-se que o real impacto das fusões e aquisições na "performance" das instituições que emergem dessas operações, não pode ser avaliada exclusivamente pelo mercado. Só uma *análise da eficiência*, realizada *à posteriori*, poderá confirmar, *se de facto*, a eficácia da gestão e das estratégias desenvolvidas conseguiram obter êxito da operação, ou se pelo contrário conduziram ao inêxito.

1.4. Objectivo da dissertação

Nos estudos realizados sobre o sector bancário nos Estados Unidos, as opiniões não são unânimes. Alguns desses estudos, como os de Pilloff e Santomero (1998), chegaram à conclusão de que os anúncios das fusões dos bancos, em média, não criam nem destroem valor para o accionista, enquanto outros autores concluíram que *determinados tipos de fusões* criam de facto valor (DeLong, 2001).

Este autor verificou que as fusões que se centram na diversificação de áreas de actividade ou da gama de produtos ou na diversificação da implantação geográfica e linhas de actividades, tendo um grande potencial de poupança de custos, criam valor a seguir ao anúncio.

Os estudos realizados sobre o sector bancário europeu, se bem que ainda pouco numerosos, deixam nalguns casos antever que os resultados das fusões e aquisições obtidos na Europa poderão ser diferentes dos obtidos nos Estados Unidos. Vander Vennet (2002) apontou a existência de algumas diferenças entre os resultados obtidos nestes dois espaços económicos, sublinhando que as fusões e aquisições na Europa terão sido criadoras de riqueza. Esta posição é também em certa medida corroborada por Beitel e Schiereck (2001).

Também em Portugal, o sector bancário no seu todo, e as fusões e aquisições em particular, estão pouco estudadas (6). Assim, **o objectivo deste estudo**, é o de procurar contribuir para o aprofundamento do conhecimento sobre as *consequências das fusões e aquisições na banca portuguesa*, nomeadamente, através da resposta às seguintes questões:

As fusões e aquisições ocorridas no sector bancário português foram criadoras ou destruidoras de valor? Contribuíram para aumentar a eficiência do sector bancário ou, com a concentração verificada fizeram diminuir essa eficiência?

A resposta à primeira questão, será encontrada pelo estudo da ocorrência da criação de valor, isto é, se foram realizados ganhos para os accionistas, e se os resultados obtidos confirmam ou contrariam as conclusões dos estudos existentes sobre a banca europeia (e internacional).

Para tentar dar resposta à segunda interrogação, analisa-se a evolução da eficiência no sector bancário português, ao longo de um período de 8 anos, e tenta-se assim, verificar se, após o processo das fusões e aquisições houve ou não uma melhoria da *eficiência* das instituições que realizaram essas operações.

(6) Merecem especial referência no entanto os estudos realizados por Mendes, V. e Rebelo, J. (1999).

Assim, procura-se complementar a análise de curto prazo, que tem por objecto a leitura do processo das operações de fusão e aquisição no período em que foram desencadeadas e concretizadas, com uma análise a médio prazo, onde se verifica em que medida as fusões e aquisições no sector bancário português se traduziram ou não numa maior eficiência das instituições.

A eficiência produtiva será calculada com base na denominada *eficiência X* de Leibenstein (1966) com base num *painel de dados* das principais instituições do sector bancário português.

Procurará verificar-se em que medida as instituições financeiras portuguesas mais activas no processo de fusões e aquisições obtiveram, ou não, uma maior eficiência X face a outras que estiveram mais passivas, e basearam o seu desenvolvimento principalmente no crescimento orgânico.

Os objectivos gerais da dissertação são os seguintes:

As implicações que as *fusões e aquisições* realizadas na *banca portuguesa* provocaram, ao nível da **criação de valor para os accionistas** quando a operação ocorre, e na análise do **nível de eficiência** que **essas a fusões e aquisições** terão ou não **potenciado** para o futuro.

A caracterização destes objectivos gerais implicam avaliar questões relacionadas com as fusões e aquisições ocorridas em Portugal no periodo entre 1995 e 2003 as quais correspondem objectivos especificos da dissertação que são os seguintes:

Análise da criação de valor para os acionistas dos bancos adquiridos.

Análise da criação de valor para os acionistas dos bancos adquirentes.

Análise da criação de valor para os acionistas da entidade combinada (target+bidder).

Análise da eficiência técnica (TE) do sector bancário português e o seu comportamento anual.

1.5. Limitações ao desenvolvimento da análise

Na análise do sector bancário português, pelas suas características impõe-se recorrer a mais do que uma metodologia.

O facto de nem todos os bancos estarem cotados na bolsa não permite aplicar a *metodologia do estudo de eventos* a todas as operações de fusões e aquisições ocorridas no sector.

Operações de fusões e aquisições importantes, como as realizadas pela Caixa Geral de Depósitos, não se reflectiram no mercado de capitais (pelo menos directamente) já que esta instituição não está cotada em bolsa. Assim, para essas instituições, em vez das cotações, a análise apenas poderá recair sobre o *estudo da "eficiência"* realizado com base nos dados retirados dos balanços e contas de exploração.

Para realizar uma leitura dos efeitos que as fusões e aquisições tiveram sobre as instituições adquirentes (*bidders*) e sobre as empresas alvo (*targets*), será analisada a *eficiência* dos diferentes bancos, procurando identificar-se se existem diferenças visíveis na respectiva rendibilidade por força das operações realizadas (F&As).

Nestes casos, perde-se a leitura do *efeito imediato* sobre o valor da instituição resultante da operação (adquirente+adquirida) que apenas teria sido possível verificar pela metodologia do *"estudo de eventos"*.

Resulta então, a aplicação de duas metodologias: a *metodologia do "estudo de eventos"* aplicadas às instituições cotadas, e uma *metodologia da análise de eficiência* para todo sector (empresa cotadas e não cotadas).

Ao aplicar a **metodologia ao estudo de eventos** às fusões e aquisições realizadas por empresas cotadas na Bolsa, o número de acontecimentos analisados não é tão grande como seria desejável, principalmente quando se analisam as entidades combinadas (adquirente+adquirida) limitando a significância estatística dos resultados obtidos. Esse

foi também um problema que Resti e Siciliano (2000) identificaram quando estudaram as fusões e aquisições em Itália através desta metodologia.

1.6. Desenvolvimento do estudo

O presente estudo irá desenvolver-se do seguinte modo:

No segundo capítulo serão analisadas as alterações regulamentares ocorridas no sector que criaram condições ao desenvolvimento das *fusões e aquisições*, bem como, o recente acordo *Basileia II* que enquadrará a actividade bancária mundial no futuro.

No capítulo III será realizada a revisão da literatura sobre *fusões e aquisições* no sector bancário, desenvolvida nos Estados Unidos e na Europa, e sobre as metodologias de “estudo de eventos” e de “análise de eficiência” utilizadas no estudo empírico.

No quarto capítulo serão apresentados os fundamentos teóricos das metodologias de investigação que são desenvolvidas no estudo empírico.

No quinto capítulo são definidas as amostras que serão utilizadas no estudo, e é apresentada uma série de dados, e outros indicadores de enquadramento dos bancos objecto de estudo.

No capítulo VI são desenvolvidos o “*estudo de eventos*” e a “*análise de eficiência*” e apresentados os respectivos resultados.

Finalmente, no último capítulo apresenta-se uma síntese recapitulativa dos estudos e estabelecem-se as conclusões sobre os resultados gerais alcançados, evidenciando os contributos da dissertação e levantada uma série de questões que não foram respondidas e que podem constituir caminhos para possível investigação futura.

CAPÍTULO II: AS F&As NO SECTOR BANCÁRIO E A DESREGULAMENTAÇÃO

2.1. A regulação e a desregulação no sector bancário

As barreiras à integração global do sector bancário foram significativamente reduzidas, ao longo das duas últimas décadas. Os factores que mais contribuíram para essa redução foram, o levantamento das restrições da regulação às operações de F&As transfronteiriças, os avanços tecnológicos que permitiram melhorar a gestão das instituições financeiras e o aumento das actividades não-financeiras que criaram nova procura para os serviços financeiros (Berger e Smith, 2003).

O processo de desregulação que, nos últimos anos, foi levado a cabo na Europa e nos Estados Unidos, e um pouco por todo o Mundo, propiciou a criação de condições favoráveis ao desenvolvimento de operações de *fusões e aquisições* no sector financeiro internacional, a um nível nunca antes atingido. Jensen (1993), Mitchel e Mulherin (1996) e Weston et al (1998) verificaram que a desregulação foi o factor que conduziu o grande crescimento da actividade das fusões e aquisições no sector bancário.

Isto não significou, porém, que toda a regulação tivesse desaparecido do sector. Com o processo de desregulação, procurou-se antes, reformular as regras de controlo, tornando-as suficientemente gerais e transparentes, de forma a reduzir a intervenção directa das entidades reguladoras. A estas, cabe-lhes agora, principalmente, a missão de intervir de forma correctiva supletiva, apenas quando determinados princípios básicos possam estar a ser postos em causa.

Na União Europeia procurou-se *harmonizar a legislação dos estados membros* e estabelecer directivas com princípios gerais, que passaram a regular o exercício da actividade bancária e seguradora e, de uma maneira geral, todas as actividades de intermediação financeira. Com a criação da União Económica e Monetária e com as novas regras do sector, estabelecidas principalmente, através da 2ª. Directiva comunitária, o caminho para as grandes fusões e aquisições inter-estados das

instituições financeiras europeias, passou a estar facilitado. Actualmente, os bancos têm a possibilidade de procurar sinergias através das fusões e aquisições dentro ou fora das fronteiras nacionais sem a necessidade de autorizações prévias.

Nos Estados Unidos assistiu-se a uma abolição progressiva das barreiras que condicionavam e dificultavam o crescimento e consolidação do sector financeiro, e que foram estabelecidas, principalmente, pelo "Banking Act" de 1933 (Glass-Steagall). Como já se referiu, nos Estados Unidos determinados tipos de fusões estavam vedadas por lei. A desregulação estabelecida, principalmente através do Riegle-Neal Act em 1994, veio criar condições propícias ao aparecimento de uma nova vaga de fusões. Estas medidas possibilitaram a mobilidade geográfica das instituições financeiras, as quais se estenderam para além das fronteiras nacionais e dos espaços económicos europeu e norte-americano, numa perspectiva de globalização.

À medida que se foi desenvolvendo a concentração e consolidação das actividades de intermediação financeira, foi também sentida a necessidade de criar *princípios de regulação* com uma amplitude internacional. Assim, pela iniciativa do Comité de Basileia da Supervisão Bancária (Basel Committee on Banking Supervision) um grupo informal de bancos e companhias de seguros foi criado em 1993, com o objectivo de examinar os aspectos relacionados com a supervisão dos *conglomerados financeiros*.

Na sua sequência, em 1999, no primeiro Fórum de Basileia, foram estabelecidos determinados *princípios gerais* a ter em conta na regulamentação dos conglomerados financeiros. Os trabalhos do Fórum continuaram, e em 2003, surgissem diversas orientações gerais dirigidas para o controle da actividade das instituições financeiras, apresentadas no designado "*Basel II Capital Accord Forum*" ou simplesmente "Basel II". São essas regras que deverão ser implementadas, até ao final de 2006, pelo países que vierem a subscrever o Acordo.

É também esse o quadro no qual a concentração do sector financeiro internacional se desenvolverá e aquele que os processos de *fusões e aquisições* terão que ter em consideração, sob pena de serem contrariados pelas autoridades reguladoras.

2.2. O impacto da desregulação nas fusões e aquisições

As fusões e aquisições têm aparecido como que por vagas, e a actual, terá sido a maior. Os historiadores económicos identificam *três vagas principais* de fusões, de 1893 a 1970, nas empresas norte-americanas [ver Simic (1984) e Greer (1980)].

A primeira, de 1893 a 1904, traduziu-se no estabelecimento de uma série de fusões horizontais, motivadas pelo controle monopolista, que ocorreram logo a seguir ao "Sherman Antitrust Act" de 1890, que classificou como ilegal a *colisão*, mas não as fusões. Esta situação só foi alterada em 1911, com a decisão do "Supreme Court's Northern Trust", que tornou claro que o caminho para o *monopólio*, através das fusões e aquisições, estava também interdito pelas leis "anti-trust".

A segunda fase, de 1926 a 1930, caracterizou-se pelo estabelecimento de fusões horizontais resultando em oligopólios, pelo que, um pequeno número de grandes empresas dominava um sector, e que terminou com o colapso da Bolsa de Nova York, associado à grande depressão.

A terceira vaga, de meados dos anos 50 até aos anos 70, foi constituída por fusões do tipo conglomerado através das quais as empresas procuraram diversificar as suas actividades. Conduzidas pelo "Celler-Kefauver Merger Act" (1950), que teve um forte efeito negativo nas fusões horizontais, e pela teoria financeira da diversificação, a onda de fusões terminou em 1970, com o declínio do mercado de títulos, que desgastou a base dos capitais próprios através de aquisições com recurso ao endividamento.

Muitos autores sugerem a existência de uma *quarta vaga* de fusões nos anos oitenta, talvez iniciada no final dos anos 70. Porém, o valor médio da dimensão das empresas desde o valor máximo de 1969 baixou significativamente de uma taxa de 25 para uma de 10. No entanto, o ano de 1984 foi significativo pelo número de grandes fusões realizadas (Ott e Santoni, 1985).

No caso específico da recente onda de fusões e aquisições no sector bancário, o "Riegle-Neal Act", de 1994, parece ter sido um decisivo impulsionador.

As fusões e aquisições dos bancos ficaram facilitadas pela flexibilização dos regulamentos federais e estaduais e pelo levantamento de algumas restrições às actividades do sector financeiro. Nos Estados Unidos, entre 1990 e 1998, ocorreu um número médio de cerca de 500 fusões e aquisições por ano, que excedeu largamente as 345 por ano do período de 1980-1989 (Brewer et al, 2001). Como resultado desta actividade, o número de bancos operando naquele país decresceu cerca de 30% desde 1990 até 1998.

Antes do “Riegle-Neal Act”, as leis federais e dos estados colocavam várias restrições às fusões e aquisições dos bancos. O “McFadden Act” (1927), impedia os bancos de terem filiais fora de cada estado, admitindo no entanto, algumas excepções. Por força do “Crash” de 1933 o “McFadden Act” foi modificado pelo “Banking Act” de 1933 (Glass-Steagall) que colocou os bancos sob a alçada das leis estaduais. De uma maneira geral, as leis de cada estado impediam que bancos de outros estados adquirissem bancos dentro das suas fronteiras.

O “Banking Act” de 1933 (Glass-Steagall) criou a “Federal Deposits Insurance Corporation” (FDIC) como autoridade reguladora e separou a actividade seguradora da actividade bancária. Impediu também que as actividades de banco comercial e de banco de investimento, pudessem ser realizadas pela mesma entidade.

Uma vez que as empresas “holding” tinham conseguido torpear o “Banking Act” de 1933, a Emenda de 1956 (Douglas Amendment of the Bank Holding) veio proibir expressamente, que companhias “holding” adquirissem bancos noutra estado, sem a autorização explícita desse estado. Só em 1991, é que um relatório do Departamento do Tesouro preconizou a supressão das barreiras entre a actividade bancária e comercial. Este relatório sustentou a criação de sociedades “holding” de serviços financeiros com filiais de diferentes áreas financeiras, designadamente, companhias de seguros, bancos comerciais e bancos de investimentos. Mas, era sugerido que estas “holdings” não pudessem ter participações em empresas não financeiras (Benston, 1994) e (Sauders e Walters, 1994).

O “Riegle-Neal Interstate Banking e Branching Efficiency Act” (IBBEA) de 1994, ou simplesmente, “Riegle-Neal Act”, passou a permitir que as “holdings” dos bancos

adquirissem bancos em quaisquer estados, a partir de 29 de Setembro de 1995, e a aceitar fusões entre bancos situados em diferentes estados, a partir de 1 de Junho de 1997. O “Riegle-Neal Act”, passou também a permitir que os bancos consolidassem as filiais (*branches*) dentro de cada estado com as filiais existentes fora do estado, ou com filiais individuais obtidas pelo mecanismo das fusões e aquisições.

Em 2 de Novembro de 1999, o Presidente Clinton, assinou a *lei de modernização dos serviços financeiros* (Gramm-Leach-Bliley Act) que passou a autorizar os bancos, a fundirem-se com empresas gestoras de carteiras de títulos e companhias de seguros, através de “holdings” financeiras. Esta lei permitiu aumentar as oportunidades de fusões e aquisições para as organizações bancárias, e pode ter conduzido à recente onda de consolidação do sector bancário americano e à sua fusão com sectores de outros serviços financeiros.

Também na Europa ocorreram alterações profundas no sector bancário e na actividade financeira em geral. As últimas décadas testemunharam um conjunto de mudanças regulamentares e avanços tecnológicos que, em conjunto, redefiniram o quadro do sector bancário europeu (Skipper, 2001).

Na União Europeia, a *primeira directiva* sobre a coordenação bancária (Directiva n.º 77/780 do Conselho de 12 de Dezembro de 1977) o “livro banco” da União Europeia (1985) e a *segunda directiva* de coordenação bancária (Directiva n.º 89/646 do Conselho, de 15 de Dezembro de 1989) construíram pontos de referência básicos para o estabelecimento do *mercado único* para os serviços financeiros, em 1 de Janeiro de 1993.

Na Comunidade Europeia a segunda directiva bancária (1989) permitiu a criação de uma nova forma de instituição financeira, o designado *banco universal*. A Alemanha foi o país pioneiro neste tipo de organização bancária (Daher, 2003). Esta directiva é aplicada a todos os países membros da U. E., e, deste modo, os bancos, as sociedades de investimento e as companhias de seguros passaram a poder deter participações recíprocas ilimitadas (Daher, 2003).

Todos os países da União Europeia passaram a permitir, tanto, actividade bancária como de gestão de carteiras de títulos em qualquer região da UE, até ao limite que é permitido pelas instituições de cada país de origem da instituição (Skipper, 2001).

Todos os países permitem também, tanto as actividades bancárias como de gestão de carteiras de títulos, dentro de um mesmo conglomerado, e muitos permitem ainda, que tais actividades estejam concentradas numa mesma entidade. Porém, as actividades de seguros vida e não vida, em regra, deverão ser desenvolvidas por diferentes empresas, podendo, no entanto, pertencerem ao mesmo grupo financeiro (Skipper, 2001).

Igualmente importante, contudo, foi que todas estas condições foram estabelecidas tendo em vista a criação efectiva de benefícios através da consolidação de um Mercado Único Europeu.

A aplicação do Mercado Único Europeu aos serviços financeiros, continua a envolver a aplicação de princípios mínimos de *harmonização da regulamentação* de elementos essenciais como, o controle dentro de cada país e o mútuo reconhecimento. As directivas emitidas pela Comissão Europeia, são o mecanismo pelo qual o *mercado único* é criado. Estas directivas são implementadas por transposição para o direito nacional ou pela sua adopção directa, a nível de cada país. Toda uma série de directivas, tratando de bancos, seguros, serviços e investimento, partilha da informação e fundos mútuos transnacionais, criando um sistema que visa alcançar a integração plena do sector (Skipper, 2001).

Mas, olhando para trás, Berger et al (2002) observam que, apesar do enorme potencial, o efeito imediato das iniciativas europeias descritas, se limitou, até a data, a aumentar a consolidação dos bancos e do mercado bancário a nível nacional. Berger considera que a consolidação transnacional do sector financeiro no espaço da União Europeia é ainda muito limitada (Bos e Schemidel, 2003).

Berger e Smith (2004) referem também que muitos observadores acreditam que uma significativa integração global está em curso no sector bancário e que, nos próximos anos, os bancos individuais irão expandir-se ainda mais por diferentes países.

Com a adesão à CEE, em 1986, Portugal acelerou o processo de harmonização da sua regulamentação com a legislação vigente na Comunidade. Em 16 de Dezembro de 1992, Portugal consagrou oficialmente a liberalização dos movimentos de capitais.

Por sua vez, o Decreto-lei n.º 298/92 de 31 de Dezembro, transpôs para a ordem jurídica interna várias directivas comunitárias, designadamente, a 1ª e a 2ª directiva de Coordenação Bancária.

Em 1 de Janeiro 1993, Portugal adquiriu o estatuto de membro de pleno direito da Comunidade, passando também a integrar o Mercado Único Europeu para os *serviços financeiros* que ficou também, instituído nesta mesma data.

Entretanto a Directiva n.º 98/33/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de Junho, veio a alterar o artigo 12ª da Directiva n.º 77/780/CEE relativamente ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício. Outros artigos da Directiva n.º 89/647/CEE, do Conselho relativa ao rácio de solvabilidade das instituições de crédito e ainda o artigo 2º e o anexo II da Directiva 93/6/CEE relativa à adequação de *Fundos próprios das instituições de crédito*, foram também alteradas no sentido de impor regras a cumprir pelos bancos.

O Decreto-Lei n.º 250/2000 de 13 de Outubro veio transpor para o ordenamento jurídico interno a Directiva n.º 98/33/CE. Na mesma data, o Decreto-Lei n.º 263/2000 transpôs também a Directiva n.º 98/32/CE, do Parlamento Europeu de 22 de Junho, que altera também a directiva n.º 89/647/CEE relativa aos rácios de solvabilidade das instituições de crédito no que se refere especificamente ao tratamento dos créditos hipotecários. Por sua vez o Decreto-Lei n.º 262 de 28 de Setembro estabeleceu o novo regime das sociedades correctoras e das sociedades financeiras de corretagem. A Portaria n.º 866/de 24 de Julho altera a Portaria n.º 95/94 de 9 de Fevereiro e o novo capital mínimo das sociedades de corretagem.

2.3. As autoridades reguladoras das F&As no sector bancário

Como se referiu atrás, o Glass-Steagall, "Banking Act" de 1933, criou a "Federal Deposits Insurance Corporation" (FDIC). A criação desta instituição teve como objectivo o estabelecimento de uma autoridade reguladora e de cobertura, que funcionasse como garantia aos pequenos depositantes contra a hipótese de falência de um banco.

Quando em Maio de 1984, o banco Continental the Illinois, National Bank and Trust Company, foi alvo de intervenção do FDIC, a resolução subsequente da autoridade reguladora teve como resultado, a política governamental de "Too Big to Fail" (TBTF). Assim, a noção de "Too Big to Fail" passaria a ser um ponto de referência para muitos bancos.

O objectivo dos bancos era tornarem-se "Too Big to Fail" (TBTF), isto é, tornarem-se cada vez maiores para aumentar a probabilidade de que a entidade de cobertura, FDIC, pudesse cobrir a totalidade dos seus depósitos. Alguma pesquisa sugere que "Too Big to Fail" pode ter sido uma das razões do aumento do número de mega-fusões.

Em 1991, foi estabelecido o "Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act"- FDICIA. O FDICIA introduziu os chamados procedimentos e acções de correcção imediata, "Prompt Corrective Actions" (PCA) que determinaram que as autoridades reguladoras devem bloquear imediatamente os depósitos das instituições bancárias quando o seu capital atinja níveis abaixo de determinados quantitativos "standards" preestabelecidos. Assim, a noção de "Too Big to Fail" terá passado a ser menos relevante a partir da criação da FDICIA.

Nos Estados Unidos, as fusões e aquisições são previamente aprovadas pela autoridade reguladora, competente:

- ◆ Bancos Nacionais - Autoridade Monetária Central (*Comptroller of the Currency*)
- ◆ Bancos Estaduais - Reserva Federal (Federal Reserve)
- ◆ Bancos com cobertura do Estado (State Insured Banks) - FDIC.

A entidade reguladora deve dar prioridade aos efeitos na *concorrência*. As fusões com efeitos anti-concorrenciais poderão ser aprovadas quando é demonstrado que haverá significativos benefícios públicos, como seja o caso de salvamento de um banco da falência ou o fornecimento de serviços de utilidade pública (Peter Rose, 2002).

Também na Europa se tem desenrolado um processo de transformação do sector financeiro, caracterizado pelo desenvolvimento do chamado *banco universal* ou através de "holdings" bancárias que controlam as diferentes actividades financeiras, desde a banca comercial ao mercado de títulos e aos seguros (Skipper, 2001).

Os *bancos universais* representam geralmente o maior grau de integração. De acordo com muitos académicos, a definição teórica de *banco universal* estabelece que é o tipo de banco que permite produzir e distribuir todos os serviços financeiros dentro de uma estrutura empresarial única (Saunders e Waters, 1994). Alguns *bancos universais* distribuem seguros mas através de subsidiárias separadas da actividade bancária.

A par dos *bancos universais* coexistem outros modelos de estruturas do sector financeiro, que através de empresas "holding", controlam as diferentes áreas financeiras (seguros incluídos) apresentando uma estrutura de *conglomerado financeiro* (Skipper, 2001).

A União Europeia, embora tenha criado condições para o desenvolvimento deste tipo de novas estruturas, procura porém, que os princípios gerais de concorrência, estabelecidos nesse espaço económico sejam respeitados, evitando quer práticas anti-concorrenciais quer o aparecimento de posições dominantes no mercado.

Não existe ainda nenhuma directiva orientada para o controle geral dos conglomerados financeiros. O falhanço em promulgar directivas de grande alcance, contudo, não impediu a integração dos serviços financeiros europeus, já que nenhuma lei de qualquer país da União Europeia ou regulamentação proíbe a integração. Contudo, estas directivas que regulam a supervisão da consolidação, a adequação do capital de activos/títulos combinadas e as actividades bancárias, enquadram a maioria dos conglomerados europeus. (Skipper, 2001).

Em 21 de Dezembro de 1989 o Conselho da Comissão Europeia promulgou o regulamento n.º 4064/89 e ao fazê-lo reforçou a monitorização das operações de fusões e o seu controle a nível comunitário. Esta legislação europeia é exclusivamente aplicável a operações cuja dimensão exceda determinados limites. Além disso, proíbe aos concorrentes a invocação de normas nacionais, mesmo no caso de fusões entre empresas do mesmo estado membro (Skipper, 2001).

A grande novidade introduzida pelo regulamento CEE n.º 4064/89, é o princípio da aquisição. As autoridades reguladoras europeias, no domínio dos acordos ou "*ententes*" e dos abusos de posição dominante, isto é, da concorrência, não excluem a aplicação das normas *reguladoras nacionais*. A directiva aplica-se exclusivamente, às fusões e aquisições de *dimensão europeia*. Segundo o artigo 1.2. deste regulamento, a concentração é considerada de *dimensão europeia* quando as duas condições seguintes estão reunidas:

- Volume total de negócios das empresas concentradas representa um montante maior do que 5 biliões de euros.
- Montante de negócios no espaço comunitário de pelo menos duas empresas representando um montante superior a 250 milhões de euros, a menos que as empresas em causa realizem 2/3 do seu volume de negócios num único estado-membro (Aktas et al, 2000).

Significativas alterações foram introduzidas neste regulamento pela publicação do Regulamento n.º 1310/97. As linhas gerais respeitantes estabelecidas pelo artigo 1.2. do regulamento n.º 4064/89 foram mantidas, mas as áreas de aplicação foram alargadas. Este aspecto sublinha a natureza secundária do controle nacional das concentrações.

Embora com objectivos semelhantes, o controle das fusões e aquisições nos Estados Unidos e da União Europeia têm metodologias bastante diferentes. Na União Europeia uma concentração tem que ser notificada à Comissão pelo menos uma semana após o negócio ter sido concluído, a publicação da aquisição ou a oferta de troca de acções de uma participação de controlo (Atkas et al, 2000).

Neste ponto, há duas significativas diferenças com respeito ao procedimento Americano.

- ◆ A notificação requer primeiro a assinatura de um acordo que obriga as partes, o que não é o caso nos Estados Unidos.
- ◆ As autoridades responsáveis pelas questões da concorrência, mantêm a confidencialidade absoluta da informação recebida a seguir à notificação. A confidencialidade é mantida até que uma das autoridades decida actuar de forma a bloquear a operação.

É importante referir que, a operação de concentração, não pode ser realizada antes da notificação, ou de ter sido declarada compatível com as regras do mercado único europeu (Atkas et al, 2000).

Em Portugal aplicam-se assim as normas vigentes na Comunidade em relação a fusões e aquisições que atinjam os montantes acima referidos. Porém, nas restantes situações cabe ao Banco de Portugal em articulação com o Ministério da Finanças supervisionar as fusões e aquisições de instituições financeiras residentes no território nacional. O sector de seguros é regulado pelo Instituto de Seguros de Portugal.

2.4. Categoria de regulação - regulação multinacional

Desde a sua criação em 1974, o papel do Comité de Basileia de Supervisão Bancária - Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) tem sido a promoção da estabilidade do sistema bancário no seu conjunto.

Quando se tornou claro no final dos anos 80 que as mudanças nas práticas reguladoras estavam a provocar vantagens pouco justas para as instituições de certas zonas geográficas, o BCBS tentou estabelecer regras que alterassem a situação.

Em 1993 foi estabelecido no Comité de Basileia da Supervisão Bancária (Basel Committee on Banking Supervision) um *grupo informal* de bancos, empresas gestoras de carteiras de títulos e companhias de seguros, com o objectivo de examinar os aspectos relacionados com a supervisão dos *conglomerados financeiros*.

O relatório do grupo tripartido, de 1995, foi o primeiro a analisar os temas transversais associados com a integração da banca com a actividade seguradora e outros intermediários financeiros a um nível internacional. Uma abordagem mais formal foi estabelecida em 1996 com a criação do Fórum Conjunto dos Conglomerados Financeiros, que foi encarregado de prosseguir o trabalho do grupo tripartido. O fórum conjunto era constituído por um igual número de supervisores da actividade bancária, da gestão de carteiras de títulos e das seguradoras.

Representando o Comité de Basileia, a International Organization of Securities Commissions e a International Association for Insurance Supervisors estabeleceram o Capital Accord (acordo de capital) de 1988, agora designado como "Basel I" (ou Basileia I) que apontava para o estabelecimento de um *mínimo de capital* necessário para as instituições bancárias face às suas obrigações assumidas.

Neste comité estavam representados treze países (Alemanha, Austrália, Bélgica, Canadá, França, Estados Unidos, Espanha, Holanda, Itália, Japão, Suécia, Suíça, e Reino Unido) e a União Europeia participou como observador, mas veio a ser adoptado por mais de 100 países, em todo o mundo. Contudo, ao longo da década seguinte a eficiência do Acordo começou a diminuir. O "Basel I", ao considerar o método de ponderação para a determinação do risco dos activos e ao negligenciar o risco operacional, pareceu pouco adequado para determinar o montante das reservas consentâneo com o risco real.

Face às evidentes inadequações do "Basel I", o BCBS começou a trabalhar em 1998 numa revisão do acordo.

O fórum conjunto de 1999 apresentou os trabalhos entretanto desenvolvidos, representando os seguintes aspectos:

- ◆ *Capital adequado* - Este trabalho descreve as técnicas e princípios de medição para facilitar o acesso ao capital adequado das entidades de um grupo.
- ◆ *Meios adequados e eficazes* - Este, fornece guias para assegurar que as entidades de supervisão dentro dos conglomerados financeiros são capazes de exercer as suas responsabilidades para verificar se estas entidades são adequadas e prudentemente geridas.

- ◆ *Partilhar a informação entre supervisores* - Neste, estabelecem-se os princípios gerais e um sistema para facilitar a informação partilhada entre os supervisores do sector.
- ◆ *Coordenação das actividades de supervisão* - Este último, fornece um guia de supervisão na cooperação e selecção do regulador da coordenação numa situação de emergência ou de não emergência.

Trabalhos mais recentes propuseram princípios de concentração de risco e transacções inter-grupos e exposições foram deixadas para serem comentadas

Por altura do fórum sobre estabilidade do G-7 foram encorajadas a implementação das regras básicas dos princípios em que assenta a regulação (*core regulation principles*).

Finalmente o grupo de trabalho multi-disciplinar num trabalho alargado, começou a estudar a melhoria da informação prestada pelas instituições financeiras e a promoção de uma disciplina do mercado relativa à gestão do risco.

Basileia II

O Novo Acordo de Capital de Basileia, ou Basileia II, é uma actualização e um aprofundamento do acordo de 1988. Procura contribuir para a segurança e rigor do sistema financeiro pela implementação de um *capital mínimo* necessário para concessão de crédito, risco operacional e de mercado execução do novo processo de supervisão e melhoria no sistema de mercado.

O "Basel II Capital Acord" (Basel II) estabelece um sistema de auto regulação com base na verificação dos balanços através de três componentes chave:

- ◆ Pilar um: Bancos - controlo interno.
- ◆ Pilar dois: Reguladores - supervisão.
- ◆ Pilar três: Investidores- controle pelo mercado

Quando terminar o processo de implementação do "Basel II", ficará estabelecido o sistema básico que irá vigorar nos países membros do Comité e que obrigará a que os



bancos tenham uma estratégia de *gestão do risco*. O "Basel II" estabelece novas regras para definir o montante das reservas de capital das instituições financeiras que deve ser reservada para cobrir potenciais perdas.

A data limite para a implementação do "Basel II" deverá ser o final do ano de 2006, apesar de poder ainda ser sujeita a alteração. Contudo, quando o "Basel II" se tornar efectivo, os bancos deverão cumpri-lo. "Basel II" aplica-se aos negócios de mais de 30000 bancos em todo o mundo, a todos os níveis de hierarquia.

Contudo, se o "Basel II" for implementado correcta e inteligentemente, pode também reduzir o nível de reservas de capital, aumentar o volume de capital disponível para investimentos na actividade bancária e, deste modo, ajudar a aumentar os benefícios dos accionistas e os níveis de lucro através do incremento e melhoria da gestão do risco.

O "Basel II" obriga os bancos a manterem registos num mínimo de 2 anos. Será necessário que a integridade e exactidão temporal dos números integrem efectivamente diferentes tipos de risco e garantias adequadas no cálculo das medidas de risco.

De forma que as instituições financeiras cumpram com os novos requisitos e alcancem no momento certo a cobertura do risco, os bancos irão precisar de um robusto sistema de informação que lhes permita avaliar a consistência dos relatórios e analisar os dados que traduzam as performances e os graus de risco ou potenciais perdas.

Todos os bancos centrais que reportam ao Banco Central Europeu têm que assegurar que os bancos nos seus países cumprem as regras de "Basel II". Os bancos de fora da União Europeia têm que respeitar as regras do "Basel II" na actividade das suas filiais na União Europeia.

O "Basel I" foi adoptado por mais de 100 países e espera-se que todos eles venham a aplicar o novo acordo. O âmbito da aplicação será estendido para incluir as companhias "*holding*" que são associadas a grupos bancários para assegurar que o risco é determinável para todo o conjunto do grupo bancário.

Na sequência do Acordo de Basileia II e da integração do *mercado europeu dos serviços financeiros*, a União Europeia que entretanto adoptou as regulamentações da IAS

(normas contabilistas internacionais) prepara uma série de medidas legislativas que potenciem a aplicação plena do acordo de Basileia II no espaço económico de todos os Estados-Membros.

Calendário regulamentativo da U.E.

Agosto de 2004:	Directiva sobre a supervisão suplementar das instituições de crédito, companhias de seguros e empresas de investimento em conglomerados financeiros.
Outubro de 2004	Directiva sobre " <i>insider trading</i> " e manipulação do mercado Estatuto sobre as empresas Europeias (regulamento e directiva).
Janeiro de 2005	Directiva sobre mediação de seguros Revisão das directivas contabilísticas
Junho de 2005	Projecto de directiva
Em 2006	Directiva sobre transparência Directiva sobre mercados e instrumentos financeiros Directiva sobre " <i>takeovers</i> "
Início 2007	Requisitos sobre capital adequado para as empresas de investimento e instituições de crédito

CAPÍTULO III - REVISÃO DA LITERATURA

3.1. Literatura sobre Fusões e Aquisições

A actividade das fusões e aquisições tem sido estudada intensivamente em finanças e na literatura sobre estratégia.

Uma enorme quantidade de pesquisas foi realizada nos países ocidentais, em especial nos Estados Unidos. Beitel e Schiereck (2001) referem que uma pesquisa de estudos, que contempla a análise de mais de 100 bancos, mostra que mais de 855 deles cobrem a totalidade daquele país. O número de estudos realizados com a finalidade de compreender as F&As na Europa é, ainda, pequeno quando comparado com o dos Estados Unidos, se bem que, recentemente, se tem verificado um certo incremento.

As metodologias de abordagem utilizadas por esses estudos têm sido muito distintas. Porém, algumas ganharam uma maior importância e têm sido sucessivamente adoptadas e aprofundadas pelos mais diversos autores.

Basicamente, há três diferentes metodologias para estudar as fusões e aquisições (Beitel e Schiereck, 2001):

- ◆ **Estudos de performance operacional;**
- ◆ **Estudos de eventos;**
- ◆ **Estudos de eficiência dinâmicos.**

Para além destas *metodologias*, existem ainda estudos que se debruçam sobre a estrutura de pesquisa, nomeadamente, os trabalhos de Focareli e Pozzolo (2000), Singh e Zollo (1998b), Lausberg e Rose (1995) e Schranz (1993).

Os estudos realizados nos anos 80 e 90 centraram-se, por sua vez, em diferentes perspectivas de análise, das quais se destacam as seguintes:

- Análise dos *rendimentos obtidos* nas fusões pelas diferentes partes (“*bidder*” e “*targets*”).
- Resultados da *entidade combinada* (“*bidder*” + “*targets*”) no período pós-fusão.
- Impacto das *aquisições mal sucedidas* nos “*bidders*” e nas “*targets*”.
- *Sinergias, redução de custos e poupança nos impostos*.
- Perspectivas das F&As face às *oportunidades de investimento* do adquirente.
- *Poder de mercado* resultante das F&As.
- *Método de pagamento* utilizado.

Dos estudos que contemplam estas perspectivas, destacam-se os seguintes: Jensen e Ruback (1983), Asquith (1983), Bradley, Desai e Kim (1988), Bradley, Desai e Kim (1983), Jarell, Brickley e Netter (1988) e Schwert (1996) analisaram *os rendimentos obtidos* pelas diferentes partes nas fusões, enquanto Bradley, Desai e Kim (1983) e Opler (1988) estudaram o impacto das *aquisições mal sucedidas* nos “*bidders*” e nas “*targets*”. Asquith (1983) Bradley, Desai e Kim (1988) analisaram ainda o *poder de mercado* e a melhoria da eficiência da gestão como potenciais *fontes de sinergia*, enquanto Ravenscraft e Scherer (1987) incorporaram também a poupança de *impostos*.

Jensen e Ruback (1983) defendem que as *sinergias* dependem, em primeiro lugar, da redução de custos, principalmente, na distribuição e na produção. Estas podem ser conseguidas através da integração vertical, das economias de escala, da partilha de recursos ou de esforços continuados para a sua obtenção.

Lang, Stulz e Walking (1989; 1991) analisaram a relação entre as *oportunidades de investimento* do adquirente e os rendimentos num intervalo de tempo centrado no momento do anúncio da operação.

Gordon e Yagil (1981), Wansley, Lane e Yang (1983), Huang e Walkling (1987), Travlos (1987) e Harris, Frank e Mayers (1987) examinam o *método de pagamento*.

Langetieg (1978), Franks, Harris e Titman (1991), Healy, Palepu e Ruback (1992) e Agrawal, Jaffe e Mandelker (1992) relatam as constatações verificadas, no período pós-fusão, na *entidade combinada*.

Esta literatura, embora examine uma variedade de temas relacionados com a mudança da posse da empresa, não inclui o estudo do *prémio* pago pela “*target*”. Não obstante este facto, as razões porque algumas empresas adquirem outras são, de uma maneira geral, conhecidas.

Contudo, o impacto na riqueza dos accionistas permanece pouco claro. A ideia geral de que as fusões e aquisições podem, de facto, *criar valor* há muito tempo que é debatida. A questão tem sido abordada, quer através da realização de *testes* para verificar a existência de *sinergias económicas ou financeiras*, quer através da aplicação de testes conjugados com a verificação da hipótese de existência de *eficiência dos mercados*, utilizando na sua análise o estudo de eventos (Piesse e Lin, 2004).

É geralmente aceite que a principal razão económica para as “*takeovers*” é a *criação de sinergias*, e que estas provêm de duas fontes: *partilha de recursos e integração*. Os factores de partilha de recursos incluem R&D, marketing e reputação ou “*branding*” enquanto os factores de integração incluem os custos de transacção e a discriminação de preços. Um certo número de antigos estudos confirmou a existência destas duas sinergias sob diferentes formas (Brush, 1996 e Holl e Kyriazis, 1997). Contudo, como elas interagem entre si, o efeito de cada uma, continua pouco claro (Piesse e Lin, 2004).

Independente da forma como o estudo é definido, têm-se verificado, de forma consistente, a existência em quase todas as fusões e aquisições, da presença de grandes e significativos *rendimentos anormais e rendimentos anormais acumulados positivos* para os accionistas das “*targets*”.

A correspondente pesquisa, sobre o efeito das fusões e aquisições nos benefícios dos accionistas das *empresas compradoras*, é relativamente limitada, e a que existe é inconclusiva.

Têm sido identificados muitos dos factores, que têm um significativo impacto nos rendimentos dos accionistas das empresas adquirentes. Incluem, por exemplo, a *natureza da fusão ou aquisição*, (oferta de compra vs fusão) método de pagamento, (pagamento a dinheiro (“*cash*”) vs troca de acções) métodos de financiamento, (emissão de obrigações - “*leverage*” vs emissão de acções) consequência das “*takeovers*”

(sucesso vs, falhanço), tamanho da empresa (grande vs pequena) e “*takeover*” racional. (Piesse e Lin, 2004).

Uma pesquisa realizada por Jensen e Ruback (1983) revê um grande número de estudos deste tipo. As conclusões obtidas indicam que os rendimentos anormais para os accionistas dos “*bidders*” tendem a ser positivos, mas estatisticamente insignificantes, e, em geral, depois da fusão os adquirentes tem uma “*performance*” baixa (Rau e Vermaelen, 1998).

Os “*estudos de eventos*”, que analisaram os preços das acções em torno da data de anúncio de uma aquisição, chegaram todos a conclusões semelhantes. Os accionistas das *empresas adquiridas* beneficiaram de significativos *rendimentos adicionais positivos*, enquanto que os accionistas das *empresas adquirentes* receberam rendimentos excedentes mais *modestos* (Jensen e Ruback, 1983; Asquith, 1983; Jarell, Brickley e Netter, 1988).

Estudos empíricos investigando os *dados contabilísticos* das empresas mostraram que muitos dos resultados obtidos eram inconsistentes. Alguns não encontram nenhum impacto ou verificaram um impacto negativo nos ganhos das empresas fundidas (Hogart, 1970; Bradford, 1978; Ravenscraft e Scherer, 1989). Outros relatam efeitos positivos na rendibilidade das empresas adquirentes (Lev e Mandelker, 1972; Smith, 1990) ou na produtividade (Lichtenberg e Siegel, 1990). Os resultados inconsistentes destes estudos podem ter sido devidos a *diferentes metodologias* de medida empregues e a diferentes selecções de amostras.

No Reino Unido, Suddarsaman et al. (1996), verificaram que as *compradoras* sofrem uma *perda* de cerca de 5% em contraste com um *benefício* próximo de zero, relatado por Datta et al. (1992) utilizando amostras dos Estados Unidos.

Utilizando uma abordagem com base nos *ganhos de capital*, Bradley et al. (1988) verificaram que os ganhos em aquisições com mais que um “*bidder*” *variaram de comprador para comprador* por força do sistema de leilão utilizado nas aquisições.

Os últimos “bidders”, tais como, os “white nights” (10) habitualmente pagam demasiado para vencer os outros concorrentes.

Agrawal et al. (1992) verificaram nos Estados Unidos, que depois de um “bidder” ter falhado uma operação de “takeover” os accionistas das empresas geralmente sofrem significativas *perdas de cerca de 10%* nos 5 anos subsequentes.

Embora assinalando a diferença entre o ambiente económico nos Estados Unidos e no Reino Unido, Gregory (1997) chega à mesma conclusão, e sugere que este resultado pode ser interpretado com a evidência da existência da hipótese “hubris” (arrogância) defendida por Roll (1986) ou do fenómeno de *agência*. Contudo, existem algumas excepções a esta tendência, já que alguns estudos, designadamente, o de Franks et al. (1991) não encontraram evidência empírica para suportar o fenómeno da baixa “performance” no período “pós-aquisição”.

Também no Japão, se realizaram diversos estudos sobre as fusões e aquisições. Estudos empíricos utilizando dados contabilísticos relatam, geralmente, deterioração na “performance” pós-fusão das empresas japonesas (Hoshino, 1982 e 1992; Muramatsu, 1986; Odarigi e Hase, 1989); Yeh e Hoshino, 2002).

Contudo, estudos utilizando o método do “estudo de eventos” mostram que os accionistas das empresas japonesas fundidas apresentam *ganhos* resultantes de rendimentos anormais (Pettway e Yamada, 1986; Pettway, Sicherman e Yamada, 1990; Kang, Shivdasi e Yamada, 2000; Usui, 2001).

Um outro estudo de Pettway, Sicherman e Spiess (1993) relata significativos ganhos positivos para os accionistas japoneses que realizaram fusões e aquisições nos Estados Unidos. Em geral, as F&As aumentam a riqueza dos accionistas nas empresas japonesas mais do que é habitual nas empresas dos Estados Unidos (Piesse e Lin, 2004).

(10) Um parceiro de operação de fusão solicitado pela gestão da “target” que oferece um plano de fusão alternativo ao apresentado pelo potencial comprador, o que protege a “target” da tentativa de uma operação de compra (“takeover”).

Gaughan (1999) sustenta que o preço que os compradores desejam pagar pela aquisição de uma empresa é, em parte, influenciado pela estimação do valor pela empresa compradora e pelos ganhos esperados com a fusão.

A magnitude desses ganhos esperados irá ser conduzida pelos factores determinantes do crescimento potencial da rendibilidade da “*target*” e da estratégia estabelecida pelo comprador. Nesta abordagem, a determinação do *prémio* põe a tónica nos ganhos económicos que irão advir para o comprador.

Mais recentemente, Gondhalekar, Sant e Ferris (2002) examinaram um conjunto de aquisições de “*targets*” do Nasdaq realizadas por compradores do NYSE, AMEX ou Nasdaq, pagas a dinheiro (cash) durante o período de 1973-1999. Estes autores verificaram que a percentagem média dos ganhos com os *prémios* decresceu ao longo do tempo, passando de 74% durante os anos 70 para 47% nos anos 90. Consistente com a recente pesquisa, sobre a redução do valor associado à *diversificação*, observaram que os compradores, geralmente, não pagam preços elevados para adquirirem empresas que operam noutras indústrias.

Utilizando o rácio “*market-to-book*” da empresa e o nível do “*free cash-flow*” para determinar se o valor ficou acima ou abaixo do que foi investido, verificaram que as empresas em que houve *sobre-investimento*, prosseguiram aquisições mais agressivas, pagando elevados *prémios*. As empresas com *sub-investimento* tiveram menos necessidade de seguir a via do crescimento externo e, em média, pagaram menos quando a ele recorreram.

Gondhalekar, Sant e Ferris (2002) verificaram também que, tanto o “*free cash-flow*” dos adquirentes, como a presença de múltiplos “*bidders*” e de EPS (*earnings per share*) das “*targets*” exerceram um impacto positivo nos *prémios* de fusão. Concluíram que a decisão de fundir não é meramente um exercício de previsão de “*cash flow*” pelo adquirente, mas envolve igualmente importantes considerações sobre os *ganhos particulares dos gestores*.

Sheifer e Vishny (2003) sugerem que como *negação* da *hipótese de eficiência dos mercados*, uma teoria que reclama o oposto do defendido por Roll's, e que argumenta

que os mercados financeiros são racionais mas as fusões de empresas não o são. A racionalidade dos gestores segundo Sheifer e Vishny responde pior do que os mercados nacionais.

Vários estudos examinaram também a capacidade das empresas para exercerem o *poder de mercado* resultante do processo de F&As, investigando a relação entre a concentração de mercado e o nível de preços praticados após a realização da operação [ver Kim e Singal (1993) e Prager e Hannan (1999)].

3.2. Literatura sobre Fusões e Aquisições no Sector Bancário

A principal questão em discussão nesta área de investigação é a de saber porque estão os bancos interessados em realizar fusões com outras instituições financeiras ou o que motiva um banco a adquirir outro banco.

De acordo com Rose (2002) as principais razões apontadas pelos executivos da banca norte americana para justificar as fusões, são:

- A qualidade da gestão;
- A rentabilidade (rendibilidade dos activos);
- A eficiência operacional;
- A manutenção da quota de mercado.

Porém, as fusões dos bancos podem acarretar **efeitos antagónicos** aos pretendidos em termos de *eficiência* (Berger et al, 1999 e Delong, 2001).

Os *estudos académicos* de acordo com o constatado por Berger et al (1999) com base numa quantidade substancial de literatura existente, aponta razões que não sendo totalmente contraditórias com estas põem a tónica noutros aspectos. Segundo eles, as fusões e aquisições dos bancos podem ser orientadas para:

- Explorar as economias de escala e economias de gama;
- Aumentar a eficiência X dos bancos consolidados;
- Possibilitar aos bancos fundidos aumentar o seu poder de mercado; ou,

- Simplesmente serem motivadas pelo desejo da direcção de aumentar a dimensão da instituição.

De acordo com Siems (1996), a literatura aponta, de uma maneira geral, *5 razões principais para justificar as fusões e aquisições do sector bancário*.

a) Sinergia

A hipótese da sinergia sugere que a aquisição de bancos pode efectivamente gerar sinergias, pela redução de custos através de economias de escala e de gama (“*scope*”) e da eliminação de redundâncias e duplicações (Siems, 1996). Tudo o resto permanecendo igual, mais baixos custos significam aumento dos lucros e preços das acções mais elevados, tanto para os accionistas do banco comprador como do banco “*target*”. Os ganhos de sinergia esperados devem criar riqueza agregada positiva.

Enquanto que o melhor teste da hipótese de sinergia será o estudo dos efeitos de eficiência após fusão, a metodologia do “*estudo de eventos*” pode ser utilizada para testar se os investidores acreditam nos parceiros da fusão e na sua capacidade de reduzir custos e aumentar a eficiência interna [ver Jensen e Ruback (1983); Amihud, Desai e Kim (1976); Hawawani e Swary (1990)].

b) Diversificação

A hipótese de *diversificação* sugere que a empresa combinada, resultante de uma operação de fusão ou aquisição, pode criar *ganhos de diversificação* e permitir a cobertura (*hedge*) da sua exposição aos riscos, quer pela dispersão geográfica, quer através da oferta de uma maior variedade seleccionada de produtos e serviços.

Numa relação controlador-controlado, os accionistas de ambos os bancos, adquirente e adquirido, deverão obter ganhos no preço das acções através das fusões de *diversificação do risco* [ver Jensen e Meckling (1976); Amihud, Dodd e Weinstein (1986); Saunder, Strock e Travlos (1990)].

Lange e Shtulz (1994), Berger e Ofek (1995) e DeLong (2001) consideram que as empresas que, concentram os seus esforços num número limitado de novas actividades, fazem aumentar o seu valor, enquanto que, as empresas que realizam fusões tendo por base as sua actividades actuais (*core areas*) destroem valor.

Estes trabalhos confirmam também outros que estudaram as fusões do tipo conglomerado, reafirmando o efeito negativo de uma diversificação generalizada. Mork et al (1990) verificaram que os rendimentos dos "bidders" são menores quando as fusões têm por base a diversificação.

Por sua vez, os proponentes da *diversificação* como Stein (1997) e Hubbard e Palia (1999) referem que as empresas que obtém "cash-flows" de diversas origens aumentam o seu valor, e que, a concentração demasiada numa só área é perigosa.

Os defensores da diversificação no sector bancário defendem o *banco universal*, como um sistema que permite aos bancos vender e subscrever títulos e seguros como se de empresas comerciais se tratasse. Houston e Ryngaert (1994) e Houston et al (1999) e Delong (2001) examinaram os efeitos da sobreposição geográfica e concluíram que se poderão obter vantagens através de ganhos de sinergias, designadamente através de aumentos da eficiência da gestão e da redução do investimento global.

Houston et al (1999) verificaram que a criação de valor acompanha a redução de custos, como resultado da sua concentração na diversificação geográfica e das áreas de actividade e linhas de produtos.

A par de estudos que trataram das fusões e aquisições nas perspectivas atrás referidas existem outros estudos que examinaram outras vertentes das fusões. Cornett e Tehranian (1992) observaram o desempenho dos *grandes bancos* após fusão e verificaram que estes tendem a comportar-se melhor do que a média do sector bancário. Este melhor desempenho, resulta do acréscimo do número de fusões dos bancos, da habilidade para atrair empréstimos e depósitos, do aumento da produtividade dos empregados e de um mais rápido crescimento dos activos.

Rhoades (1994) fornece um detalhado e bem organizado resumo dos estudos publicados entre 1980-93, sobre o comportamento das fusões de bancos. De trinta e nove estudos realizados durante este período, vinte e um utilizaram a metodologia de estudo de eventos, enquanto dezanove optaram pela abordagem da eficiência (um, utilizou as duas metodologias).

Berger e Humphrey (1997) desenvolvem também trabalho sistematizado sobre uma amostra de diferentes estudos realizados nos Estados Unidos. Mais recente de Berger, De Young, Genay e Udell (2000) tratam de forma desenvolvida a "performance" das fusões dos bancos.

c) O poder de mercado

A hipótese *poder de mercado* sugere que o banco comprador pode ser capaz de reduzir a competição de preços no mercado pela aquisição de alguns dos seus competidores (Stigler, 1964). Uma abordagem utilizada pelos investigadores para testar esta hipótese, é feita através da análise do preço de reacção dos concorrentes do mesmo mercado das instituições fundidas [ver Eckbo (1983) e Stillman (1983)].

Se uma fusão cria *poder de mercado* os concorrentes devem também beneficiar de uma subida dos preços das suas acções, como resultado de preços de produtos mais elevados e custos de gestão mas baixos (Siems, 1996). Uma outra abordagem para testar a hipótese de *poder de mercado* é feita pela determinação da relação entre o aumento da concentração de mercado obtido pela fusão e os rendimentos anormais recebidos pelos accionistas do banco adquirente e adquirido (idem). Grandes aumentos na concentração de mercado, associados a rendimentos anormais elevados, deverão suportar a hipótese de existência de *poder de mercado* [ver Eckbo (1983); Stillman (1983); Boyd e Graham (1991)]

d) Hubris

Uma outra explicação para a ocorrência de determinadas fusões baseia-se no comportamento dos gestores. É a hipótese de "*hubris*" (arrogância), que sugere que os gestores das empresas "bidders" acreditam que a sua própria avaliação sobre a empresa "*target*" está correcta, mesmo quando confrontada com informação objectiva que mostra que o verdadeiro valor económico dessa empresa é mais baixo, tal como está reflectido na valorização de mercado (Siems, 1996).

Roll (1986) argumenta que os ganhos esperados nas "takeovers" podem ter sido sobre-estimadas se é que as estimativas existiram de facto. Se não há ganhos adicionais resultantes das fusões e aquisições ou se eles são pequenos não é difícil perceber que as razões que as determinaram são enganosas.

O mecanismo pelo qual as operações de fusões e aquisições são iniciadas e concretizadas sugere que, pelo menos parte dos grandes aumentos de preços observados nas acções das “targets”, podem representar uma simples transferência de valor para a empresa adquirida.

Roll considerava que os gestores são, sistematicamente, excessivamente optimistas na sua avaliação das empresas “candidatas” a fusões ou aquisições. O seu optimismo excessivo é conduzido pela “hubris” dos gestores da empresa compradora e faz com que a “target” seja paga acima do seu valor. Isto tem como resultado a efectiva transferência para os accionistas das “targets” dos ganhos gerados pela operação (Roll, 1986).

Roll refere ainda que deve considerar-se a hipótese de não existirem sinergias potenciais ou outras fontes de ganhos nas fusões ou aquisições, mesmo quando as empresas envolvidas acreditam que esses ganhos existem. A “hubris” depende da presunção que suporta o excesso, de que a valorização do “bidder” é correcta.

Assim, sob a hipótese “hubris”, é de esperar que os preços das acções do banco comprador baixem e que as do banco alvo subam na data de anúncio da fusão. Além disso, uma fusão sob estas circunstâncias deverá, simplesmente, transferir riqueza dos accionistas do banco adquirente para os accionistas da “target” e não originar nenhuma criação agregada de riqueza.

Roll (1986) considera também, que outras explicações para o fenómeno das “takeovers” provêm da forte *ineficiência do mercado*.

Se não existem nenhuns ganhos disponíveis para as “takeovers” das empresas, a “hubris” implica que o aumento médio do valor de mercado das acções da “target” deveria ser superior à redução média do valor da empresa ofertante devido às despesas da operação.

O pagamento da “target” por um valor excessivo é motivado também pelo facto de os gestores das firmas compradoras prosseguirem objectivos pessoais, isto é, a

maximização dos seus benefícios em vez da maximização da riqueza dos accionistas (Roll, 1988; Bradley, Desai e Kim, 1988).

e) Maximização do benefício dos gestores.

Segundo Roll (1986), a hipótese da maximização da utilidade ou benefício dos gestores sugere que outros factores, diferentes da maximização do rendimento dos accionistas, motivam as fusões. Estes factores incluem o nível de compensação dos gestores, a segurança de emprego e a dimensão da empresa sob seu controle.

De acordo com este ponto de vista, os gestores actuam no sentido de maximizar os seus próprios interesses, em vez de considerarem os dos proprietários ou accionistas do banco (Siems, 1996).

Para Roll (1986), se os investidores percebem que os gestores estão a realizar uma fusão ou aquisição, apenas no seu próprio interesse, o preço das acções dos bancos pode cair para reflectir as esperadas perdas de um investimento não rendível. Levada ao extremo, a hipótese *de maximização de utilidade para os gestores* faz desde logo antever que não haverá criação de riqueza na operação, ou que se espera mesmo uma redução, devido aos motivos pessoais dos gestores do banco comprador. Roll (1986) reconhece assim, a presença de *factores de agência* na explicação das actividades de fusão.

Os ganhos obtidos pelos accionistas da "target" deverão ser iguais aos prejuízos sofridos pelos accionistas dos bancos adquirentes, mais as despesas incorridas com a operação para realizar a transferência de propriedade (Siems, 1996). Jensen (1986) refere que o preço excessivo pago pela "target" só pode dever-se a problemas de "agência". Lang, Stulz e Walking (1989, 1991) indicavam igualmente que o *prémio* pago pelo comprador seria determinado por factores de "agência".

Nestas hipóteses, Jensen argumenta que os gestores com acesso a "free cash flow" estão provavelmente, mais a prosseguir o *aumento da dimensão* do que a maximizar o valor das aquisições, desde que, tal estratégia aumente o total dos activos sob o seu controle. É a visão de que mais activos permitirão, provavelmente, fazer aumentar o nível da compensação recebida pelo gestor (Gondhalekar, Sant e Ferris, 2002).

A separação da propriedade do controle dá origem a conflitos de interesses entre os gestores e os accionistas que conduzem a aquisições que originam redução de valor da entidade resultante (Jensen e Meckling, 1976).

Avaliando vários casos de aquisições, Ravenscraft e Scherer (1987) identificaram os interesses dos gestores como o motivo para muitas das aquisições. Firth (1991) documentou que gestores de topo do Reino Unido podem aumentar significativamente o seu rendimento a seguir às aquisições mesmo quando a operação reduz o valor de mercado do comprador [ver Amihud e Lev (1981); Born, Eisenbeis e Harris (1988); Sushka e Bendeck (1988)].

f) Too-Big-To-Fail - TBTF

Uma outra hipótese importante para determinar a realização de fusões de bancos, principalmente entre as grandes instituições bancárias nos Estados Unidos, tem sido a denominada Too-Big-To-Fail - TBTF.

Esta hipótese foi originalmente apresentada por Hunter e Wall (1989) e Boyd e Graham (1991) e argumenta que muitos gestores seguem uma política de aquisições, que faz com que o banco atinja uma dimensão de tal forma grande, que se torne difícil para a entidade reguladora do sector bancário, determinar o seu encerramento, em caso de dificuldades financeiras. Isto permitiria que, todas as responsabilidades não cobertas, se tornassem de facto cobertas e, assim, maximizar o valor das garantias implícitas recebidas do Governo (Penas e Unal, 2000).

A evidência empírica que suporta esta motivação para as políticas de fusões dos bancos é mista. Benston, Hunter e Wall (1995) examinaram os preços de oferta pelas “targets” e falharam na validação da hipótese de que os compradores pagam mais por bancos com maior risco, cujos rendimentos são altamente correlacionados com os rendimentos do banco comprador. Em contrapartida, Kane (2000) apresenta evidências de que os accionistas dos bancos gigantes dos Estados Unidos ganham valor por se tornarem maiores ainda.

Penas e Unal (2000), concluem que os resultados do seu estudo dão grande suporte à existência de uma disciplina de mercado, no sentido de que o preço das obrigações (isto

CAPÍTULO III - REVISÃO DA LITERATURA

3.1. Literatura sobre Fusões e Aquisições

A actividade das fusões e aquisições tem sido estudada intensivamente em finanças e na literatura sobre estratégia.

Uma enorme quantidade de pesquisas foi realizada nos países ocidentais, em especial nos Estados Unidos. Beitel e Schiereck (2001) referem que uma pesquisa de estudos, que contempla a análise de mais de 100 bancos, mostra que mais de 855 deles cobrem a totalidade daquele país. O número de estudos realizados com a finalidade de compreender as F&As na Europa é, ainda, pequeno quando comparado com o dos Estados Unidos, se bem que, recentemente, se tem verificado um certo incremento.

As metodologias de abordagem utilizadas por esses estudos têm sido muito distintas. Porém, algumas ganharam uma maior importância e têm sido sucessivamente adoptadas e aprofundadas pelos mais diversos autores.

Basicamente, há três diferentes metodologias para estudar as fusões e aquisições (Beitel e Schiereck, 2001):

- ◆ **Estudos de performance operacional;**
- ◆ **Estudos de eventos;**
- ◆ **Estudos de eficiência dinâmicos.**

Para além destas *metodologias*, existem ainda estudos que se debruçam sobre a estrutura de pesquisa, nomeadamente, os trabalhos de Focareli e Pozzolo (2000), Singh e Zollo (1998b), Lausberg e Rose (1995) e Schranz (1993).

Os estudos realizados nos anos 80 e 90 centraram-se, por sua vez, em diferentes perspectivas de análise, das quais se destacam as seguintes:

- Análise dos *rendimentos obtidos* nas fusões pelas diferentes partes (“*bidder*” e “*targets*”).
- Resultados da *entidade combinada* (“*bidder*” + “*targets*”) no período pós-fusão.
- Impacto das *aquisições mal sucedidas* nos “*bidders*” e nas “*targets*”.
- *Sinergias, redução de custos e poupança nos impostos.*
- Perspectivas das F&As face às *oportunidades de investimento* do adquirente.
- *Poder de mercado* resultante das F&As.
- *Método de pagamento* utilizado.

Dos estudos que contemplam estas perspectivas, destacam-se os seguintes: Jensen e Ruback (1983), Asquith (1983), Bradley, Desai e Kim (1988), Bradley, Desai e Kim (1983), Jarell, Brickley e Netter (1988) e Schwert (1996) analisaram *os rendimentos obtidos* pelas diferentes partes nas fusões, enquanto Bradley, Desai e Kim (1983) e Opler (1988) estudaram o impacto das *aquisições mal sucedidas* nos “*bidders*” e nas “*targets*”. Asquith (1983) Bradley, Desai e Kim (1988) analisaram ainda o *poder de mercado* e a melhoria da eficiência da gestão como potenciais *fontes de sinergia*, enquanto Ravenscraft e Scherer (1987) incorporaram também a poupança de *impostos*.

Jensen e Ruback (1983) defendem que as *sinergias* dependem, em primeiro lugar, da redução de custos, principalmente, na distribuição e na produção. Estas podem ser conseguidas através da integração vertical, das economias de escala, da partilha de recursos ou de esforços continuados para a sua obtenção.

Lang, Stulz e Walking (1989; 1991) analisaram a relação entre as *oportunidades de investimento* do adquirente e os rendimentos num intervalo de tempo centrado no momento do anúncio da operação.

Gordon e Yagil (1981), Wansley, Lane e Yang (1983), Huang e Walkling (1987), Travlos (1987) e Harris, Frank e Mayers (1987) examinam o *método de pagamento*.

Langetieg (1978), Franks, Harris e Titman (1991), Healy, Palepu e Ruback (1992) e Agrawal, Jaffe e Mandelker (1992) relatam as constatações verificadas, no período pós-fusão, na *entidade combinada*.

Esta literatura, embora examine uma variedade de temas relacionados com a mudança da posse da empresa, não inclui o estudo do *prémio* pago pela “*target*”. Não obstante este facto, as razões porque algumas empresas adquirem outras são, de uma maneira geral, conhecidas.

Contudo, o impacto na riqueza dos accionistas permanece pouco claro. A ideia geral de que as fusões e aquisições podem, de facto, *criar valor* há muito tempo que é debatida. A questão tem sido abordada, quer através da realização de *testes* para verificar a existência de *sinergias económicas ou financeiras*, quer através da aplicação de testes conjugados com a verificação da hipótese de existência de *eficiência dos mercados*, utilizando na sua análise o estudo de eventos (Piesse e Lin, 2004).

É geralmente aceite que a principal razão económica para as “*takeovers*” é a *criação de sinergias*, e que estas provêm de duas fontes: *partilha de recursos e integração*. Os factores de partilha de recursos incluem R&D, marketing e reputação ou “*branding*” enquanto os factores de integração incluem os custos de transacção e a discriminação de preços. Um certo número de antigos estudos confirmou a existência destas duas sinergias sob diferentes formas (Brush, 1996 e Holl e Kyriazis, 1997). Contudo, como elas interagem entre si, o efeito de cada uma, continua pouco claro (Piesse e Lin, 2004).

Independente da forma como o estudo é definido, têm-se verificado, de forma consistente, a existência em quase todas as fusões e aquisições, da presença de grandes e significativos *rendimentos anormais e rendimentos anormais acumulados positivos* para os accionistas das “*targets*”.

A correspondente pesquisa, sobre o efeito das fusões e aquisições nos benefícios dos accionistas das *empresas compradoras*, é relativamente limitada, e a que existe é inconclusiva.

Têm sido identificados muitos dos factores, que têm um significativo impacto nos rendimentos dos accionistas das empresas adquirentes. Incluem, por exemplo, a *natureza da fusão ou aquisição*, (oferta de compra vs fusão) método de pagamento, (pagamento a dinheiro (“*cash*”) vs troca de acções) métodos de financiamento, (emissão de obrigações - “*leverage*” vs emissão de acções) consequência das “*takeovers*”

(sucesso vs. falhanço), tamanho da empresa (grande vs pequena) e “*takeover*” racional. (Piesse e Lin, 2004).

Uma pesquisa realizada por Jensen e Ruback (1983) revê um grande número de estudos deste tipo. As conclusões obtidas indicam que os rendimentos anormais para os accionistas dos “*bidders*” tendem a ser positivos, mas estatisticamente insignificantes, e, em geral, depois da fusão os adquirentes tem uma “*performance*” baixa (Rau e Vermaelen, 1998).

Os “*estudos de eventos*”, que analisaram os preços das acções em torno da data de anúncio de uma aquisição, chegaram todos a conclusões semelhantes. Os accionistas das *empresas adquiridas* beneficiaram de significativos *rendimentos adicionais positivos*, enquanto que os accionistas das *empresas adquirentes* receberam rendimentos excedentes mais *modestos* (Jensen e Ruback, 1983; Asquith, 1983; Jarell, Brickley e Netter, 1988).

Estudos empíricos investigando os *dados contabilísticos* das empresas mostraram que muitos dos resultados obtidos eram inconsistentes. Alguns não encontram nenhum impacto ou verificaram um impacto negativo nos ganhos das empresas fundidas (Hogart, 1970; Bradford, 1978; Ravenscraft e Scherer, 1989). Outros relatam efeitos positivos na rendibilidade das empresas adquirentes (Lev e Mandelker, 1972; Smith, 1990) ou na produtividade (Lichtenberg e Siegel, 1990). Os resultados inconsistentes destes estudos podem ter sido devidos a *diferentes metodologias* de medida empregues e a diferentes selecções de amostras.

No Reino Unido, Suddarsaman et al. (1996), verificaram que as companhias *compradoras* sofrem uma *perda* de cerca de 5% em contraste com um *benefício* próximo de zero, relatado por Datta et al. (1992) utilizando amostras dos Estados Unidos.

Utilizando uma abordagem com base nos *ganhos de capital*, Bradley et al. (1988) verificaram que os ganhos em aquisições com mais que um “*bidder*” *variaram de comprador para comprador* por força do sistema de leilão utilizado nas aquisições.

Os últimos “bidders”, tais como, os “white nights” (10) habitualmente pagam demasiado para vencer os outros concorrentes.

Agrawal et al. (1992) verificaram nos Estados Unidos, que depois de um “bidder” ter falhado uma operação de “takeover” os accionistas das empresas geralmente sofrem significativas *perdas de cerca de 10%* nos 5 anos subsequentes.

Embora assinalando a diferença entre o ambiente económico nos Estados Unidos e no Reino Unido, Gregory (1997) chega à mesma conclusão, e sugere que este resultado pode ser interpretado com a evidência da existência da hipótese “*hubris*” (arrogância) defendida por Roll (1986) ou do fenómeno de *agência*. Contudo, existem algumas excepções a esta tendência, já que alguns estudos, designadamente, o de Franks et al. (1991) não encontraram evidência empírica para suportar o fenómeno da baixa “*performance*” no período “pós-aquisição”.

Também no Japão, se realizaram diversos estudos sobre as fusões e aquisições. Estudos empíricos utilizando dados contabilísticos relatam, geralmente, deterioração na “*performance*” pós-fusão das empresas japonesas (Hoshino, 1982 e 1992; Muramatsu, 1986; Odarigi e Hase, 1989); Yeh e Hoshino, 2002).

Contudo, estudos utilizando o método do “*estudo de eventos*” mostram que os accionistas das empresas japonesas fundidas apresentam *ganhos* resultantes de rendimentos anormais (Pettway e Yamada, 1986; Pettway, Sicherman e Yamada, 1990; Kang, Shivdasi e Yamada, 2000; Usui, 2001).

Um outro estudo de Pettway, Sicherman e Spiess (1993) relata significativos ganhos positivos para os accionistas japoneses que realizaram fusões e aquisições nos Estados Unidos. Em geral, as F&As aumentam a riqueza dos accionistas nas empresas japonesas mais do que é habitual nas empresas dos Estados Unidos (Piesse e Lin, 2004).

(10) Um parceiro de operação de fusão solicitado pela gestão da “target” que oferece um plano de fusão alternativo ao apresentado pelo potencial comprador, o que protege a “target” da tentativa de uma operação de compra (“takeover”).

Gaughan (1999) sustenta que o preço que os compradores desejam pagar pela aquisição de uma empresa é, em parte, influenciado pela estimação do valor pela empresa compradora e pelos ganhos esperados com a fusão.

A magnitude desses ganhos esperados irá ser conduzida pelos factores determinantes do crescimento potencial da rendibilidade da “*target*” e da estratégia estabelecida pelo comprador. Nesta abordagem, a determinação do *prémio* põe a tónica nos ganhos económicos que irão advir para o comprador.

Mais recentemente, Gondhalekar, Sant e Ferris (2002) examinaram um conjunto de aquisições de “*targets*” do Nasdaq realizadas por compradores do NYSE, AMEX ou Nasdaq, pagas a dinheiro (cash) durante o período de 1973-1999. Estes autores verificaram que a percentagem média dos ganhos com os *prémios* decresceu ao longo do tempo, passando de 74% durante os anos 70 para 47% nos anos 90. Consistente com a recente pesquisa, sobre a redução do valor associado à *diversificação*, observaram que os compradores, geralmente, não pagam preços elevados para adquirirem empresas que operam noutras indústrias.

Utilizando o rácio “*market-to-book*” da empresa e o nível do “*free cash-flow*” para determinar se o valor ficou acima ou abaixo do que foi investido, verificaram que as empresas em que houve *sobre-investimento*, prosseguiram aquisições mais agressivas, pagando elevados *prémios*. As empresas com *sub-investimento* tiveram menos necessidade de seguir a via do crescimento externo e, em média, pagaram menos quando a ele recorreram.

Gondhalekar, Sant e Ferris (2002) verificaram também que, tanto o “*free cash-flow*” dos adquirentes, como a presença de múltiplos “*bidders*” e de EPS (*earnings per share*) das “*targets*” exerceram um impacto positivo nos *prémios* de fusão. Concluíram que a decisão de fundir não é meramente um exercício de previsão de “*cash flow*” pelo adquirente, mas envolve igualmente importantes considerações sobre os *ganhos particulares dos gestores*.

Sheifer e Vishny (2003) sugerem que como *negação* da *hipótese de eficiência dos mercados*, uma teoria que reclama o oposto do defendido por Roll's, e que argumenta

que os mercados financeiros são racionais mas as fusões de empresas não o são. A racionalidade dos gestores segundo Sheifer e Vishny responde pior do que os mercados nacionais.

Vários estudos examinaram também a capacidade das empresas para exercerem o *poder de mercado* resultante do processo de F&As, investigando a relação entre a concentração de mercado e o nível de preços praticados após a realização da operação [ver Kim e Singal (1993) e Prager e Hannan (1999)].

3.2. Literatura sobre Fusões e Aquisições no Sector Bancário

A principal questão em discussão nesta área de investigação é a de saber porque estão os bancos interessados em realizar fusões com outras instituições financeiras ou o que motiva um banco a adquirir outro banco.

De acordo com Rose (2002) as principais razões apontadas pelos executivos da banca norte americana para justificar as fusões, são:

- A qualidade da gestão;
- A rendibilidade (rendibilidade dos activos);
- A eficiência operacional;
- A manutenção da quota de mercado.

Porém, as fusões dos bancos podem acarretar **efeitos antagónicos** aos pretendidos em termos de *eficiência* (Berger et al, 1999 e Delong, 2001).

Os *estudos académicos* de acordo com o constatado por Berger et al (1999) com base numa quantidade substancial de literatura existente, aponta razões que não sendo totalmente contraditórias com estas põem a tónica noutros aspectos. Segundo eles, as fusões e aquisições dos bancos podem ser orientadas para:

- Explorar as economias de escala e economias de gama;
- Aumentar a eficiência X dos bancos consolidados;
- Possibilitar aos bancos fundidos aumentar o seu poder de mercado; ou,

- Simplesmente serem motivadas pelo desejo da direcção de aumentar a dimensão da instituição.

De acordo com Siems (1996), a literatura aponta, de uma maneira geral, *5 razões principais para justificar as fusões e aquisições do sector bancário*.

a) Sinergia

A hipótese da sinergia sugere que a aquisição de bancos pode efectivamente gerar sinergias, pela redução de custos através de economias de escala e de gama (“*scope*”) e da eliminação de redundâncias e duplicações (Siems, 1996). Tudo o resto permanecendo igual, mais baixos custos significam aumento dos lucros e preços das acções mais elevados, tanto para os accionistas do banco comprador como do banco “*target*”. Os ganhos de sinergia esperados devem criar riqueza agregada positiva.

Enquanto que o melhor teste da hipótese de sinergia será o estudo dos efeitos de eficiência após fusão, a metodologia do “*estudo de eventos*” pode ser utilizada para testar se os investidores acreditam nos parceiros da fusão e na sua capacidade de reduzir custos e aumentar a eficiência interna [ver Jensen e Ruback (1983); Amihud, Desai e Kim (1976); Hawawani e Swary (1990)].

b) Diversificação

A hipótese de *diversificação* sugere que a empresa combinada, resultante de uma operação de fusão ou aquisição, pode criar *ganhos de diversificação* e permitir a cobertura (*hedge*) da sua exposição aos riscos, quer pela dispersão geográfica, quer através da oferta de uma maior variedade seleccionada de produtos e serviços.

Numa relação controlador-controlado, os accionistas de ambos os bancos, adquirente e adquirido, deverão obter ganhos no preço das acções através das fusões de *diversificação do risco* [ver Jensen e Meckling (1976); Amihud, Dodd e Weinstein (1986); Saunder, Strock e Travlos (1990)].

Lange e Shtulz (1994), Berger e Ofek (1995) e DeLong (2001) consideram que as empresas que, concentram os seus esforços num número limitado de novas actividades, fazem aumentar o seu valor, enquanto que, as empresas que realizam fusões tendo por base as sua actividades actuais (*core areas*) destroem valor.

Estes trabalhos confirmam também outros que estudaram as fusões do tipo conglomerado, reafirmando o efeito negativo de uma diversificação generalizada. Mork et al (1990) verificaram que os rendimentos dos "bidders" são menores quando as fusões têm por base a diversificação.

Por sua vez, os proponentes da *diversificação* como Stein (1997) e Hubbard e Palia (1999) referem que as empresas que obtém "cash-flows" de diversas origens aumentam o seu valor, e que, a concentração demasiada numa só área é perigosa.

Os defensores da diversificação no sector bancário defendem o *banco universal*, como um sistema que permite aos bancos vender e subscrever títulos e seguros como se de empresas comerciais se tratasse. Houston e Ryngaert (1994) e Houston et al (1999) e Delong (2001) examinaram os efeitos da sobreposição geográfica e concluíram que se poderão obter vantagens através de ganhos de sinergias, designadamente através de aumentos da eficiência da gestão e da redução do investimento global.

Houston et al (1999) verificaram que a criação de valor acompanha a redução de custos, como resultado da sua concentração na diversificação geográfica e das áreas de actividade e linhas de produtos.

A par de estudos que trataram das fusões e aquisições nas perspectivas atrás referidas existem outros estudos que examinaram outras vertentes das fusões. Cornett e Tehranian (1992) observaram o desempenho dos *grandes bancos* após fusão e verificaram que estes tendem a comportar-se melhor do que a média do sector bancário. Este melhor desempenho, resulta do acréscimo do número de fusões dos bancos, da habilidade para atrair empréstimos e depósitos, do aumento da produtividade dos empregados e de um mais rápido crescimento dos activos.

Rhoades (1994) fornece um detalhado e bem organizado resumo dos estudos publicados entre 1980-93, sobre o comportamento das fusões de bancos. De trinta e nove estudos realizados durante este período, vinte e um utilizaram a metodologia de estudo de eventos, enquanto dezanove optaram pela abordagem da eficiência (um, utilizou as duas metodologias).

Berger e Humphrey (1997) desenvolvem também trabalho sistematizado sobre uma amostra de diferentes estudos realizados nos Estados Unidos. Mais recente de Berger, De Young, Genay e Udell (2000) tratam de forma desenvolvida a "performance" das fusões dos bancos.

c) O poder de mercado

A hipótese *poder de mercado* sugere que o banco comprador pode ser capaz de reduzir a competição de preços no mercado pela aquisição de alguns dos seus competidores (Stigler, 1964). Uma abordagem utilizada pelos investigadores para testar esta hipótese, é feita através da análise do preço de reacção dos concorrentes do mesmo mercado das instituições fundidas [ver Eckbo (1983) e Stillman (1983)].

Se uma fusão cria *poder de mercado* os concorrentes devem também beneficiar de uma subida dos preços das suas acções, como resultado de preços de produtos mais elevados e custos de gestão mas baixos (Siems, 1996). Uma outra abordagem para testar a hipótese de *poder de mercado* é feita pela determinação da relação entre o aumento da concentração de mercado obtido pela fusão e os rendimentos anormais recebidos pelos accionistas do banco adquirente e adquirido (idem). Grandes aumentos na concentração de mercado, associados a rendimentos anormais elevados, deverão suportar a hipótese de existência de *poder de mercado* [ver Eckbo (1983); Stillman (1983); Boyd e Graham (1991)]

d) Hubris

Uma outra explicação para a ocorrência de determinadas fusões baseia-se no comportamento dos gestores. É a hipótese de "*hubris*" (arrogância), que sugere que os gestores das empresas "bidders" acreditam que a sua própria avaliação sobre a empresa "*target*" está correcta, mesmo quando confrontada com informação objectiva que mostra que o verdadeiro valor económico dessa empresa é mais baixo, tal como está reflectido na valorização de mercado (Siems, 1996).

Roll (1986) argumenta que os ganhos esperados nas "takeovers" podem ter sido sobre-estimadas se é que as estimativas existiram de facto. Se não há ganhos adicionais resultantes das fusões e aquisições ou se eles são pequenos não é difícil perceber que as razões que as determinaram são enganosas.

O mecanismo pelo qual as operações de fusões e aquisições são iniciadas e concretizadas sugere que, pelo menos parte dos grandes aumentos de preços observados nas acções das “targets”, podem representar uma simples transferência de valor para a empresa adquirida.

Roll considerava que os gestores são, sistematicamente, excessivamente optimistas na sua avaliação das empresas “candidatas” a fusões ou aquisições. O seu optimismo excessivo é conduzido pela “*hubris*” dos gestores da empresa compradora e faz com que a “*target*” seja paga acima do seu valor. Isto tem como resultado a efectiva transferência para os accionistas das “targets” dos ganhos gerados pela operação (Roll, 1986).

Roll refere ainda que deve considerar-se a hipótese de não existirem sinergias potenciais ou outras fontes de ganhos nas fusões ou aquisições, mesmo quando as empresas envolvidas acreditam que esses ganhos existem. A “*hubris*” depende da presunção que suporta o excesso, de que a valorização do “*bidder*” é correcta.

Assim, sob a hipótese “*hubris*”, é de esperar que os preços das acções do banco comprador baixem e que as do banco alvo subam na data de anúncio da fusão. Além disso, uma fusão sob estas circunstâncias deverá, simplesmente, transferir riqueza dos accionistas do banco adquirente para os accionistas da “*target*” e não originar nenhuma criação agregada de riqueza.

Roll (1986) considera também, que outras explicações para o fenómeno das “*takeovers*” provêm da forte *ineficiência do mercado*.

Se não existem nenhuns ganhos disponíveis para as “*takeovers*” das empresas, a “*hubris*” implica que o aumento médio do valor de mercado das acções da “*target*” deveria ser superior à redução média do valor da empresa ofertante devido às despesas da operação.

O pagamento da “*target*” por um valor excessivo é motivado também pelo facto de os gestores das firmas compradoras prosseguirem objectivos pessoais, isto é, a

maximização dos seus benefícios em vez da maximização da riqueza dos accionistas (Roll, 1988; Bradley, Desai e Kim, 1988).

e) Maximização do benefício dos gestores.

Segundo Roll (1986), a hipótese da maximização da utilidade ou benefício dos gestores sugere que outros factores, diferentes da maximização do rendimento dos accionistas, motivam as fusões. Estes factores incluem o nível de compensação dos gestores, a segurança de emprego e a dimensão da empresa sob seu controle.

De acordo com este ponto de vista, os gestores actuam no sentido de maximizar os seus próprios interesses, em vez de considerarem os dos proprietários ou accionistas do banco (Siems, 1996).

Para Roll (1986), se os investidores percebem que os gestores estão a realizar uma fusão ou aquisição, apenas no seu próprio interesse, o preço das acções dos bancos pode cair para reflectir as esperadas perdas de um investimento não rendível. Levada ao extremo, a hipótese *de maximização de utilidade para os gestores* faz desde logo antever que não haverá criação de riqueza na operação, ou que se espera mesmo uma redução, devido aos motivos pessoais dos gestores do banco comprador. Roll (1986) reconhece assim, a presença de *factores de agência* na explicação das actividades de fusão.

Os ganhos obtidos pelos accionistas da "target" deverão ser iguais aos prejuízos sofridos pelos accionistas dos bancos adquirentes, mais as despesas incorridas com a operação para realizar a transferência de propriedade (Siems, 1996). Jensen (1986) refere que o preço excessivo pago pela "target" só pode dever-se a problemas de "agência". Lang, Stulz e Walking (1989, 1991) indicavam igualmente que o *prémio* pago pelo comprador seria determinado por factores de "agência".

Nestas hipóteses, Jensen argumenta que os gestores com acesso a "free cash flow" estão provavelmente, mais a prosseguir o *aumento da dimensão* do que a maximizar o valor das aquisições, desde que, tal estratégia aumente o total dos activos sob o seu controle. É a visão de que mais activos permitirão, provavelmente, fazer aumentar o nível da compensação recebida pelo gestor (Gondhalekar, Sant e Ferris, 2002).

A separação da propriedade do controle dá origem a conflitos de interesses entre os gestores e os accionistas que conduzem a aquisições que originam redução de valor da entidade resultante (Jensen e Meckling, 1976).

Avaliando vários casos de aquisições, Ravenscraft e Scherer (1987) identificaram os interesses dos gestores como o motivo para muitas das aquisições. Firth (1991) documentou que gestores de topo do Reino Unido podem aumentar significativamente o seu rendimento a seguir às aquisições mesmo quando a operação reduz o valor de mercado do comprador [ver Amihud e Lev (1981); Born, Eisenbeis e Harris (1988); Sushka e Bendeck (1988)].

f) Too-Big-To-Fail - TBTF

Uma outra hipótese importante para determinar a realização de fusões de bancos, principalmente entre as grandes instituições bancárias nos Estados Unidos, tem sido a denominada Too-Big-To-Fail - TBTF.

Esta hipótese foi originalmente apresentada por Hunter e Wall (1989) e Boyd e Graham (1991) e argumenta que muitos gestores seguem uma política de aquisições, que faz com que o banco atinja uma dimensão de tal forma grande, que se torne difícil para a entidade reguladora do sector bancário, determinar o seu encerramento, em caso de dificuldades financeiras. Isto permitiria que, todas as responsabilidades não cobertas, se tornassem de facto cobertas e, assim, maximizar o valor das garantias implícitas recebidas do Governo (Penas e Unal, 2000).

A evidência empírica que suporta esta motivação para as políticas de fusões dos bancos é mista. Benston, Hunter e Wall (1995) examinaram os preços de oferta pelas “targets” e falharam na validação da hipótese de que os compradores pagam mais por bancos com maior risco, cujos rendimentos são altamente correlacionados com os rendimentos do banco comprador. Em contrapartida, Kane (2000) apresenta evidências de que os accionistas dos bancos gigantes dos Estados Unidos ganham valor por se tornarem maiores ainda.

Penas e Unal (2000), concluem que os resultados do seu estudo dão grande suporte à existência de uma disciplina de mercado, no sentido de que o preço das obrigações (isto

é, o endividamento) reflecte a *exposição ao risco*, como referem também Flannery e Sorescu (1996). Indicam ainda que os credores titulares de obrigações percebem as fusões como risco de incumprimento reduzindo o número de transacções. Penas e Unal (2000) concluem ainda que os resultados da sua análise fornecem prova de que as fusões dos bancos estão longe de diluir a disciplina do mercado.

3.3. Revisão da literatura de "Estudo de Eventos"

3.3.1. Os conceitos base dos "Estudos de Eventos"

Segundo (Pilloff e Santomero, 1998) a *metodologia do "estudo de eventos"* é, de entre as consideradas na literatura, aquela que melhor permite a análise do problema da detecção da *criação ou destruição de valor*. Esta é a única metodologia que permite a medição directa do impacto das *fusões e aquisições na criação ou destruição de valor* para os accionistas.

A ideia básica do *"estudo de eventos"* é que, havendo racionalidade no mercado, o efeito de um acontecimento económico sobre o valor de uma empresa, será reflectido no preço dos activos. O preço das acções para a empresa, representa a melhor informação esperada da sua *"performance"* futura, isto é, dos *"cash-flows"* esperados. Assim, o impacto económico de um *"evento"* pode ser inferido a partir do movimento ocorrido no preço das acções, num curto período, em torno do momento da sua ocorrência (Wang, 1999). Existe assim, implícito, o pressuposto de que o *"evento"* é *exógeno*, o que significa que as *"performances"* das acções que ocorrem antes do *"evento"*, não o determinam. Outro pressuposto, é que, o *"evento"* não é antecipado. Assim, o *"evento"* pode ser visto como um experiência empírica (Wang, 1999).

O *método do "estudo de eventos"* tem sido muito utilizado na literatura, em particular, para investigar se os *rendimentos anormais* das acções para períodos de tempo, tanto antes como depois do desencadear da informação relevante são significativos. Assumindo que *os mercados são eficientes*, os preços das acções deveriam alterar-se muito rapidamente para reflectir o *consenso no mercado*, acerca das perspectivas da empresa, quando um *"evento"* com ela relacionado ocorre (Piesse e Lin, 2004).

Além disso, ao contrário dos indicadores contabilísticos, o "*estudo de eventos*" fornece meios para reflectir o efeito imediato de um "*evento*", dentro de um espaço de tempo curto, isto é, num dia ou menos (*idem*). As vantagens dos "*estudos de eventos*" são que os dados (concretamente, os preços das acções) estão mais rapidamente disponíveis e de forma rigorosa, e o "*estudo*" pode ser realizado, mesmo com uma amostra de grande dimensão, sem incorrer em custos exorbitantes (Wang, 1999).

Desde a contribuição de Fama, Fisher, Jensen e Roll (1969) o "*estudo de eventos*" tornou-se um importante instrumento para a investigação empírica em finanças.

O "*estudo de eventos*" tem uma longa história. Talvez o primeiro estudo publicado seja o de James Dolley (1933). Este autor examinou os efeitos nos preços dos "*stock splits*", estudando as alterações nos preços nominais na data da operação. Utilizando uma amostra de 95 operações de fraccionamento ocorridas de 1921 a 1931, o autor verificou que o preço aumentou em 57 dos casos e decresceu em 26.

Desde os anos 30 até ao final dos anos 60, o nível de sofisticação dos "*estudos de eventos*" aumentou. John H. Mayers e Archie Bakay (1948), C. Austin Barker (1956, 1957 e 1958) e John Asheley (1962) são exemplos de estudos durante este período de tempo.

No final dos anos 60, Ray Ball e Phillip Brown (1968) e Fama, Fisher, Jensen e Roll (1969) introduziram a metodologia que é, no essencial, a que se utiliza actualmente. Ball e Brown (1968) estabelecem a ideia base de que é a informação a determinante que potência a obtenção de proveitos.

Eugene Fama et al (1969) estudam o efeito de "*stock splits*" ou seja, os efeitos resultantes no preço do título decorrentes do seu fraccionamento, depois de descontados os efeitos simultâneos de aumento de dividendos.

Entretanto a metodologia original foi aperfeiçoada de forma a ultrapassar numerosos problemas relacionadas com complicações surgidas por força da violação de pressupostos estatísticos utilizados nos primeiros trabalhos, como, a incerteza sobre a data do "*evento*", o "*clustering*" do "*evento*", a variância induzida do "*evento*", etc.

(Aktas et al, 2003). Muitas dessas questões práticas estão tratadas nos trabalhos de Stephen Brown e Jerome Warner publicados em 1980 e 1985. O trabalho de 1980 considera os aspectos da implementação de uma amostra de dados obtidos com intervalos de um mês, e o de 1985 ocupa-se da mesma questão, quando se trata de dados diários.

Ruback (1982) sugeriu um caminho para lidar com a existência de auto-correlação de 1ª ordem nos rendimentos dos activos. Ball e Torous (1988) analisaram o problema da incerteza sobre as datas de evento. Corrado (1989) introduz um robusto teste de significância. Boehmer et al (1991) adaptaram a metodologia por forma, a ultrapassar o fenómeno da variância induzida do evento.

Salinger (1992) introduz o *ajuste sistemático do desvio padrão* dos rendimentos anormais para tomar em consideração a possibilidade da existência de eventuais "clusters" nos "eventos". Thompson (1998) deu especial atenção ao *período de estimação* utilizado para determinar os parâmetros dos modelos utilizados no "estudo de eventos". Isto é particularmente importante, quando se trata de estudos empíricos com amostras de grande dimensão [ver Fuller et al. (2002); Mitchell e Stafford (2000); Moeller et al (2003)].

Habitualmente, a periodicidade considerada para calcular os rendimentos são normalmente, mensais, semanais ou diários. Morse (1984) pronunciou-se a favor da escolha de uma *periodicidade curta*, a fim de reduzir o possível enviesamento estatístico e aumentar a eficiência dos estimadores, e assim, conseguir detectar melhor os rendimentos anormais. Esta questão foi também reafirmada nos estudos de Brown e Warner (1980 e 1985) e de Dyckman, Philbrick e Stephen (1984).

Kothari e Warner (1997) pronunciam-se sobre as vantagens de tomar um *horizonte temporal curto* na construção do intervalo de observação do "evento", e referem que essas vantagens são três: melhor especificação do modelo; maior realismo na estimação dos parâmetros e da variância e menores problemas com dados "outliners". Além disso, os "estudos de eventos" num horizonte temporal curto têm menos probabilidade de serem contaminados pelos efeitos de outra informação que afecte o mesmo grupo de títulos (Aktas, Bodt e Cousin, 2003).

Williams e Siegel (1997) defendem o ponto de vista de que um “*event window*” deve ser construído de dimensão *tão curta quanto possível*.

Contudo, não obstante o aperfeiçoamento verificado, os “*estudos de eventos*” têm os seus limites, entre os quais a literatura destaca os seguintes:

Primeiro: algumas teorias sugerem que os investidores podem não ser racionais, como estipula a teoria standard, (Daniel et al, 1998) ou os preços das acções podem persistentemente desviar-se do “evento” principal quando muitos investidores se comportam racionalmente (DeLong et al, 1990).

Segundo: alguns “eventos” específicos das empresas podem não ser tipicamente *exógenos*. Por exemplo, é maior a probabilidade de uma empresa vir a emitir mais acções se elas registaram uma boa *performance* no passado recente.

Terceiro: mesmo acreditando que, em média, os investidores têm expectativas normais (não inviesadas), o “*estudo de eventos*” é apenas, uma análise *ex-ante* e os resultados esperados do “evento” podem não se realizar.

Quarto: os investidores podem apenas basear a sua expectativas na informação disponível, e assim, as suas previsões serem fracos indicadores dos futuros acontecimentos, dada a limitação da sua informação.

Quinto: a principal força do “*estudo de eventos*”, que reflecte os possíveis efeitos de um evento num intervalo, pode também ser a sua fraqueza. Isto é, os resultados dos “*estudos de eventos*” poderem detectar apenas o impacto do “evento” no benefício esperado pela empresa, mas não as causas dessa mudança (Wang, 1999).

a) Os modelos do estudo de eventos

Há dois grandes objectivos na condução dos “*estudos de eventos*”: Testar o significado dos efeitos da informação nos rendimentos das acções quando os eventos são anunciados; e, identificar os factores que determinam o efeito da informação (Kramer, 2001). No primeiro caso, incluem-se estudos como os de Schipper e Thompson (1983),

Malatesta e Thompson (1985) e Eckbo (1992). No segundo, podem ser considerados trabalhos como os Eckbo, Maksimovic e Williams (1990) e Prabhala (1997).

São utilizadas diversas *abordagens* para calcular os rendimentos normais de determinado título. Essas abordagens podem, grosso modo, ser divididas em *duas categorias: estatísticas e económicas* (Mackinlay, 1997).

O *modelo de mercado* introduzido por Sharpe (1963) é o mais utilizado. O *modelo de mercado* é um modelo estatístico que relaciona o rendimento de determinada acção com o rendimento da carteira representativa do mercado. O *modelo de mercado* é um exemplo de um modelo com um factor. Outros modelos com múltiplos factores são também utilizados. William Sharpe (1970) e Sharpe, Gordon Alexander e Jeffrey Bailey (1995) forneceram uma discussão sobre índice de mercado com factores baseados em classificações das indústrias.

Para além do modelo de mercado, são também utilizados modelos económicos, dos quais, os mais importantes são o "Capital Assets Pricing Model" (CAPM) e o "Arbitrage Pricing Theory" (APT) [ver, por exemplo, Mackinlay (1997) e Brandão (2002)]

O CAPM que se deve a Sharpe (1964) e John Lintner (1965) foi muito utilizado nos "estudos de eventos" da década de 70. Porém, alguns desvios aos pressupostos de equilíbrio, em que assenta o CAPM, têm sido detectados, implicando que a validade das restrições impostas ao modelo de mercado sejam questionáveis (ver, por exemplo, Fama e French, 1996). Por esse motivo, o CAPM quase deixou de ser empregue nos "*estudo de eventos*" (Mackinlay, 1997).

O modelo "Arbitrage Pricing Theory" (APT) devido a Stephen Ross (1976) é uma teoria de preço, onde o rendimento esperado de determinado activo é uma combinação linear de múltiplos factores de risco. A ideia geral é que com o APT o vector mais importante se comporta como um factor de mercado e os vectores adicionais contidos no modelo acrescentam relativamente pouco poder explicativo (Brown e Weinstein, 1985).

Os "*estudos de eventos*" foram aplicados a um grande grupo de acontecimentos que podem ser específicos de uma empresa (como fusões ou emissão de novas ou acções ou obrigações) ou outra natureza económica (como por exemplo publicação de legislação) (Wang, 1999).

3.3.2. Literatura de "*Estudo de Eventos*" sobre o sector bancário

Essencialmente, as análises baseadas em "estudos de eventos" avaliaram os rendimentos das acções dos *bancos compradores* ou das "*targets*" ou ambos, por comparação com a carteira das acções representativas do mercado (Rhoades, 1994).

Diferenças nos rendimentos dos bancos compradores ou dos bancos "target" relativamente aos rendimentos do mercado, são usualmente calculados com base em períodos, que vão desde um dia, até vários dias ou semanas. Ao realizar o seu cálculo, os investigadores procuram determinar se o anúncio da fusão causa efeitos significativos nos rendimentos das acções do adquirente ou da "target".

É também de referir dois aspectos importantes, característicos dos "*estudos de eventos*". Primeiro, os "*estudos de eventos*" reflectem as expectativas sobre diferentes vectores em torno da proposta de fusão. Como tal, não podem ser utilizados para basear conclusões sobre se as fusões resultam em ganhos de *eficiência*.

Segundo, os "*estudos de eventos*" utilizam os movimentos dos preços das acções de curto prazo que podem reflectir a especulação dos investidores. Consequentemente, os *rendimentos anormais* das acções não devem ser utilizados para avaliar os reais efeitos da fusão no desempenho dos bancos. Os seus resultados podem contudo, ser utilizados para aceder às expectativas do mercado financeiro sobre o desempenho futuro e podem ainda, ajudar a explicar porque razão as fusões dos bancos tendem a continuar. Diversos modelos foram sendo desenvolvidos para estimar os *rendimentos anormais acumulados* (CARs) (Jagannathan and Wang, 1996, MacKinley, 1997 e Gregory, 1997).

No que respeita ao *sector financeiro*, a identificação dos determinantes dos "*prémios*" é, ainda, mais complicada, devido à regulação do sector, estabelecida pelos Governos (Brewer, Jackson e Jagtiani, 2001). Para além das características do negócio e dos

bancos (banco alvo e banco comprador), as características das intervenções das autoridades reguladoras tendem a afectar o "*prémio*" contido na oferta de compra (Palia, 1993). A análise do "*prémio*" das fusões dos bancos, é também, complicada pela incerteza sobre a posição que a entidade reguladora toma sobre o potencial negócio (Desai e Stover, 1985). Todas as fusões dos bancos requerem a aprovação da autoridade reguladora e de um determinado tempo para a obter, tornando as "*takeovers*" hostis extremamente difíceis de executar (Brewer, Jackson e Jagtiani, 2001).

Em anteriores estudos sobre F&As de bancos, Beatty, Santomero e Smirlock (1987), Cheng, Gup e Wall (1989), Fraser e Kolari (1988), Rogowski (1989), Rose (1991) e Brewer, Jackson, Jagtiani e Nguyen (2000), verificaram serem significantes na determinação dos "*prémios*" das ofertas de compra ou para a explicação das reacções do mercado de capitais aos anúncios das fusões, factores como, a dimensão dos activos, a rendibilidade, as características da gestão, a alavancagem, os meios de pagamento e o facto de as fusões serem intraestados ou interestados.

A literatura sugere que a dimensão do banco alvo é importante na determinação do "*prémio*" da oferta de aquisição. Shawky, Kilb e Staas (1996) verificaram que às "*targets*" mais pequenas tendem a ser oferecidos prémios maiores, e Palia (1993), verificou que o tamanho relativo da "*target*" e do banco comprador são importantes na explicação da variação dos "*prémios*".

No que diz respeito à "*performance*" Shawky, Kilb e Staas (1996) e Brewer, Jackson, Jagtiani e Nyguen (2000) verificaram que os maiores "*prémios*" tendem a ser oferecidos aos bancos "*target*" com mais elevada rendibilidade.

Stephen Rhoades (1994) analisou um conjunto de estudos que utilizaram a metodologia de "estudo de eventos" referentes ao período de 1980 a 1993 nos Estados Unidos e obteve algumas conclusões interessantes.

Dos vinte estudos realizados sobre a "*performance*" das fusões dos bancos durante os anos 80, dezasseis utilizaram a metodologia de "estudos de eventos". Nos anos 90 essa metodologia foi utilizada menos frequentemente. Entre 1992 e 1993, apenas 2, num total de 15, utilizaram esta metodologia.

Rhoades (1994) embora considere que a razão para esta alteração não seja clara, avança com a ideia que isso se deverá ao facto de, mais recentemente, o interesse na análise das fusões, se ter centrado na *análise da eficiência*, com o objectivo de avaliar os efeitos provocados pelas fusões, em vez de apontar no sentido de avaliação das expectativas dos mercados financeiros sobre a "*performance*" global dos bancos.

Os "estudos de eventos" analisados, apresentam uma grande diversidade de resultados, de acordo com a variação da dimensão da amostra, o número de anúncios das fusões considerados e o intervalo de tempo em que os rendimentos anormais são calculados. Apesar das dimensões das amostras serem geralmente pequenas, são muito variadas, e vão, desde 11 elementos (Pettway e Trifts, 1985), até 138 (Hawawini e Swary, 1990).

O período de tempo no qual os modelos de mercado são estimados varia substancialmente desde o número mais baixo, de 41 dias, Wall e Gup (1989), até aos mais elevados, de 239 dias de Desai e Stover (1985) e de 108 semanas de Neely (1987). O período de tempo durante o qual os rendimentos normais são calculados varia bastante. Cornet e Tehranian (1992) e James e Wier (1987-a) apresentam a análise dos rendimentos apenas na data do anúncio e no dia anterior, enquanto Trifts e Scanlon (1987) apresentam resultados para -40 a +20 semanas em torno do dia de anúncio. Dubofsky e Fraser (1989) apresentam dados de -50 dias a +20 dias e Pettway e Trifts (1985) apresentam rendimentos anormais para dados de -10 a +50 dias.

Muitos "*estudos de eventos*" estimam o *modelo de mercado* ao longo de um período que se estende desde um momento antes do anúncio, até outro depois dele [James e Wier (1987 a,b) Trifts e Scanlon (1987), de Cossio, Trifts e Scanlon (1988), Baradwaj, Dubofsky e Fraser (1992) e Cornett e De (1991) estimaram o *modelo de mercado* para um período imediatamente depois da data de anúncio.

A grande maioria dos estudos usa o *modelo de mercado standard* para calcular os rendimentos anormais, mas, um pequeno número, utiliza uma variante do modelo standard. Assim, Sushka e Bendeck (1988), Dubofsky e Fraser (1989) e Hawawini e Swary (1990) usam o *modelo de mercado ajustado* ou o modelo da média ajustada dos rendimentos.

Muitos modelos são estimados e os rendimentos anormais calculados com base em dados diários das acções, mas alguns utilizam valores semanais [Neely (1987); Trifts e Scanlon, (1987); de Cossio, Trifts e Scanlon (1988); Walk e Gup (1989); e Hawawini e Swary (1990)].

Muitos estudos calculam os rendimentos anormais em torno da data de anúncio da fusão, mas, um deles, toma por base a data de aquisição (Lobue (1984)) e outro, a data em que a Reserva Federal dos E.U. aprovou a fusão (Sushka e Bendeck 1988).

Finalmente, todos os "*estudos de eventos*" analisam os efeitos do anúncio sobre os rendimentos das acções da empresa "bidder", mas apenas em metade deles é feita a análise do seu efeito sobre o rendimento das acções da "target".

Rhodes concluiu que os principais resultados obtidos pelos trabalhos que utilizaram a metodologia de "*estudo de eventos*" **não são consistentes**. Para os bancos *compradores*, sete estudos concluíram que o anúncio das fusões tem uma significativa *influência negativa* sobre os rendimentos dos accionistas; sete outros *não encontraram* efeitos relevantes sobre os rendimentos das acções dos bancos compradores; três encontram *rendimentos positivos*; e, quatro concluem que os resultados são *mistos*.

Apenas nove estudos analisaram os efeitos das fusões nos rendimentos das acções dos bancos "target". Destes, oito encontraram significativos *rendimentos anormais positivos* para os accionistas dos bancos alvo e *um outro*, não encontrou quaisquer rendimentos anormais.

Em conclusão, os anteriores "*estudos de eventos*" detectaram, geralmente, rendimentos anormais *positivos* para os accionistas dos bancos "target", mas as evidências sobre os rendimentos dos accionistas dos bancos compradores são demasiado *inconsistentes* para se poder extrair qualquer conclusão.

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 que existe um resultado positivo das F&A, o que significa que os accionistas dos bancos estudados ganham significativos rendimentos anormais acumulados (Beitel e Schiereck, 2001).

Porém, alguns estudos, verificaram que certos tipos de fusões de bancos, criam valor. Este é o caso dos estudos levados a cabo entre outros por, Houston, James e outros (2000), Brewer, Jackson e outros (2000), Becher (1999), Delong (1999) e Kwan e Eisenbeis (1999).

Para testar os efeitos da valorização da hipótese de “*Hubris*” ou “*empire building*” Becher (2000) 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 terem encontrado significativos rendimentos anormais acumulados negativos, em particular nos bancos compradores, ou observam diferentes rendimentos de entre as sub-amostras analisadas (por exemplo: Kane (2000), Cornett, Hovakimian e outros e (2000), Toyne (1998). Subrahmanyam, Rangan e outros (1997) Pilloff (1996) Siems (1996) e Hudgins e Seifet (1996) para referir os estudos mais recentes.

Jensen (1993) Mitchell e Mulherin (1996) e Weston et al (1998) concluíram que a *desregulação* é o factor que tem conduzido o aumento da actividade das fusões na actividade bancária. É evidente que se *anteriormente, alguns tipos de fusões eram proibidas, com o processo de desregulação, as empresas passam a dispor de maior liberdade para aproveitarem potenciais sinergias através das fusões e aquisições.*

Se de uma maneira geral, como já se referiu, 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*", tem sido ainda mais limitado.

Embora os estudos existentes na Europa tenham centrado a sua análise sobretudo 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 Schiereck e Strauss (2000), e mais recentemente de Beitel e Schiereck (2001) e Beitel, Schiereck e Wahrenburg (2002).

Os resultados destes estudos são, tal como aconteceu 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 verificaram 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 total de 98 operações ocorridas entre bancos europeus no período entre 1985 e 2000 e encontraram resultados semelhantes. Em 2002 publicaram um novo trabalho, em conjunto com Mark Wahrenburg, onde aprofundaram a análise do impacto das F&As segundo a perspectiva de abordagem de treze vectores, que incluem, nomeadamente, o tamanho relativo, a rentabilidade, a eficiência dos custos, o rácio de "*market-to-book*", a "*performance anterior das acções da target*", a correlação das acções e a experiência em F&As da entidade compradora. 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.

Porém, Karserski, Ongena e Smith (2003) ao analisarem as fusões na Noruega não encontram resultados tão animadores.

Por sua vez, Resti e Siciliano (2002), que como se referiu estudaram as fusões de bancos em Itália, também concluem que existem algumas indicações de que as aquisições *criam valor* para os *accionistas minoritários* dos bancos alvo. 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.

Ferreti (2003) estabelece na sua abordagem uma comparação entre uma amostra de fusões e aquisições realizadas em Itália no período de 1994 a 2000 e outras do mesmo período em outros países da Europa. Com uma amostra maior do que a de Resti e Siciliano concluiu que os adquirentes ("bidders") italianos apresentam um decréscimo no preço das acções maior do que os de outros países europeus. A diferença é muito significativa no período mais recente (1997-2000) e suporta a hipótese de terem existido preços excessivamente elevados nas ofertas públicas realizadas no mercado bancário italiano.

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.

Hans 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, verificou que tais operações *não criam rendimentos positivos* para os accionistas.

3.4. Revisão da literatura de "Medidas de Eficiência"

3.4.1. Considerações gerais sobre as "Medidas de Eficiência"

A teoria da eficiência vê as fusões como sendo planeadas e executadas para obter sinergias (Got e Sanz, 2000).

Erros, desvios entre o plano de produção e a sua implementação, inércia humana, comunicações distorcidas e incerteza, causam desvios dos objectivos previamente estabelecidos. Isto é, ocorre a designada ineficiência X (Leibenstein, 1966).

Farrel (1957) distingue dois componentes da eficiência da empresa:

- ◆ *A eficiência técnica*: Obtenção do máximo produto a partir de um dado conjunto de factores de produção (inputs).
- ◆ *A eficiência na aplicação de recursos* (Allocative efficiency): Utilização dos factores produtivos (inputs) na proporções óptimas dados os respectivos preços.

Estas duas medidas podem ser combinadas para fornecer uma medida da eficiência económica total.

Medir a eficiência de um banco, é pois, analisar a *eficiência técnica e de aplicação de recursos*, o que permite avaliar a *qualidade da gestão e determinar a eficiência operacional da instituição*.

Assim, tenta-se compreender como os gestores utilizam *a tecnologia, os recursos humanos e outros activos à sua disposição* (o método de gestão) para produzir um determinado nível de produção. Trata-se com efeito de uma questão importante para os gestores que procuram identificar as *práticas ineficientes* da sua instituição.

A eficiência, em geral, pode ser decomposta em:

- Eficiência de escala
- Eficiência de gama ("scope")
- Eficiência técnica e

- Eficiência na aplicação de recursos.

A) **Economias de escala:** O grau pelo qual o custo médio de produção de serviços financeiros de uma instituição baixa, quando a produção de serviços aumenta. A definição usual de economias de escala é, o "rácio" dos custos marginais sobre os custos médios, tomados ao longo de um intervalo em que considera o "mix" de produtos como constante (Berger e Humphrey, 1994).

B) **Economias de gama ("scope"):** O grau pelo qual uma empresa pode gerar *sinergias de custos* pela produção de múltiplos serviços financeiros (DeLong, 2001).

C) **Eficiência técnica:** Quando o banco maximiza o seu produto global (*output*) a partir de um dado nível de factores produtivos (*inputs*), ocorre a **eficiência técnica, pura**.

D) **A eficiência na aplicação dos recursos.** Acontece quando o banco escolhe a maximização do "mix" dos "outputs".

Teoricamente, um banco é **plenamente eficiente** se produz um nível de "mix" de produtos (*output*) que *maximiza o rendimento e minimiza os possíveis custos*.

Como referem Casu e Girardone (2001), a *eficiência operacional* total de um banco decompõe-se assim, em duas partes: Uma primeira ligada às economias de escala e de gama e, uma outra resultante da eficiência da gestão.

O estudo da eficiência das instituições financeiras ou a detecção das suas ineficiências não é apenas útil para os gestores dum determinado banco. Este aspecto também é importante para os governos e mesmo para os bancos concorrentes que pretendem melhorar a sua eficácia operacional. Para Berger e Humphrey (1997) uma melhor compreensão dos componentes da eficiência operacional, permite:

- ◆ Proporcionar informação adequada aos governos e organismos regulamentares, sobre os efeitos da desregulamentação, as fusões e a estrutura de mercado e eficiência dos bancos.
- ◆ Descrever a eficiência da indústria bancária e estabelecer uma classificação para os bancos.

- ◆ Melhorar a gestão identificando as melhores práticas.

Para eles, a *capacidade de gestão para controlar os custos*, isto é, a eficiência X, é muito mais importante que as economias de *escala* e economias de gama (“*scope*”).

Uma nota profissional de Berger diz que a mais importante origem do problema dos custos na banca é a *eficiência X* ou as diferenças de habilidade de gestão para controlar os custos para uma dada escala ou “mix” de produção (11).

Na realidade, muitos bancos não são completamente eficientes. Há uma diversidade de factores que provocam ineficiência no sector bancário. Muitos dos custos de ineficiência são causados por operações inapropriadas, como o uso excessivo de pessoal e a *ineficiência financeira* (como, *juros excessivos pagos por fundos*).

A eficiência X pode ser definida como o quociente (rácio) dos custos mínimos que podem ser despendidos para produzir um determinado conjunto de produtos, com os custos de facto suportados.

Enquanto que a eficiência de escala diz respeito à questão de saber se o banco tem a dimensão certa, uma questão muito mais importante é saber se ele produz de forma tão eficiente quanto potencialmente ele o pode fazer, dada a sua dimensão (Kwan, 1997). A eficiência X difere da economia de escala e de gama porque toma o conjunto de produtos (*outputs*) como um dado, enquanto as economias de *escala* e de gama tentam determinar os menores custos de escala e do “*mix*” do conjunto de produtos tomando como um dado, que as empresas se situam na fronteira eficiente (Berger e Humphrey, 1994).

Há um consenso geral na literatura de que as diferenças de *eficiência X* de banco para banco são relativamente grandes e dominam tanto as diferenças de economias de escala como as economias de gama (Berger e Humphrey, 1994).

Segundo Frei, Harker e Hunter (1997) a eficiência X engloba todas as eficiências técnicas e de aplicação de recursos das empresas que não são devidas as economias de escala ou economias de gama.

(11) Citado de Huizinga, Nelissen e Vander Venet (2001)

As ineficiências X são geralmente consideradas como sendo primeiramente de natureza técnica, significando que os "inputs" são simplesmente utilizados em excesso. Em geral, é menos importante a ineficiência X da aplicação de recursos, por força da escolha de "inputs" com reacção fraca, aos respectivos níveis de preços.

Para Huizinga, Nelissen e Vander Venet (2001), a estimação da eficiência X é particularmente importante para o estudo das fusões dos bancos, uma vez que é o único caminho para determinar se as fusões podem ter interesse público. Uma fusão tem um potencial benéfico para a sociedade se ela aumentar a eficiência dos custos e dos proveitos.

Mas, basicamente, os *estudos dinâmicos de eficiência* pretendem verificar se a consolidação pós-operação de fusão ou aquisição aumentou a eficiência da entidade resultante quando comparada com a eficiência média da indústria bancária ou do "benchmark" (Beitel e Schiereck, 2001)

Para facilitar a exposição no desenvolvimento do trabalho não se utilizará a expressão Eficiência X, mas apenas eficiência, sendo que a noção de eficiência X estará implícita.

3.4.2. Estudos Anteriores sobre Eficiência: Revisão da literatura

Existe uma *literatura* considerável sobre a *eficiência operacional* das instituições financeiras, assente na relação existente entre o consumo de factores (*inputs*) e o conjunto dos produtos financeiros oferecidos (*outputs*). Geralmente foi utilizada a metodologia econométrica do tipo "fronteira".

A maior parte dos primeiros estudos procurou compreender e/ou demonstrar a presença de economias de escala e de economias de gama na indústria bancária. " Porém, o consenso actual é que as economias de escala e de gama não são os factores determinantes da eficiência operacional para os bancos (Berger e Humphrey, 1997).

Com efeito, uma grande parte da literatura mais recente concentra-se principalmente sobre a noção de **eficiência X** (Beitel e Schiereck, 2001). Têm especial relevo os estudos realizados por Berger e Humphrey, quer em conjunto quer individualmente, ou

em colaboração com terceiros. Para além destes, são igualmente importantes trabalhos como os de, Focarelli, Panetta e outros (2000), Huges, Lang e outros (1999), Haynes e Thompson (1999), Fried, Lovell e outros (1999), Resti (1998), Rhodes (1998), Peristiani (1997), Houston e Ryngaert (1994), De Young, (1997), Delong (2001), Mester (1976) e Buch e Delong (2002).

English et al (1993) realizaram o primeiro estudo sobre o sector bancário que examinou a **ineficiência X** da produção. Por sua vez, o primeiro estudo sobre a *função lucro* que examina tanto a ineficiência X dos factores de produção (*inputs*) como a própria produção (*output*), deve-se a Berger, Hancock e Humphrey (1993). Estes autores encontraram evidências de que **as ineficiências da produção** são pelo menos tão grandes como as **ineficiências dos custos** (Beitel e Schiereck, 2001).

Allen Berger e David Humphrey, num seu trabalho de 1997, desenvolveram uma análise exaustiva de estudos anteriores, e realizam uma síntese sistematizada *das conclusões de vários estudos empíricos* sobre a banca, realizados nos Estados Unidos.

Nas suas conclusões referem o seguinte:

- ◆ *As fusões não têm um previsível e significativo efeito na eficiência: algumas fusões fazem aumentar a eficiência e outras fazem-na baixar.*
- ◆ Não se verificou que as economias de escala e de gama na banca sejam importantes, a não ser para os pequenos bancos.
- ◆ A eficiência X ou habilidade de gestão para controlar os custos é de muito maior magnitude.
- ◆ A concentração de mercado traduz-se em preços ligeiramente menos favoráveis para os consumidores, mas tem pouco efeito sobre a rendibilidade dos bancos.

Outros estudos sobre fusões e aquisições de bancos nos Estados Unidos encontraram aumentos de eficiência X muito pequenos ou mesmo nenhuns (De Young, 1997 e Perestiani, 1997).

Houston e Ryngaert (1994) e Delong (2001) verificaram que o mercado reage positivamente às fusões e aquisições com sobreposição geográfica.

Por sua vez, Resti (1998) concluiu que se verificou o *aumento dos níveis de eficiência* das fusões de bancos de Itália, especialmente quando os negócios envolveram bancos relativamente pequenos ou quando se tratava do mesmo tipo de mercado e as áreas geográficas de actuação eram as mesmas.

Apesar de alguma falta de congruência entre todos os métodos, parece claro que as diferenças de eficiência X são muito mais importantes do que as eficiência de escala ou gama na banca.

Muitos dos estudos verificaram que a média das ineficiências X de custos são da ordem de 20% ou maiores para praticamente todas as classes de dimensão de bancos, em contraste com as ineficiências de escala, que são da ordem dos 5% ou menos e são restringidas às classes de bancos de pequena dimensão (Berger e Humphrey, 1977)

Autores que aplicaram os métodos “*Stochastic Frontier Approach*” (SFA), “*Thick Frontier Approach*” (TFA) e “*Distribution Free Approach*” (DFA) ao sector bancário geralmente *encontraram uma ineficiência de custos média* de cerca de 20% a 25%, enquanto autores que utilizaram a “*Data Enveloping Analysis*” (DEA) encontraram resultados que vão de menos de 10% até mais 50% de custos (Berger e Humphrey, 1977). Estes autores referem ainda que as ineficiências de gama são difíceis de medir, mas parecem ter um peso de cerca de 5% ou menos nos custos. Estes resultados são consistentes com o verificado de que **as diferenças de gestão no controle de custos, dominam as relações das diferenças de custos de escala** (Beitel e Schiereck, 2001).

Depois de um largo período sem qualquer estudo sobre a eficiência nos bancos europeus, vários trabalhos têm vindo a ser produzidos nos últimos anos.

Jacob Bikker (1999) realizou um trabalho de estimação da eficiência X nos bancos de vários países europeus, através de uma abordagem da fronteira estocástica, e da utilização de uma função custo translogaritmica. Este autor concluiu que, em média, os bancos de Espanha, França e Itália se revelaram menos eficientes que os da Alemanha, Holanda e Reino Unido, enquanto os bancos do Luxemburgo, Bélgica e Suíça são os mais eficientes. Segundo este autor, em média, as grandes diferenças entre a *ineficiência*

X e os níveis de custos existentes entre os diversos países, registam-se em Espanha com 40% acima da média e no Luxemburgo com 35% abaixo da média Europeia.

H. Semith Yildirim e George Philippatos (2002) examinaram a eficiência de custos e dos resultados (lucros) de doze países da Europa Central e Leste, no período de 1993-2000. Os resultados deste estudo que foram estimados utilizando a “*Stochastic Frontier Approach*” e a “*Distribution Free Approach*”, demonstram a existência de ineficiência de gestão no mercado bancário dessa zona europeia e detectaram serem, em termos médios, significativas as suas ineficiências de custos, e na ordem dos 72% e 76 %.

Os maiores níveis de eficiência estavam associados aos bancos de grande dimensão. Mas a relação entre a eficiência e a concentração era negativa, isto é, o aumento de dimensão e a concentração fazia baixar a eficiência. Concluíram ainda, que os bancos estrangeiros eram mais eficientes em termos de custos do que os bancos nacionais, mas que aqueles eram menos eficientes em termos de lucros.

Casu e Girardone (2002) examinaram a eficiência de custos e resultados (lucros) dos grandes bancos europeus através da definição de uma fronteira comum da União Europeia no período que se seguiu imediatamente à aplicação do programa do Mercado Único Europeu em 1992, através da aplicação de metodologias paramétricas (*Stochastic Frontier Approach-SFA*) e não paramétricas (*Data Enveloping Analysis-DEA*). Estes autores concluíram que existe uma reduzida evidência de que os níveis de eficiência dos custos dos maiores bancos da União Europeia tenham convergido ao longo dos anos 90. Segundo as autoras, *as características específicas de cada país* parecem ter papéis importantes na explicação da eficiência de *custos e de competências* e significativas diferenças, incluindo variadas condições de concorrência que parecem existir através dos mercados bancários da UE. Contudo, os resultados derivados da estimação da eficiência do lucro parecem sugerir que o “*gap*” de eficiência entre os países diminuiu substancialmente durante os anos em estudo.

Huizinga, Nelissen e R Vander Venet (2001), analisando os efeitos da eficiência em 52 fusões horizontais de bancos no período de 1994-1998, isto é, o período imediatamente antes do início da UEM, encontraram evidência de substanciais *economias de escala não exploradas* e de grandes *ineficiências X* na banca Europeia. Não encontraram

evidência de que as fusões dos bancos são capazes de exercer maior *poder de mercado* na actividade de captação de depósitos bancários. As suas conclusões apontam no sentido das F&As dos bancos aparecerem como sendo socialmente benéficas.

Azofra, Diaz e Olalla (2002), que estudaram uma amostra de 2191 bancos europeus no período 1992-2000, observando 240 fusões, encontraram um *incremento a longo prazo* da rentabilidade das entidades que realizaram as aquisições. Concluíram também que as aquisições no mercado interno ou europeu têm uma rentabilidade mais elevada que as internacionais.

Humphrey, Valverde e Fernandez (2002) num estudo sobre as fusões da banca em Espanha concluíram que *a desregulamentação da banca* trouxe mais benefícios que as fusões.

Dietsch e Lozano (1996), que estudaram em conjunto a eficiência da banca espanhola e francesa, concluíram que *as condições ambientais específicas* de cada país são um factor importante para explicar as diferenças de eficiência. Concluíram também que mesmo tendo em conta as diferenças ambientais, os bancos de Espanha são menos eficientes que os bancos de França.

Rime, Bertrand, Stiroch, Kevin (2002), que examinaram a eficiência dos bancos suíços no período de 1996 a 1999, verificaram a existência de provas de grandes ineficiências de custos e resultados nos bancos suíços. Embora tenham constatado ganhos em termos de economias de escala para os pequenos e médios bancos, não encontraram esses ganhos nos bancos de maior dimensão.

Greiber e Bernard (2002), que estudaram a natureza e impacto dos custos nos bancos da Alemanha, na década de 90, concluíram que apenas encontraram economias de escala nas F&As de bancos de grande dimensão.

Mohamed Chaffai e Michel Dietsch (1999) estudaram o sector bancário de três países Itália, França e Alemanha onde detectaram um *excesso de capacidade* no sector destes países. Em média o excesso de capacidade é a parte significativa da *ineficiência a longo prazo* da banca de França e da Alemanha.

Para Dean Amel et al. (2002) os resultados do estudo por eles realizado sobre o efeito *ex-post* das fusões e aquisições parecem contradizer as motivações apontadas por aqueles que realizam e efectuam as operações de F&As e a respectiva consolidação, isto é, os gestores e as empresas de consultores, e que são fortemente relacionadas com aspectos de economias de escala e com objectivos de melhorias na qualidade de gestão.

Em Portugal também os estudos sobre eficiência no sector bancário português são ainda em pequeno número e alguns dos mais relevantes foram realizados há já alguns anos, pelo que não incorporam ainda o fenómeno das grandes transformações, ocorridas no sector, principalmente no ano de 2000. Por outro lado, as metodologias de análise têm sido diferentes, o que também dificulta uma potencial consonância nas conclusões obtidas.

Mendes e Rebelo (1997), estudaram a eficiência, produtividade e alteração tecnológica na banca portuguesa durante o período de 1990-95. Utilizaram a função translogaritmica de custos e o modelo da fronteira estocástica para estimar a ineficiência e alteração tecnológica. Os seus resultados sugerem que o aumento da concorrência entre os bancos portugueses não conduziu a uma melhor *performance* global em termos de custos. Por outro lado, um maior número de bancos é, no final do período, menos eficiente em termos relativos do que era no início dos anos 90. Num outro estudo, estes autores (1999) utilizaram o efeito das fusões e aquisições na eficiência com base no período de 1990 a 1997. Utilizando a metodologia não paramétrica DEA e a metodologia paramétrica SFA para determinar a função translog de custos, concluíram que no período a ineficiência dos bancos portugueses tinha diminuído, e, portanto aumentado a sua eficiência.

Pinho (1999) realizou um estudo empírico da evolução da eficiência produtiva da banca portuguesa, recorrendo ao método da fronteira estocástica, para o período 1988-97. Os resultados relativos a uma fronteira de custos permitem concluir que naquela década se registou uma notória melhoria na afectação dos recursos dos bancos portugueses. Os resultados obtidos com uma fronteira de lucro apontam para uma relativa estabilidade da eficiência ao longo do tempo. Segundo o autor, de um modo geral, os bancos privatizados mostraram melhoria em ambos os tipos de eficiência após a sua transferência de propriedade.

Canhoto e Dermine (2000) avaliam a evolução da eficiência dos bancos portugueses no período de 1990 a 1995, utilizando uma metodologia não paramétrica (Data Enveloping Analysis-DEA). Referem que no período de análise, um período de forte desregulação, o sector bancário português conheceu um aumento de eficiência de cerca de 59%, motivado fundamentalmente pelas alterações tecnológicas e caracterizado por uma maior eficiência dos novos bancos sobre os antigos.

Nos estudos de Pinho (1999) e de Mendes e Rebelo (1999), embora ambos tenham utilizado metodologias de análise paramétricas (SFA), os resultados observados não são coincidentes, mas talvez isso se deva ao facto de terem sido utilizadas diferentes amostras e diferentes períodos de análise.

Já o segundo estudo de Mendes e Rebelo (1999) utilizando metodologias paramétricas e não paramétricas e períodos de análise mais próximos, parecem chegar a conclusões semelhantes, sobre alguma redução da eficiência do sector bancário português, até ao ano de 1997.

Porém, no caso do estudo de Canhoto e Dermine (2000), que utilizaram uma metodologia não paramétrica (DEA), os resultados obtidos são aparentemente excessivos quando colocam o aumento de eficiência ao nível dos 59%.

Talvez a utilização exclusiva da DEA explique pelo menos parcialmente esse desfazamento, já que, tem tendência a ser menos precisa do que os estudos paramétricos [ver Berger e Humphrey (1997)].

CAPÍTULO IV - METODOLOGIAS DE INVESTIGAÇÃO

4.1. Metodologia do Estudo de Eventos

Este trabalho, à semelhança de Resti e Siciliano (2002), que realizaram um estudo sobre as fusões dos bancos em Itália, de Beitel e Schiereck (2001), que analisaram as fusões dos principais bancos na Europa e, ainda, de muitos trabalhos de investigação realizados nos Estados Unidos, emprega a metodologia “*standard*” do “estudo de eventos”.

Para este tipo de abordagem, é utilizado 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 modelos (MacKinlay, 1997). Esta é a metodologia mais utilizada quando são analisadas as *fusões e aquisições* no sector bancário e, de acordo com Cable e Holland (1996), é a abordagem preferível no “*estudo de eventos*”.

MacKinlay (1997) reviu os métodos utilizados no “*estudo de eventos*” descrevendo os diferentes passos que devem ser seguidos na sua realização. Este autor refere que, actualmente, o “*estudo de eventos*” se caracteriza por sete pontos ou sete etapas fundamentais que são as seguintes:

- ◆ Definição do evento e do intervalo de observação “event window”;
- ◆ Selecção da amostra;
- ◆ Cálculo dos rendimentos normais e dos rendimentos anormais;
- ◆ Selecção e estimação do modelo de desempenho “normal”;
- ◆ Cálculo dos rendimentos anormais e teste da diferença em relação aos rendimentos normais;
- ◆ Apresentação dos resultados empíricos; e,
- ◆ Interpretação cuidadosa e prudente dos resultados.

O modelo de mercado utiliza a expressão:

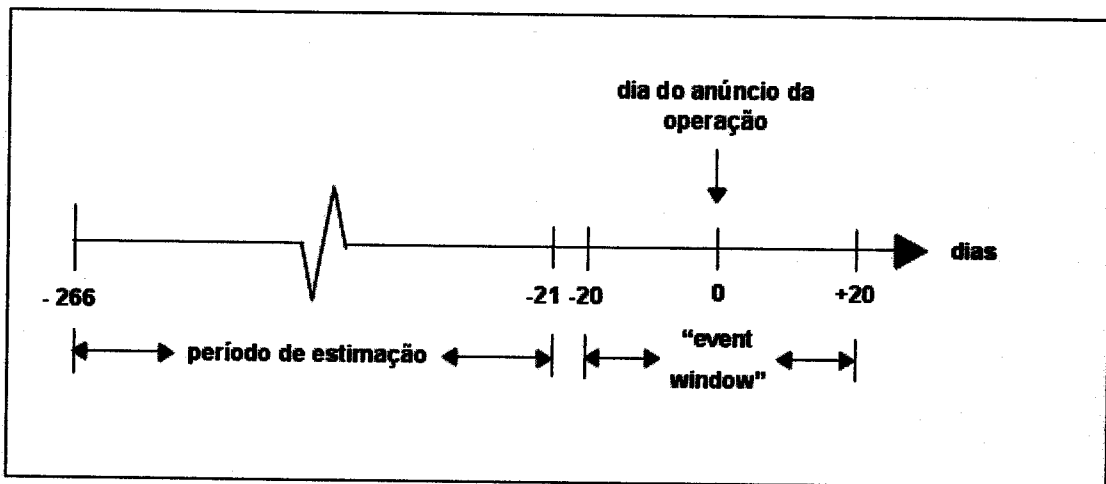
$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

onde,

R_{it} indicada o rendimento do título (acção) 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 $\text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma^2 \varepsilon_{it}$. Os coeficientes α_i e β_i são estimados através de uma regressão pelo método dos mínimos quadrados (OLS). Como “*proxy*” para o rendimento de mercado, R_{mt} , utiliza-se o *índice PSI-20*.

Os parâmetros são estimados durante um intervalo de T dias antes do período de análise de cada operação de *fusão ou aquisição* (event window), isto é, um período de estimação cerca de um ano (245 dias de negociação de títulos).

QUADRO 2
DIAGRAMA TEMPORAL DO "ESTUDO DE EVENTOS"



Para determinar os *Rendimentos Anormais (Abnormal Returns-ARit)* para cada instituição financeira, são previamente calculados os rendimentos normais esperados

\hat{R}_{it} do seguinte modo:

$$\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (2)$$

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, são obtidos pela subtracção do rendimento esperado \hat{R}_{it} do rendimento da acção, de facto verificado.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (3)$$

O período em análise é representado pelo intervalo de T , isto é, $T = [-t_1; +t_2]$, onde $t=0$ indica o *dia do anúncio* da transacção. Assim, cada conjunto de observações realizadas ao longo do período, é convertida em "*evento*" pela definição da *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 são usados como estimadores dos rendimentos anormais, AR_{it} ,

$$PE_{it} = \epsilon_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad (4)$$

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 $T = [-t_1; +t_2]$, 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 (2000) estabelece 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 de diferentes operações de fusões e aquisições, já que em muitos casos, principalmente no ano de 2000, os espaços 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*:

com

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (5)$$

n = número de acções analisadas;

t = momento de tempo da análise $t \in T$

É feita a análise dos ARs e dos bancos *adquirentes* e dos *adquiridos* separadamente e de forma combinada, isto é, a soma dos ARs dos dois bancos.

É também importante e significativa a leitura de uma operação de fusão ou aquisição através da *entidade combinada* (resultante do banco *adquirido* e do *adquirente*). A análise da *entidade combinada* permite avaliar a *transacção* como um todo, e permite avaliar a criação de riqueza líquida (Becher, 1999). Isto ajuda a verificar se a riqueza é apenas transferida dos accionistas dos bancos *adquiridos* para os accionistas dos bancos *adquirentes* ou se é criada uma riqueza líquida efectiva (Becher, 1999).

Existem diversos estudos que consideraram já as implicações das fusões e aquisições na entidade combinada, designadamente, Hannan e Wolken (1989), Hawawini e Sway (1990), Houston e Ryngaert (1994), Zhang (1995), Toyne (1998), Kwan e Eisenbeis (1999), Cybo-Ottone e Murgia (2000), Becher (1999), Houston, James et al (2000), Beitel e Schiereck (2001) e DeLong (2001).

Os *rendimentos anormais acumulados* da entidade combinada (alvo + adquirente) são calculados pelo método seguinte, estabelecido por Houston e Ryngaert (1994).

$$AR_{t,transation} = \frac{AR_{tk} * MV_{tk} + AR_{tg} * MV_{tg}}{MV_{tk} + MV_{tg}} \quad (6)$$

Onde MV_{tk} 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 MV_{tg} é o valor de mercado da entidade alvo (target) g no dia $t=-21$ dias, antes da data inicial de anúncio da operação. AR_{tk} é o rendimento anormal do *comprador* (bidder) nos 41 dias do período de observação e AR_{tg} é o rendimento anormal da entidade *adquirida* nos 41 dias do mesmo período.

A *média dos rendimentos anormais* (AAR_t) para cada dia t do período de análise (o

$$AAR_t = \overline{AR_t} = \frac{1}{n} \sum_i AR_{it} \quad (7)$$

intervalo (-20 a +20) é calculado segundo a fórmula seguinte:

Onde,

AAR_t = *rendimento anormal médio* para o dia t

n = número de títulos na amostra

Os *rendimentos anormais médios acumulados* (ACARs ou CAARs) são calculados depois de os AAR terem sido determinados. **A fórmula para os $ACAR_t$ é a seguinte:**

$$ACAR_t = \sum_{i=k}^t AAR_i \quad (8)$$

Onde k = número de dias antes do dia do "evento" t .

4.1.1. Testes de significância dos rendimentos anormais

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).

O "standardized abnormal return test", criado por Pattel (1976) e utilizado por Brown e Warner (1985) aplica o *método da "standartização" (ou normalização) dos*

resíduos. A "standartização" ou normalização permite resolver o problema de os estimadores dos rendimentos anormais terem muitas vezes *variâncias diferentes* de título para título e de instituição para instituição. Evita-se assim, que um reduzido número de observações possa ter um peso desproporcionado dos rendimentos anormais no total da amostra.

O objectivo da "standartização" ou normalização é assegurar que cada rendimento anormal tenha a mesma variância (Pattel, 1976). Com a divisão dos rendimentos anormais residuais de cada empresa pelo seu desvio padrão, (obtido no período de estimação), consegue-se que cada resíduo tenha uma variância estimada de 1. Este método assume os *pressupostos* de que:

- ◆ Os resíduos são não correlacionados;
- ◆ A variância induzida do "evento" é insignificante; e
- ◆ Toma em consideração o erro estimado fora da amostra.

Uma estimação não enviesada da *variância dos resíduos* durante o período de estimação de σ_i^2 é dada por

onde T é o número de dias ou observações utilizadas no período de estimação.

$$s_i^2 = \sum_{t=1}^T \frac{\hat{\epsilon}_{it}^2}{T - 2} \quad (9)$$

Uma estimação da *variância dos valores residuais* durante o período de observação (*event window*) é dada pela seguinte fórmula:

$$s_{\hat{\epsilon}_i}^2 = s_i^2 \left(1 + \frac{1}{T} + \frac{(R_{mt} - \bar{R}_m)^2}{\sum_{\tau=1}^T (R_{m\tau} - \bar{R}_m)^2} \right) \quad (10)$$

onde

$$\bar{R}_m = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T R_{mt} \quad (11)$$

O segundo termo reflecte o aumento da variância devido a estimação ser realizada fora do período de estimação. Assim, o rendimento anormal "*standartizado*" (normalizado) é definido da seguinte forma:

Sob a **hipótese nula** o rendimento anormal "*standartizado*" (*SAR*)

$$SAR_{it} = \frac{\hat{\epsilon}_{it}^*}{s_{\hat{\epsilon}_{it}^*}} \quad (12)$$

segue uma distribuição t de Student com T-2 graus de liberdade. O *rendimento anormal médio* é a média dos rendimentos anormais das empresas da amostra. Dado um número N de empresas na amostra, é, assim, calculada do seguinte modo:

$$\bar{\hat{\epsilon}}_t^* = \frac{\sum \hat{\epsilon}_{it}^*}{N} \quad (13)$$

Onde t é definida segundo o número de dias de negociação relativos ao *período de observação (event window)*.

O teste estatístico Z para determinação da significância da média dos rendimentos anormais do dia t é dado pela fórmula seguinte:

$$Z_t = \frac{\sum_{i=1}^N SAR_{it}}{\left[\frac{N(T-2)}{T-4} \right]^{1/2}} = \frac{\sum_{i=1}^N \frac{\hat{\epsilon}_{it}^*}{s_{\hat{\epsilon}_{it}^*}}}{\left[\frac{N(T-2)}{T-4} \right]^{1/2}} \quad (14)$$

A aplicação deste teste estatístico para testar a significância estatística dos rendimentos anormais dos diversos "eventos" (fusões ou aquisições) implica o estabelecimento das seguintes hipóteses:

- ◆ **Hipótese nula**, que significa que o valor esperado dos rendimentos anormais "*standartizados*" é igual a zero.
- ◆ **Hipótese alternativa**, que indica que o valor esperado dos rendimentos anormais "*standartizados*" é diferente de zero.

Sob a hipótese nula Z_t segue uma distribuição normal.

Para se estabelecerem inferências sobre o comportamento de um banco num determinado período de tempo, pode também utilizar-se os rendimentos anormais acumulados standartizados (SCAR). Os SCAR entre o dia t_1 e t_2 (numa extensão $L = t_2 - t_1$) são calculados pela seguinte expressão:

$$SCAR_{iL} = \sum \frac{\hat{\epsilon}_{it}^*}{\sqrt{LS_{\hat{\epsilon}_{it}^*}^2}} \quad (15)$$

Os SCAR seguem também uma distribuição t de Student com $(T-2)$ graus de liberdade. A média dos *rendimentos anormais acumulados standartizados* entre o dia t_1 e t_2 é dado por:

$$ASCAR_{t_1,t_2} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{T_1}^{T_2} \hat{\epsilon}_{it}^* \quad (16)$$

E o teste Z da significância é dado por:

$$Z_L = \frac{\sum_{i=1}^N SCAR_{iL}}{\left[\frac{N(T-2)}{T-4} \right]^{1/2}} = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^L \frac{\hat{\epsilon}_{it}^*}{\sqrt{LS_{\hat{\epsilon}_{it}^*}^2}}}{\left[\frac{N(T-2)}{T-4} \right]^{1/2}} \quad (17)$$

Aplicando este teste estatístico para *testar se a média dos rendimentos anormais acumulados dos diversos eventos (fusões ou aquisições) são significativos estabelecem-se as seguintes hipóteses:*

- ◆ **Hipótese nula**, que significa que o valor esperado da média dos rendimentos anormais acumulados é igual a zero.
- ◆ **Hipótese alternativa**, que indica que o valor esperado da média dos rendimentos anormais acumulados é diferente de zero.

Sob a hipótese nula Z_L segue também a distribuição *standard* normal.

Brown e Warner (1985) afirmam que o teste se comporta adequadamente sob a hipótese nula e é mais poderoso do que os testes que não assumem a independência entre as variáveis.

Contudo, se a variância do rendimento das acções aumenta na data do anúncio da operação, o teste de Pattel rejeita a hipótese nula mais frequentemente do que o nível de significância nominal.

Para determinar a *variância do estimador* dos rendimentos anormais, estes testes utilizam a *estimativa da variância* do modelo de mercado, durante o período de estimação.

Porém, frequentemente o anúncio das fusões e aquisições faz aumentar a variância dos rendimentos, de forma que a variância do *período de observação* é superior à do período de estimação.

Duas propostas habituais para obter a indução da variância, são as seguintes:

- O método "**Cross-sectional Standard Deviation**" proposto por Brown e Warner (1985).
- O método "**Standardized Cross-sectional Test Deviation**" desenvolvido por Boehmer, Musumeci e Poulsen (1991).

Neste estudo optou-se por utilizar "*Standardized Cross-sectional Test Deviation*". Este teste é similar ao "*standardized abnormal return test*" de Pattel. A diferença reside em que, em vez de utilizar a variância teórica da distribuição T, ela é estimada a partir dos erros "*standatizados*" (normalizados) do período de observação.

O procedimento requer o pressuposto que a variância do período de observação seja proporcional à variância do período de estimação:

$$S_j^2 = k\sigma_j^2 \tag{18}$$

Este método deriva do "cross – sectional method" de Charest (1978), o qual assume que os resíduos "cross-sectional" não são correlacionados. Também, não exige que a variância dos resíduos da amostra venha da mesma distribuição. Este método pode ser utilizado nas duas modalidades: ou utiliza os resíduos anormais de forma directa sem serem normalizados ou aplica os resíduos anormais depois de "*standartizados*", como

foi sugerido por Boehmer, Mesumeci e Poulsen (1991). Estes autores escreveram o teste estatístico da seguinte forma:

$$\frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR_{it}}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \left(SAR_{it} - \sum_{i=1}^N \frac{SAR_{it}}{N} \right)^2}} \quad (19)$$

Aparece também, muitas vezes, apresentado da seguinte forma:

$$Z_t = \frac{ASAR_t}{\sigma_{sar,t} / \sqrt{N}} \quad (20)$$

Onde

$$\sigma_{sar,t}^2 = \frac{1}{N-1} \sum \left[SAR_{jt} - \frac{1}{n} SAR_{jt} \right]^2 \quad (21)$$

Para os rendimentos anormais acumulados aplica-se a correspondente fórmula.

$$Z_t = \frac{SCAAR_t}{\sigma_{scar,t} / \sqrt{N}} \quad (22)$$

Onde,

$$\sigma_{scar,t}^2 = \frac{1}{N-1} \sum \left[SCAR_{jt} - \frac{1}{n} SCAR_{jt} \right]^2 \quad (23)$$

Boehmer, Musumeci e Poulsen (1991) referem que o teste se comporta adequadamente perante a *hipótese nula*, para as amostras retiradas da NYSE-AMEX, mesmo quando a variância aumenta na data do “evento”.

O “standardized cross-sectional test” é quase tão poderoso como o teste de Patell quando não há aumento de variância, o que não ocorre com outros dos testes mais utilizados.

4.2. Metodologia do Estudo de Eficiência

4.2.1. Métodos de estimação da Eficiência

Existem várias metodologias para medir a eficiência X as quais diferem basicamente na forma como se determina a fronteira eficiente. Os vários métodos utilizados pelos investigadores podem classificar-se em dois grandes grupos:

Os que utilizam técnicas paramétricas e os baseados em técnicas não-paramétricas. Estes dois grupos de métodos diferem, principalmente, ao nível das hipóteses impostas aos dados.

Primeiramente, existe uma diferença em termos dos modelos utilizados e da forma funcional de equacionar as melhores práticas. Em segundo lugar, elas são diferentes por terem em conta ou não, os erros aleatórios. Finalmente, podem-se distinguir ao nível da forma de tomada em consideração do erro aleatório e da distribuição de probabilidades que devem ser estabelecidas para se poderem identificar as observações não eficientes (Berger e Humphrey, 1997).

a) Abordagem linear não-paramétrica - DEA - Data Envelopment Analyses,

As técnicas não-paramétricas não assumem forma funcional explícita de fronteira eficiente. A metodologia não-paramétrica mais usada é a “Data Envelopment Analyses” (DEA) de Charnes, Cooper e Rodees (1978). A construção da DEA consiste em “envolver” o conjunto de pontos que representam as combinações da produção e dos custos das empresas por meio de uma fronteira convexa que reproduza a melhor prática da indústria. Este procedimento leva-se a cabo mediante ferramentas de programação matemática linear.

Berger e Mester (1997) e Berger e Humphrey (1997) explicam que os métodos não-paramétricos têm alguns pressupostos que podem ser problemáticos. Em primeiro lugar, estes métodos não têm em conta, em geral, os preços dos factores de produção, pelo que só medem a eficiência técnica, em vez de determinarem a ineficiência X total (ineficiência técnica e ineficiência na aplicação de recursos).

Por esta razão, estas técnicas concentram-se principalmente na pesquisa da *otimização da tecnologia* em vez da *otimização económica* (Berger e Mester, 1997). Em segundo lugar, as técnicas *não paramétricas* não consideram a possibilidade de erros aleatórios na medição da ineficiência. Por esta razão, as diferenças entre a fronteira eficiente e as práticas de determinada empresa são atribuídas unicamente às ineficiências apresentadas por cada empresa específica. No entanto, é admissível que as referidas diferenças não se devam apenas à ineficiência e que possam ser influenciadas por *choques exógenos* que afectam as práticas dos bancos ou sejam devidas a acontecimentos fortuitos que afectam temporariamente o seu desempenho (Bauer, Berger, Ferrer e Humphrey, 1998).

b) Abordagem linear paramétrica

Nos métodos paramétricos, não estão presentes os problemas referidos na secção anterior. Estes métodos pressupõem que a *fronteira eficiente* tem uma determinada forma funcional como a Cobb-Douglas, a Translogarítmica (transcendental logarítmica) ou a forma flexível de Fourrier.

As principais metodologias paramétricas são as seguintes:

- ◆ SFA- The Stochastic Frontier Approach
- ◆ TFA- Thick Frontier Approach e
- ◆ DFA- Distribution -Free Approach.

DFA-Distribution -Free Approach.

A Distribution Free Approach (DFA) é um caso especial de abordagem da fronteira estocástica, no qual, não são estabelecidos pressupostos específicos referentes à distribuição da ineficiência e do erro aleatório. Com efeito, quando para um *painel de dados* se procura estimar a função de custos ou benefícios, é possível considerar que o vector de ineficiência de cada banco se mantém ao longo do tempo, não obstante se supor que o vector do erro aleatório é zero durante o período da amostra (Berger e Humphrey, 1994).

Como se referiu anteriormente, nesta abordagem a estimação da ineficiência não requer nenhuma distribuição particular do erro da regressão. No entanto, os estimadores da

eficiência que se obtém, só permitem medir a eficiência relativa entre a melhor empresa e as demais (Berger e Humphrey, 1994).

TFA- Thick Frontier Approach

A TFA propõe a divisão da totalidade das entidades financeiras em diferentes grupos de acordo com o seu historial. Assim, é possível separar os bancos eficientes dos ineficientes. Uma vez realizada esta tarefa, procede-se à estimação de uma fronteira de custos ou produção para cada grupo. As diferenças de custos ou de produção obtidas entre cada grupo consideram-se ineficiências, enquanto os valores residuais da regressão de cada grupo se interpretam como sendo um *ruído aleatório* (Berger e Humphrey, 1997).

SFA- Stochastic Frontier Approach

A abordagem da fronteira estocástica, também apelidada de abordagem de fronteira econométrica, consiste na estimação de uma função de custos ou produção (ou de lucros), onde as variáveis explicativas são os preços e as quantidades dos produtos e dos factores de produção, além de outras variáveis que descrevem o *ambiente económico* em que se confinam as instituições bancárias (Berger e Humphrey, 1997).

Importa ainda referir que a maior parte dos *modelos paramétricos* aplicados às instituições financeiras se concentram na eficácia de custos, enquanto que os *modelos não paramétricos* dão ênfase à relação entre os "inputs" e os "outputs".

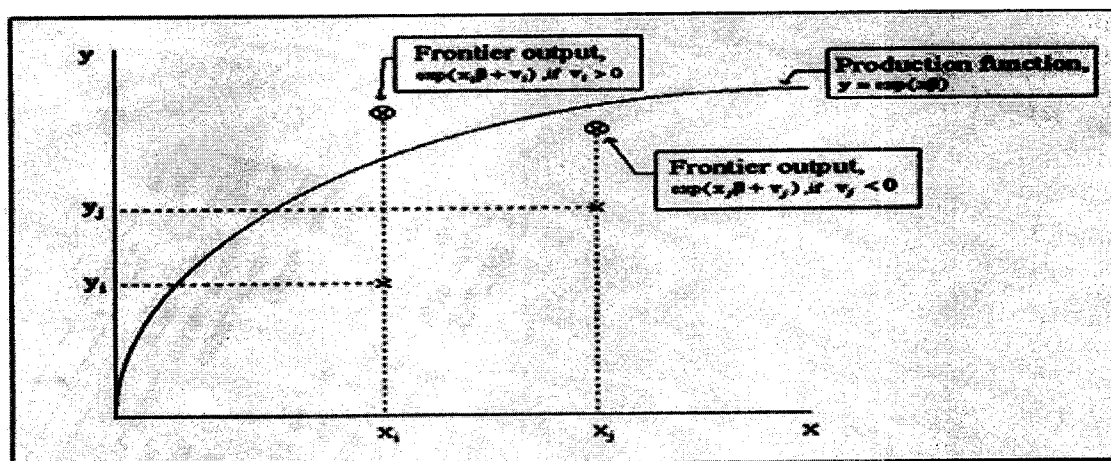
Na literatura, encontra-se frequentemente a aplicação de diferentes métodos quer de natureza paramétrica quer não-paramétrica. Contudo, *não há consenso sobre o melhor método de estimar o nível médio da eficiência do sector bancário* (Berger e Humphrey, 1997). Esta situação não seria um problema se todos os métodos chegassem a conclusões semelhantes. Infelizmente, não é este o caso.

Como referem Berger e Humphrey (1997) *o problema é que se chega muitas vezes a resultados francamente distintos conforme a metodologia utilizada.*

4.2.2. Método de estimação da eficiência X: O Modelo da Fronteira Estocástica

O método mais comum de medir a eficácia operacional *dos bancos*, isto é, a sua eficiência ou ineficiência, é o cálculo de uma *fronteira de eficiência*. É, assim, estabelecida a comparação entre bancos de uma mesma área de actividade ou, ainda, entre as sucursais de um mesmo banco (Boudreault e Lamane, 1999). Trata-se de verificar em que posição relativa, em termos de eficiência, se situa determinado banco em comparação com a fronteira das melhores práticas.

Gráfico 1 - Produção Fronteira



Segundo os fundamentos teóricos da "*eficiência X*", a fronteira representa o conjunto de pontos mais eficazes. Para uma dada fronteira, cada banco é comparado com o que possui as melhores práticas e, é-lhe atribuída uma classificação de 0 a 1 (ou 0% a 100%). O banco mais eficiente terá uma classificação de 1. A diferença entre cada observação real e a fronteira eficiente representa o nível de ineficiência. Assim, os resultados são facilmente classificados permitindo uma boa comparação dos bancos que compõem a amostra para cada fronteira estabelecida. *A ótima ou a que permite obter uma produção mais eficiente*, e que depende de várias circunstâncias tais como, em particular, a *escala* da empresa, é chamada a *fronteira eficiente*. Um banco pode ter uma ineficiência X de rendimento, se produz menos produtos (output) do que se desejaria (ineficiência técnica) ou reage inadequadamente aos preços de "inputs" ao escolher o conjunto dos seus produtos (allocative efficiency).

Os estudos de fronteiras podem ser classificados de acordo com a forma e modelo utilizado na estimação de determinada fronteira específica. *Na presente análise vai ser utilizada a fronteira estocástica da função produção.*

4.2.3. Fronteira Estocástica da Função Produção

a) Medida da eficiência na função produção

Considere-se a seguinte função:

$$\ln y_i = x_i \beta \quad (24)$$

onde, $\ln y_i$ é o logaritmo do escalar da produção para a empresa i , x_i é a linha de vectores de logs dos K “inputs” da empresa i , e β é a coluna dos vectores dos k coeficientes desconhecidos. As empresas (bancos) tentam maximizar os “outputs” observados ($\ln y$) produzidos pelos “inputs” (x) dada determinada tecnologia e as circunstâncias do momento. Assim, a produção observada deverá ser $x_i \beta$.

A $x_i \beta$ chama-se *produção fronteira* (frontier output). Geralmente a produção observada

$$\ln y_i = x_i \beta - u_i \quad (25)$$

(y_0) é menor que $x_i \beta$, por causa da ineficiência (e outras razões circunstanciais).

Aigner & Chu (1968) estabeleceram que, u_i é a *variável aleatória não negativa*, que representa a *ineficiência técnica* (TI) na produção da empresa i . Para uma dada empresa i , dado i , o TE_i (Eficiência Técnica) é dada pela seguinte expressão:

$$TE_i = \frac{\text{Produção Observada}}{\text{Produção Fronteira}} \quad (26)$$

$$\text{Ou seja, } TE_i = \frac{y_i}{\exp(x_i \beta)} = \frac{\exp(x_i \beta - u_i)}{\exp(x_i \beta)} = 0 < \exp(-u_i) \leq 1 \quad (27)$$

Ou seja, TE_i é a dimensão do “output” observado da empresa i , em relação ao que poderia ter sido produzido pela empresa plenamente eficiente utilizando os mesmos factores de produção z . Assim, na função (25) u_i representa a *ineficiência*, mas representa também o *erro aleatório* e outros desvios ou ruídos brancos.

Para distinguir estes desvios da *ineficiência* é conveniente acrescentar à expressão (25) outra componente v . Assim, v_i representa o erro aleatório e outros desvios ou ruídos brancos e u_i representa a *ineficiência*.

Estes procedimentos permitem então obter a seguinte expressão:

$$\ln y_i = x_i \beta + v_i - u_i \quad \text{ou} \quad \ln y_i = x_i \beta + \varepsilon_i \quad \text{com} \quad \varepsilon_i = v_i - u_i \quad (28)$$

Onde, u mede a *eficiência técnica* (TE).

$$y_0 \text{ (produção observada)} \ln y_i = x_i \beta + v_i - u_i$$

$$Y_F = \text{(produção fronteira)}: x_i \beta + v_i$$

A expressão anterior é o chamado modelo da fronteira "estocástica". A designação estocástica decorre de facto de Y_F variar de empresa para empresa (banco), e a variável y_0 ser limitada superiormente por esse valor aleatório Y_F , isto é, "estocástico".

A expressão (29) pode também ser escrita na forma funcional Cobb-Douglas onde o termo erro (ϵ) entra no modelo de forma multiplicativa. Temos assim:

$$Y_i = f(x_{1i}, x_{2i}, \dots, x_{ki}; \beta) \exp(v_i - u_i) \rightarrow \ln Y_i = \alpha + X\beta + v_i - u_i \quad (29)$$

$$TE_i = \frac{Y_i}{[f(x_{1i}, x_{2i}, \dots, x_{ki}; \beta) \exp(v_i)]} = \exp(-u_i) \quad (30)$$

O nível de eficiência técnica (TE) de uma empresa é dado pelo quociente entre a produção observada e a fronteira estocástica estimada, podendo escrever-se da seguinte forma:

Como já se referiu, a componente u_i é inobservável pelo que deve ser *estimada* a partir do termo composto

$$\epsilon_i = v_i - u_i \quad (31)$$

Para poder decompor-se este termo e determinar qual a parte que corresponde *ao ruído* e a parte que corresponde à *ineficiência*, é necessário estabelecer-se previamente a distribuição de ambas as componentes.

O caso menos problemático é o de v_i , já que existe um consenso generalizado de que esta variável é *independente e identicamente distribuída* e que tem uma distribuição normal $N(0, \sigma_v^2)$.

$$k(v_i) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}\sigma_v} \exp\left\{-\frac{v_i^2}{\sigma_v^2}\right\}, v_i > 0, \quad (32)$$

Pelo contrário, são várias as distribuições que foram propostas para o termo *ineficiência* u_i , das quais se destacam a *semi-normal* (Aigner, Lovell e Schmidt, 1977), a *normal truncada* (Stevenson, 1980), e a *exponencial* (Meeusen e van der Broeck, 1977) (12).

Considere-se de novo o modelo de fronteira estocástica dada pela expressão:

$$y_i = f(x_i, \beta) + \varepsilon_i \quad (33)$$

No modelo (29-A) de Aigner et al. (1977) assume-se que v_i é distribuído de forma normal com média zero e variância σ_v^2 e u_i é distribuído de forma *semi-normal*, $u_i \sim |N(0, \sigma_u^2)|$ ou exponencial. Ambas as distribuições têm uma *moda* $u=0$.

Stevenson (1980) considerou que u assume uma distribuição *normal truncada* com a média (e moda) μ , e v tem uma distribuição normal com média zero e variância σ_v^2 . (Bera e Sharma, 1999). Tem-se portanto, para os três casos, que $v_i \sim N(\sigma_v^2)$. No que se refere à distribuição de u tem-se para cada caso o seguinte:

Caso 1: $u_i \sim |N(0, \sigma_u^2)|$, (Aigner et al, 1977) (semi-normal).

Aqui a função densidade da probabilidade (f.d.p) de u_i é:

$$k(u_i) = \frac{2}{\sqrt{2\pi}} \frac{1}{\sigma_u} \exp\left\{-\frac{u_i^2}{2\sigma_u^2}\right\}, u_i > 0, \quad (34)$$

Caso 2: $u_i \sim |N(\mu, \sigma_u^2)|$, (Stevenson, 1980) (normal truncada).

Para este caso a função densidade da probabilidade (f.d.p) de u_i é:

$$k(u_i) = \frac{1}{\{1 - \Phi(-\mu/\sigma_u)\}} \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \frac{1}{\sigma_u} \exp\left\{-\frac{(u_i - \mu)^2}{2\sigma_u^2}\right\}, u_i > 0, \quad (35)$$

Onde $\Phi(\cdot)$ é a função distribuição da distribuição normal standard.

Caso 3: u_i é distribuído de forma exponencial, (Aigner et al, 1977) (Exponencial).

Neste caso a função densidade da probabilidade (f.d.p) de u_i é:

$$k(u_i) = \frac{1}{\sigma_u} \exp\left\{-\frac{u_i}{\sigma_u}\right\}, u_i \geq 0 \quad (36)$$

(12) Pode-se destacar ainda a distribuição gama de Greene, (1990)

b) Métodos de estimação do componente de ineficiência.

Os estimadores lineares obtidos através do método dos mínimos quadrados normais (OLS) são *não enviesados, consistentes e eficientes*, excepto a estimação da intercepção, que não é consistente, ou seja, o valor esperado do erro composto não é zero.

Em alternativa, recorre-se habitualmente à sua estimação pelo *método da máxima verosimilhança* (13). Os estimadores da máxima verosimilhança, são mais eficientes do que os estimadores **b** dos mínimos quadrados (OLS) e consistentes na intercepção e na variância de $(v_i - u_i)$.

Este método de estimação requer a *maximização da função de verosimilhança*. Para a realizar é necessário estabelecer os *pressupostos iniciais sobre ambas as componentes aleatórias*.

Jondrow et al (1982) mostraram que dado que o valor esperado condicionado $F(u|\varepsilon)$ do termo de ineficiência u_i para uma distribuição semi-normal $N^+(u^*, \sigma^2)$ pode ser calculado para cada observação pela expressão:

$$E(u_i | \varepsilon_i) = \left[\frac{\sigma\lambda}{1 + \lambda^2} \right] \left[\frac{\phi(\varepsilon_i\lambda/\sigma)}{\Phi(\varepsilon_i\lambda/\sigma)} + \frac{\varepsilon_i\lambda}{\sigma} \right] \quad (37)$$

Onde $\phi(\cdot)$ representa a função densidade de uma distribuição normal (0,1).

Os autores estabeleceram as expressões para $E(u_i|\varepsilon_i)$ i.e. a expressão para a ineficiência técnica (TI) nos casos 1 e 3. Por sua vez, Greene (1990) estabeleceu essa expressão para o caso desenvolvido por Stevenson (caso 2).

Dado que $E(u_i|\varepsilon_i)$ é actualmente aceite como um indicador relevante para a *ineficiência técnica*, as expressões resultantes são generalizações dos resultados de Jondrow et al (1982) e Battese e Coelli (1988) e Battese e Coelli (1993,1995). A função (37) pode maximizar-se para se obterem as estimações de todos os parâmetros da equação (29). Estes estimadores são consistentes à medida que $N \rightarrow +\infty$.

(13). Outra metodologia também bastante utilizada é a dos mínimos quadrados corrigidos (COLS).

Battese e Corra (1977) reparametrizaram a função *log-máxima verosimilhança* com o erro composto (v_i-u_i). Os parâmetros da variância são:

$$\sigma^2 = \sigma_v^2 + \sigma_u^2; \gamma = [\sigma_u^2 / \sigma^2] \in [0,1] \text{ com } \lambda = [\sigma_u / \sigma_v] \geq 0$$

uma vez que, γ toma valores entre 0 e 1, o que facilita a estimação iterativa, o que não acontece com λ , que pode tomar qualquer valor não negativo. A parametrização de γ tem vantagens no processo de iteração da maximização da função, devido ao facto de o leque de valores possíveis estar contido num intervalo limitado (0,1). Desta forma a *função log de máxima verosimilhança* é a mesma função (37) mas com o λ substituído

por $\sqrt{\frac{\gamma}{1-\gamma}}$.

A hipótese mais corrente na literatura é que os u_i sigam uma distribuição semi normal (valor absoluto de uma distribuição normal $(0, \sigma_u^2)$).

Mas Stevenson (1980) fez notar que a hipótese de uma média zero que coincide com o ponto de truncagem não tem fundamento. Ele propôs uma generalização sob a forma de uma distribuição normal truncada (valor absoluto de uma distribuição normal (μ, σ_u^2)) onde, a média μ , pode ser diferente de zero.

Uma vez estabelecidos os pressupostos, para se poder construir a **função de verosimilhança**, necessita-se da **função de densidade** de $\varepsilon_i=(v_i-u_i)$.

No caso da semi-normal, a função densidade é representada, pela expressão (14):

$$f(\varepsilon) = \frac{2}{\sigma} \phi\left(\frac{\varepsilon}{\sigma}\right) \Phi\left(-\frac{\varepsilon\lambda}{\sigma}\right) \tag{38}$$

onde, $\sigma^2 = \sigma_u^2 + \sigma_v^2$; $\lambda = \sigma_u / \sigma_v$; e $\phi(\cdot)$ e $\Phi(\cdot)$ são, respectivamente, as funções densidade probabilística e acumulada da normal standard (14).

$$(14) f(\varepsilon) = \int_0^\infty f(u, \varepsilon) du = \int_0^\infty \frac{2}{2\pi\sigma_u\sigma_v} \cdot \exp\left\{-\frac{u^2}{2\sigma_u^2} - \frac{(\varepsilon-u)^2}{2\sigma_v^2}\right\} du$$

Uma vez encontrado o valor da estimação pontual de u_i a **eficiência técnica (TE)** de cada empresa obtém-se a partir da equação (38).

Neste trabalho utiliza-se a abordagem de Batesse e Coelli (1995) baseado nos anteriores trabalhos de Jondrow et al, referidos. Contudo eles estabeleceram que o melhor estimador (“*predictor*”) de u_i é de facto:

$$E[\exp(-u_i | \varepsilon_i)] = \frac{1 - \Phi(\sigma_A + \gamma \varepsilon_i / \sigma_A)}{1 - \Phi(\gamma \varepsilon_i / \sigma_A)} \exp(\gamma \varepsilon_i + \sigma_A / 2) \quad (39)$$

Onde

$$\gamma = \frac{\sigma_\mu^2}{\sigma_\mu^2 + \sigma_v^2} \quad \sigma_A = \sqrt{\gamma(1-\gamma)}\sigma_s \quad \varepsilon = \ln(y_i) - x_i\beta$$

Esta abordagem permite também a variação no tempo da eficiência técnica e esta formulação está incorporada no programa *Frontier 4.1.* que é utilizado neste trabalho. A função de máxima verosimilhança do modelo contido no *Frontier 4.1.*, foi desenvolvida pelo trabalho de Batesse e Coelli (1993).

c) Modelo da Função

Para calcular a *(in)eficiência* tem de se conhecer a *função produção da empresa* (banco) plenamente eficiente. Mas, de facto, na realidade ela nunca é conhecida e, por isso, tem que ser estimada. Farrel (1957) foi o primeiro a estimar a *função produção de eficiência total*.

A função produção apresenta as quantidades produzidas como função dos factores produtivos (inputs) utilizados.

Como refere Tim Coelli (1996), a *função produção fronteira estocástica* foi proposta de forma independente entre si por Aigner, Lovell e Schmidt (1977) e Meeusen e van den Broeck (1977). Desde então, tem tido uma grande aplicação em estudos de eficiência Coelli, Rao e Batesse (1998).

O modelo original foi definido para "*cross-sectional data analyses*" (análise seccional de dados), mas vários modelos para *painel de dados* foram introduzidos por Pitt e Lee

(1981), Cornwell, Schmidt e Sickless (1990), Kumbhakar (1990) e Kumbhakar, Ghosh e McGuckin (1991).

Um certo número desses estudos empíricos (por exemplo Pitt e Lee, 1981) estimou as fronteiras estocásticas e previu o nível de eficiência utilizando estas funções estimadas. A partir destas funções estabeleceram a regressão para calcular as eficiências sobre as variáveis específicas da empresa (tais como, a experiência da gestão, características da propriedade, etc.) na tentativa de identificar algumas das razões para as diferenças das eficiências prévias entre as empresas numa determinada actividade.

Embora se tenha utilizado durante bastante tempo, o procedimento de estimação em duas etapas foi desde logo reconhecido como inconsistente e os pressupostos estabelecidos em relação à independência dos efeitos da ineficiência nas duas etapas de estimação. A estimação em duas etapas é pouco provável que forneça estimativas que sejam tão eficientes como as que podem ser obtidas utilizando o procedimento de estimação de uma única etapa.

Este assunto foi resolvido por Kumbhakar, Ghosh e McGuckin (1991) e Reifschneider e Stevenson (1991) que propuseram um modelo de fronteira estocástica, no qual os efeitos da ineficiência (U_i) são expressos como uma função explícita de um vector de variáveis de empresas determinadas e de um termo de erro aleatório.

Battese e Coelli (1995) propuseram um modelo que é equivalente ao de Kumbhakar, Ghosh e McGuckin (1991) com a excepção de a eficiência na aplicação de recursos (*allocate efficiency*) ser imposta. A condição de maximização do lucro é retirada e os dados de painel são admitidos.

Battese e Coelli (1995) propuseram uma *função produção estocástica para painéis de dados*, que assumiu o pressuposto de que os efeitos sobre as empresas têm uma *distribuição normal truncada e* variáveis aleatórias, que permitem a sua variação sistemática ao longo do tempo, e no qual os efeitos da ineficiência estão directamente influenciados por um determinado número de variáveis.

A utilização do *painel de dados* tem a vantagem sobre a estimação cruzada seccional (cross-sectional) na estimação dos modelos da fronteira estocástica. A aplicação dos *painéis de dados* aumenta o número de graus de liberdade para a estimação dos parâmetros. Os painéis de dados também tornam possível a investigação simultânea da *alteração técnica produtiva e da eficiência técnica* ao longo do tempo (Coelli, Rao e Battese, 1998).

O modelo de Battese e Coelli (1995) pode ser expresso da seguinte forma:

$$Y_{it} = x_{it}\beta + (V_{it} - U_{it}) \quad , i = 1, \dots, N, \quad t = 1, \dots, T \quad (40)$$

Onde Y_{it} é a produção (ou o logaritmo da produção) da empresa i no período t ; x_{it} é um vector de $k \times 1$ quantidades de “inputs” da empresa i , no período t , e β é um vector de parâmetros desconhecidos; V_{it} são variáveis aleatórias que é pressuposto serem i.i.d. $N(0, \sigma_v^2)$ e independentes de U_{it} que são *variáveis aleatórias não negativas* que assumem a representação da *ineficiência técnica* na produção e geralmente considera-se que são i.i.d. e truncadas em zero com uma distribuição $N(m_{it}, \sigma_u^2)$, onde:

$$m_{it} = z_{it}\delta \quad (41)$$

onde, z_{it} é um vector $p \times 1$ de variáveis que podem influenciar a eficiência de uma empresa e δ é um vector de parâmetros a ser estimado.

Para o cálculo da estimação da máxima verosimilhança, é utilizada a parametrização de Battese e Corra (1977), já atrás referida.

4.2.4. Determinação do Modelo da Função Utilizado

Pela utilização do modelo de (in)eficiência da função produção, variável no tempo, desenvolvido por Battese e Coelli (1995), procurou-se medir a *(in)eficiência técnica* e as *alterações tecnológicas* verificadas nos bancos da amostra utilizando a *produção fronteira estocástica translogaritmica*, que foi definida do seguinte modo:

$$\ln(Y_{it}) = \beta_0 + \beta_1 \ln(L_{it}) + \beta_2 \ln(K_{it}) + \beta_3 \ln(G_{it}) + (1/2) [\beta_{11} \ln(L_{it})^2 + \beta_{22} \ln(K_{it})^2 + \beta_{33} \ln(G_{it})^2] + \beta_{12} \ln(L_{it}) \ln(K_{it}) + \beta_{13} \ln(L_{it}) \ln(G_{it}) + \beta_{23} \ln(K_{it}) \ln(G_{it}) + \beta_{14} \ln(L_{it})t + \beta_{24} \ln(K_{it})t + \beta_{34} \ln(G_{it})t + \beta_4 t + 1/2 \beta_{44} t^2 + D_1 + v_{it} + u_{it} \quad (42)$$

Onde, $i=1,2,3,\dots,N$; $t=1,2,\dots,T$

Y_{it} = Valor da Produção do banco i , no ano t

L_{it} = Preço ou custo unitário do trabalho: Foi definido como o valor total de salários dividido pelo número de trabalhadores (Kwan e Eisenbeis 1994).

K_{it} = Preço ou custo unitário do capital financeiro: Esta unidade foi definida como o custo dos fundos representado pelo, rácio dos juros pagos por cada instituição divididos pelo conjunto de passivos onerados com juros (débitos a instituições de crédito, débitos a clientes débitos representados por títulos e outros débitos) [ver Kwan e Eisenbeis (1994) ou Daher (2003)].

G_{it} = Preço ou custo unitário do capital físico: O preço do capital físico é definido como o custo do valor contabilístico de *despesas administrativas e amortizações* divididas pelo número de estabelecimentos [ver Mendes e Rebêlo (1999) ou Daher (2003)].

t = *tendência no tempo*: O grau de eficiência está muitas vezes relacionado com a evolução temporal, pelo que, foi estabelecido um vector, representando a tendência temporal associada à evolução anual da eficiência. Essa tendência temporal é representada por uma expressão do tipo $(tx_1+tx_2+tx_3 +t +1/2t^2)$.

D_1 = *Dummy Dimensão*: Foi estabelecida uma 2ª variável Dummy que associada à dimensão da instituição Bancária. Estabeleceu-se o valor 1 para os bancos considerados grandes (CGD, BES, BCP, BPA e BPI), o valor 2 para os bancos considerados médios (MPG, CCAM e BANIF) e o valor 3 para os bancos considerados pequenos (Financia, Finibanco, BNC e BBVA) [ver Guarda e Rouabah (1999)].

\ln (refere-se ao logaritmo natural).

Os β s são os parâmetros desconhecidos a estimar.

v_{it} , representa os erros aleatórios que se pressupõe serem i.i.d. com distribuição $N(0, \sigma^2_v)$.

u_{it} , representa a *ineficiência técnica*, que é o conjunto de variáveis não negativas que se pressupõe serem distribuídas de forma independente e serem independentes dos v_{it} .

A distribuição de u_{it} é obtida pela truncagem em zero da distribuição normal, com média m_{it} e variância σ_u^2 , onde:

$$m_{it} = z_{it} \delta \quad (43)$$

Em concreto, esta segunda expressão apresenta de facto a seguinte configuração:

$$m_{it} = \delta_0 + \delta_1 \ln(K/L_{it}) + \delta_2 \ln(DA) + \delta_3 \ln(Y/nf) + \delta_4 Dd \quad (43 - A)$$

onde,

K/L = representa a intensidade de capital (capital/salários)

DA = Dimensão dos activos (valor total de balanço).

Y/nf = produto total dividido pelo número de funcionários

Dd = é uma variável "dummy" idêntica à definida para a expressão (42), associada à dimensão da instituição bancária, mas relacionada agora com a ineficiência.

ocorrência de fusões e aquisições.

Impuseram-se as habituais restrições necessárias para obter a simetria e homogeneidade de grau 1 nos vectores beta:

$$(\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 = 1); \sum_{m=1}^3 \beta_{jm} = 0; \text{e } \beta_{ij} = \beta_{ji}$$

Assim a expressão (42) foi reformulada apresentando-se do seguinte modo:

$$\begin{aligned} \ln(Y_{it}/G_{it}) = & \beta_0 + \beta_1 \ln(L_{it}/G_{it}) + \beta_2 \ln(K_{it}/G_{it}) + \beta_3 \ln(G_{it}/G_{it}) + (1/2) [\beta_{11} \ln(L_{it}/G_{it})^2 + \beta_{22} \ln(K_{it}/G_{it})^2 + \beta_{33} \ln(G_{it}/G_{it})^2] + \\ & \beta_{12} \ln(L_{it}/G_{it}) \ln(K_{it}/G_{it}) + \beta_{13} \ln(L_{it}/G_{it}) \ln(G_{it}/G_{it}) + \beta_{23} \ln(K_{it}/G_{it}) \ln(G_{it}/G_{it}) + \beta_{14} \ln(L_{it}/G_{it}) t + \\ & \beta_{24} \ln(K_{it}/G_{it}) t + \beta_{34} \ln(G_{it}/G_{it}) t + \beta_4 t + 1/2 \beta_{44} t^2 + D_1 + v_{it} + u_{it} \end{aligned} \quad (44)$$

Isto é, estabeleceu-se a normalização pela divisão do valor da produção e dos preços do capital e do trabalho pelo preço do capital físico (Schemeidel, 2001; Lang e Welzel, 1999). Rescrevendo de novo esta expressão, segundo uma nova notação, onde $Y^* = Y/G$, $L^* = L/G$, $K^* = K/G$ tem-se a expressão seguinte:

$$\begin{aligned} \ln(Y_{it}^*) = & \beta_0 + \beta_1 \ln(L_{it}^*) + \beta_2 \ln(K_{it}^*) + (1/2) [\beta_{11} \ln(L_{it}^*)^2 + \beta_{22} \ln(K_{it}^*)^2] + \beta_{12} \ln(L_{it}^*) \ln(K_{it}^*) + \\ & \beta_{13} \ln(L_{it}^*) t + \beta_{23} \ln(K_{it}^*) t + \beta_3 t + 1/2 \beta_{33} t^2 + D_1 + v_{it} + u_{it} \end{aligned} \quad (45)$$

Para obtenção dos valores estimados dos *parâmetros da função* e determinação da *ineficiência técnica* recorreu-se ao programa Frontier 4.1. de Tim Coelli (1996) um dos mais utilizados na literatura.

4.2.4.1. Testes de máxima verosimilhança

Foram estabelecidos vários testes para confirmar a adequação deste modelo. Estes testes compreendem a estimação de um modelo *não restritivo* e outro *restritivo* e a comparação das respectivas *funções de máxima verosimilhança*. É calculado pela aplicação da seguinte expressão:

$$-2 \ln \lambda = -2 \ln(\hat{L}_R - \hat{L}_U) \chi^2_{-m} \quad (46)$$

Onde L_r e L_u são respectivamente os resultados do modelo restritivo e do modelo não restritivo e m é o número de restrições (Green (2000)).

Este teste estatístico tem aproximadamente uma distribuição Qui quadrada (ou mista Qui quadrado) com m graus de liberdade, igual à diferença entre os parâmetros envolvidos na hipótese nula e na hipótese alternativa. Os valores críticos para o teste de máxima verosimilhança são obtidos da tabela I de Kodde e Palm (1986).

CAPÍTULO V: DADOS E INFORMAÇÕES

5.1. Introdução

Neste capítulo, são apresentadas informações e dados respeitantes aos bancos objecto de análise, e estabelecida uma caracterização geral sumária, de forma a permitir enquadrar a análise empírica realizada.

Num primeiro ponto serão definidas as amostras utilizadas em cada vertente da análise, isto é, “*estudo de eventos*” e “*análise de eficiência*”, e as respectivas restrições. No ponto seguinte, apresentam-se um conjunto de *rácios financeiros* e outros indicadores económicos de modo a caracterizar, de forma sintética, as instituições envolvidas.

Os elementos apresentados, tendo por base, os balanços e contas de exploração consolidadas, recaem fundamentalmente sobre os dados que ilustram os indicadores dos bancos compradores que absorveram outros bancos ou outras instituições financeiras, percorrendo um processo evolutivo de 1995 a 2002 (período de análise). Assim, o conjunto de *indicadores financeiros* apresentados, referem-se ao mesmo conjunto de bancos que constituem a *amostra* do “*estudo de eficiência*”.

Os “*rácios*” apresentados são apenas indicadores de caracterização geral das instituições financeiras e não têm como fim a análise da contabilística das *fusões e aquisições*.

Para além do cálculo dos rácios e tendo em atenção o “*estudo de eventos*” procurou-se ilustrar o comportamento do índice de mercado, que serviu de base à estimação dos rendimentos anormais, durante o período do referido estudo.

Por último, serão fornecidos mais alguns dados sobre as variáveis que servem de base à “*análise de eficiência*” dos bancos. São apresentados elementos sobre a evolução das principais variáveis do modelo utilizado, isto é, do nível de produção dos bancos (output) e dos factores de produção mais importantes (inputs).

5.2. Caracterização das Amostras

5.2.1. Amostra do "Estudo de Eventos"

As operações de fusões e aquisições no sector bancário português, consideradas na amostra deste "*estudo de eventos*", são as apresentadas a seguir, no *quadro 3*.

Estão contidas nesta amostra todas as operações de *fusões e aquisições* significativas e documentadas na CMVM, que ocorreram no sector financeiro português, no período que vai de 1995 ao final de Setembro de 2003. Assim, a recente operação resultante de uma OPA da Caixa de Crédito Agrícola Mútuo - CCAM sobre o Central – Banco de Investimento é já considerada. Contemplam-se não só operações entre bancos, mas também outras que envolvem bancos e seguradoras ou outro tipo de instituições financeiras.

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

Embora tenham ocorrido fusões significativas antes de 1995, muitas delas decorreram numa fase em que a banca portuguesa estava ainda nacionalizada ou num processo de desnacionalização. Assim, as transacções verificadas no sector financeiro português não se reflectiam ainda de forma directa nas transacções bolsistas, até porque, o número de instituições cotadas ou transaccionadas em bolsa era ainda limitado.

Quadro 3
Amostra do "Estudo de Eventos"

Ano	Data anúncio da operação	Banco/Instituição Comprador	Banco/Instituição Adquirido	Tipo de Operação	C. Social 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 2ª F /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 Incorporação	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 resultado de acordo com o Grupo Champalimaud e 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	12.05.2000	BCP	BPSM	OPA Geral	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)	Negociação 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.

Mesmo assim, incluíram-se na amostra as operações posteriores a Janeiro de 1995, que embora estivessem ainda ligadas a um processo de reprivatização tiveram já uma importância significativa no desenvolvimento da actividade bolsista do sector, e que foram realizadas através de operações especiais de bolsa ou através de concurso público aberto, (ao capital nacional), o que permitiu que todo o mercado pudesse reagir à operação.

Sublinha-se já, que representado nos "eventos" contidos na amostra, se destaca um período particular em que a actividade de fusões e aquisições é extraordinariamente relevante. Cerca de metade das operações de F&As contidas na amostra ocorreram no ano de 2000.

No decurso de 1999/2000 ocorreu um conjunto de operações de compra e venda em cadeia que marcam a repartição e concentração do sector bancário português e simultaneamente a sua abertura definitiva ao capital estrangeiro.

Esta entrada do capital estrangeiro num sector que até então estava reservado a accionistas nacionais, teve o seu vector mais significativo no acordo entre o grupo Champalimaud e o Banco Santander Central Hispânico de que resultou a integração neste, do grupo financeiro de António Champalimaud. Este acordo que envolveu grandes instituições nacionais de que se destacam a Seguradora Mundial-Confiança, o Banco Totta & Açores, o Crédito Predial Português e o Banco Pinto & Sotto-Mayor, teve como efeitos colaterais, o estabelecimento de acordos paralelos que envolveram também a Caixa Geral de Depósitos e o Grupo do Banco Comercial Português, que acabaram por adquirir parte das empresas que constituíam o grupo Champalimaud.

O processo de fusão e aquisição na banca portuguesa caracterizou-se, também, por uma diversificação de actividades e integração nos grupos bancários da actividade seguradora. Este fenómeno implicou a consideração na amostra, para além dos bancos, também as das empresas seguradoras, sempre que elas tenham sido entidades adquiridas ou adquirentes ou que tenham tido uma actuação activa no processo de fusões e aquisições bancárias ou significativo papel no reforço dos grupos financeiros nacionais.

A Companhia de Seguros Mundial-Confiança enquanto empresa chave do grupo Champalimaud e a Companhia de Seguros Império com função de relevo no grupo Mello são duas das seguradoras em destaque nessa análise.

A concentração na indústria bancária portuguesa foi-se desenvolvendo segundo uma estratégia continuada de aquisições parciais ou aquisição de blocos de domínio sem que grandes operações de fusões se tenham realizado de uma só vez. Mesmo a integração do BPA no BCP teve um processo longo.

Assim, na amostra tomam-se em consideração os seguintes tipos de operações ou "eventos":

- ◆ 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 atrás referido.

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

5.2.2. Identificação da Amostra do Estudo de Eficiência

Ao estudo de eficiência foi aplicado a uma *amostra de 12 bancos* que actuam no mercado bancário nacional. No quadro seguinte identificam-se os bancos dessa amostra dando uma primeira ideia da dimensão relativa desses bancos.

QUADRO 4
Amostra do Estudo de Eficiência

VALOR DO ACTIVO EM MILHARES DE EUROS								
	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
CGD	66.581.408	66.461.875	62.572.093	55.037.596	49.016.441	41.217.062	36.547.764	34.406.875
BCP	61.851.573	62.960.708	61.979.004	68.313.211	32.038.308	27.124.815	25.372.590	25.618.236
BES	41.233.823	38.522.630	33.936.292	29.384.792	25.221.466	21.114.803	14.478.831	12.394.786
TOTTA	26.864.083	27.365.861	23.166.108	18.257.449	17.361.066	17.257.626	17.531.575	6.926.058
BPI	25.669.074	24.792.945	21.907.376	16.550.540	15.579.878	15.419.544	14.366.136	6.926.058
MPG	11.386.742	10.125.242	8.422.059	6.802.457	4.973.335	3.952.328	3.168.105	2.500.442
CCAM	7.933.374	7.500.886	7.078.568	6.412.422	5.742.533	5.294.629	4.854.859	4.477.301
BANIF	6.066.775	5.710.877	4.581.396	3.649.199	3.337.342	3.240.548	2.721.893	1.698.526
BNC	3.659.795	3.279.945	2.692.049	2.125.550	1.670.180	1.305.785	1.027.547	651.674
BBVA	3.218.604	2.959.271	2.536.418	1.712.185	1.314.479	1.238.310	1.069.591	1.155.827
FINIBANCO	1.524.993	1.393.296	1.332.146	1.118.444	1.053.139	923.122	769.383	353.546
FININANCIA	1.153.155	1.421.604	990.001	1.065.939	1.198.315	1.231.338	818.863	532.875
VALOR DO CAPITAL SOCIAL EM MILHARES DE EUROS								
	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
CGD	2.450.000	2.450.000	2.250.000	2.000.000	1.745.793	1.496.394	1.496.394	1.496.394
BCP	2.326.715	2.326.715	2.326.715	2.015.500	982.477	778.156	681.787	547.111
BES	1.500.000	1.000.000	1.000.000	587.500	586.088	435.780	435.780	380.912
TOTTA	529.138	525.000	523.738	299.279	299.279	299.279	299.279	281.562
BPI	760.000	645.625	645.625	565.000	388.804	388.803	388.804	281.562
MPG	365.000	245.000	199.519	154.627	95.246	68.033	68.834	58.858
CCAM	539.953	481.276	444.956	437.294	329.768	244.176	211.718	188.363
BANIF	200.000	150.000	150.000	150.000	149.639	112.230	112.230	87.290
BNC	175.000	175.000	175.000	124.699	124.699	92.278	74.820	59.856
BBVA	125.000	125.000	125.000	69.832	69.832	69.832	69.832	69.832
FINIBANCO	80.000	80.000	79.808	79.808	79.808	70.829	70.829	49.880
FININANCIA	75.000	50.000	50.000	49.880	49.880	49.880	49.880	49.880

Fonte: Relatórios e contas das empresas

A amostra contém bancos que realizaram operações de *fusões e aquisições* no período em análise, e outras instituições que basearam o seu desenvolvimento essencialmente no *crescimento orgânico* sem recurso aquele tipo de operações. Estão contidos os principais bancos que actuam no mercado português numa perspectiva de implantação nacional. Foram deixadas de fora as instituições bancárias estrangeiras que actuam em Portugal numa lógica de delegação ou escritório de representação, ou que têm uma actuação apenas virada para operações especiais. Exclui-se também o Banco Português de Negócios por não ter sido possível a obtenção de significativos em número suficiente.

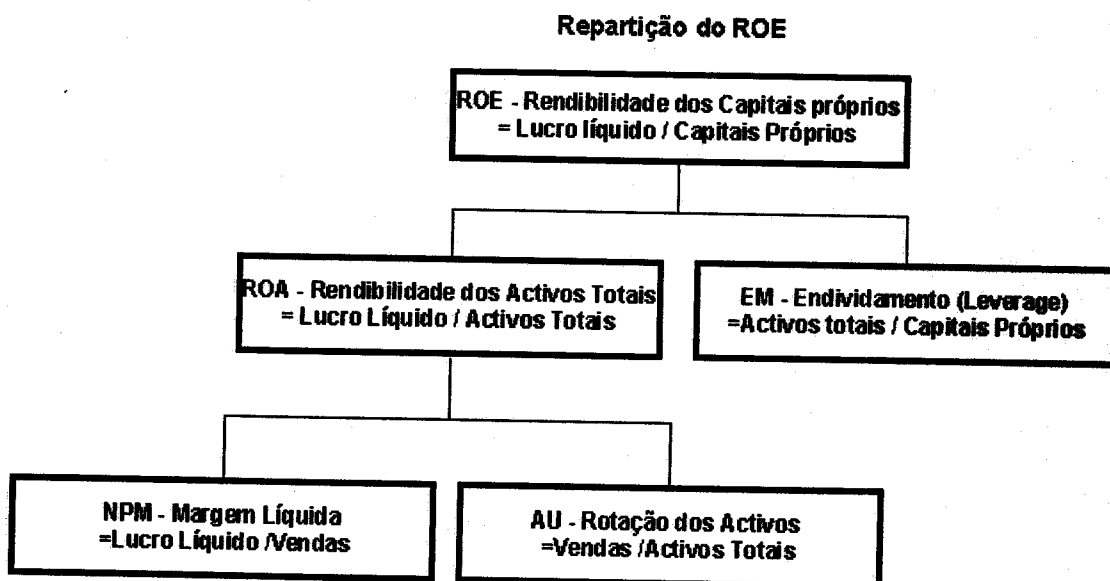
5.3. Breve análise económico-financeira das entidades bancárias

No *anexo 1*, apresenta-se um conjunto de "rácios" que pretendem ilustrar as características gerais dos bancos analisados.

Os indicadores financeiros da actividade bancária, embora com o mesmo objectivo, têm características bastante diferentes das das outras actividades económicas. Aliás, as diferenças residem à partida nos próprios registos de base de onde são recolhidos os dados para o seu cálculo, as contas de exploração e balanços que, na banca como na actividade seguradora, são distintas das outras actividades económicas e são regidos por regras e regulamentações próprias.

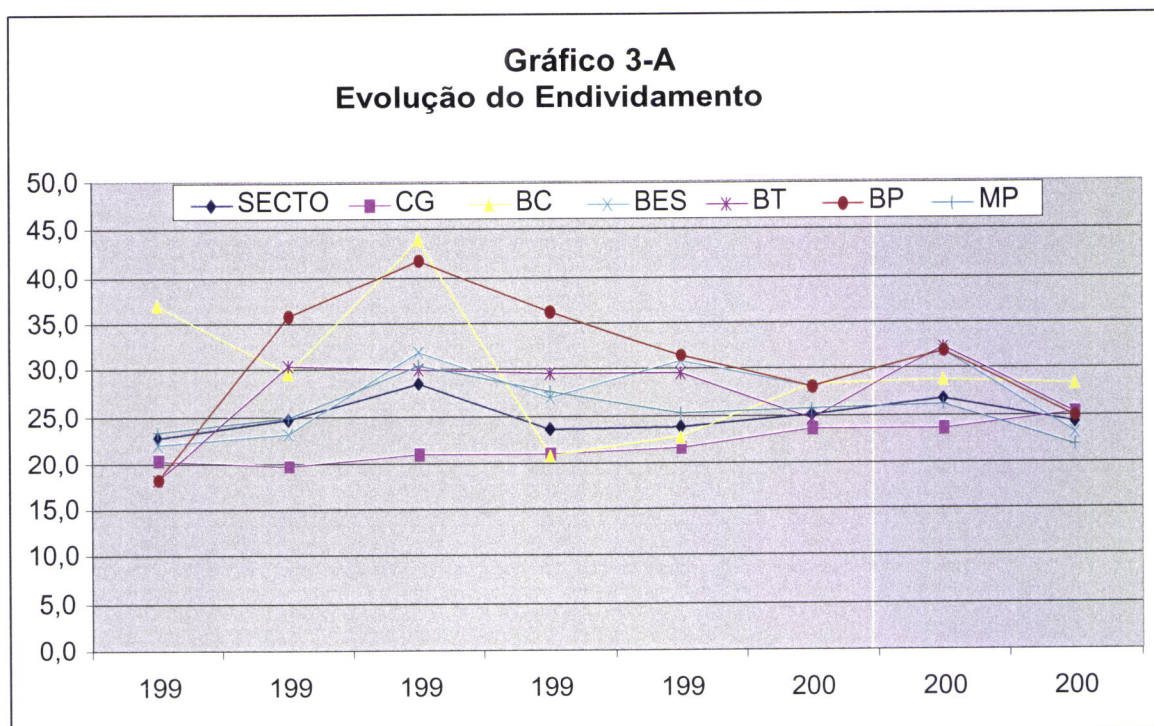
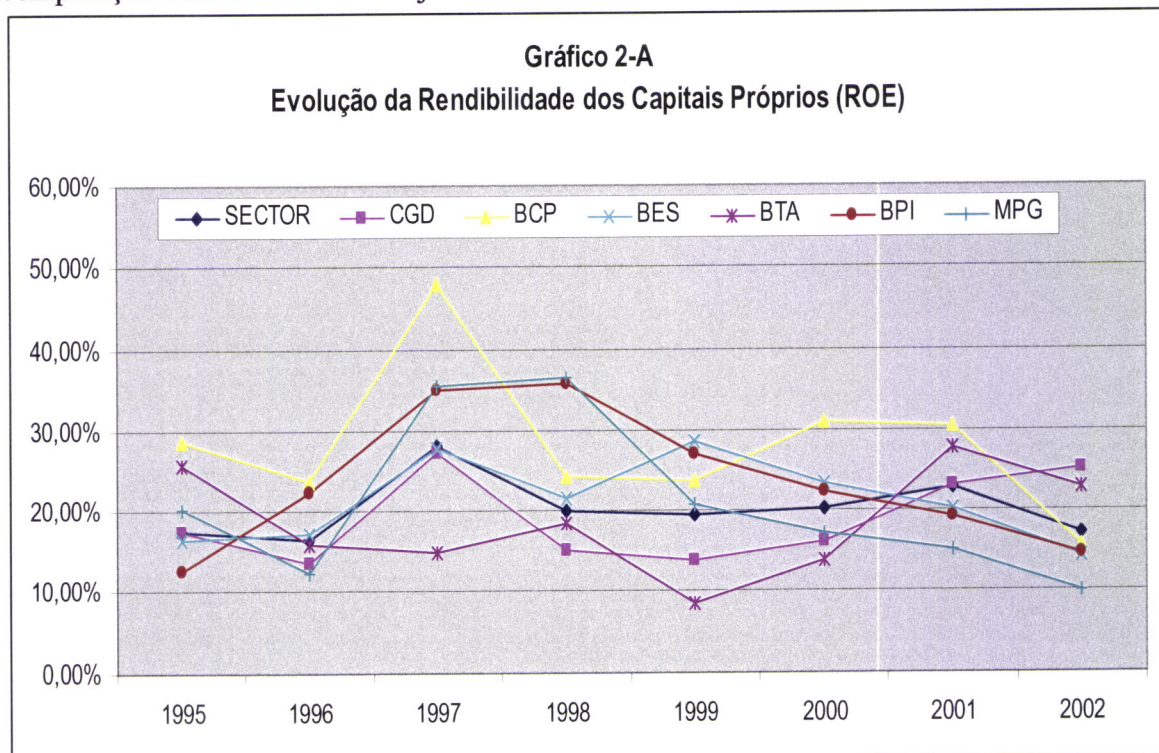
Assim, seguindo Peter Rose (2002) (15) apresentam-se alguns indicadores financeiros que este autor refere serem os habituais na actividade bancária. Através de um primeiro conjunto de rácios, apresenta-se a inter-relação entre os *indicadores de rendibilidade*, a *estrutura de capitais* e a *rotação dos activos* representada na *análise Dupont*, como de forma esquemática se ilustra no diagrama seguinte

Quadro 5
Diagrama de Análise Dupont



(15) Peter S. Rose - Commercial Bank Management

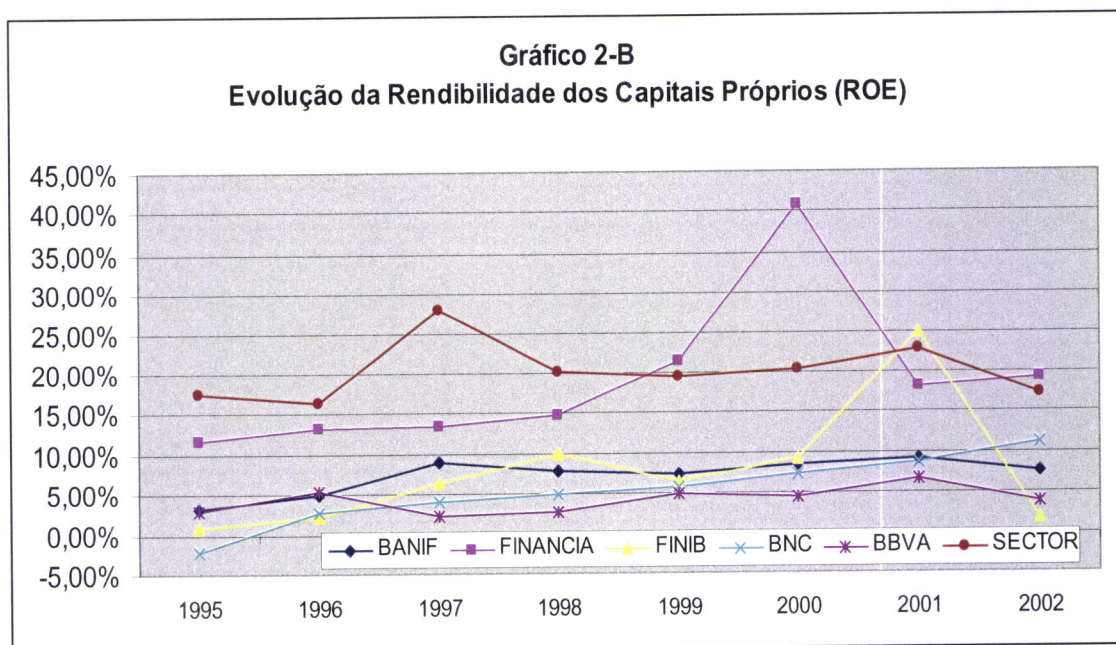
De um modo geral, os bancos apresentam um bom índice de rentabilidade dos capitais próprios (ROE) (16). Nos gráficos seguintes ilustra-se o comportamento do ROE em comparação com a média do conjunto dos bancos da amostra.



(16) Embora haja livros que traduzem ROE por rentabilidade por acção, o "rácio" ROE significa de facto rentabilidade dos capitais próprios. ROE - Return On Equity; Equity = Capitais próprios ou activos próprios [ver Koch and Scott (2000) ou Elísio Brandão (2002)].

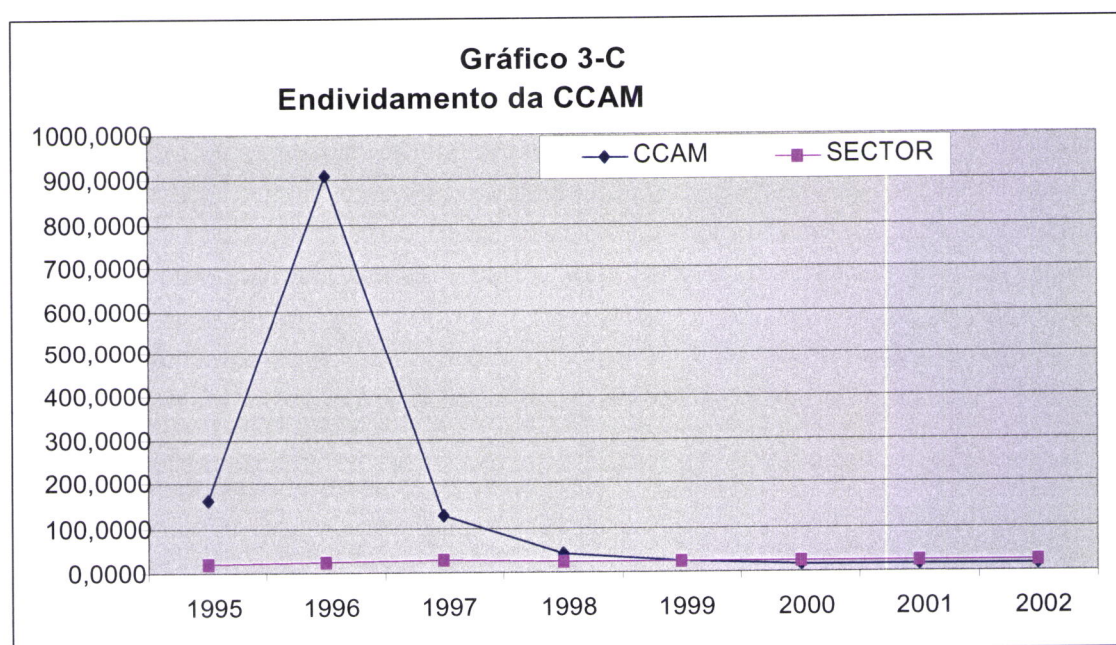
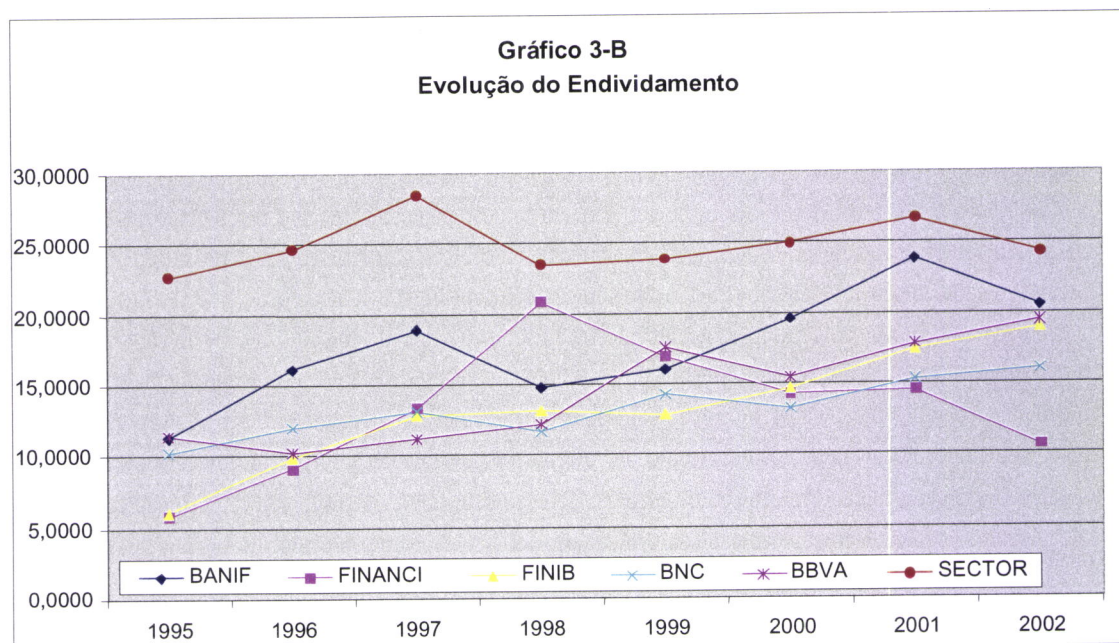
A análise da evolução da rentabilidade dos capitais próprios revela que, à excepção do BCP e do BPI, todas as outras instituições tiveram um comportamento semelhante ao registado, em média, pelo sector (17). O BPI destaca-se positivamente nos anos de 1997, 2000 e 2001, anos em que atingiu valores muito superiores à média do sector. Em sentido inverso o BTA registou níveis de rentabilidade muito abaixo da média do sector nos anos de 1997, 1999 e 2000. O BPI também registou um comportamento semelhante mas nos anos de 1998, 1999 e 2000.

O gráfico representativo do *endividamento (leverage)* permite constatar que de uma maneira geral o endividamento dos bancos seguiu de perto o comportamento do ROE. Porém, tal não aconteceu com a Caixa Geral de Depósitos que manteve uma estrutura de capitais relativamente estável. Mas em termos médios, o sector, teve um aumento do endividamento nesse ano.



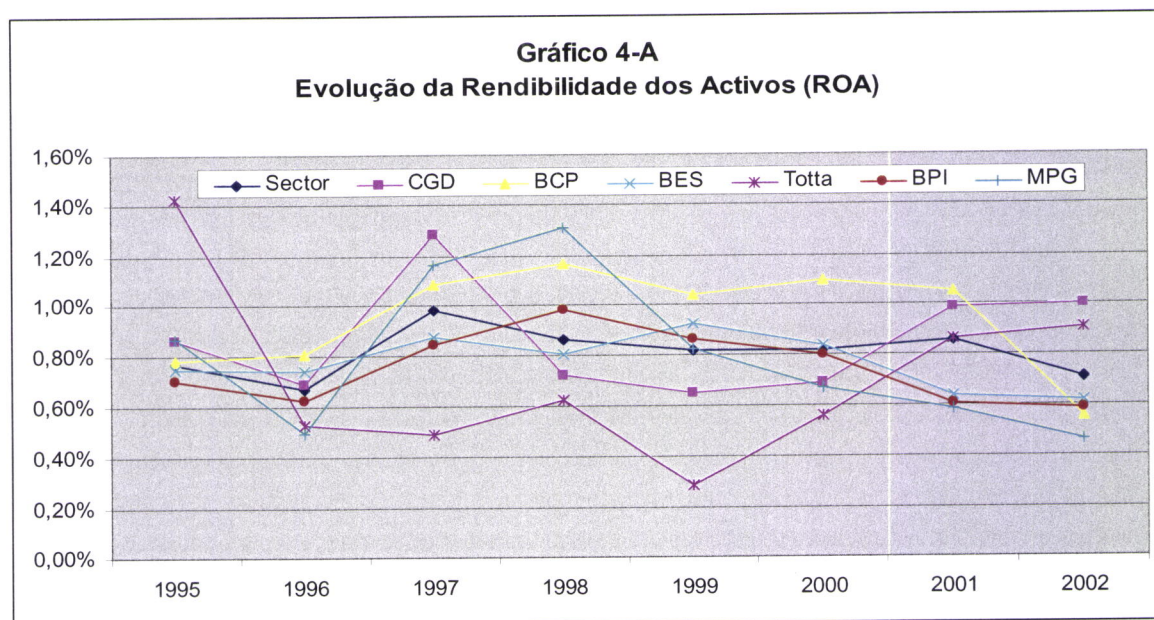
Considerando agora o ROE deste grupo de bancos verifica-se que tiveram todos uma rentabilidade de capitais abaixo da média da amostra.

(16) Embora os bancos representados não constituam a totalidade do sector, por comodidade de comparação considera-se a média da amostra como uma *proxi* representativa a média do sector.

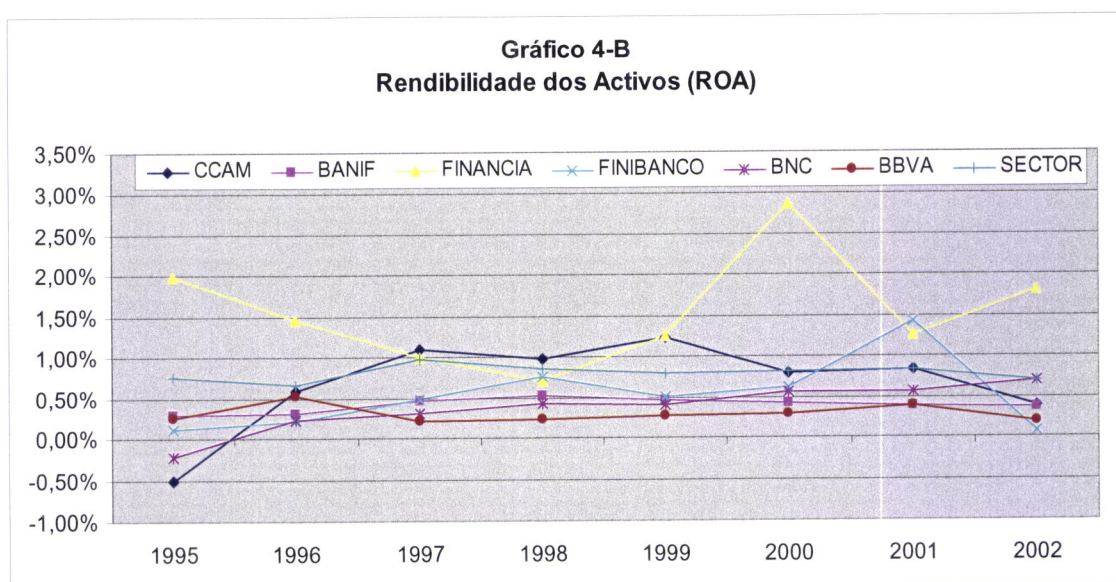


Também o grau de endividamento deste conjunto de bancos ficou abaixo da média do sector. Porém, a Caixa de Crédito Agrícola Mútuo teve em 1996 um enorme endividamento que o gráfico 3-C ilustra.

Analisando agora a *rendibilidade dos activos* (ROA), verifica-se que o ano de 1997 voltou a ser um ano favorável para o sector (*ver gráfico 4-A*). Foi particularmente positivo para a Caixa Geral de Depósitos e para o Montepio Geral. Este, teve o ROA ainda mais elevado em 1998, baixando, porém, a partir de 1999.



Mas o BCP e o BPI tiveram também um bom crescimento da rendibilidade sobre os activos totais em 1997 e novamente em 1998 vindo a decrescer em 1999. Porém, o Banco Totta & Açores teve um comportamento inverso. O elevado ROA de 1995 decresceu fortemente em 1996 e só veio a recuperar para um nível igual à média do sector em 2001. Em 2002, voltou a registar um novo incremento.

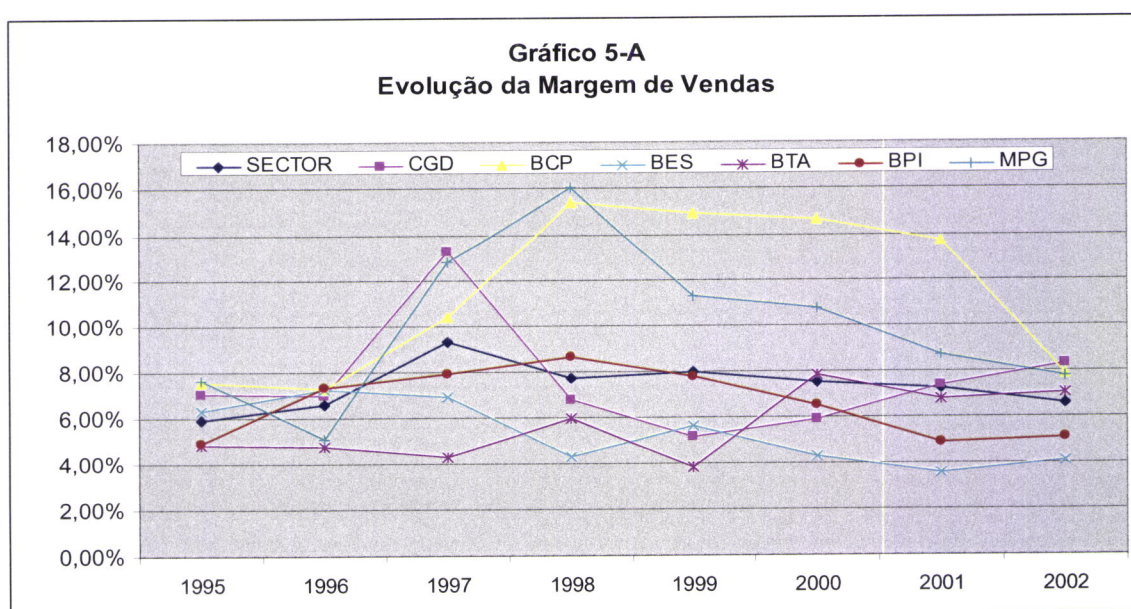


Neste grupo de bancos, quase todos tiveram uma rendibilidade dos activos totais próximo da média do sector, mas levemente abaixo. Um comportamento atípico é o do

Banco Financia que apresenta uma rentabilidade dos activos muito variável, de ano para ano, embora acima da média do sector.

O caso da Caixa de Crédito Agrícola Mutuo é ainda mais atípico. Uma instituição que viu o seu capital próprio ser delapidado por sucessivos resultados de exercícios negativos (reservas e resultados transitados mantêm-se ainda negativos em 2002), conseguiu mesmo assim, fazer crescer o seu volume de actividade. Tendo no período de análise (1995-2002) sucessivamente, resultados de exercício positivos e crescentes, conseguiu atingir um nível de rentabilidade dos activos totais bastante positiva.

Note-se que ROA pode ser decomposto em dois indicadores, isto é, corresponde ao produto da *margem de lucro sobre vendas (margem de vendas)* pelo índice de *rotação dos activos*. Analisando a margem de vendas representada no gráfico do quadro seguinte, verifica-se que o ano de 1997 continua a ser muito positivo para os bancos.

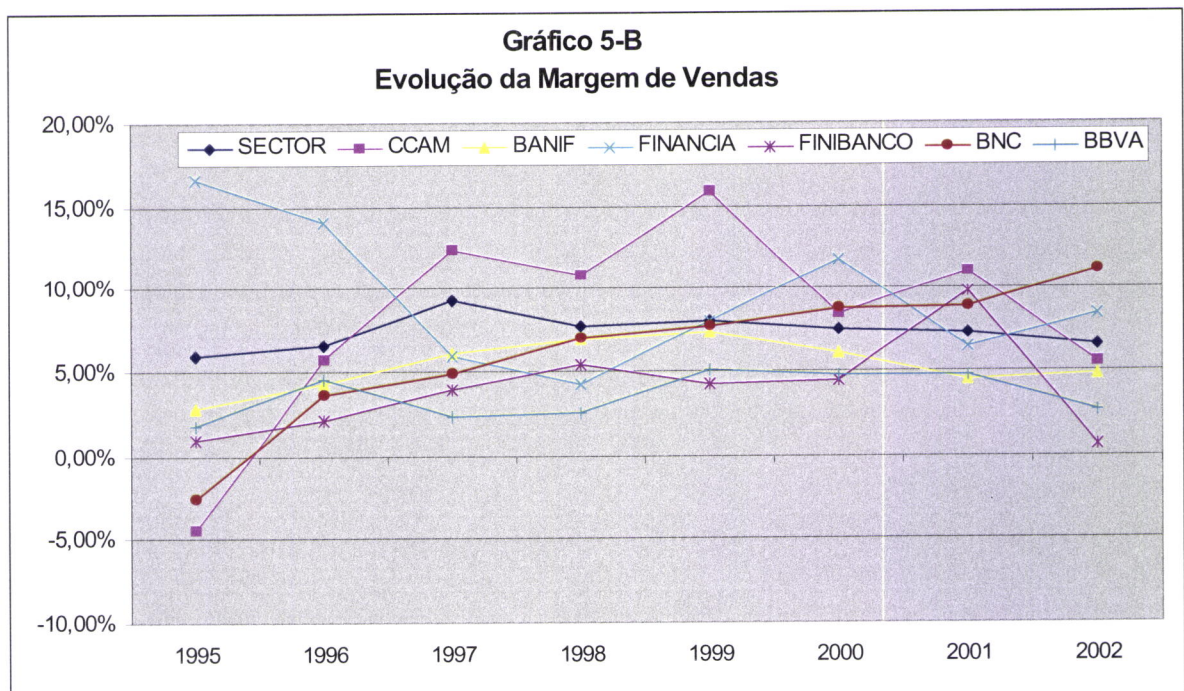


Este indicador para a média dos bancos do sector (bancos da amostra) subiu significativamente nesse ano. A Caixa Geral de Depósitos foi uma das instituições que teve rácio mais elevado tendo, no entanto, caído no ano seguinte. Banco Comercial Português e o Montepio Geral viram a sua margem de vendas crescer bastante nesse ano e no ano seguinte. Ambos se mantiveram num nível razoável, acima da média do sector, até 2002.

Porém, neste ano a margem do BCP caiu significativamente face a 2001. Mas foi precisamente neste período que a CGD viu a sua margem de vendas recuperar de novo.

O BPI teve um margem de vendas que oscilou, entre acima e abaixo, da média do sector, mas situando-se sempre próximo. Já o Banco Espírito Santo e o Banco Totta & Açores se situaram sempre abaixo da média do sector.

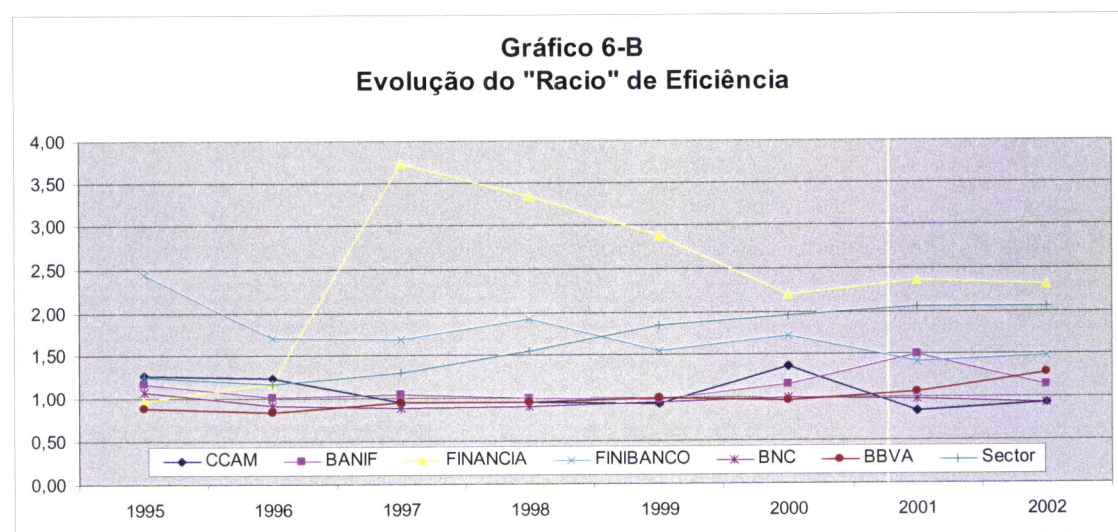
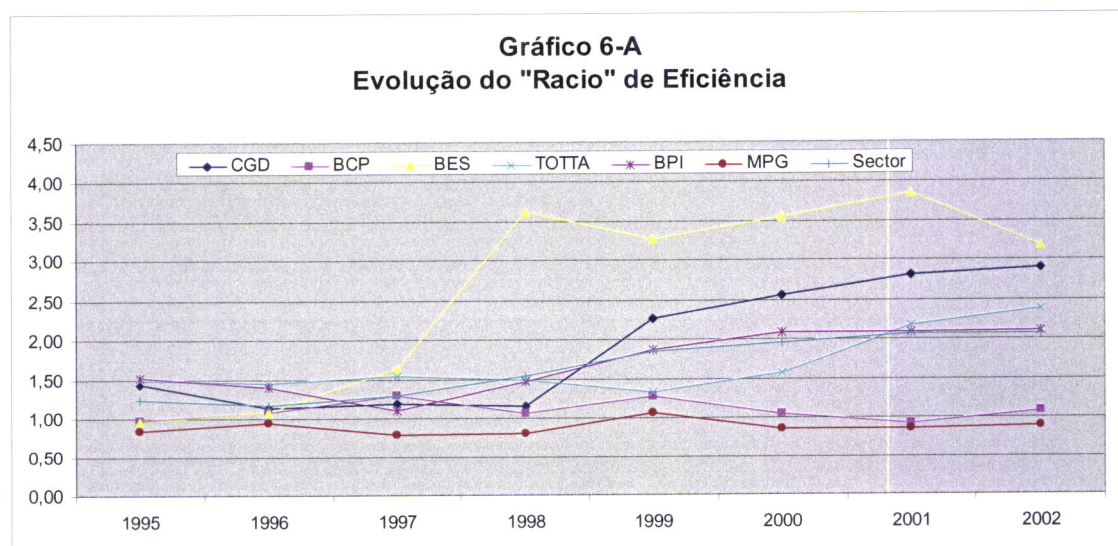
Nos bancos contidos no gráfico seguinte, verifica-se mais uma vez, que a CCAM apresenta margem de vendas entre 1997 e 2001 com valores francamente superiores à média do sector. Por sua vez o Banco Financia, depois de uma elevada margem de vendas em 1995, e mesmo 1996, caiu sucessivamente nos anos seguintes, para baixo da média do sector. Em 2000 subiu significativamente para voltar a cair no ano seguinte, e novamente a recuperação em 2002.



É de assinalar também a tendência crescente da margem do Banco Nacional de Crédito Imobiliário (BNC) que evoluindo progressivamente, passou de inferior à média do sector para um nível superior. Os restantes bancos tiveram margem de vendas inferior à média. É ainda de referir a linha de evolução do Banco Nacional do Funchal (Banif), sem grandes oscilações, muito embora a sua margem se situe abaixo da média do sector.

No *apêndice 1*, apresenta-se um segundo conjunto de "rácios" que habitualmente são utilizados na análise da rentabilidade dos bancos (Peter Rose, 2002) que ilustram outras vertentes da evolução dos bancos, bem como, quadros síntese de balanços e contas de exploração consolidados dos diferentes bancos.

Desse conjunto, destaca-se aqui apenas o "rácio" de eficiência dos bancos (*efficiency ratio*) [ver, por exemplo, Koch and MacDonald (2000)]. Este *rácio* é definido como o quociente das *despesas não financeiras* sobre os *rendimentos financeiros líquidos* mais os *rendimentos não financeiros líquidos*. Apresentam-se os valores desse indicador no quadro seguinte:

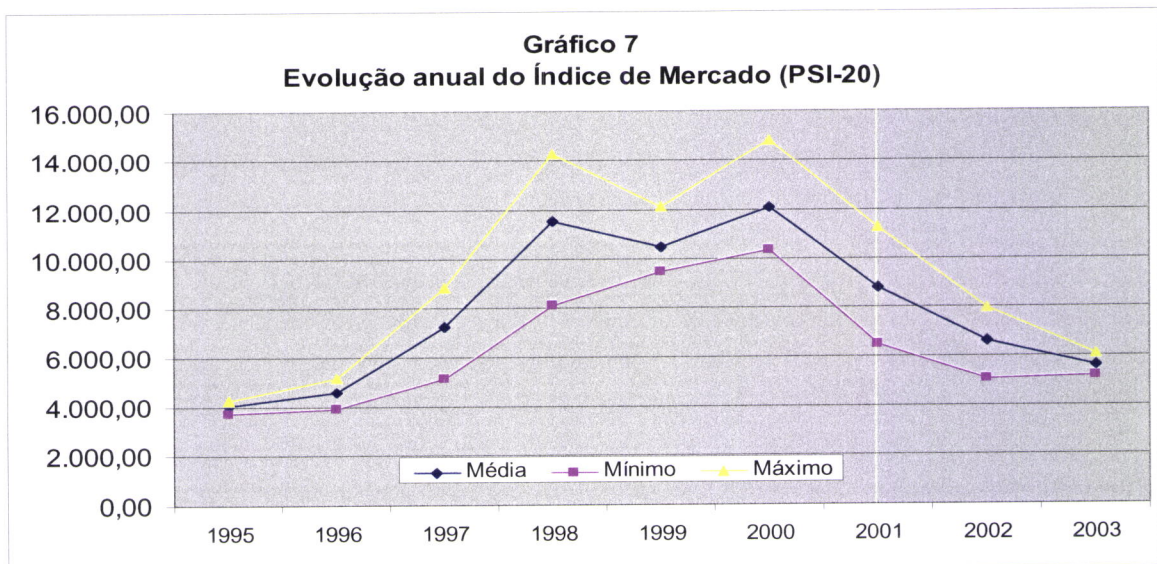


5.4. Evolução do Índice de Mercado (PSI-20)

Embora no "estudo de eventos" os factores relevantes sejam os desvios dos rendimentos reais face ao rendimento esperado com base no comportamento de mercado, e não o comportamento de mercado em si mesmo, apresenta-se no entanto, uma leitura sumária da evolução do índice de mercado, isto é, o comportamento do PSI-20. Como se referiu anteriormente, este foi o *índice de mercado* utilizado neste estudo para identificação dos rendimentos anormais decorrentes do anúncio dos eventos.

Quadro 6
Caracterização do comportamento anual do Índice de Mercado (PSI-20)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Média	4.006,88	4.571,32	7.231,79	11.519,13	10.481,48	12.081,56	8.805,98	6.652,58	5.657,60
Mediana	4.010,93	4.596,77	7.527,08	11.198,54	10.227,99	11.984,77	8.152,32	6.697,04	5.639,90
Desvio-padrão	111,81	266,12	1.019,41	1.431,16	694,39	1.044,00	1.285,53	909,29	225,60
Intervalo	504,88	1.256,80	3.651,16	6.178,48	2.645,06	4.495,19	4.706,36	2.875,12	870,04
Mínimo	3.722,26	3.893,88	5.152,34	8.114,51	9.475,79	10.327,40	6.488,01	5.083,34	5.218,66
Máximo	4.227,14	5.150,68	8.803,50	14.292,99	12.120,85	14.822,59	11.194,37	7.958,46	6.088,70
Contagem	246	247	246	248	249	247	247	248	148



Como o gráfico ilustra o índice registou um crescimento significativo nos anos de 1997-1998, mantendo-se com um valor elevado até ao ano 2000. Em 2001 começou a decrescer sucessivamente, até atingir o valor mais baixo desde 1997 em 2003 (valores considerados apenas até final de Agosto de 2003).

5.5. Breve caracterização da produção e dos factores de produção

A *análise de eficiência* vai ser realizada com base no *modelo da função produção fronteira estocástica*, conforme descrito no capítulo IV. Esse modelo, que coloca a produção (output) como função de um conjunto de variáveis (inputs), é aplicado a um conjunto de 12 bancos que compõem a amostra anteriormente apresentada e constante do quadro 4.

Para melhor compreender as características dos dados que suportam essas variáveis apresenta-se em seguida uma caracterização sumária destas variáveis para cada banco.

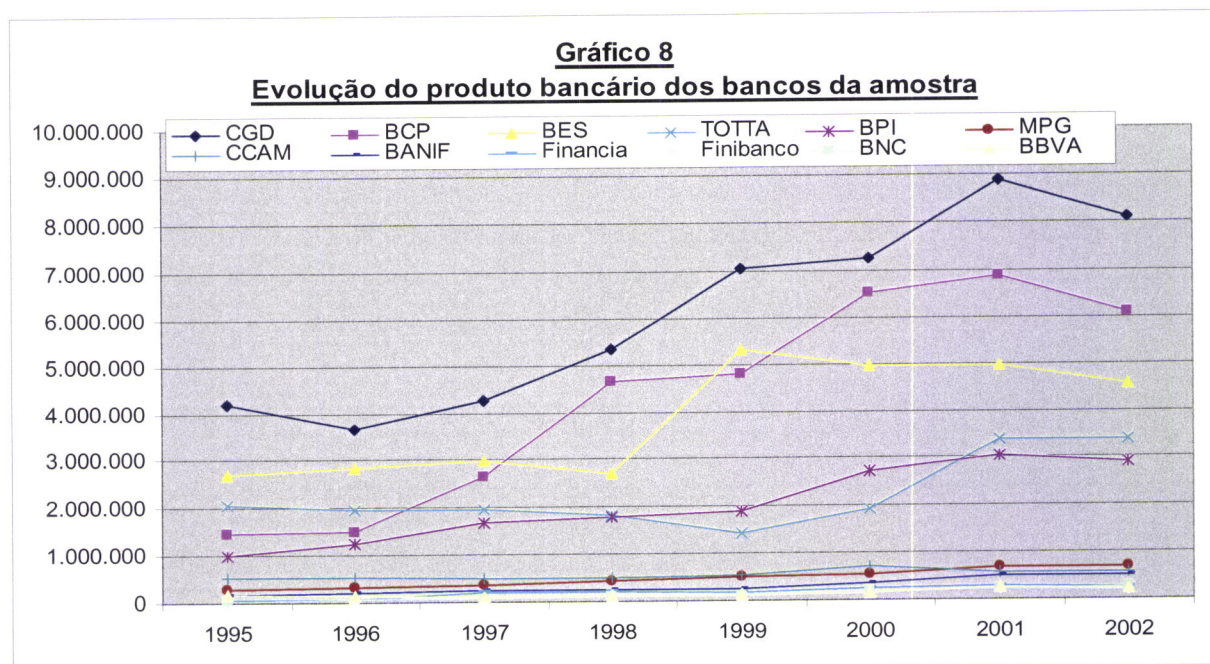
Tendo por base os dados de origem que suportaram a estimação dos vectores do modelo, os dados contabilísticos retirados dos *balanços e contas de exploração consolidados*, apresentam-se nos quadros e gráficos seguintes os dados primários dessas variáveis. Foi considerada como produção bancária (output) o conjunto de juros e proveitos equiparados e outros proveitos, acrescido dos resultados extraordinários e dos resultados obtidos em empresas associadas).

a) Produção Bancária (Output)

Quadro 7
Valores de produção dos bancos (consolidados)
(milhares de euros)

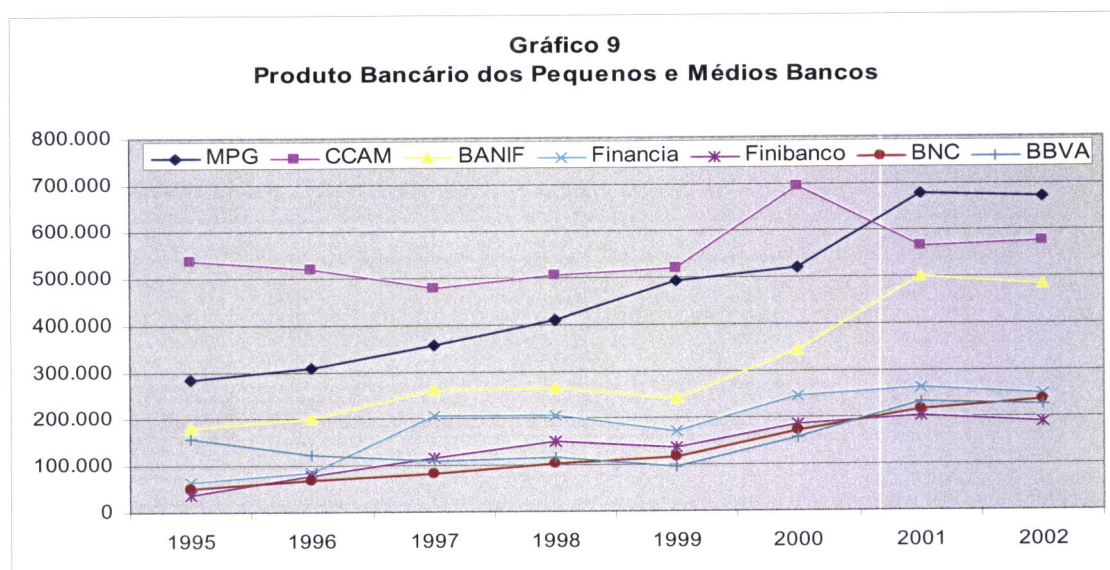
Bancos	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
CGD	4.236.941	3.672.748	4.289.553	5.338.437	7.041.513	7.263.103	8.911.407	8.132.410
BCP	1.465.422	1.485.567	2.660.114	4.673.596	4.829.656	6.532.465	6.882.796	6.105.050
BES	2.704.166	2.847.551	2.983.518	2.683.166	5.306.082	4.952.427	4.949.600	4.564.586
TOTTA	2.045.742	1.937.325	1.953.003	1.822.980	1.423.194	1.917.166	3.420.188	3.409.044
BPI	992.371	1.243.695	1.656.947	1.790.013	1.863.975	2.735.763	3.051.216	2.907.168
MPG	285.985	309.376	358.120	408.777	493.900	519.851	678.587	673.887
CCAM	537.426	522.015	480.707	508.088	520.323	696.355	564.802	574.290
BANIF	180.603	199.599	263.514	265.313	241.463	343.868	501.273	482.874
Financia	66.692	86.498	207.821	207.983	171.422	249.444	266.653	251.384
Finibanco	37.637	78.766	117.264	151.911	139.078	185.872	203.203	190.139
BNC	52.282	67.482	84.056	102.957	117.323	173.090	216.780	236.907
BBVA	159.669	125.253	111.298	118.949	96.230	158.855	234.653	228.718

Verifica-se assim o domínio da Caixa Geral de Depósitos, ao mesmo tempo que o Banco Comercial Português se aproxima em 2000 bastante dos volumes de produção do banco público.



Por sua vez, o Banco Espírito Santo parece ter estabilizado nos últimos anos, próximo do nível de produção atingido em 1999. Em 2001 e 2002 o Banco Totta & Açores apresenta uma certa recuperação aproximando-se dos valores dos outros grandes bancos, já que passou a agregar nas suas contas consolidadas os valores do Crédito Predial Português e do Banco Santander de Portugal, consequência das operações de fusões e aquisições realizadas.

O Banco BPI, apresenta um nível estável de crescimento progressivo. Os restantes bancos, de menor dimensão, têm pouco peso no contexto dos maiores bancos. Porém, excluindo estes do gráfico 9 é possível fazer uma leitura mais adequada do comportamento dos pequenos e médios bancos.



Em linhas gerais constata-se o crescimento relativamente progressivo de todos os pequenos e médios bancos com excepção da Caixa de Crédito Agrícola Mútuo que se deixou ultrapassar pelo Montepio Geral.

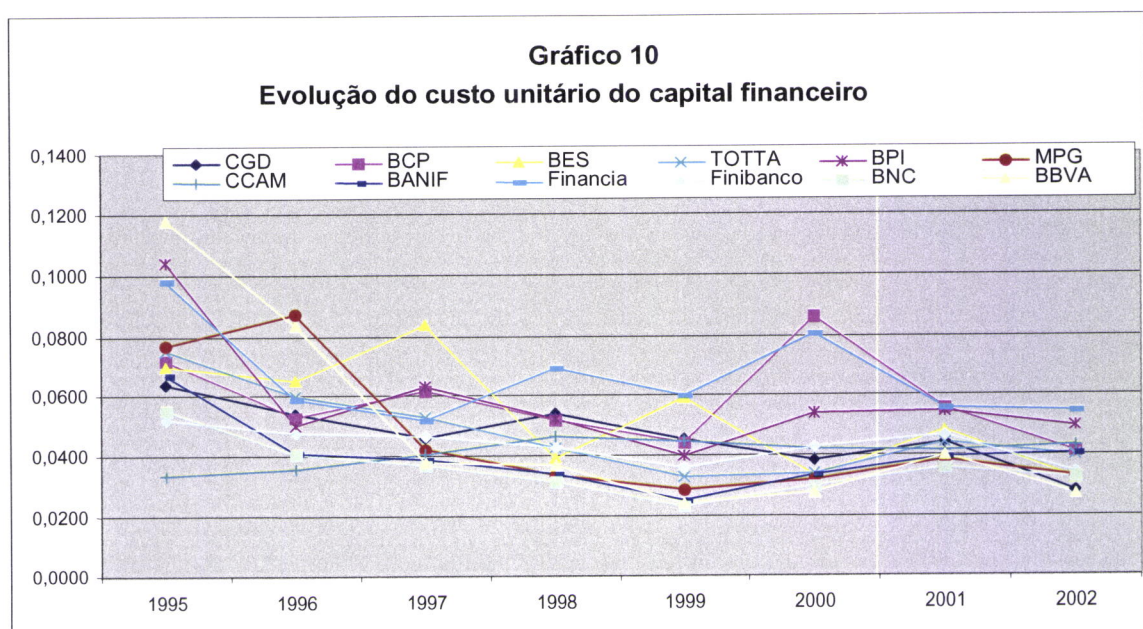
Saliente-se também o crescimento nos dois últimos anos (2001 e 2002) do Banif, podendo dizer-se que terá já passado de pequeno a médio banco.

b) Custo unitário do capital financeiro dos bancos

No quadro seguinte, apresentam-se as taxas dos custos financeiros dos bancos, isto é, o custo do dinheiro para essas instituições. Esta variável foi obtida pela divisão dos encargos com juros e outros custos financeiros pagos pelos depósitos e outros débitos onerados com juros (ver secção 4.2.4 - capítulo IV).

Quadro 8
Custo unitário do capital financeiro

Bancos	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
CGD	0,0640	0,0545	0,0460	0,0544	0,0458	0,0384	0,0444	0,0283
BCP	0,0722	0,0534	0,0616	0,0521	0,0445	0,0860	0,0560	0,0411
BES	0,0698	0,0653	0,0837	0,0388	0,0591	0,0330	0,0483	0,0318
TOTTA	0,0754	0,0601	0,0533	0,0428	0,0332	0,0342	0,0445	0,0403
BPI	0,1043	0,0503	0,0632	0,0529	0,0399	0,0542	0,0546	0,0497
MPG	0,0773	0,0875	0,0424	0,0339	0,0290	0,0318	0,0383	0,0333
CCAM	0,0336	0,0360	0,0405	0,0464	0,0450	0,0423	0,0415	0,0436
BANIF	0,0673	0,0410	0,0393	0,0344	0,0256	0,0335	0,0396	0,0407
Financia	0,0982	0,0590	0,0520	0,0697	0,0603	0,0808	0,0561	0,0546
Finibanco	0,0522	0,0477	0,0464	0,0427	0,0361	0,0427	0,0468	0,0344
BNC	0,0553	0,0406	0,0370	0,0314	0,0231	0,0299	0,0359	0,0324
BBVA	0,1179	0,0837	0,0380	0,0370	0,0242	0,0278	0,0401	0,0272



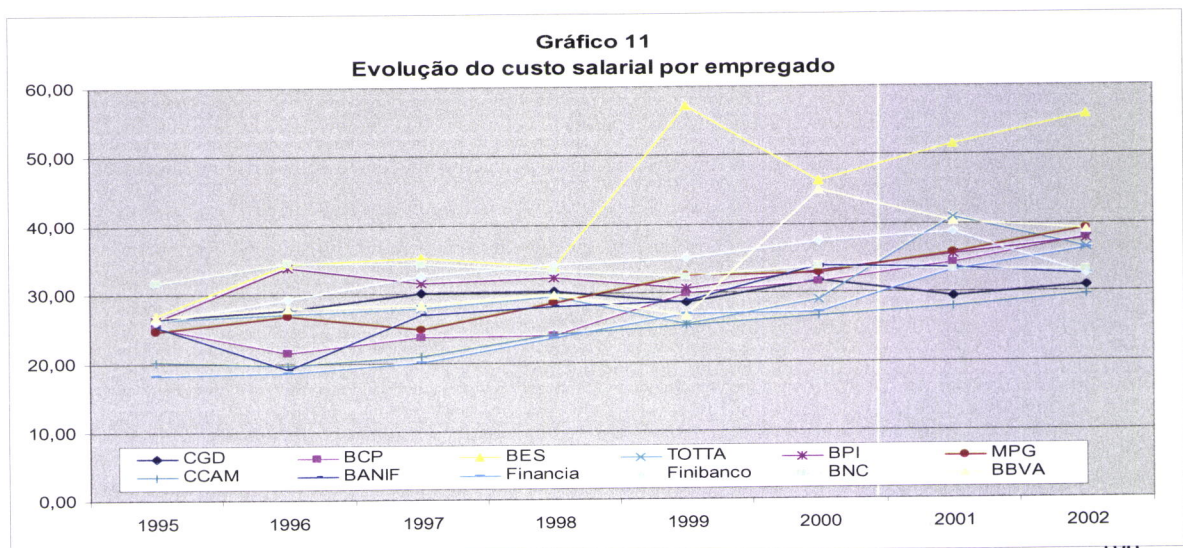
De uma maneira geral verifica-se que todos os bancos registaram diminuição nos seus custos com a aquisição de liquidez ou, visto de outra forma, passaram a pagar menos pela remuneração de depósitos dos clientes e de outros fornecedores de liquidez (Banco de Portugal e outros bancos). Porém, verifica-se que em 2000, o BCP, o Totta e o BPI registaram custos significativamente mais elevados do que os outros bancos.

c) Custo unitário do trabalho.

No quadro seguinte apresentam-se os valores custos unitários do trabalho, isto é, os custos salariais por empregado de cada banco, que, nalguns casos, estão onerados por despesas provocadas precisamente por pagamentos realizados para reduzir o número de empregados do banco, como sejam reformas antecipadas e outros mecanismos equivalentes. Os valores considerados são aqueles que constavam no balanço no final do ano, divididos pelo número de empregados presentes na instituição no final do ano (ver secção 4.2.4 - capítulo IV).

Quadro 9
Custos salariais unitários por empregado
(milhares de euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
CGD	26,48	27,77	30,13	30,30	28,68	31,77	29,46	30,95
BCP	25,33	21,77	23,89	23,95	29,99	31,62	34,42	37,91
BES	26,98	34,41	35,27	33,78	57,03	46,21	51,57	55,75
TOTTA	26,37	27,28	28,10	29,69	25,70	29,09	40,96	36,49
BPI	26,44	33,97	31,58	32,43	30,76	33,24	35,56	37,71
MPG	24,79	26,95	24,97	28,72	32,55	32,97	35,74	39,15
CCAM	20,34	19,80	21,13	24,25	25,42	26,82	28,09	29,64
BANIF	25,55	19,37	27,07	28,12	28,89	33,91	33,57	32,47
Financia	18,42	18,84	20,33	23,62	27,13	27,34	33,33	36,28
Finibanco	26,17	29,36	32,52	34,21	35,06	37,38	38,73	32,44
BNC	31,70	34,46	34,30	33,30	32,35	33,78	33,20	33,08
BBVA	26,66	28,05	28,33	29,82	26,77	44,92	40,34	38,95



A análise do quadro e do gráfico anterior destaca que, em algumas instituições bancárias, se registou uma grande variação anual do custo salarial por empregado, encontrando-se alguns casos com crescimento elevado deste indicador seguido de uma redução significativa no ano seguinte. Trata-se do efeito de custos salariais extraordinários, a que já se aludiu.

O Banco Espírito Santo e o Banco Bilbao Viscaya Argentaria são aqueles onde as variações foram mais elevadas e apresentaram uma variação mais brusca. Também o Banco Totta & Açores teve, em 2001, uma aleração significativa. Em contrapartida, outros bancos como a Caixa Geral de Depósitos e o próprio BCP e BPI, referindo-se apenas os maiores instituições, apresentam uma evolução salarial relativamente uniforme.

Dos pequenos bancos, o Banco Nacional de Crédito destaca-se por ser aquele que apresenta um indicador mais estável ao longo do período observado. Mas, trata-se de um banco novo que tem baseado o seu desenvolvimento no chamado *crescimento orgânico*, isto é, não absorveu nem foi absorvido por outras instituições (até à recente passagem para a tutela do Banco Popular de Espanha).

Note-se que estas despesas, como se verá no último capítulo, variam de banco para banco, não apenas fruto dos níveis salariais pagos, mas também dos sistemas tecnológicos adoptados e a especificidade das áreas bancárias em que cada instituição actua.

d) Custos unitários do capital físico

No quadro 10 e gráfico 12 apresenta-se a evolução dos *custos unitários do capital físico*, correspondendo aos *custos de estrutura*, determinados pelo soma das *amortizações* com as *despesas gerais de funcionamento* dividida pelo número de balcões de cada instituição.

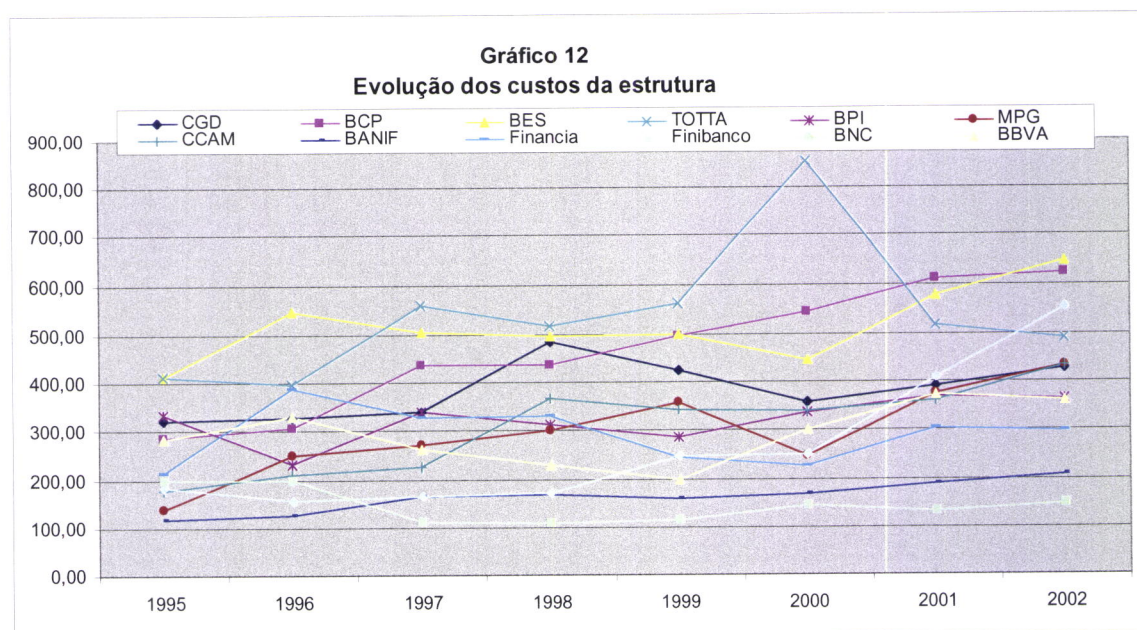
Como se pode verificar, os grandes bancos são aqueles que apresentam um custo unitário de estrutura mais elevado. Destacam-se, os valores do BCP, BES, e Totta. Mais uma vez, se verifica que o banco Totta sofre o impacto da incorporação nas suas contas

consolidadas dos dois bancos do grupo (Crédito Predial Português e Banco Santander de Portugal). Os custos de estrutura sofreram em 2000 um agravamento significativo como se pode verificar pelo gráfico (ver secção 4.2.4 - capítulo IV).

Quadro 10
Custos unitários de estrutura
(milhares de euros)

Bancos	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
CGD	322,06	329,12	339,53	485,66	423,32	357,45	390,58	426,85
BCP	287,27	306,71	435,27	437,27	496,51	543,50	610,23	622,42
BES	411,74	548,70	506,67	496,23	500,91	446,99	576,76	646,39
TOTTA	412,89	396,82	559,80	517,37	563,74	856,02	516,78	489,93
BPI	335,41	232,27	339,52	313,39	287,19	335,79	371,33	363,81
MPG	139,56	248,47	271,57	301,34	359,51	247,72	376,74	432,28
CCAM	178,92	210,42	227,03	368,44	344,03	339,45	361,02	434,25
BANIF	116,59	125,93	166,27	169,87	159,13	169,59	191,13	207,71
Financia	213,50	388,83	329,22	331,21	243,28	226,67	303,21	297,22
Finibanco	183,49	157,37	166,01	170,95	246,75	249,28	410,79	555,20
BNC	199,49	197,42	110,72	108,96	115,04	143,56	133,00	146,94
BBVA	284,26	331,20	263,36	228,06	197,30	302,01	371,98	362,12

Porém, também um pequeno banco, o Finibanco, viu o peso dos seus custos de estrutura aumentarem para valores próximos dos dos grandes bancos, nos dois últimos anos analisados (2001 e 2002). O BNC e o Banif são aqueles que apresentam um mais baixo peso unitário da estrutura.



Por sua vez, os custos unitários de estrutura do maior banco, Caixa Geral de Depósitos, embora tenham aumentado no último ano, apresentam mesmo assim valores ao nível dos bancos de média dimensão e também aqui uma estabilidade relativa ao longo dos sucessivos anos.

CAPÍTULO VI: RESULTADOS DA ANÁLISE EMPÍRICA

6.1. Introdução

Neste capítulo apresentam-se os resultados do estudo empírico realizado para estudar a criação de valor para os acionistas e a análise do nível de eficiência proporcionadas pelas operações de fusões e aquisições registadas no sector bancário em Portugal no período entre 1995 e 2003.

No capítulo anterior foram definidas as operações de fusões e aquisições que constituem a amostra do "estudo de eventos" (quadro 3) e o conjunto de bancos (quadro 4) que constituem a amostra para a "análise de eficiência".

Neste capítulo, no que respeita ao "estudo de eventos", serão analisadas as operações de fusões e aquisições ocorridas entre 1 de Janeiro de 1995 e final de Agosto de 2003. Em seguida é realizada a análise do comportamento dos *rendimentos anormais* de cada instituição participante em cada operação de *fusão ou aquisição* da amostra, sempre que, pelo menos uma delas, isto é, adquirente (bidder) ou adquirida (target), esteja *cotada no mercado de capitais português*, na totalidade do período de observação do "evento".

Serão analisados os *rendimentos anormais* de "targets" e "bidders" em separado, e também de forma conjunta, numa perspectiva de análise do comportamento da *entidade combinada* (target+bidder). São observadas 22 instituições financeiras compradoras e 20 instituições que foram alvo de operações de aquisição ou incorporação e ainda, 10 *entidades combinadas*.

Seguindo a metodologia apresentada no capítulo IV, os resultados obtidos, serão testados pela aplicação dos testes de Pattel e Boehmer, de forma a estabelecer conclusões sobre a significância dos valores obtidos na análise.

No último ponto do capítulo proceder-se-à à *análise da eficiência* dos bancos de forma a verificar a evolução da eficiência operacional dos bancos no período que foi

percorrido pelo ciclo de fusões e aquisições em análise, tendo por base os balanços consolidados de 1995 a 2002. Será também realizada a leitura do grau de mudança tecnológica e de produtividade ocorrido nos diferentes bancos da amostra.

6.2. “Estudo de Eventos” - Análise da criação de valor

6.2.1. Descrição do processo de estimação

Para cada "evento" representado na amostra descrita no *quadro 3*, foram estimados os *rendimentos anormais (ARs)* e os *rendimentos anormais acumulados (CARs)* para cada: intervalo de observação [-20, +20] dias com base no *Modelo de Mercado*. O período de estimação considerado foi de aproximadamente um ano, isto é, cotações de 245 dias. Os parâmetros foram estimados pelo método dos mínimos quadrados.

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

Tomando como base os *rendimentos anormais* de "targets" e "bidders" calcularam-se os *rendimentos anormais* da **entidade combinada**, (target+bidder). Para o seu cálculo, foi seguida o modelo contido na *expressão 7* apresentada na secção 4.2.1. Apenas foi possível estabelecer esse cálculo para 10 entidades combinadas, porque foram as únicas em que as instituições compradoras e adquiridas se mantiveram cotadas no mercado de capitais português, durante o período de observação (41 dias).

A aplicação dos testes de Pattel e de Boehmer obrigou à estimação dos *rendimentos anormais standartizados* para "targets" e "bidders" e entidades combinadas. O cálculo dos *rendimentos anormais standartizados* (SARs) foi efectuado de acordo com a *expressão 13*, da secção 4.2.1. e também das *expressões 10, 11 e 12*: O cálculo implicou a determinação dos *rendimentos anormais* no período de estimação (245 observações) para cada "evento", e a determinação da média e desvio padrão dos *rendimentos anormais* no período de estimação.

Os *rendimentos anormais standartizados* das *entidades combinadas* foram obtidos de forma semelhante à dos ARs. Apurados os *rendimentos anormais standartizados* foram também calculados os *rendimentos anormais standartizados acumulados* (SCARs) para os diferentes intervalos de análise.

6.2.2. Resultados da estimação dos modelos de mercado

Nos *quadros 1-A e 1-B do apêndice 2*, apresentam-se os parâmetros e as estatísticas t e R^2 das *diversas regressões* utilizadas para estimar o modelo de mercado de cada instituição, respeitantes a operações de fusões e aquisições envolvendo 22 bancos compradores (*bidders*) e 20 instituições adquiridas ou incorporadas (*targets*).

A estatística R^2 (coeficiente de determinação) indica a variação de rendibilidade das acções de cada banco que é explicado pelo comportamento do mercado.

Os valores dos *rendimentos anormais* (ARs) obtidos para "*bidders*" e "*targets*" estão apresentados, respectivamente, nos quadros 2-A, 2-B e 2-C e 3-A, 3-B e 3-C do *apêndice 2*.

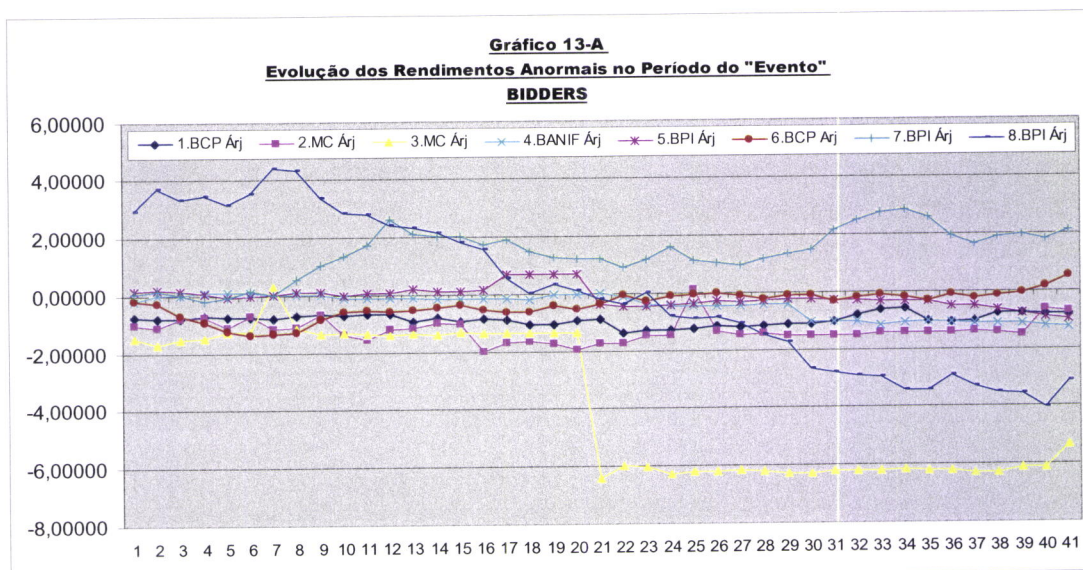
Os gráficos que se apresentam a seguir, permitem estabelecer uma análise gráfica do comportamento dos *rendimentos anormais* (ARs) dos bancos compradores e dos bancos alvo. Para permitir uma melhor visualização e evitar um peso excessivo de linhas em cada quadro, é estabelecida uma representação que agrupa os ARs de "*bidders*" e de "*targets*" em três subgrupos. Essa repartição não teve como base qualquer critério específico, sendo agrupados de forma a manter simplesmente a sequência temporal de ocorrência de cada "evento".

a) Comportamento dos Rendimentos Anormais dos bancos compradores ("*bidders*").

No *gráfico 13-A* que a seguir se apresenta, estão representados os *rendimentos anormais* (ARs) de entidades adquirentes respeitantes a oito operações de fusões e aquisições.

Essas operações foram constituídas ou desencadeadas pelos seguintes "eventos":

- ◆ Aquisição (em 24.03.1995) pelo BCP (50,0001%) em conjunto com a Companhia de Seguros Império (48,77%) de 100% do capital social do Banco Português de Atlântico (OPA conjunta anunciada a 10.01.1995) (representado por 1.BCP Arj).
- ◆ (28.03.1995) – Anúncio da 2ª fase de privatização do Banco Pinto & Sotto Mayor. O grupo Champalimaud/Companhia de Seguros Mundial-Confiança detinha já 80% do capital social do banco, resultante da 1ª fase de privatização, em 1994) (2.MC Arj).
- ◆ (26.04.1995) - Aquisição pela Mundial-Confiança e BPSM de 50% do capital social do Banco Totta & Açores. BPSM (44,9345%) e Mundial-Confiança (5,0655%) (3.MC Arj).
- ◆ (2.07.1996) - Aquisição de uma quota de 56% capital social do Banco Comercial dos Açores, por um consórcio liderado pelo BANIF, resultante da 1ª fase de privatização daquele banco (4.BANIF Arj).
- ◆ (28.08.1996) - Aquisição pelo BPI, de 65% do capital social do Banco de Fomento Exterior, como resultado da OPV (2ª fase privatização) (5.BPIArj).
- ◆ (31.07.1997) – Compra pelo BCP à Companhia de Seguros Império mediante negociação particular, de 20,69% do capital social do BPA (6.BCP Arj):
- ◆ (7.02.1998) - Aquisição pelo BPI à Modelo e Continente, de 50% do Banco Universo (Acrediumverso - Serviços de Marketing SA) (7.BPI Arj).
- ◆ (22.05.1998) - Anúncio da operação de *fusão dos 3 Bancos* que integravam a banca comercial do grupo BPI, isto é, Banco de Fomento Exterior, Banco Fonseca & Burnay e Banco Borges & Irmão (8.BPI Arj).



A análise do *gráfico 13-A* verificar que, de uma maneira geral, os *rendimentos anormais* se tornam negativos a seguir ao *anúncio do "evento"*. No entanto, constata-se uma pequena excepção, no caso do anúncio da operação em que o BPI adquiriu à Modelo e Continente, 50 % do Banco Universo Neste caso os rendimentos anormais do banco adquirente, o BPI, tiveram uma evolução positiva começando a crescer cerca de treze meses antes da data de anúncio da operação. Também não é visível que tenha sido o anúncio, em si mesmo, que tenha tido uma relação directa com o comportamento dos *rendimentos anormais* do BPI.

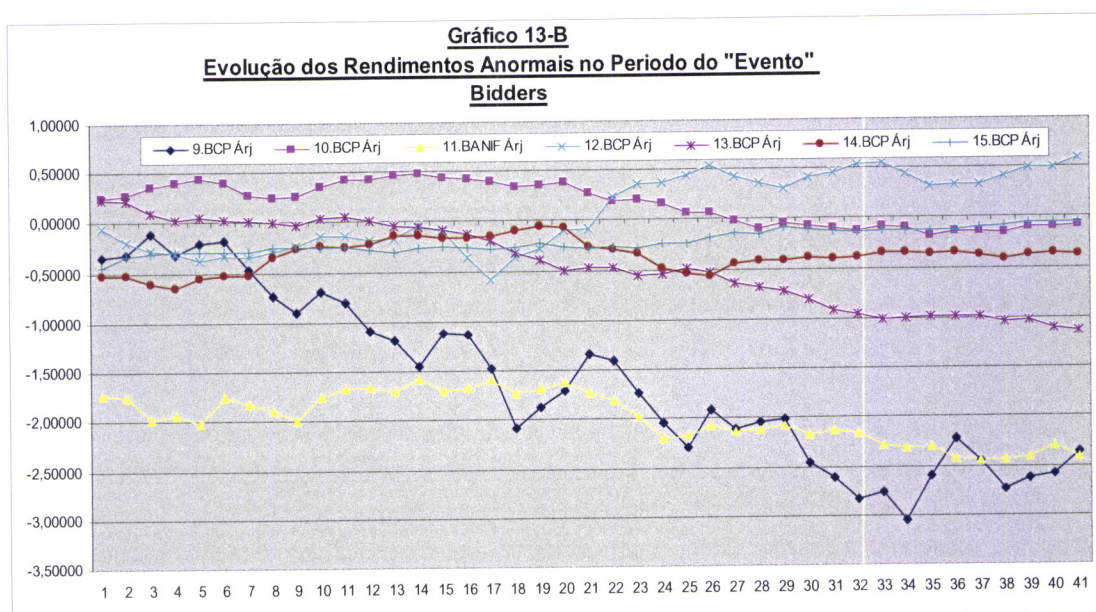
Da análise de todos os "eventos" representados neste gráfico, apenas dois parecem ter provocado uma reacção directa do mercado face ao anúncio da operação: a aquisição do BTA pelo BPSM e Mundial-Confiança (grupo Champalimaud) e o anúncio dos resultados favoráveis ao BPI, do concurso público que envolveu a privatização de 65% do capital social do Banco de Fomento Exterior. Todas as outras operações não parecem estar imediatamente relacionadas com o anúncio das operações.

Note-se, que nesta fase, o *mercado de capitais português* estava ainda longe de ser consistente e de ter regras e práticas claras, nomeadamente, em relação à divulgação das informações sobre as operações no mercado de capitais. As informações sobre potenciais operações de bolsa passavam facilmente para a opinião pública e os rumores eram, frequentemente, impulsionadores antecipados das cotações de muitos *activos*.

Por outro lado, nota-se que outras operações, além de não terem sofrido grande impacto com o anúncio da operação tiveram também, um impacto pouco significativo (positivo ou negativo) no comportamento dos *rendimentos anormais* dos títulos dos bancos compradores. Parece ser o caso do anúncio da segunda fase de privatização do capital social (20%) do BPSM. Será de referir que a Companhia de Seguros Mundial-Confiança dominava já o banco, detendo 80% do seu capital social.

O mesmo aconteceu com a aquisição de 25% do capital social do Banco Português do Atlântico pelo Banco Comercial Português à Companhia de Seguros Império. Também, neste caso, o BCP dominava o BPA, detendo já, como se referiu, uma quota de capital social e direitos de voto de cerca de 50, 0001%.

A operação de fusão dos três bancos comerciais que integravam o grupo BPI, embora não tenham revelado um impacto directo do anúncio, traduziu-se, no entanto, na passagem dos rendimentos anormais de positivos a negativos, confirmando o sentido da tendência que os processos de fusão geralmente acarretam para os rendimentos das entidades compradoras, já que, a seguir às fusões, na maioria dos casos, aparecem dificuldades de reestruturação e rendibilização, que se traduzem na impossibilidade prática de exploração das sinergias potenciadas pela operação.



No gráfico (13-B) estão representadas as operações seguintes:

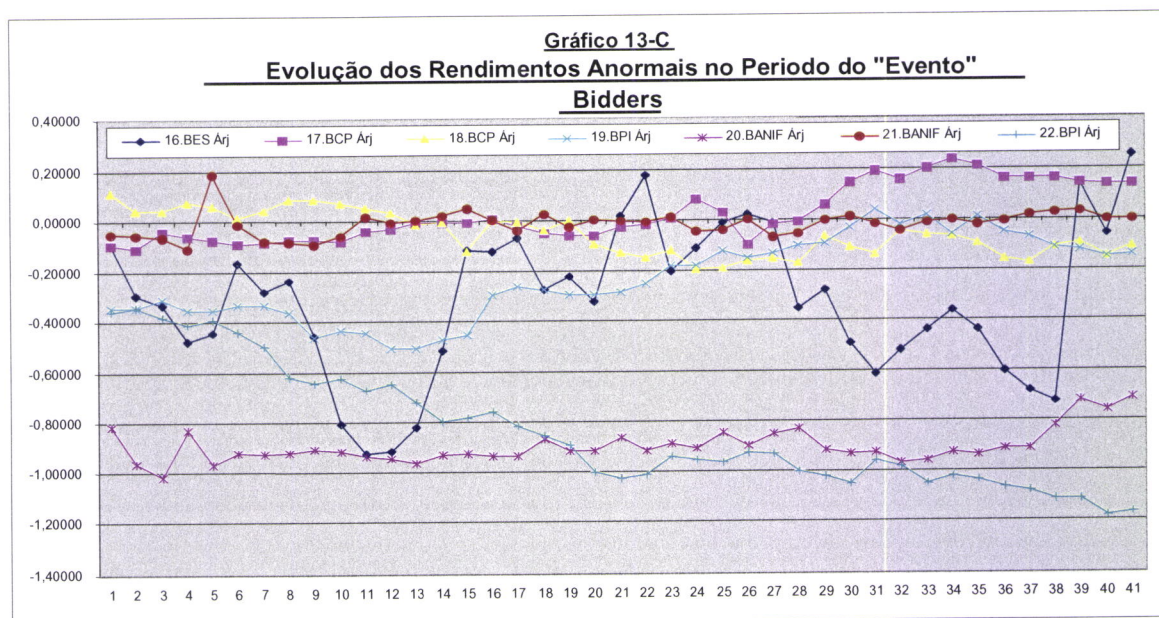
- ◆ (8.06.1998) - Aquisição particular do BCP à Companhia de Seguros Império de um lote de cerca de 20,69% das acções do BPA, passando a deter, 95,69% do capital social deste banco (9.BCP Árj).
- ◆ (19.07.1999) - Anúncio da decisão de lançamento pelo Banco Comercial Português de OPA geral de aquisição das acções representativas de 46,95% do capital social do Banco Pinto & Sotto Mayor, *condicionada* pela aquisição prévia à Caixa Geral de Depósitos, de 53,05% do capital social do BPSM (10.BCP Árj).
- ◆ (21.07.1999) - Anúncio de aquisição pelo BANIF de uma participação de 51% do capital social de um banco de investimento brasileiro, o Banco Primus que passou a designar-se Banif Pimus SA (11.BCP Árj).

- ◆ (11.01.2000) - Anúncio do acordo (negociação particular) de integração da área financeira do grupo José de Mello, no Banco Comercial Português (12.BCP Arj).
- ◆ (9.02.2000) - Anúncio preliminar do lançamento de OPA sobre a Companhia de Seguros Império S.A. e de OPA sobre o Banco Mello SA (49% capital social) (Ofertas Públicas de Troca) (13.BCP Arj).
- ◆ (3.04.2000) - Anúncio pelo BCP de acordo alcançado com a Caixa Geral de Depósitos relativo à compra, por aquele banco, de 53,05% do capital social do Banco Pinto & Sotto Mayor (14.BCP Arj).
- ◆ (12.05.2000) - Anúncio do lançamento de OPA geral do BCP sobre a totalidade das acções do Banco Pinto & Sotto Mayor, ainda não detidas pelo grupo (15.BCP Arj).

Verifica-se neste caso que, de uma maneira geral, todos os valores *dos rendimentos anormais* (ARs) decresceram no intervalo de observação do "evento", com duas excepções. A primeira, é a OPA do BCP sobre 46,95% do capital social do BPSM condicionada ao acordo particular com a Caixa Geral de Depósitos de venda por esta dos restantes 53,05%. A segunda, é o anúncio do acordo de integração do sector financeiro do grupo José de Mello /Banco Melo no BCP. Parece, neste caso, lógico que o mercado premeasse a perspectiva de crescimento que estas duas operações potenciavam ao "bidder" (BCP).

Estes "eventos", além de revelarem comportamento semelhante dos *rendimentos anormais*, tem também o mesmo tipo de características. Trata-se do anúncio público de dois acordos particulares.

Porém, mais uma vez se verifica que neste tipo de operações o anúncio formal parece não ter uma relação directa instantânea sobre o comportamento dos *rendimentos anormais*. Indicia mais uma vez um tipo de operações em que o mercado vai recebendo informações ou rumores que se vão espalhando sobre potenciais negócios ou negociações em curso e influenciam, normalmente antecipando, a reacção do mercado ao anúncio oficial da operação.



Neste terceiro gráfico, as operações representadas são as seguintes:

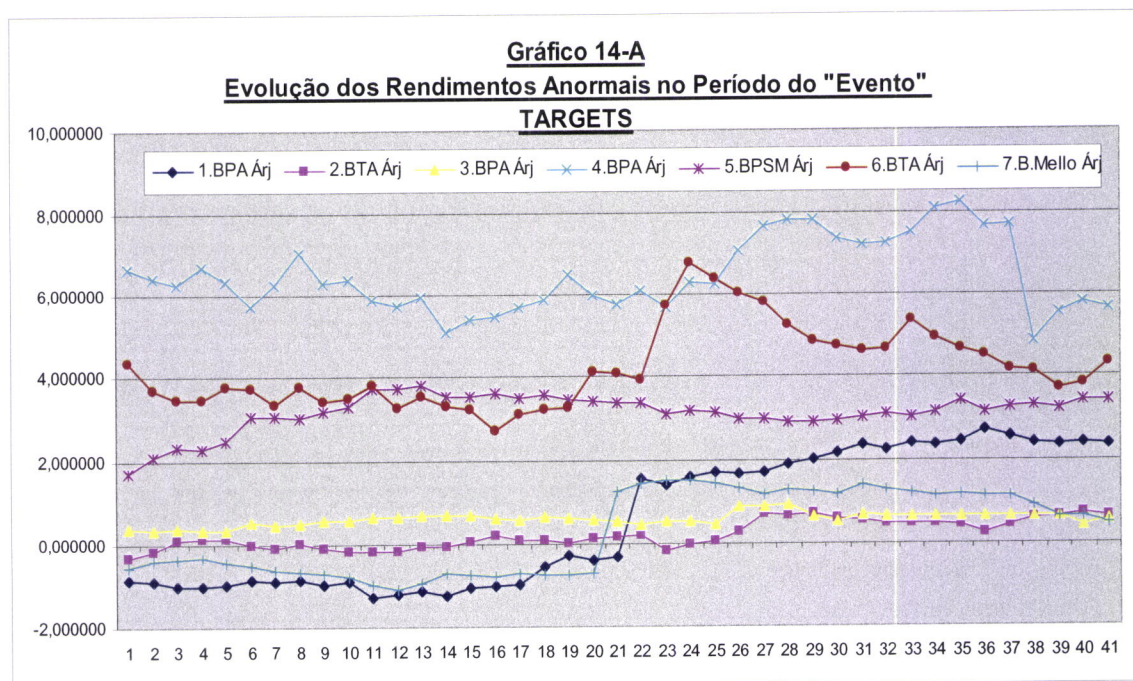
- ◆ (19.05.2000) - Anúncio do Banco Espírito Santo de aquisição de Companhia de Seguros Tranquilidade (já detinha 51,37%) (16.BES Arj).
- ◆ (19.06.2000) - Anúncio da concretização da fusão do BCP com o Banco Melo e BPA por incorporação do capital destes no BCP, através de troca de acções representativas do capital social do Atlântico e Banco Mello, por acções representativas do capital do BCP (17.BCP Arj).
- ◆ (15.12.2000) - Banco Comercial Português anunciou a realização de escritura pública de fusão por incorporação, do Banco Pinto & Sotto Mayor (18.BCP Arj).
- ◆ (11.01.2001) - Anúncio preliminar pelo Banco BPI de aquisição da totalidade do capital da Douro SGPS, SA (19.BPI Arj).
- ◆ 20.03.2003) - Anúncio de resultados da aquisição pelo Banif, na OPV de privatização (5ª e última fase), dos 15% do capital social do Banco Comercial dos Açores oferecidos (20.BANIF Arj).
- ◆ (27.06.2003) - Anúncio preliminar de OPA potestativa pelo Banif Comercial SGPS, SA sobre a totalidade das acções do BCA ainda não detidas por aquele grupo bancário na operação (21.BANIF Arj).
- ◆ 10.07.2003) - Anúncio de aquisição ao Modelo e Continente de mais 50% do Acrediuniverso - Serviços de Marketing SA (Banco Universo), passando a deter 100% (22.BPI Arj).

Também aqui, existe uma operação atípica, em que, o anúncio da concretização da operação de fusão BCP/BPSM, origina aumento dos *rendimentos anormais* do banco que absorve o outro (BCP).

Mais uma vez, parece ser a dinâmica de crescimento do BCP que puxa para cima, os rendimentos anormais. Também, as duas operações de aquisição pelo Banif de novas posições sobre o capital social do Banco Comercial dos Açores parecem não ter provocado grandes alterações nos rendimentos anormais daquele banco.

b) Comportamento dos Rendimentos Anormais dos bancos adquiridos ("targets").

Neste primeiro gráfico, representam-se os *rendimentos anormais* decorrentes das operações apresentadas a seguir:

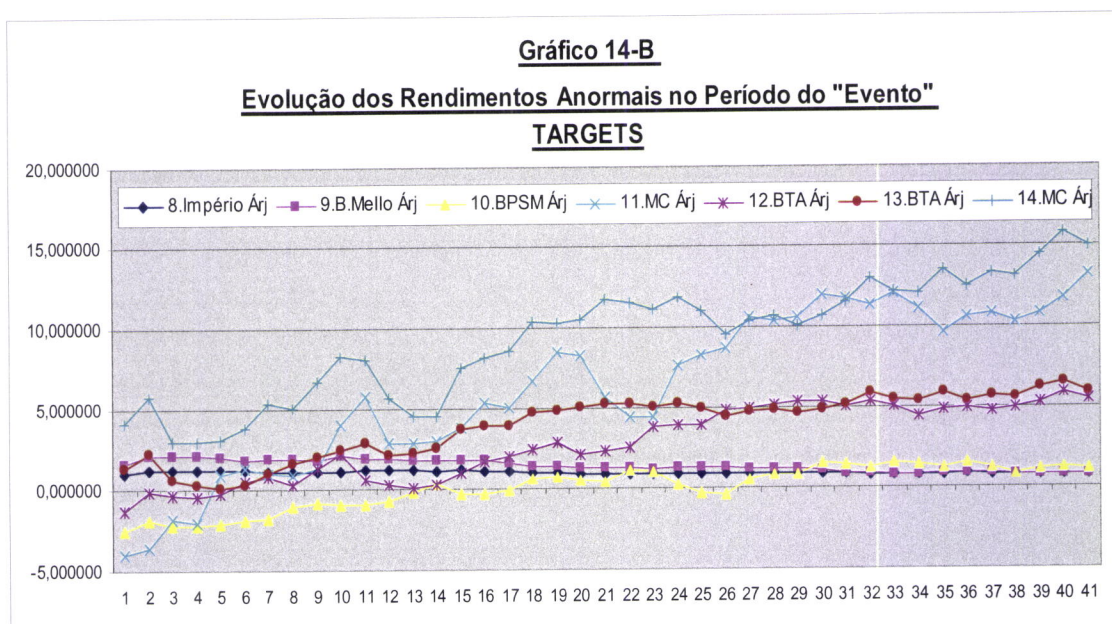


- ◆ (10.01.1995) - Anúncio preliminar do lançamento de OPA conjunta do Banco Comercial Português e da Companhia de Seguros Império sobre 100% do capital social do BPA. Aquisição pelo BCP (50,0001%) e Império (48,77%) (1.BPA Árj).

- 26.04.1995) – OPV de privatização de 50% do Banco Totta & Açores: Vencedores: BPSM com 44,9345% e Mundial-Confiança com 5,0655%. Resulta também controle indirecto do Crédito Predial Português pela Mundial-Confiança (2.BTA Arj).
- ◆ (31.07.1997) – Anúncio de aquisição à Império, pelo Banco Comercial Português de cerca de 25% das acções do BPA, o qual passando a deter 75,42% (negociação particular) (3.BPA Arj).
- ◆ (8.06.1998) – Anúncio do BCP de aquisição à Império de novo lote de acções representativas de cerca de 20,69% das acções do BPA (negociação particular) (4.BPA Arj).
- ◆ (19.07.1999) - Anúncio da decisão de lançamento pelo Banco Comercial Português de OPA geral de aquisição das acções representativas de 46,95% do capital social do Banco Pinto & Sotto Mayor, condicionada pela aquisição previa à Caixa Geral de Depósitos de 53,05% do capital social do BPSM (5.BPSM Arj).
- ◆ (11.11.1999) - Anúncio de estabelecimento de acordo entre grupo Champalimaud/Mundial-Confiança e Banco Santander Central Hispânico de aquisição da totalidade das acções representativas da sociedades AC SGPS SA, Munifac SGPS, SA e Mundac SGP SA e das acções representativas de 7,5% do capital social da Mundial-Confiança, isto é, o controle da Mundial-Confiança (6.BTA Arj).
- ◆ (11.01.2000) - Anúncio do acordo de integração da área financeira do grupo José de Mello no Banco Comercial Português (7.B.Mello Arj).

De uma maneira geral no conjunto de eventos representado neste gráfico todas as “targets” viram os *rendimentos anormais* aumentarem por força do anúncio da operação. Porém, as duas aquisições de lotes de acções do BPA, feitas à Império pelo BCP, não tiveram grande impacto nos ARs do BPA, sociedade visada, mesmo tendo em conta que o BCP adquiriu, também, um conjunto de 339 mil acções durante o mês de Julho de 1997, em diferentes sessões de bolsa.

Comportamentos bem diferentes tiveram os rendimentos anormais quando foi feito o anúncio da aquisição conjunta da totalidade do capital social do BPA, pelo BCP e Companhia de Seguros Império.

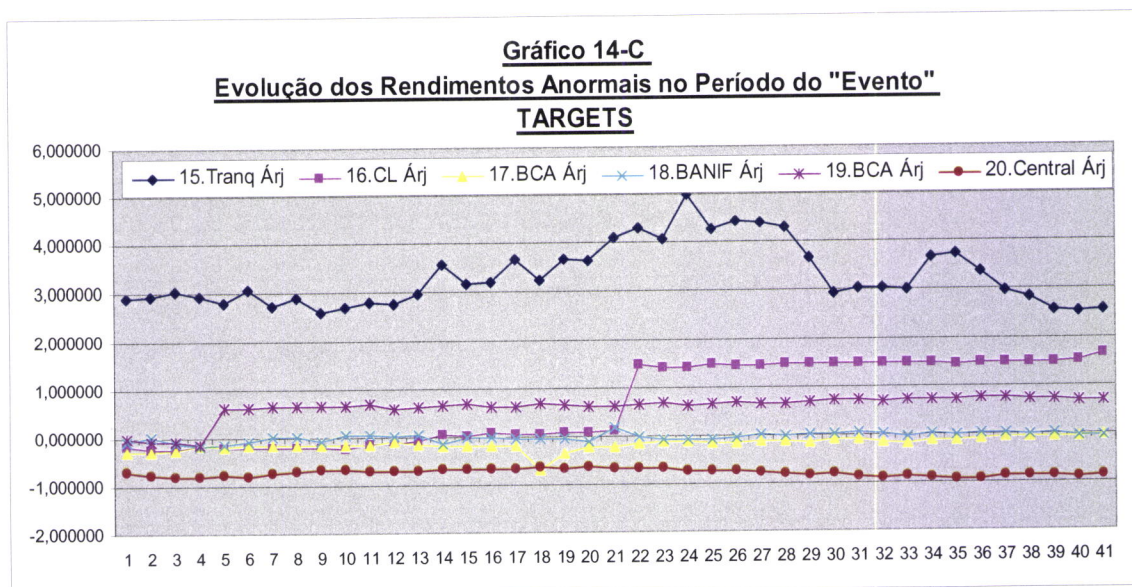


No gráfico 14-B representam-se os *rendimentos anormais* decorrentes das seguintes operações:

- ◆ (9.02.2000) - Anúncio preliminar do lançamento de Oferta Pública de Aquisição geral de ações da Companhia de Seguros Império S.A (8. Império Árj).
- ◆ (9.02.2000) - Anúncio preliminar do lançamento de OPA geral sobre as ações do Banco Mello S A, existentes no mercado (9.B Mello Árj).
- ◆ (3.04.2000) - BCP informa ter chegado a acordo com a Caixa Geral de Depósitos relativo à compra a esta instituição de 53,05% do capital social do BPSM (10.BPSM Árj):
- ◆ (6.04.2000) - Anúncio pela Parbanca/Caixa Geral de Depósitos de aquisição de 51,5% do Capital Social da Mundial Confiança, como resultado das negociações com o grupo Champalimaud e BSCH (11.MC Árj).
- ◆ (7.04.2000) - Anúncio pela Santusa/BSCH da aquisição de 97% do Banco Totta & Açores como resultado de acordo particular com o grupo Champalimaud. Esta operação resulta indirectamente no aumento do controle do Crédito Predial Português de 58,3%, para 70,66% pelo BSCH (12.BTA Árj).
- ◆ (19.04.2000) - Anúncio pela Parbanca/Caixa Geral de Depósitos de lançamento de OPA sobre a totalidade do Capital Social da Mundial-Confiança, ainda não detido por esta instituição (13.BTA Árj).

- ◆ (19.04.2000) - Santusa Holding S.L (BSCH): Anúncio preliminar de OPA sobre a totalidade das acções do Banco Totta & Açores, ainda não detidas pelo grupo (14.MC Arj).

Também neste quadro a aquisição particular com o grupo Mello, que originou a oferta publica de troca com o banco Mello e com a Companhia de Seguros Império pertencentes ao grupo José de Mello não teve efeitos significativos nos rendimentos anormais destas duas instituições. Mas quando analisado o comportamento do banco Mello no momento em que foi feito o anúncio do acordo para a incorporação do sector financeiro do grupo José de Mello no BCP, os ARs do banco Melo tiveram uma subida imediata, face ao anúncio. Já o anúncio do acordo do BCP com a CGD para aquisição por aquela instituição do Banco Pinto & Sotto Mayor, teve efeito positivo nos ARs do BPSM:



No gráfico 14-C representam-se os seguintes eventos:

- ◆ (19.05.2000) - Anúncio do lançamento pelo Banco Espírito Santo de OPA da totalidade das Acções da Companhia de Seguros Tranquilidade. (já detinha 51,375) (15. Tranq Arj).
- ◆ 31.10.2000) - Anúncio preliminar da OPA sobre a totalidade do capital social do Banco Crédit Lyonnais Portugal, SA (16.CL Arj).
- ◆ 20.03.2003) - Anúncio preliminar da 5ª fase de privatização do BCA (15% do capital social) (17.BCA Arj).

- ◆ (5.06.2000) - A Rentipar SGPS, SA e Finpro anuncia OPA para aquisição da totalidade das acções do BANIF, SGPS SA, ainda não detidas pelo ofertante (18.BANIF Arj).
- ◆ (27.06.2003) - Anúncio preliminar de OPA potestativa pelo BANIF Comercial SGPS, SA sobre a totalidade das acções ainda não detidas, do BCA (19.BCA Arj):
- ◆ (7.08.2003) – Anúncio de Oferta Pública de Aquisição geral e obrigatória pela CCAM da totalidade das acções representativas do capital social da sociedade visada (Central, Banco de Investimento), ainda não detidas pelo ofertante (20.Central Arj).

Neste conjunto de "eventos" encontram-se também alguns comportamentos atípicos das sociedades visadas. No que se refere ao Central - Banco de Investimento verifica-se a inexistência de *rendimentos anormais positivos*, mas não será surpreendente já que o banco se encontrava numa situação financeira crítica e a aquisição da totalidade das acções efectuadas pelo accionista principal (CCAM) teve como objectivo principal salvar o banco da falência. Note-se que o valor nominal de cada acção é de 5 euros e a OPA foi feita com base num valor de aquisição de 1 euro. Esta é até uma situação de "outliner" pelo que, talvez se justificasse, que a operação fosse excluída da amostra. Porém, como não afecta o comportamento geral das instituições bancárias adquiridas, optou-se por mantê-lo, justamente, como ilustração de uma situação atípica.

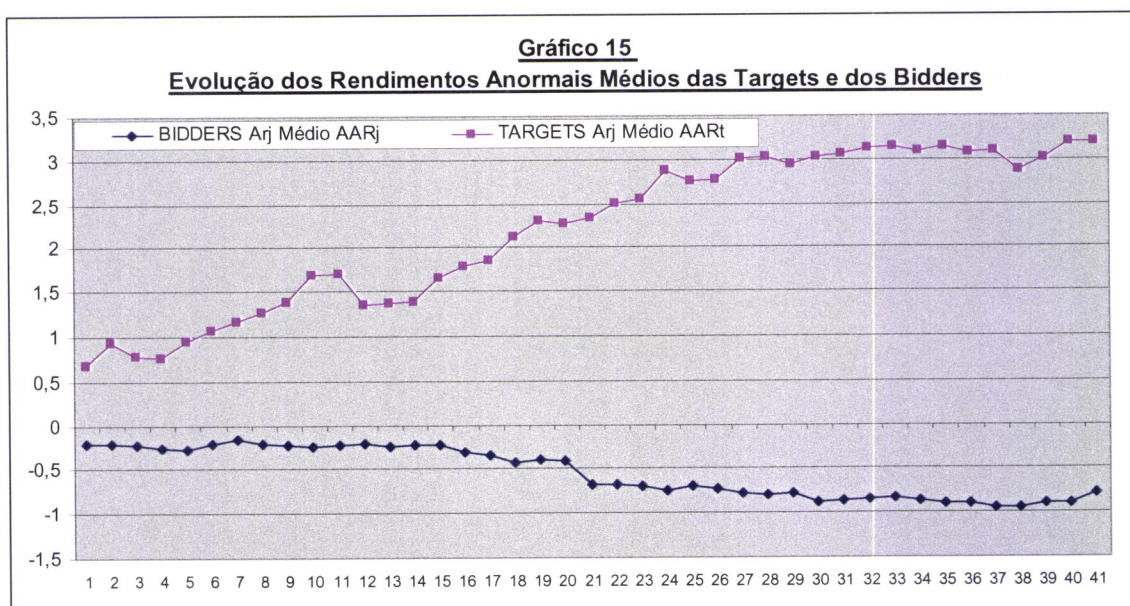
Também a OPA conjunta da Rentipar e da Finpro não provocou qualquer mexida significativa nos ARs do Banif. A operação acaba por ser um mecanismo formal de confirmação do domínio do Banif pela Rentipar controlada pelo principal accionista do Banif o seu presidente (sr Horácio Roque) e pelo núcleo duro do banco. Assim, também parece ser justificada a não existência de grandes variações nos ARs.

Dentro do mesmo grupo, isto é, Banif/Horácio Roque, a operação de aquisição dos 15% do capital social do Banco Comercial dos Açores, na OPV da última fase de privatização do BCA também não surpreende, já que se trata também, de aumentar o domínio sobre o BCA que os accionistas maioritários já detinham. Não deixa, no entanto, de ser curioso o comportamento dos *rendimentos anormais* do BCA referentes ao "evento" centrado no dia 27.06.2003 (OPA do Banif sobre a totalidade das acções do BCA).

Neste caso, embora o anúncio da operação tivesse sido feito apenas no dia 27.06.2003, os *rendimentos anormais positivos*, aumentaram logo no dia 5.6.2003. Este foi precisamente o dia em que a Rentipar (e a Finpro) anunciaram a OPA sobre o Banif SGPS, e também quando este lançou uma OPA sobre o capital da Companhia Açoreana de Seguros (empresa controlada pelo grupo).

Curioso é também o comportamento dos ARs da Tranquilidade. Os ARs sofrem um aumento mesmo antes da data do anúncio da OPA, mas começa a baixar de novo num espaço de tempo muito curto, isto é, 9 dias de negociação após o anúncio da OPA já a cotação se situava abaixo do dia anterior à data de anúncio. Nos últimos quatro dias do intervalo de observação do evento (41 dias) o valor da sua cotação passou a situar-se abaixo do valor de cotação do período de observação, isto é o dia t-20.

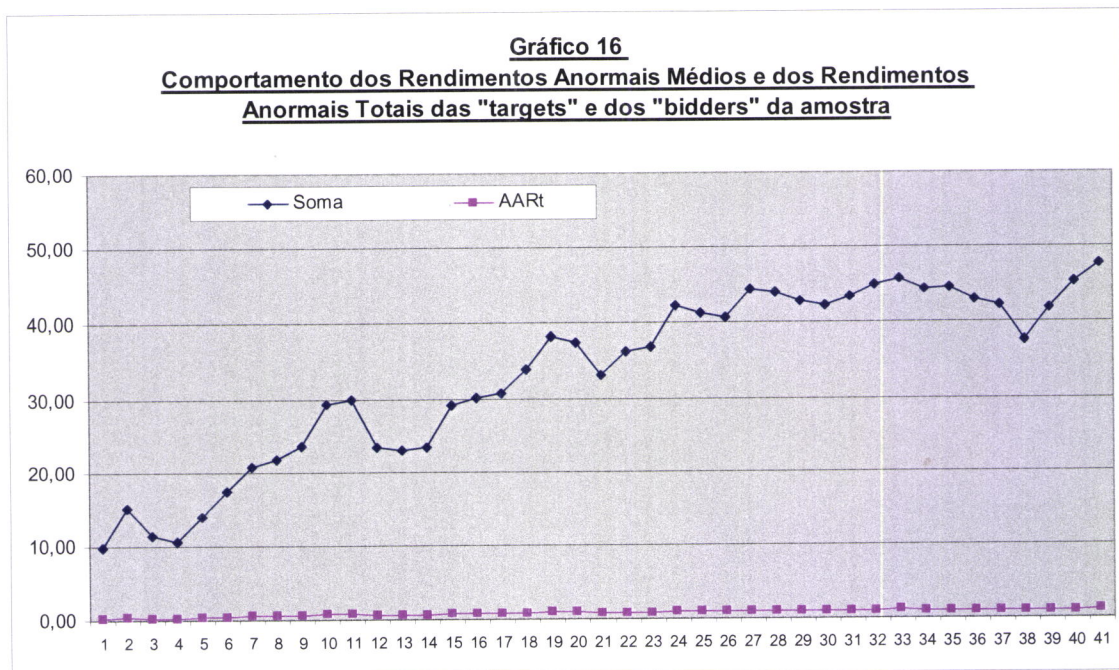
Passando agora à leitura da tendência geral verificada no conjunto da amostra, pode-se constatar o seguinte: Em média, os rendimentos anormais das *instituições alvo (targets)* tiveram um comportamento crescente e foram positivos, no período de observação. Por sua vez os rendimentos anormais das *instituições adquirentes (bidders)*, em média, tiveram um comportamento decrescente no mesmo período, e foram negativos



No *gráfico 15*, representam-se em conjunto os *rendimentos anormais médios* de "targets" e "bidders" das operações de fusões e aquisições contidas na amostra.

Verifica-se assim, que as F&As originaram *rendimentos anormais positivos* para as “targets” e *rendimentos anormais negativos* para os “bidders”.

Tentando fazer uma leitura indicativa do resultado conjunto das operações analisadas, tomando em consideração, simultaneamente, os *rendimentos anormais de "bidders" e "targets"*, pode ver-se no gráfico seguinte, que em termos médios, o valor dos *rendimentos anormais* se situa próximo de zero, embora seja ligeiramente positivo.



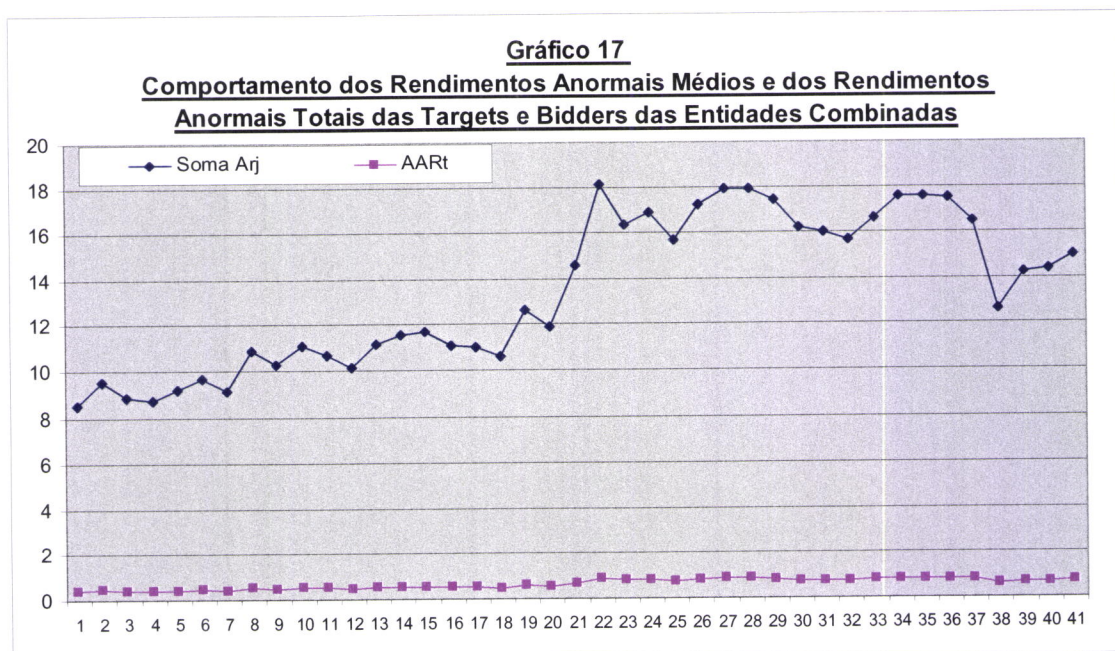
Este valor médio dos ARS (AARs) representa o *rendimento anormal médio* das instituições analisadas respeitantes à totalidade dos “eventos” considerados, (42 observações).

Porém, é preciso ter em conta que muitas dos potenciais *rendimentos anormais* positivos ou negativos, de algumas das entidades envolvidas nestas operações, não puderam ser medidos pelo facto, já referido, de não estarem cotadas.

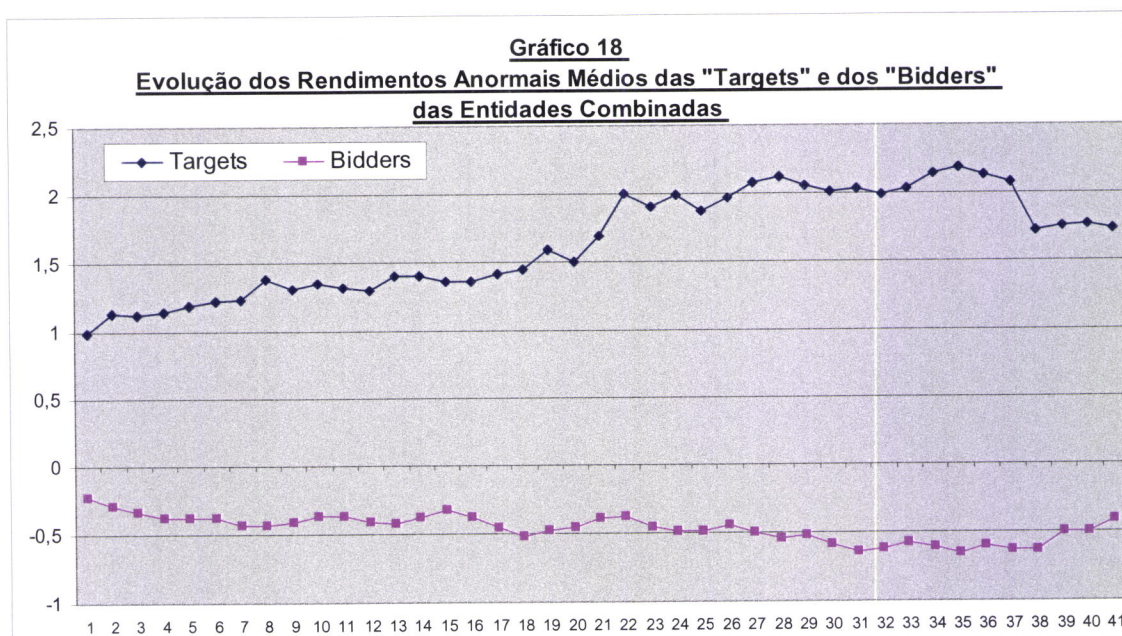
Contudo, esta questão é ultrapassada se forem consideradas apenas as observações em que foi possível construir a *entidade combinada*.

C) Rendimentos anormais médios das entidades combinadas

Vistos no seu conjunto, os rendimentos anormais médios das *entidades combinadas* (10 operações com 10 *bidders* e 11 *targets*), conforme ilustra o gráfico 17, apresentam também valores ligeiramente positivos (ver quadro nº 5, no *apêndice 2*).



Os dados do gráfico 17 sugerem que o saldo das fusões e aquisições terá sido ligeiramente positivo e criador de riqueza, para os accionistas das instituições envolvidas. Esta questão será aprofundada mais adiante e estatisticamente testada.



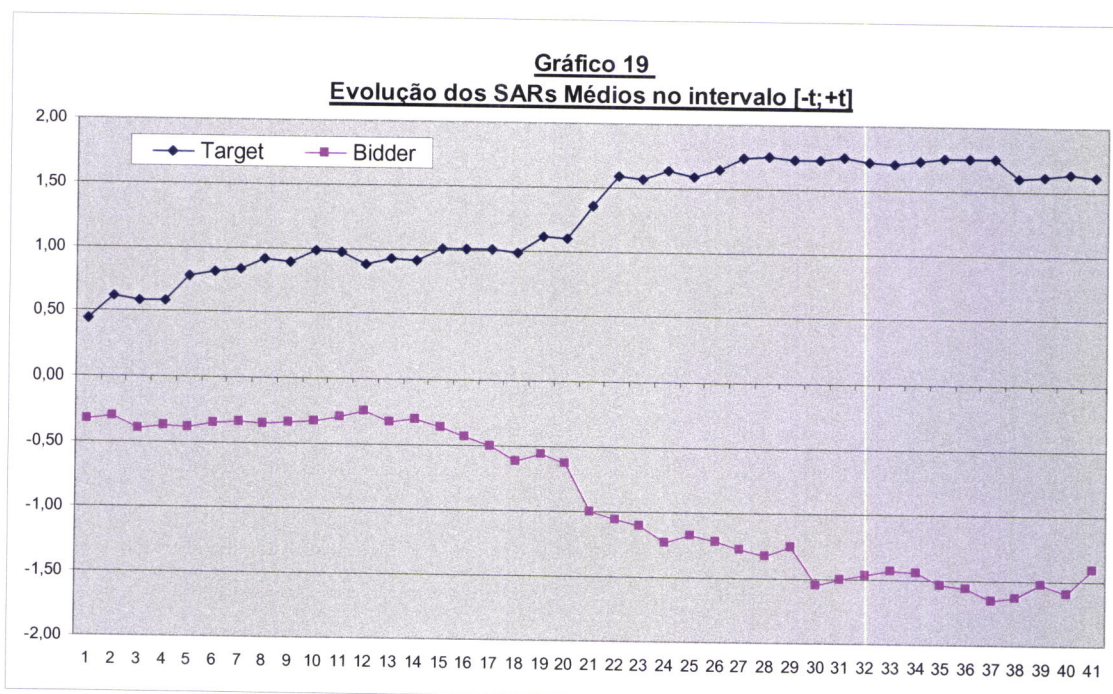
Verificando agora o comportamento de "targets" e "bidders" das entidades combinadas, pode-se constatar pelo *gráfico 18*, que, em linhas gerais, se confirma o comportamento dos rendimentos anormais atrás verificado.

De facto, mais uma vez se verifica que as F&As originaram *rendimentos anormais positivos* para “targets” e *rendimentos anormais negativos* para “bidders”.

6.2.3. Análise dos rendimentos anormais standartizados

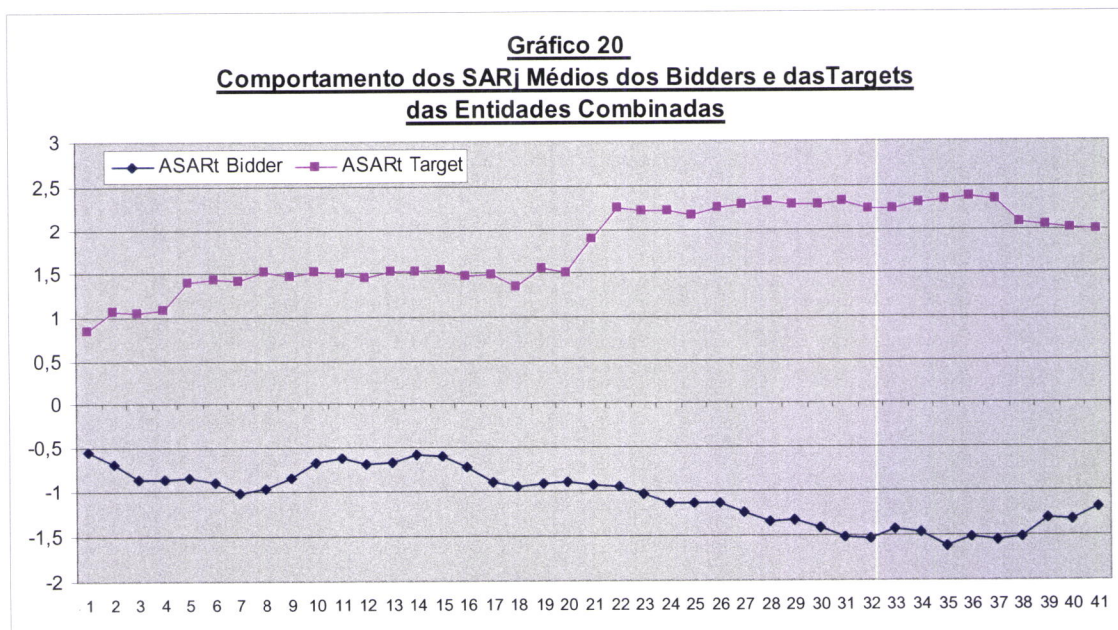
Os rendimentos anormais podem, no entanto, conter alguma distorção por compararem valores que poderão ter grandezas e variações distintas. Assim, para uma mais eficaz avaliação, analisa-se o comportamento dos *rendimentos anormais standartizados* (SARs) e dos *rendimentos anormais standartizados acumulados* (SCARs)

No *gráfico 19* estão representados os *rendimentos anormais médios standartizados* de “targets” e “bidders” no período de observação dos "eventos", contidos no quadro nº 8 do apêndice 2. Como se pode constatar confirmam o comportamento atrás analisado para os ARs médios.



Os valores correspondentes às entidades adquiridas ("targets") *crecem* no intervalo de observação do "evento", enquanto que os valores referentes às instituições financeiras adquirentes ("bidders") *decrecem* nesse mesmo período. Verifica-se ainda que o comportamento dos SARs se acentua significativamente logo após a data de anúncio do evento, crescendo acentuadamente no caso de "targets" e descendo significativamente no caso dos "bidders".

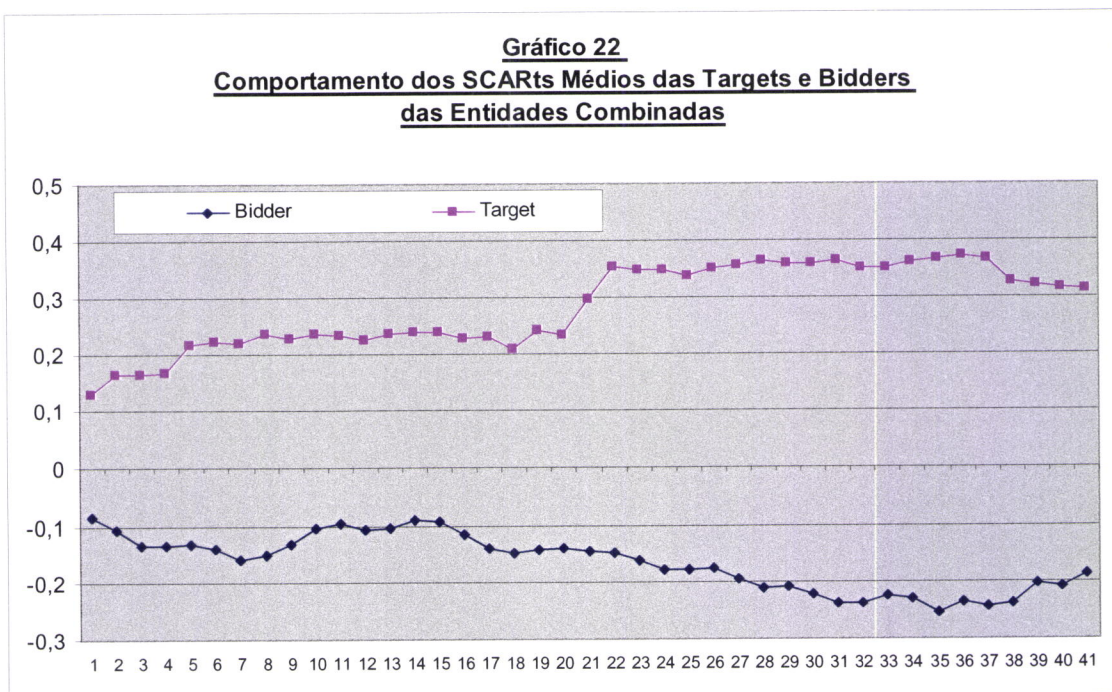
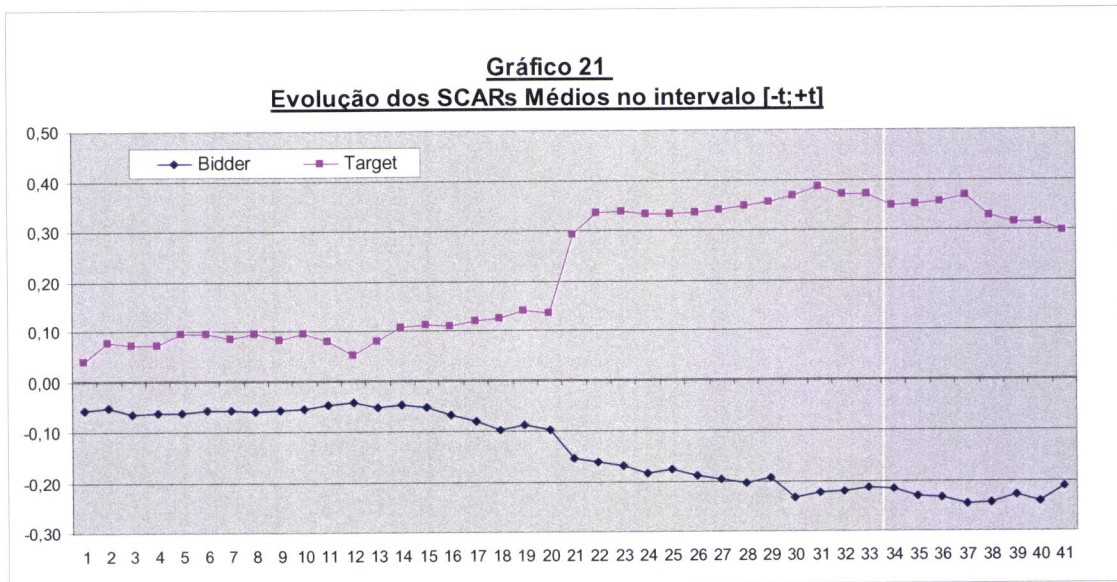
A análise do *gráfico 20*, ilustra o comportamento *dos rendimentos anormais standartizados* das *entidades combinadas* obtêm-se resultados semelhantes. Assim, verifica-se também que os accionistas das *instituições adquiridas*, no seu conjunto, obtiveram *ganhos médios significativos*, isto é, rendimentos anormais superiores aos valores normais de mercado. Pelo contrário, os accionistas das *entidades adquirentes* registaram perdas significativas.



Tem-se assim, que os valores dos *rendimentos anormais não normalizados ou standartizados* parecem confirmar-se mutuamente, e conduzem a conclusões semelhantes quanto aos resultados das operações de fusões e aquisições ocorridas no sector bancário português. Mas, antes de estabelecer possíveis conclusões relevantes, veja-se ainda que indicações dão os *rendimentos anormais standartizados acumulados* (SCARs).

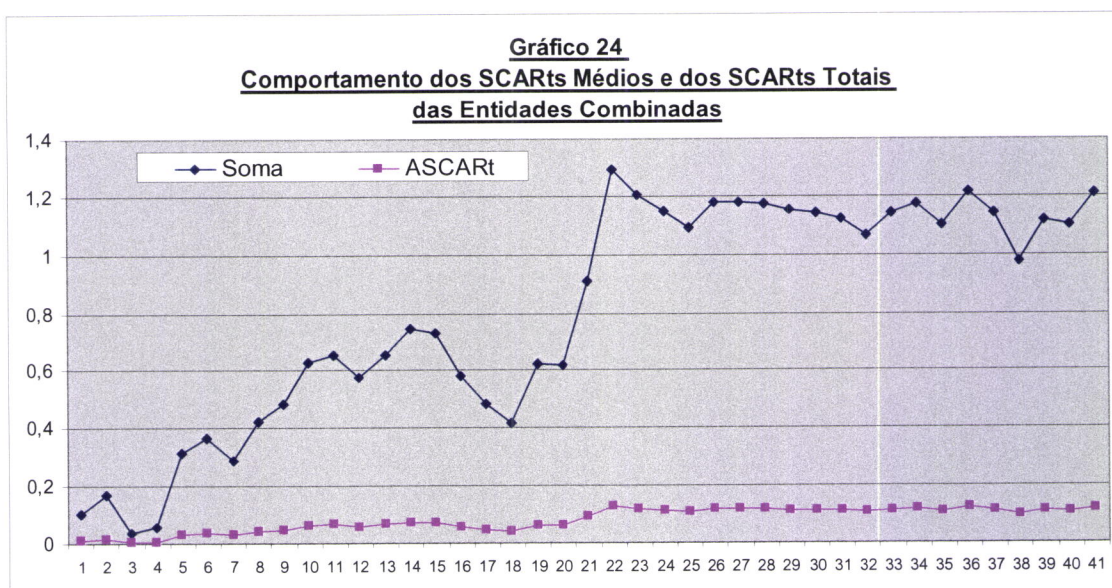
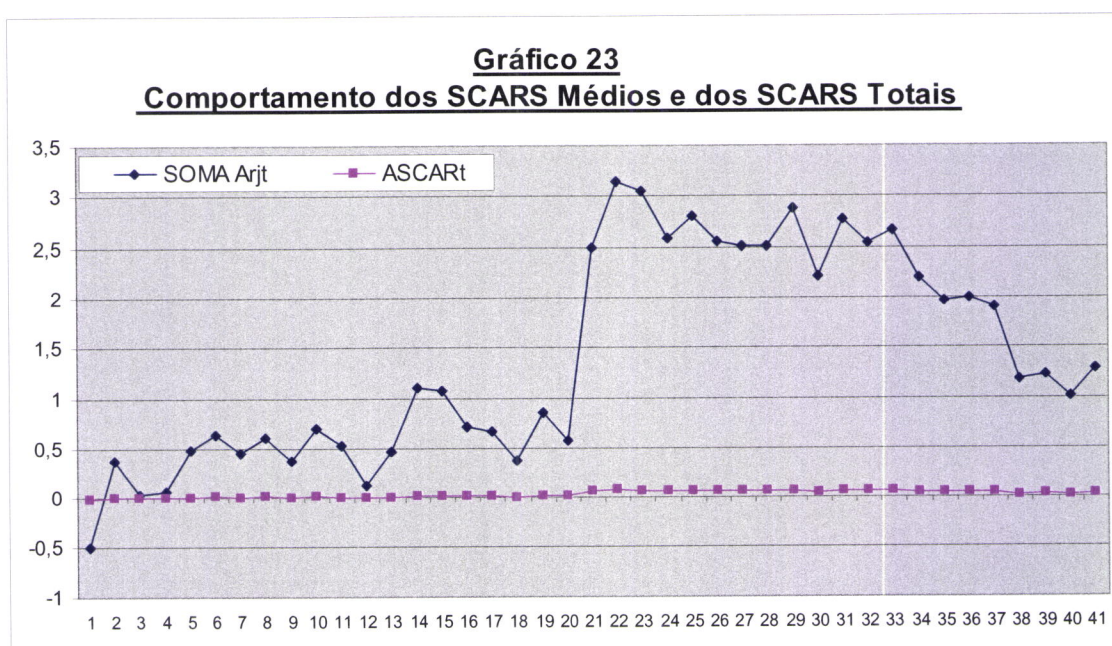
6.2.4. Análise dos rendimentos anormais acumulados "standartizados"

A leitura dos dois gráficos seguintes, representando a evolução dos SCARS de "bidders" e "targets" da amostra (*gráfico 10*) e os SCARS de "bidders" e "targets" da entidade combinada (*gráfico 11*) parece confirmar os comportamentos anteriormente verificados,



Quer assim dizer que, se verifica também, que os accionistas das *instituições adquiridas*, no seu conjunto, obtiveram *ganhos médios significativos*, isto é, rendimentos anormais superiores aos valores normais de mercado. Inversamente, verifica-se que os accionistas das entidades adquirentes registaram perdas significativas.

Também a leitura do conjunto dos resultados das operações da amostra e das entidades combinadas confirma que, em média, o resultado foi próximo de zero, mas ligeiramente positivo no seu conjunto global.



6.2.5. Testes de Hipóteses

Embora a leitura dos valores dos quadros anexo e dos gráficos que os ilustram, tenham dado uma indicação dos resultados das *fusões e aquisições analisadas*, importa verificar em que medida o comportamento dos rendimentos anormais têm significância estatística.

Assim, aos valores dos *rendimentos anormais "standartizados e rendimentos anormais "standartizados* foram aplicados os testes de Patell e os testes e Boehmer cujo quadro de resultados se encontram no *anexo 2*.

Foram estabelecidas as seguintes hipóteses a ser testadas contra as respectivas hipóteses nulas.

1. Total da Amostra

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.

2. Entidades Combinadas

A) "Targets":

- Os *rendimentos anormais standartizados* das instituições adquiridas ("targets") das entidades combinadas são positivos.
- Os *rendimentos anormais standartizados acumulados* das instituições adquiridas ("targets") das entidades combinadas são positivos.

B) "Bidders"

- Os *rendimentos anormais standartizados* dos bancos compradores ("bidders") das entidades combinadas são negativos.
- Os *rendimentos anormais standartizados acumulados* dos bancos compradores ("bidders") das entidades combinadas são negativos.

C) Conjunto de "Targets" e "Bidders" da entidade combinada

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

No quadro da página seguinte apresentam-se os seguintes resultados dos testes referentes ao valor médio dos *rendimentos anormais standartizados* e dos *rendimentos anormais acumulados standartizados* para o total da amostra, considerando em separados "targets" e "bidders" e os valores correspondentes ao total da amostra, isto é, o conjunto dos bancos contidos no total da amostra (42 instituições = 22 *bidders* + 20 *targets*).

Assim, verifica-se que para o conjunto das empresas adquiridas (*targets*) os *rendimentos anormais standartizados* são significativamente positivos, isto é, os accionistas das empresas adquiridas, em média beneficiaram com as operações de F&As. Este resultado também é confirmado pelos resultados do teste de Boehmer para os *rendimentos anormais acumulados*. Porém, o teste de Patell para os *rendimentos anormais acumulados* não rejeita a hipótese nula.

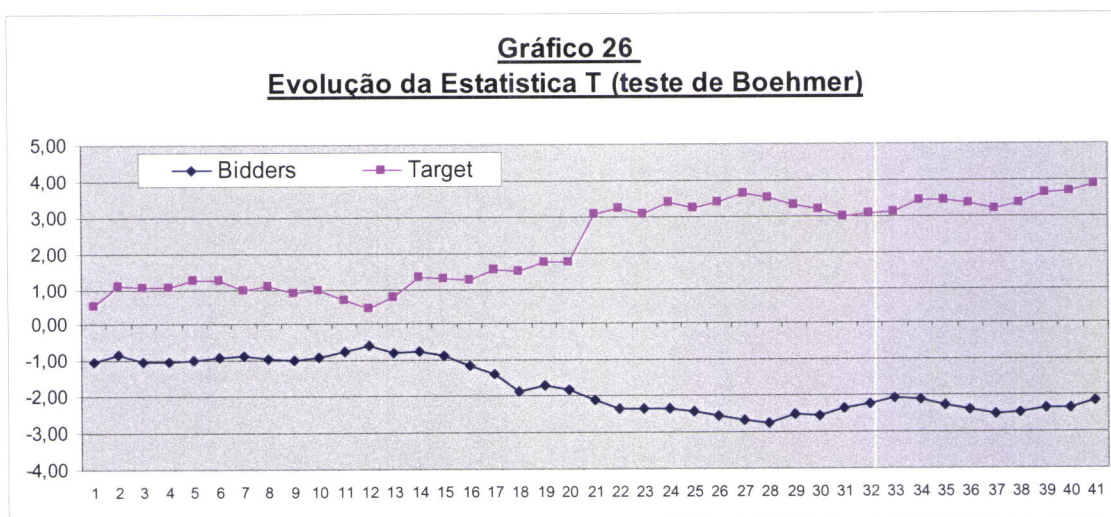
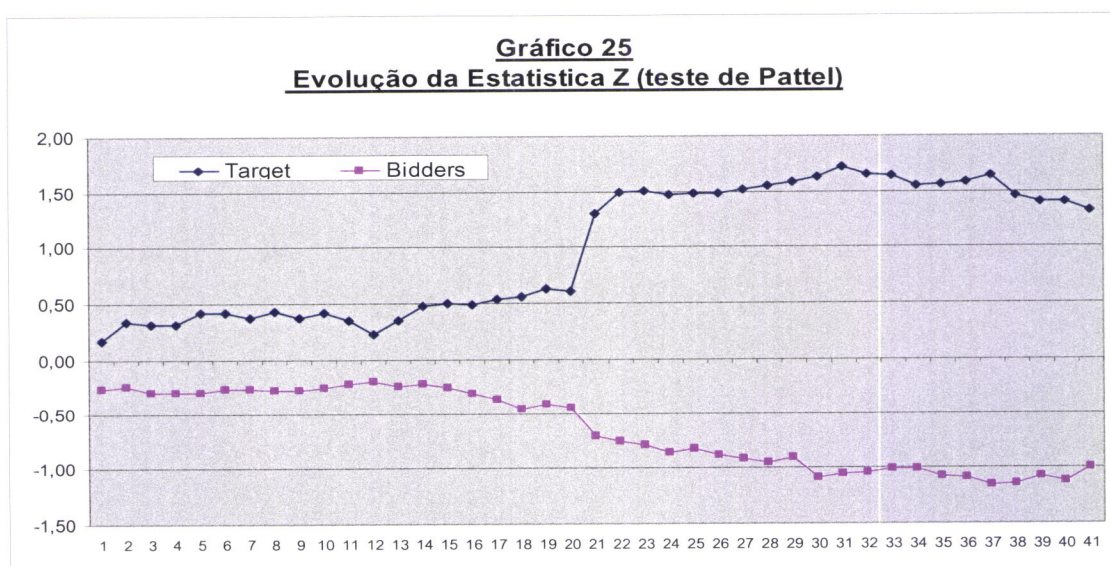
Quadro 11**Resultados dos testes de Patell e Boehmer****Total da Amostra**

a) Targets (amostra total)	Valor do teste	Estatística t /Grau de significância 0,05	Resultado
SARs			
Teste de Patell	5,70	1,645	Rejeita a hipótese nula
Teste de Boehmer	3,17	1,645	Rejeita a hipótese nula
SCARS			
Teste de Patell	0,98	1,645	Não rejeita hipótese nula
Teste de Boehmer	2,26	1,645	Rejeita a hipótese nula
b) Bidders (amostra total)	Valor do teste	Estatística t /Grau de significância 0,05	Resultado
SARs			
Teste de Patell	-4,18	-1,645	Rejeita hipótese nula
Teste de Boehmer	-1,75	-1,645	Rejeita hipótese nula
SCARS			
Teste de Patell	-0,64	-1,645	Não rejeita hipótese nula
Teste de Boehmer	-1,73	-1,645	Rejeita hipótese nula
c) Targets+bidders	Valor do teste	Estatística t /Grau de significância 0,05	Resultado
SARs			
Teste de Patell	0,91	1,645	Não rejeita hipótese nula
Teste de Boehmer	0,46	1,645	Não rejeita hipótese nula
SCARS			
Teste de Patell	0,68	1,645	Não rejeita hipótese nula
Teste de Boehmer	0,41	1,645	Não rejeita hipótese nula

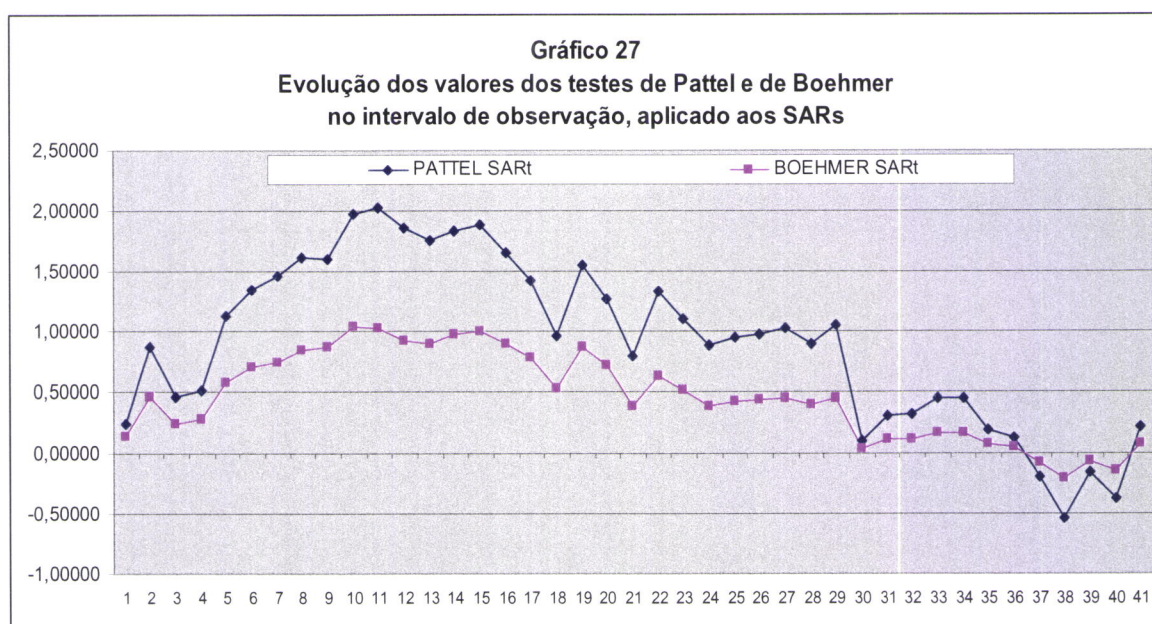
Embora com a prudência necessária referida no capítulo IV, não custa, no entanto, concluir que de facto os accionistas dos bancos adquiridos ou absorvidos nas fusões tiveram benefícios positivos.

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

Os dois gráficos seguintes representando os valores dos dois testes aplicados aos *rendimentos anormais standartizados* dão uma ideia da leitura que fizeram do comportamento dos SARs no intervalo de observação.



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 do conjunto das operações de fusões e aquisições sejam significativamente positivas. O gráfico seguinte dá uma ideia do comportamento dos valores dos dois testes durante o período de análise dos "eventos", para o conjunto da amostra (42 instituições).



A análise dos testes das *entidades combinadas* confirma em linhas gerais os resultados obtidos para a amostra total. Apenas difere dos resultados da amostra total no que se refere ao teste de Patell que não rejeita a hipótese nula, mas a um nível de significância de 10%, embora não seja rejeitada a um nível de significância de 1% e 5%.

Mas no caso dos rendimentos anormais acumulados ambos os testes não rejeitam a hipótese nula para a entidade combinada.

Pode-se concluir que quer para a amostra total quer para as entidades combinadas, os rendimentos anormais e os rendimentos anormais acumulados indicam que não terá havido benefícios significativos para os accionistas de Bidders e Targets no seu conjunto. O que ganharam os accionistas dos bancos adquiridos ocorreu à custa dos accionistas das instituições adquirentes.

Confirma-se assim o que a evolução dos *rendimentos anormais standartizados* e dos *rendimentos anormais acumulados standartizados* do conjunto das instituições financeiras da amostra, representadas nos gráficos n.º 16 e n.º 17, atrás apresentados, deixavam antever (rendimentos anormais positivos mas muito próximos de zero).

Quadro 12
Resultados dos testes de Tatell e Boehmer
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

No caso das "*targets*" os testes rejeitam a hipótese nula confirmando a existência de rendimentos anormais e anormais acumulados positivos e no caso dos "*bidders*" ambos os testes rejeitam também a hipótese nula confirmando neste caso a existência de rendimentos anormais e rendimentos anormais acumulados negativos para as instituições compradoras.

Fica pois a ideia de que, no seu conjunto, as fusões e aquisições não tiveram um impacto significativamente positivo na criação de riqueza para os accionistas das instituições envolvidas nas operações de F&As.

6.2.6. Conclusão sobre os resultados obtidos no "Estudo de Eventos"

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 31 de Agosto 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* conforme ilustram os gráficos 15 e 19 atrás apresentados.

Os *resultados deste estudo* no que respeita aos ganhos obtidos pelos accionistas das empresas adquiridas, estão assim 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 permitem concluir que os accionistas das entidades compradoras tiveram

resultados negativos, contrariando as conclusões dos estudos citados que reportam alguns ganhos.

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, já que, mesmo não tendo sido possível concluir se os rendimentos são nulos ou se são positivos próximos de zero, não traduzem nunca a ideia de criação agregada de significativo 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.*

Esta 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".*

Estas são as conclusões que, com os dados disponíveis, foi possível obter através da metodologia de *"estudo de eventos"*, centrada numa análise de *curto prazo*.

Mas, como se viu anteriormente, um dos argumentos avançados para a existência das fusões reside na exploração das sinergias. Será que essas sinergias se revelaram num espaço temporal mais dilatado? Isto é, será que as fusões e aquisições na banca portuguesa embora não tenham no curto prazo apresentado benefícios significativos, potenciam, a médio prazo, um aumento de eficiência, justificando assim a sua realização?

Para procurar responder a esta questão, nos pontos seguintes deste capítulo, será analisada a evolução da *eficiência no sector bancário português*.

6.3. Análise de Eficiência

Nesta secção procura-se realizar uma *análise da eficiência* dos diferentes bancos da amostra, isto é, dos principais bancos com implantação nacional no mercado português. Esta análise tem simultaneamente, duas vertentes. Por um lado, procura-se simplesmente verificar a evolução da eficiência do sector bancário nacional que sofreu profundas transformações nos últimos anos e recebeu o impacto da desregulação e da entrada no mercado único europeu. Por outro lado, pretende-se também tentar perceber através desta análise exploratória, a possibilidade de associar o desenvolvimento dos bancos nacionais (incluindo os detidos por capital estrangeiro) ao conjunto de fusões e aquisições realizadas, ou verificar que não se encontram factores de eficiência, que possam ter sido devidos directamente às F&AS.

Será assim medida a *eficiência técnica*, que reflecte a capacidade de cada banco de obter o “*output*” máximo dado um determinado conjunto de “*inputs*”. Para determinar essa *eficiência técnica* utilizou-se a abordagem da *fronteira estocástica* (Stochastic Frontier Analysis-SFA), de acordo com a metodologia sugerida por Aigner e outros (1997), descrita no capítulo IV. Concretamente, aplicou-se o modelo da fronteira estocástica da função produção para um painel de dados a uma amostra de 12 bancos que actuam no mercado bancário nacional, e que foram identificados (quadro 4) e caracterizados em linhas gerais no capítulo anterior.

Como já se referiu, o período de análise é de oito anos, indo de 1995 a 2002, e os dados utilizados são os valores contabilísticos desses bancos contidos nos *balanços e contas de exploração consolidados* e outros indicadores (número de empregados e número de balcões) retirados dos anexos daqueles documentos ou fornecidos directamente pelas instituições após solicitação.

Embora o objectivo principal desta análise seja a determinação da eficiência técnica, a sua obtenção implicou estimar o *modelo de função produção* com base no painel de dados dos bancos da amostra.

Para facilitar a análise rescreve-se de novo a equação 45 do modelo segundo uma nova notação onde $Y = Y/G$, $L = L/G$, $K = K/G$ repetem-se aqui as equações do modelo:

$$\ln(Y_{it}^*) = \beta_0 + \beta_1 \ln(L_{it}^*) + \beta_2 \ln(K_{it}^*) + (1/2) [\beta_{11} \ln(L_{it}^*)^2 + \beta_{22} \ln(K_{it}^*)^2] + \beta_{12} \ln(L_{it}^*) \ln(K_{it}^*) + \beta_{14} \ln(L_{it}^*) t + \beta_{24} \ln(K_{it}^*) t + \beta_{4t} + 1/2 \beta_{44} t^2 + D_1 + v_{it} + u_{it} \quad (45)$$

Vector de ineficiência:

$$m_{it} = \delta_0 + \delta_1 \ln(K/L_{it}) + \delta_2 \ln(DA) + \delta_3 \ln(Y/nf) + \delta_4 Dd \quad (43 - A)$$

Para realizar essa estimação, recorreu-se ao programa Frontier 4.1. de Coelli (1994) que calcula simultaneamente, a função produção e os níveis de eficiência de cada banco.

Quadro 13
Modelo da Função Translog

Variáveis	Coefficiente	Desvio Padrão	Estatística t
beta 0 - Constante	9,07	1,090	8,322
beta 1 - Ln (L*)	-0,74	0,360	-2,054
beta 2 - Ln (K*)	-0,43	0,974	-0,446
beta 3 - Ln (L*xK*)	-0,04	0,104	-0,353
beta 4 - Ln (L*xL*)/2	0,88	0,456	1,925
beta 5 - Ln (K*xK*)/2	-0,27	0,202	-1,354
beta 6 - Ln (L*x t)	0,06	0,055	1,172
beta 7 - Ln (K*x t)	0,01	0,061	0,178
beta 8 - Ln (t)	0,64	0,305	2,082
beta 9 - Ln (t*x t)/2	0,01	0,023	0,484
beta 10 - Dummy (G,M,P)	-1,91	0,046	-41,705
Factores de Ineficiência			
delta 0 - Constante Ineficiência	10,15	0,783	12,975
delta 1 - Ln(K*/L*)	-0,13	0,033	-3,966
delta 2 - Ln (DA)	-0,33	0,065	-5,136
delta 3 - Ln (Y/nf)	-0,03	0,121	-0,209
delta 4 - Dd (G,M,P)	-1,39	0,096	-14,506
Parâmetros da variância			
sigma quadrado	0,14	0,020	6,853
gama	1,00	0,006	155,966
Log Maxima Verossimilhança	-18,85		

Para identificar o *modelo* mais adequado da *função produção* foram aplicados os habituais *testes de máxima verosimilhança*, testando o modelo e as respectivas variáveis contra as correspondentes hipóteses nulas.

A *primeira hipótese nula* estabelecida, foi a de que a função de produção Cobb-Douglas seria uma adequada representação, isto é, todos os coeficientes de segunda ordem, β_{ij} , da expressão (50) seriam zero. Neste teste, a hipótese nula (H_0) foi rejeitada, confirmando assim, que o modelo de equação adequado é o *modelo da função translogaritmica* e não a função tipo Cobb-Douglas.

A *segunda hipótese nula* considerada, é de que não haveria *factores de ineficiência* no modelo. Se a hipótese nula fosse verdadeira, então a função produção poderia ser estimada através do método dos mínimos quadrados (OLS). Se os efeitos da *ineficiência* não estão presentes no modelo, como especificado pela hipótese nula, então:

$$H_0 : \gamma = \delta_0 = \delta_1 = \dots = \delta_5 = 0$$

Se pelo contrário os efeitos da ineficiência estão presentes no modelo, significa que a hipótese nula é rejeitada e a hipótese alternativa (H_1 = Pelo menos um destes parâmetros é diferente de zero), é verdadeira. Aplicado o teste concluiu-se que se devia *rejeitar a hipótese nula*, o que significa que os efeitos de ineficiência estão contidos na expressão apresentada.

A *terceira hipótese nula* testada foi a de que a ineficiência não varia no tempo. A aplicação do teste de máxima verosimilhança acaba por rejeitar a hipótese nula, significando que existe de facto uma relação entre a evolução temporal e a eficiência técnica.

Teste das variáveis "dummy": Testaram-se também se as variáveis "*dummy*", definidas na *secção 4.2.4.*, deveriam ser incluídas no modelo. Ambas as hipóteses nulas foram rejeitadas pelo que se concluiu que essas variáveis deveriam figurar no modelo.

Quadro 13-A

Testes de Hipóteses

Hipótese Nula	Max-Verosimilhança	Teste Estatístico	Valor Crítico	Decisão
Função Cobb Douglas	22,27	24,40	6,25	Rejeitar H0
Factores de ineficiência	-42,06	48,13	9,235	Rejeitar H0
Função sem variação no tempo	-10,62	16,47	7,779	Rejeitar H0
Não incluir variável dummy	-22,36	7,02	2,705	Rejeitar H0

Foram ainda testadas outras variáveis, designadamente, cada uma das variáveis explicativas da ineficiência, as quais rejeitaram também a hipótese nula. Porém, outras possíveis variáveis explicativas da ineficiência, que foram consideradas, depois de testadas não rejeitarem a hipótese nula, pelo que, se excluíram do modelo.

6.3.1. Eficiência Técnica - Resultados empíricos

O programa Frontier 4.1. permitiu calcular os valores da *eficiência técnica* que se apresentam no *quadro 14*.

Quadro 14
Níveis de Eficiência Técnica do Sector Bancário Português

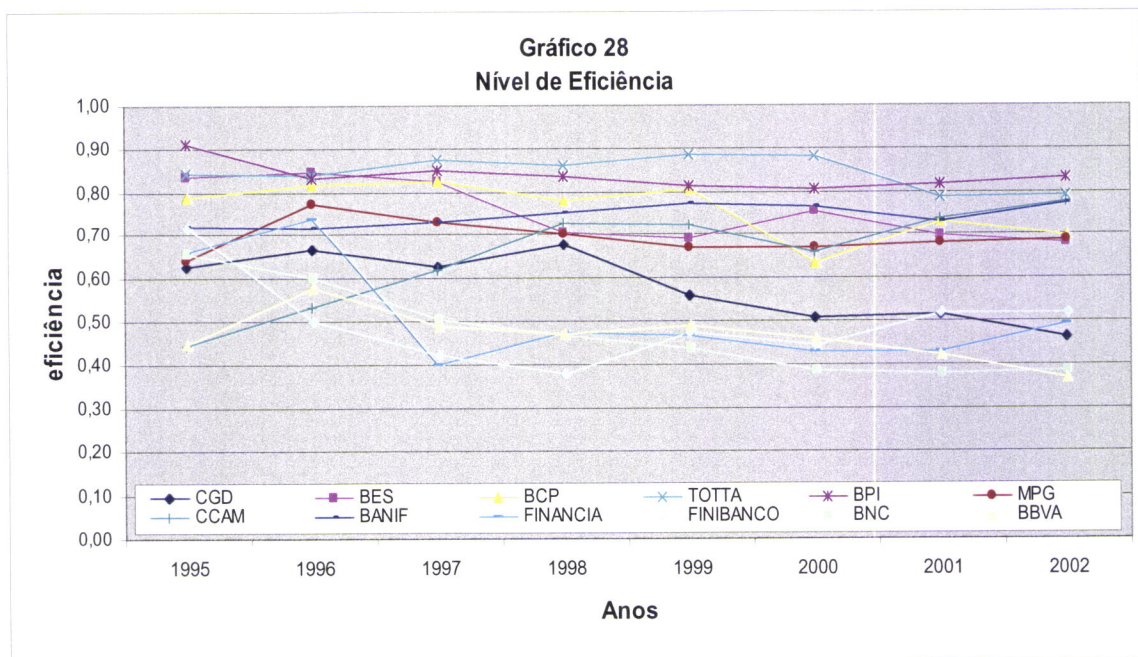
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
BBVA	0,45	0,58	0,49	0,47	0,49	0,46	0,42	0,37
BNC	0,65	0,60	0,50	0,47	0,44	0,39	0,38	0,39
CGD	0,62	0,66	0,62	0,68	0,56	0,51	0,51	0,46
FINANCIA	0,66	0,74	0,40	0,47	0,47	0,43	0,43	0,49
FINIBANC	0,72	0,50	0,42	0,38	0,47	0,45	0,52	0,52
BES	0,84	0,85	0,82	0,70	0,69	0,76	0,70	0,68
MPG	0,64	0,78	0,73	0,70	0,67	0,67	0,68	0,68
BCP	0,79	0,82	0,83	0,78	0,81	0,63	0,73	0,70
BANIF	0,72	0,72	0,73	0,75	0,77	0,77	0,73	0,77
CCAM	0,45	0,53	0,62	0,73	0,72	0,66	0,74	0,78
TOTTA	0,84	0,84	0,87	0,86	0,89	0,88	0,79	0,79
BPI	0,91	0,83	0,85	0,84	0,82	0,81	0,82	0,83
Média	0,69	0,70	0,66	0,65	0,65	0,62	0,62	0,62

Pela leitura desse *quadro*, podemos verificar que a *eficiência média da produção* do sector (amostra) subiu entre 1995 e 1996 do nível de 0,69 para 0,70. Porém desceu para 0,66 em 1997, situando-se no valor de 0,65 em 1998 e 1999. Em 2000, ano em que se

verificou o maior número de aquisições e fusões, o nível de eficiência baixou para 0,62 mantendo-se nesse valor médio ainda em 2002.

Esta redução tendencial da *eficiência técnica* geral verificada desde 1996 até 2002 no sector, não parece estar directamente associada ao fenómeno das fusões e aquisições ocorridas neste período, já que, mais acentuadamente ou menos, atinge todas unidades da amostra. Isto não quer dizer que o processo das fusões e aquisições ocorridos no sector, que originaram alterações na posse das instituições e as sucessivas alterações que tal implicou na composição dos órgãos e estruturas de gestão, possam ter influenciado essa redução de eficiência verificada. Porém, *os factores de ineficiência* terão que ser também imputados a outras causas.

O gráfico 28, que se apresenta a seguir, ilustra a *eficiência técnica* dos diferentes bancos da amostra.



Analisando as diferentes instituições de per si, verifica-se, no BCP, uma redução significativa do nível de eficiência técnica de 1999 (0,81) para 2000 (0,63). Não é difícil admitir que essa redução possa estar relacionada com o complexo processo de fusões e aquisições múltiplas em que no ano de 2000 este banco se viu envolvido.

Situação semelhante parece ter ocorrido no banco Totta de 2000 (0,88) para 2001 (0,79) ano em que este banco sofreu um processo de absorção e reestruturação das entidades bancárias do grupo (banco Totta, Crédito Predial Português e Banco Santander Portugal).

A Caixa Geral de Depósitos teve a melhor nível de eficácia em 1996 (0,66 e 1999 (0,68) mas a partir de 1999 foi sempre baixando até 2002, ficando num nível de 0,46.

Sendo o banco com maiores activos e maior nível de produto (facturação) é no entanto das instituições que em 2002 apresenta menor nível de eficiência (apenas BNC e BBVA têm em 2002 níveis de eficiência mais baixos)

O Banco Espírito Santo – BES teve a sua maior eficiência no ano de 1996 (0,85), tendo a seguir experimentado uma redução de eficiência que em 1999 se situou em 0,69. Teve uma recuperação para 0,76 em 2000, mas reduziu a sua eficiência em 2001 (0,70) e 2002 (0,68). Note-se que, em 2000, o BES que já controlava a Companhia e Seguros Tranquilidade adquiriu a parte de capital ainda não detida.

O Banco Comercial Português teve um aumento progressivo da eficiência desde 1995 (0,79) até 1997 (0,83). Porém, logo ano seguinte, baixou para 0,78 mas recuperou para 0,81) em 1999. Porém, em 2000, ano da realização de diversas operações de fusões e aquisições baixou drasticamente para um nível de 0,63%, isto é mais baixo do que em 1995 (0,79). Depois de melhoria em 2001 baixou de novo em 2000 situando-se no nível de eficiência em 2002 de 0,70.

O banco Totta viu o seu nível de eficiência subir desde 1995 (0,84) até 1999 (0,89). Porém, em 2000, ano que se seguiu à sua aquisição pelo BSCH, teve, como já referimos, uma quebra significativa do nível de eficiência passando para 0,79 em 2001 e 2002.

O banco BPI teve o melhor nível de eficiência em 1995 e baixou no ano seguinte a sua eficiência para 0,83 e subiu em 1997 para 0,85 mas voltou a baixar ate 0,81 em 2000 e situa-se em 2002 na casa dos 0,83. O BPI era o banco que apresentava melhor nível de eficiência em 2002.

O Montepio Geral teve a melhor nível de eficiência em 1996 (0,78) mas foi progressivamente baixando a sua eficiência que se situa em 0,83 em 2002. um comportamento semelhante. Aumentou a sua eficiência de 1995 (0,65) até 1999 (0,92), mas em 2000 teve também uma redução na eficiência (0,86), passando a recuperar nos anos seguintes. Em 2002 o nível de eficiência situava-se em 0,89.

A Caixa Central de Crédito Agrícola foi uma das instituições com uma nível de eficiência mais estável, tendo vindo acrescer desde 1995 (0,45) até 1998 (0,73) ficando em 0,72 em 1999. Apenas no ano de 2000 teve uma redução de eficiência significativa baixando para 0,66, recuperou logo no ano seguinte e em 2002 situava-se no nível de 0,78.

O Banif tem vindo a aumentar a sua eficiência desde 1995 (0,72) até 2000 (0,77). Em 2001 teve uma quebra baixando para 0,73 mas recuperou em 2002 para 0,77.

O Financia teve a melhor eficiência em 1996 (0,74) mas em 1995 teve uma quebra acentuada, reduzindo a sua eficiência para 0,40. Teve uma recuperação até 1999 (0,47) mas em 2000 voltou a baixar para 0,43. Em 2002 recuperou de novo para um nível de eficiência de 0,49.

O Finibanco teve um comportamento não muito diferente do Financia (bancos com níveis de produto muito próximos). O Finibanco teve o melhor nível de eficiência em 1995 (0,72) mas foi baixando sucessivamente até 1998 (0,38). Em 1999 teve já uma melhoria de eficiência e em 2002 atingiu o nível de eficiência de 0,52.

O BNC teve também o melhor nível de eficiência em 1995 mas a sua eficiência tem vindo a baixar anos após ano situando-se ao nível dos 0,39 em 2002.

O BBVA teve o seu melhor nível de eficiência em 1996 (0,58) baixo sucessivamente até 1998 (0,49). Recuperou levemente em 1999 (0,49) mas continuou a baixar logo a seguir. Atingindo em 2002 o nível de eficiência mais baixo de todos os bancos da amostra (0,37).

Em 2002, o banco com melhor nível de eficiência era o BPI (0,83) seguido do Totta (0,79) da CCAM (0,78) do Banif (0,77) e do BCP (0,70).

Por sua vez os bancos com mais baixo nível de eficiência técnica eram o BBVA (0,37), o BNC (0,39), a Caixa Geral de Depósitos (0,46), o Banco Financia (0,49) e o Finibanco (0,52).

Montepio Geral e BES tinham o mesmo nível de eficiência em 2002 (0,68) situando-se ainda acima do nível médio do sector (0,62).

Pode-se assim deduzir, que as fusões e aquisições ocorridas no sector bancário português, em termos médios, não contribuíram, até o final de 2002, para fazer aumentar a eficiência produtiva da actividade bancária.

Em conclusão, da leitura do *quadro 14*, não são visíveis grandes diferenças de comportamento na *eficiência técnica* dos bancos decorrente do facto de terem ou não realizado operações de fusões ou aquisições. Parece antes indicar que as *ineficiências se devem antes à sua dimensão e à incapacidade de gerir mais adequadamente os custos de pessoal e os recursos financeiros*.

Os valores de ineficiência média actual (2002) da banca portuguesa, vista em *termos nacionais (amostra)*, situa-se na ordem dos 38%. Os níveis apontados por Berger e Humphrey (1997), para a ineficiência situam-se, em média, na casa dos 20% a 25%, admitindo, no entanto, que em muitos casos as ineficiências dos bancos se situem na casa dos 35%. Porém, os níveis de *ineficiência técnica* verificados para a Caixa Geral de Depósitos, em 2002, (64%) são extremamente elevados. Note-se que em 1998 o nível de ineficiência técnica era apenas de 42%, (embora já elevado) e tem vindo a subir desde essa data.

Dado que os valores tomados para a construção das equações representativas de cada empresa são baseadas nos valores dos *balanços e contas de exploração consolidados* admiti-se que este nível de ineficiência possa estar prejudicado por *critérios contabilísticos mais conservadores* do que a generalidade dos bancos privados do sector.

Também bancos de pequena dimensão como o BBVA, o BNC, o Financia e o Finibanco apresentam elevados níveis de ineficiência técnica. Neste caso parece natural, que

bancos novos e de pequena dimensão tenham custos de capital elevados e que a sua estrutura pese ainda em termos unitários.

Eventualmente, outros factores, como sejam a dimensão do banco ou variáveis de natureza de enquadramento ambiental poderão ter sido mais importantes para terem provocado a redução da eficiência na banca portuguesa.

Pode-se assim concluir que *as fusões e aquisições* verificadas no sector bancário português não foram capazes de fazer aumentar a *eficiência do sector*.

Esta conclusão está de acordo com os resultados obtidos por Mendes e Rebêlo (1997), mas contraria os resultados obtidos por Pinho (1999) e Mendes e Rebêlo (1999), que utilizaram metodologias paramétricas. E está em clara contradição com os resultados de Canhoto e Dermine (2000) que como se referiu utilizaram uma metodologia não paramétrica.

Porém, importa ler com bastante cuidado os resultados obtidos em ambos os estudos, já que os períodos de análise são bastante distintos. Por outro lado, neste estudo trabalhou-se com uma fronteira estocástica de produção enquanto os outros estudos privilegiaram a a função custos e no caso de Pinho também a função lucro. Por outro lado neste estudo teve por base os balanços e contas consolidados dos bancos, enquanto Mendez e Rebêlo (1999) utilizaram balanços não consolidados.

É ainda de ter em atenção, tal como refere Amel et al (2002), que as análises de eficiência X considerando apenas os resultados obtidos dentro de um mesmo país, podem ser muito enganadoras. Amel sublinha que é difícil isolar os efeitos originados directamente pelas *fusões e aquisições*, de outros que poderão ter sido resultado de outros factores, como sejam a desregulamentação, de forma a medir eficazmente os seus efeitos na eficiência dos bancos.

Refere ainda que, pelo facto de as fusões aparecerem frequentemente por ciclos, é difícil separar o efeito de cada operação vista individualmente, do resultado das transformações em curso no sector bancário como um todo.

CAPÍTULO VII: CONCLUSÃO

O sector bancário português experimentou na última década transformações significativas. Por um lado, ocorreram fenómenos especificamente nacionais, isto é, a desnacionalização 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 como consequência da harmonização legislativa do sector e da desregulamentação efectuada e, em particular, por força da concretização da união económica e monetária europeia.

Ao mesmo tempo, o sector bancário português, assimilou o novo conceito de actividade bancária designado por *banca universal*, e aplicou-o progressivamente alterando a lógica de gestão e de oferta de produtos que passou a diferenciar-se profundamente do anterior sistema de instituições especializadas e isoladas das actividades de seguros e de "brokers" financeiros.

A estes factores associou-se ainda, um rápido desenvolvimento tecnológico e o aparecimento de novos instrumentos bancários de que se destaca a *banca electrónica* e o banco "on line".

Ao mesmo tempo, o movimento de *fusões e aquisições*, que varreu o sector bancário dos Estados Unidos e da Europa, e mesmo mundial, chegou também ao sector bancário português.

Como corolário de todos estes factores, a banca portuguesa viu-se confrontada com o apetite dos capitais externos e não conseguiu resistir ao assalto da mais poderosa banca espanhola. Como resposta, ou talvez como tentativa de sobrevivência, lançou-se também ela numa expansão para fora de fronteiras nacionais.

Neste contexto, se algumas das instituições nacionais continuaram a basear o seu desenvolvimento no crescimento orgânico ou no desenvolvimento de parcerias com instituições de outros países, outras, de que se destaca o BCP, desenvolveram um

complexo processo de fusões e aquisições, potenciando assim, um rápido crescimento e reforço da concentração do sector.

Se estes foram, em traços gerais, os factores que fizeram transformar rapidamente o sector bancário português, era importante perceber os resultados e, em particular, compreender se o *controverso* mecanismo das *fusões e aquisições* originou resultados positivos ou negativos.

Numa primeira abordagem procurou-se, verificar se o processo foi, por si só, criador de riqueza utilizando-se a metodologia de análise de “*estudo de eventos*”.

Mas era também importante perceber o que se seguiu, às F&As, em termos de eficácia de gestão e de exploração das sinergias potencialmente criadas por aquelas operações. Assim, procurou-se medir a eficiência das instituições bancárias no período que se seguiu à ocorrência dessas operações.

Sendo o argumento da melhoria da eficiência operacional e dos ganhos adicionais daí decorrentes, uma das principais razões invocadas *ex-ante* pelos gestores bancários para justificar as fusões e aquisições, importa verificar os factos *ex-post*.

Assim, embora com as limitações já referidas, principalmente, pelo facto de nem todos os bancos estarem cotados em bolsa, foi possível fazer uma leitura que apontou algumas evidências e conclusões, em relação aos resultados imediatos das operações realizadas.

Pela análise efectuada verifica-se que as fusões e aquisições no sector bancário português trouxeram ganhos significativos para os accionistas das instituições adquiridas.

Pelo contrário, para os accionistas das instituições adquirentes os benefícios imediatos terão sido negativos.

No conjunto da entidade combinada (bidder+target), os resultados indicam terem sido próximos de zero, embora neste caso não tenha sido possível concluir, se mesmo assim, o resultado foi ligeiramente positivo.

Constata-se assim que, no curto prazo, as fusões e aquisições ocorridas no sector bancário português, em média, *não proporcionam benefícios significativos para os accionistas em geral.*

Também, numa perspectiva de médio prazo, pela *análise da eficiência das diferentes instituições* e da amostra do sector, não se vislumbrou que até ao final do período de observação (2002) tenham aparecido resultados significativos para a banca portuguesa, e especificamente para as instituições que protagonizaram operações de fusões e aquisições.

Embora constatando o aumento da concentração do sector e o aumento da *dimensão média dos bancos*, não se verificou, ainda, uma melhoria da eficiência das instituições.

No entanto, o período de tempo que decorreu desde a onda de fusões mais significativas, isto é, o conjunto de operações realizadas no ano de 2000, não foi suficientemente longo para permitir aos bancos desenvolverem os processos de reestruturação e reorganização para tirar pleno partido das sinergias potenciais existentes.

Embora se tenha referido como um período indicativo de três anos para que os efeitos das fusões sejam visíveis (Berger e Humphrey, 1997), o volume de transformações e factores conjunturais podem ter dificultado o desenvolvimento dos *ganhos de eficiência*. Aliás, verificou-se antes uma deterioração da eficiência média do sector. Porém, ela não parece estar directamente relacionada com o processo de fusões e aquisições ocorrido.

Embora nalgumas situações específicas (BCP e Totta) possam estar também afectadas pelo processo resultante das operações de *fusões e aquisições* realizadas em 2000, tudo aponta, que essa redução de eficiência seja determinada por factores distintos, que parecem ter afectado o sector no seu conjunto.

A redução da eficiência verifica-se tanto em bancos que realizaram operações de fusões aquisições com em bancos que as não realizaram.

Assim, poderá concluir-se, em síntese, que as fusões e aquisições em Portugal tiveram benefícios para os *accionistas das empresas adquiridas*, mas que em termos médios não

se pode concluir que em si mesmas tenham criado riqueza para os accionistas no seu todo.

No médio prazo verifica-se que as instituições resultantes das fusões de aquisições, de uma maneira geral viram a sua eficiência técnica ser reduzida, pelo que, também os resultados a *médio prazo* não são brilhantes, já que, o aumento da concentração do sector, que as fusões e aquisições originaram, não trouxe aumento da sua eficiência.

Esta redução de eficiência foi menos sensível nas entidades de dimensão média. Aliás, as entidades bancárias que alcançaram maior dimensão, são precisamente aquelas que mais viram aumentar a sua *ineficiência*.

Tem-se, portanto, que os gestores da banca portuguesa não conseguiram *gerir adequadamente os seus recursos* face ao respectivo custo (*allocative efficiency*) ou não conseguiram aumentar a *eficiência técnica* dos bancos, ou tiveram *dificuldade em harmonizar* entre si estas duas vertentes da eficiência.

Parece à partida que os gestores das instituições não conseguiram num curto espaço de tempo, tirar partido das sinergias criadas e estabelecer poupanças nos “*inputs*” que fizessem a partida aumentar a eficiência técnica. No entanto, isso não terá sido motivado principalmente, pelo processo das fusões e aquisições. Já que as instituições de menor dimensão que não realizaram fusões e aquisições também viram a sua eficiência técnica ser reduzida.

Este trabalho, que pretendeu ser uma primeira radiografia global da transformação do sector bancário português, tendo como pedra de toque, *as fusões e aquisições* ocorridas na última década, não esgota a leitura deste processo, nem poderá extrair ainda muitos juízos de valor mais significativos.

Assim, mesmo tendo em conta o que foi possível constatar, tem-se que fica em aberto o aprofundamento da análise das causas da deterioração da eficiência do sector bancário português.

Vários tipos de abordagem têm sido referenciados noutros estudos que se justifica serem também equacionados na banca portuguesa. Por exemplo, será interessante perceber se o aumento de concentração verificado se traduziu em maiores ou menores custos para os utilizadores da banca, ou se como referem Huizinga, Nelissen e Vander Vennet (2001) tiveram ou não um potencial benéfico para a sociedade onde ocorreram. Será também interessante investigar qual o nível de eficiência em que o sector bancário português se encontra face ao sector bancário europeu.

Uma outra perspectiva de investigação seria analisar em que medida o sector bancário português está ou não permeável a *OPAs hostis* por parte de outras instituições bancárias internacionais. Mas muitas outras perspectivas de abordagem estão em aberto.

Tem-se assim, que este trabalho mais não é que um modesto contributo para uma primeira abordagem numa perspectiva dinâmica sobre as consequências das fusões e aquisições na banca portuguesa.

A continuação da investigação e aprofundamento do processo é um desafio que desde já o autor se compromete a continuar.

ANEXOS

ANEXO 1

RÁCIOS

Quadro 1- A ANÁLISE DUPONT DESAGREGAÇÃO DO ROE EM RENDIBILIDADE DAS VENDAS, ROTAÇÃO DOS ACTIVOS E ALAVANCAGEM									
	ANO	ROE	=	NPM	x	AU	x	EM	ROA
CGD	1995	17,56%		7,07%		12,14%		20,46	0,86%
	1996	13,60%		6,99%		9,88%		19,69	0,69%
	1997	27,27%		13,35%		9,67%		21,13	1,29%
	1998	3,05%		6,78%		10,65%		21,06	0,72%
	1999	13,98%		5,18%		12,51%		21,58	0,85%
	2000	16,28%		5,94%		11,61%		23,61	0,69%
	2001	23,30%		7,40%		13,33%		23,63	0,99%
	2002	25,24%		8,31%		12,01%		25,28	1,00%
BCP	1995	28,59%		7,54%		10,29%		36,84	0,78%
	1996	23,67%		7,29%		11,00%		29,51	0,80%
	1997	47,77%		10,37%		10,45%		44,08	1,08%
	1998	24,31%		15,42%		7,58%		20,82	1,17%
	1999	23,63%		14,91%		6,96%		22,76	1,04%
	2000	31,02%		14,66%		7,47%		28,34	1,09%
	2001	30,26%		13,77%		7,64%		28,79	1,05%
	2002	15,69%		7,88%		7,05%		28,26	0,56%
BES	1995	16,50%		6,34%		11,74%		22,15	0,74%
	1996	17,17%		7,27%		10,18%		23,22	0,74%
	1997	27,89%		6,93%		12,57%		32,01	0,87%
	1998	21,69%		4,35%		18,50%		26,97	0,80%
	1999	28,58%		5,64%		16,37%		30,98	0,92%
	2000	23,43%		4,33%		19,21%		28,14	0,83%
	2001	20,41%		3,57%		17,88%		31,94	0,64%
	2002	14,32%		4,15%		14,90%		23,18	0,62%
BTA	1995	25,88%		4,89%		29,18%		18,15	1,43%
	1996	16,02%		4,77%		11,02%		30,45	0,53%
	1997	14,81%		4,33%		11,40%		29,97	0,49%
	1998	18,51%		5,97%		10,45%		29,68	0,62%
	1999	8,52%		3,84%		7,53%		29,51	0,29%
	2000	13,85%		7,84%		7,17%		24,64	0,56%
	2001	27,84%		6,79%		12,64%		32,45	0,86%
	2002	22,89%		7,10%		12,78%		25,22	0,91%
BPI	1995	12,68%		4,92%		14,19%		18,15	0,70%
	1996	22,43%		7,31%		8,58%		35,77	0,63%
	1997	35,13%		7,93%		10,62%		41,75	0,84%
	1998	35,72%		8,69%		11,33%		36,28	0,98%
	1999	27,15%		7,78%		11,09%		31,47	0,86%
	2000	22,46%		6,51%		12,24%		28,17	0,80%
	2001	19,41%		4,97%		12,23%		31,97	0,61%
	2002	14,57%		5,16%		11,32%		24,95	0,58%
MPG	1995	20,31%		7,64%		11,32%		23,47	0,87%
	1996	12,34%		5,12%		9,70%		24,87	0,50%
	1997	35,44%		12,84%		9,08%		30,38	1,17%
	1998	36,45%		16,04%		8,19%		27,75	1,31%
	1999	20,95%		11,35%		7,27%		25,38	0,83%
	2000	17,17%		10,80%		6,17%		25,75	0,67%
	2001	15,32%		8,70%		6,71%		26,23	0,58%
	2002	10,12%		7,82%		5,92%		21,86	0,46%

Quadro 1- B									
ANÁLISE DUPONT									
DESAGREGAÇÃO DO ROE EM RENDIBILIDADE DAS VENDAS, ROTAÇÃO DOS ACTIVOS E ALAVANCAGEM									
	ANO	ROE	=	NPM	x	AU	x	EM	ROA
CCAM	1995	-83,73%		-4,45%		11,63%		161,77	-0,52%
	1996	546,60%		5,78%		10,40%		909,03	0,60%
	1997	140,87%		12,44%		8,91%		127,14	1,11%
	1998	42,70%		10,90%		8,96%		43,72	0,98%
	1999	29,61%		15,95%		7,73%		24,02	1,23%
	2000	14,73%		8,50%		9,53%		18,20	0,81%
	2001	15,08%		11,12%		7,63%		17,77	0,85%
	2002	6,79%		5,50%		7,33%		16,83	0,40%
BANIF	1995	3,33%		2,79%		10,60%		11,26	0,30%
	1996	4,98%		4,23%		7,26%		16,18	0,31%
	1997	9,12%		6,05%		7,95%		18,94	0,48%
	1998	7,94%		6,87%		7,83%		14,75	0,54%
	1999	7,55%		7,33%		6,44%		15,99	0,47%
	2000	8,60%		6,04%		7,26%		19,60	0,44%
	2001	9,40%		4,51%		8,70%		23,92	0,39%
	2002	7,72%		4,77%		7,88%		20,55	0,38%
FINANCIA	1995	11,73%		16,66%		11,92%		5,90	1,99%
	1996	13,37%		14,12%		10,36%		9,14	1,46%
	1997	13,54%		5,92%		17,12%		13,36	1,01%
	1998	14,95%		4,23%		16,90%		20,89	0,72%
	1999	21,55%		8,04%		15,78%		17,00	1,27%
	2000	40,94%		11,85%		24,16%		14,30	2,86%
	2001	18,16%		6,51%		19,21%		14,52	1,25%
	2002	19,28%		8,45%		21,52%		10,60	1,82%
FINIBANCO	1995	0,69%		1,07%		10,62%		6,12	0,11%
	1996	2,13%		2,14%		10,21%		9,77	0,22%
	1997	6,37%		3,92%		12,70%		12,80	0,50%
	1998	10,06%		5,45%		14,00%		13,18	0,76%
	1999	6,64%		4,27%		12,14%		12,82	0,52%
	2000	9,21%		4,52%		13,89%		14,66	0,63%
	2001	24,92%		9,80%		14,60%		17,42	1,43%
	2002	1,60%		0,68%		12,50%		18,98	0,08%
BNC	1995	-2,11%		-2,56%		8,02%		10,27	-0,21%
	1996	2,85%		3,63%		6,55%		12,00	0,24%
	1997	4,14%		4,84%		6,48%		13,18	0,31%
	1998	5,01%		6,97%		6,17%		11,64	0,43%
	1999	6,04%		7,68%		5,51%		14,28	0,42%
	2000	7,58%		8,81%		6,47%		13,30	0,57%
	2001	8,90%		8,85%		6,57%		15,32	0,58%
	2002	11,32%		11,20%		6,32%		15,99	0,71%
BBVA	1995	2,96%		1,88%		13,84%		11,40	0,26%
	1996	5,49%		4,59%		11,68%		10,24	0,54%
	1997	2,44%		2,42%		8,95%		11,24	0,22%
	1998	2,87%		2,60%		9,01%		12,27	0,23%
	1999	4,97%		5,09%		5,52%		17,70	0,28%
	2000	4,64%		4,79%		6,26%		15,46	0,30%
	2001	6,91%		4,81%		8,06%		17,83	0,39%
	2002	3,85%		2,74%		7,21%		19,47	0,20%

Quadro 1- C									
ANÁLISE DUPONT									
DESAGREGAÇÃO DO ROE EM RENDIBILIDADE DAS VENDAS, ROTAÇÃO DOS ACTIVOS E ALAVANCAGEM									
SECTOR	ANO	ROE	=	NPM	x	AU	x	EM	ROA
	1995	17,44%		5,96%		12,87%		22,72	0,77%
	1996	16,49%		6,61%		10,11%		24,67	0,67%
	1997	28,02%		9,32%		10,54%		28,51	0,98%
	1998	20,16%		7,70%		11,13%		23,51	0,86%
	1999	19,52%		8,03%		10,17%		23,90	0,80%
	2000	20,47%		7,55%		10,83%		25,03	0,82%
	2001	22,93%		7,27%		11,77%		26,78	0,86%
	2002	17,21%		6,62%		10,69%		24,34	0,71%

ANEXO 2

TESTES DE
PATELL E BOEHMER

Quadro 1 - Anexo 2
Rendimentos Anormais e Rendimentos Anormais Acumulados
e Testes Estatísticos - TARGETS

Rendimentos Anormais			Targets 20 Adquiridos	Rendimentos Anormais Acumulados		
SARS Médios	Teste de Patell	Teste de Boehmer		SCARS Médios	Teste de Patell	Teste de Boehmer
ASARt	SARt	SARt	t	ASCARt	SCARt	SCARt
0,4440	1,9774	1,2138	d-20	0,4440	1,9774	1,2138
0,6202	2,7620	1,5979	d-19	0,4385	1,9530	1,6066
0,5814	2,5893	1,4835	d-18	0,3357	1,4949	1,4883
0,5837	2,5995	1,4852	d-17	0,2918	1,2998	1,4901
0,7841	3,4923	1,9296	d-16	0,3507	1,5618	1,9662
0,8174	3,6404	2,0531	d-15	0,3337	1,4862	2,1023
0,8418	3,7492	2,0810	d-14	0,3182	1,4171	2,1361
0,9173	4,0852	2,2719	d-13	0,3243	1,4443	2,3588
0,8969	3,9944	2,2584	d-12	0,2990	1,3315	2,3399
0,9931	4,4230	2,3820	d-11	0,3140	1,3987	2,4988
0,9744	4,3397	2,2249	d-10	0,2938	1,3085	2,3160
0,8816	3,9264	2,0987	d-9	0,2545	1,1335	2,1613
0,9314	4,1481	2,2488	d-8	0,2583	1,1505	2,3355
0,9232	4,1115	2,3242	d-7	0,2467	1,0988	2,4187
1,0097	4,4968	2,5014	d-6	0,2607	1,1611	2,6416
1,0141	4,5164	2,5594	d-5	0,2535	1,1291	2,7114
1,0165	4,5273	2,6354	d-4	0,2465	1,0980	2,8030
0,9927	4,4210	2,3883	d-3	0,2340	1,0420	2,5060
1,1148	4,9651	2,8582	d-2	0,2558	1,1391	3,1106
1,1030	4,9123	2,9664	d-1	0,2466	1,0984	3,2469
1,3554	6,0366	3,6450	d-0	0,2958	1,3173	4,4078
1,5975	7,1146	4,0764	d+1	0,3406	1,5168	5,5267
1,5745	7,0121	4,0105	d+2	0,3283	1,4621	5,3422
1,6389	7,2991	4,0139	d+3	0,3345	1,4899	5,4160
1,5964	7,1097	3,9343	d+4	0,3193	1,4219	5,1863
1,6561	7,3756	3,9535	d+5	0,3248	1,4465	5,2862
1,7420	7,7582	4,1769	d+6	0,3352	1,4931	5,9659
1,7560	7,8206	4,1870	d+7	0,3318	1,4779	6,0127
1,7297	7,7035	4,1375	d+8	0,3212	1,4305	5,8385
1,7359	7,7314	4,2634	d+9	0,3169	1,4115	6,2179
1,7570	7,8252	4,2045	d+10	0,3156	1,4055	6,0660
1,7169	7,6463	4,1722	d+11	0,3035	1,3517	5,9216
1,7146	7,6364	4,1036	d+12	0,2985	1,3293	5,7279
1,7345	7,7249	4,1107	d+13	0,2975	1,3248	5,7692
1,7541	7,8122	4,0631	d+14	0,2965	1,3205	5,6602
1,7513	7,7997	4,0967	d+15	0,2919	1,2999	5,7489
1,7542	7,8125	4,1307	d+16	0,2884	1,2844	5,8474
1,6102	7,1713	4,2766	d+17	0,2612	1,1633	6,0780
1,6193	7,2120	4,2610	d+18	0,2593	1,1548	6,0465
1,6378	7,2943	4,2823	d+19	0,2590	1,1533	6,1352
1,6204	7,2169	4,3101	d+20	0,2531	1,1271	6,1912
52,49	233,79	129,97	41	12,37	55,11	165,84
1,28	5,70	3,17	Valor Médio	0,30	1,34	4,04
	(*)	(*)			(**)	(*)

(*) Diferentes de zero para um nível de significância de 1%

(**) Para um nível de significância de 1% (ou 5% ou 10%) não se confirma serem diferentes de zero

Quadro 2 - Anexo 2
Rendimentos Anormais e Rendimentos Anormais Acumulados
e Testes Estatísticos - BIDDERS

Rendimentos Anormais			Bidders 22 Adquirentes	Rendimentos Anormais Acumulados		
SARS Médios	Teste de Patell	Teste de Boehmer		SCARS Médios	Teste de Patell	Teste de Boehmer
ASARt	SARt	SARt	t	ASCARt	SCARt	SCARt
-0,3300	-1,5413	-0,8990	d-20	-0,3652	-1,7057	-0,9998
-0,3077	-1,4375	-0,7551	d-19	-0,2367	-1,1055	-0,8225
-0,3934	-1,8378	-0,9692	d-18	-0,2330	-1,0884	-0,9961
-0,3776	-1,7638	-0,9529	d-17	-0,1920	-0,8969	-0,9707
-0,3784	-1,7675	-0,9083	d-16	-0,1900	-0,8875	-1,0268
-0,3444	-1,6087	-0,8376	d-15	-0,1519	-0,7096	-0,9066
-0,3347	-1,5636	-0,7976	d-14	-0,1329	-0,6209	-0,8390
-0,3542	-1,6546	-0,8693	d-13	-0,1433	-0,6694	-0,9979
-0,3425	-1,5999	-0,9125	d-12	-0,1409	-0,6580	-1,1228
-0,3198	-1,4939	-0,8432	d-11	-0,1336	-0,6242	-1,1018
-0,2853	-1,3328	-0,7108	d-10	-0,1243	-0,5807	-1,0033
-0,2499	-1,1674	-0,5648	d-9	-0,1244	-0,5811	-0,9188
-0,3290	-1,5367	-0,7906	d-8	-0,1293	-0,6040	-1,0756
-0,2979	-1,3916	-0,7462	d-7	-0,1184	-0,5529	-1,0581
-0,3609	-1,6860	-0,9327	d-6	-0,1280	-0,5980	-1,2131
-0,4330	-2,0226	-1,1617	d-5	-0,1406	-0,6569	-1,4518
-0,5042	-2,3553	-1,3747	d-4	-0,1572	-0,7341	-1,6893
-0,6192	-2,8925	-1,8486	d-3	-0,1764	-0,8240	-2,2004
-0,5551	-2,5930	-1,6632	d-2	-0,1528	-0,7139	-1,9757
-0,6268	-2,9280	-1,8339	d-1	-0,1620	-0,7566	-2,1153
-0,9961	-4,6528	-2,1542	d-0	-0,2376	-1,1100	-2,4603
-1,0591	-4,9471	-2,3899	d+1	-0,2373	-1,1084	-2,6894
-1,1048	-5,1606	-2,3782	d+2	-0,2486	-1,1612	-2,7367
-1,2299	-5,7452	-2,4634	d+3	-0,2700	-1,2612	-2,8046
-1,1710	-5,4698	-2,4938	d+4	-0,2478	-1,1576	-2,8305
-1,2166	-5,6830	-2,5478	d+5	-0,2564	-1,1979	-3,0012
-1,2797	-5,9777	-2,7226	d+6	-0,2592	-1,2107	-3,1813
-1,3291	-6,2084	-2,7948	d+7	-0,2689	-1,2559	-3,3247
-1,2614	-5,8922	-2,5604	d+8	-0,2549	-1,1905	-3,0172
-1,5482	-7,2318	-2,6259	d+9	-0,3012	-1,4069	-3,0861
-1,5044	-7,0272	-2,4409	d+10	-0,2991	-1,3970	-2,8368
-1,4669	-6,8518	-2,2960	d+11	-0,2962	-1,3834	-2,7038
-1,4276	-6,6683	-2,1414	d+12	-0,2895	-1,3525	-2,5048
-1,4458	-6,7534	-2,1970	d+13	-0,2906	-1,3576	-2,5596
-1,5364	-7,1766	-2,3642	d+14	-0,2971	-1,3877	-2,7649
-1,5540	-7,2588	-2,4983	d+15	-0,2854	-1,3333	-2,9276
-1,6514	-7,7139	-2,5991	d+16	-0,2922	-1,3651	-3,0603
-1,6233	-7,5825	-2,5428	d+17	-0,2948	-1,3769	-3,0344
-1,5187	-7,0941	-2,4216	d+18	-0,2843	-1,3279	-2,8821
-1,5971	-7,4599	-2,4370	d+19	-0,2850	-1,3311	-2,8821
-1,4088	-6,5804	-2,2172	d+20	-0,2638	-1,2322	-2,6044
-36,67	-171,31	-71,66	41	-9,09	-42,47	-84,38
-0,89	-4,18	-1,75	Valor Médio	-0,22	-1,04	-2,06
	(*)	(**)			(***)	(**)

(*) Significativamente Negativos - Diferentes de zero para um nível de significância de 1%

(**) Significativamente Negativos - Diferentes de zero para um nível de significância de 5%

(***) Para um nível de significância de 1% (ou 5% ou 10%) não se confirma serem diferentes de zero

Quadro 3 - Anexo 2
Rendimentos Anormais e Rendimentos Anormais Acumulados
e Testes Estatísticos - Total da Amostra (Bidders+Targets)

Rendimentos Anormais			42 Adquirentes e Adquiridos	Rendimentos Anormais Acumulados		
SARS Médios	Teste de Patell	Teste de Boehmer		SCARS Médios	Teste de Patell	Teste de Boehmer
ASARt	SARt	SARt	t	ASCARt	SCARt	SCARt
0,0386	0,2490	0,1465	d-20	0,0201	0,1300	0,0765
0,1341	0,8656	0,4658	d-19	0,0848	0,5476	0,4169
0,0708	0,4567	0,2447	d-18	0,0378	0,2439	0,2264
0,0802	0,5173	0,2806	d-17	0,0384	0,2478	0,2689
0,1752	1,1307	0,5830	d-16	0,0675	0,4354	0,5031
0,2088	1,3478	0,7055	d-15	0,0793	0,5120	0,6582
0,2255	1,4556	0,7484	d-14	0,0819	0,5285	0,7218
0,2512	1,6216	0,8429	d-13	0,0794	0,5122	0,7555
0,2477	1,5985	0,8722	d-12	0,0686	0,4426	0,7227
0,3054	1,9710	1,0433	d-11	0,0795	0,5134	0,8552
0,3145	2,0301	1,0271	d-10	0,0748	0,4826	0,8002
0,2889	1,8646	0,9206	d-9	0,0560	0,3616	0,5955
0,2712	1,7503	0,8915	d-8	0,0553	0,3568	0,6387
0,2835	1,8300	0,9701	d-7	0,0555	0,3581	0,6900
0,2917	1,8828	0,9983	d-6	0,0571	0,3684	0,7336
0,2561	1,6527	0,8948	d-5	0,0471	0,3037	0,6409
0,2199	1,4195	0,7795	d-4	0,0351	0,2264	0,4951
0,1483	0,9573	0,5252	d-3	0,0190	0,1227	0,2782
0,2401	1,5496	0,8736	d-2	0,0417	0,2693	0,6507
0,1969	1,2707	0,7213	d-1	0,0326	0,2104	0,5246
0,1237	0,7982	0,3792	d-0	0,0164	0,1057	0,2264
0,2059	1,3291	0,6268	d+1	0,0379	0,2445	0,5381
0,1710	1,1039	0,5077	d+2	0,0261	0,1686	0,3668
0,1362	0,8788	0,3820	d+3	0,0179	0,1154	0,2399
0,1468	0,9474	0,4275	d+4	0,0222	0,1434	0,3192
0,1513	0,9766	0,4309	d+5	0,0203	0,1312	0,2920
0,1592	1,0273	0,4548	d+6	0,0239	0,1541	0,3509
0,1400	0,9034	0,3961	d+7	0,0172	0,1109	0,2528
0,1629	1,0515	0,4550	d+8	0,0195	0,1256	0,2868
0,0157	0,1012	0,0395	d+9	-0,0068	-0,0442	-0,0927
0,0487	0,3140	0,1189	d+10	-0,0064	-0,0412	-0,0833
0,0492	0,3175	0,1182	d+11	-0,0106	-0,0684	-0,1371
0,0687	0,4434	0,1603	d+12	-0,0095	-0,0615	-0,1202
0,0686	0,4429	0,1610	d+13	-0,0106	-0,0683	-0,1350
0,0305	0,1969	0,0715	d+14	-0,0144	-0,0931	-0,1887
0,0199	0,1288	0,0482	d+15	-0,0105	-0,0679	-0,1466
-0,0297	-0,1917	-0,0707	d+16	-0,0158	-0,1017	-0,2220
-0,0835	-0,5391	-0,2042	d+17	-0,0300	-0,1938	-0,4324
-0,0244	-0,1576	-0,0604	d+18	-0,0254	-0,1642	-0,3666
-0,0566	-0,3656	-0,1357	d+19	-0,0260	-0,1675	-0,3740
0,0337	0,2176	0,0831	d+20	-0,0177	-0,1141	-0,2565
5,79	37,35	18,92	41	1,13	7,29	11,57
0,14	0,91	0,46	Valor Médio	0,03	0,18	0,28
	(*)	(*)			(*)	(*)

(*) Para um nível de significância de 1%, 5% ou 10%, não se confirma serem diferentes de zero

Quadro 4 - Anexo 2
Rendimentos Anormais e Rendimentos Anormais Acumulados
e Testes Estatísticos - TARGETS das Entidades Combinadas

Rendimentos Anormais			Targets 11 Adquiridos	Rendimentos Anormais Acumulados		
SARS Médios	Teste de Patell	Teste de Boehmer		SCARS Médios	Teste de Patell	Teste de Boehmer
ASARt	SARt	SARt	t	ASCARt	SCARt	SCARt
9,2145	2,7668	1,3446	d-20	0,8377	2,7668	1,2270
11,6094	3,4859	1,5916	d-19	0,7463	2,4649	1,4782
11,5624	3,4718	1,5583	d-18	0,6069	2,0045	1,4481
11,8088	3,5458	1,5928	d-17	0,5368	1,7729	1,4978
15,2867	4,5901	2,0266	d-16	0,6215	2,0528	1,9564
15,6708	4,7054	2,1319	d-15	0,5816	1,9210	2,0811
15,5294	4,6630	2,0569	d-14	0,5336	1,7624	2,0102
16,5993	4,9842	2,2206	d-13	0,5335	1,7622	2,1996
16,0126	4,8081	2,1820	d-12	0,4852	1,6027	2,1487
16,6627	5,0033	2,1555	d-11	0,4790	1,5822	2,1273
16,3627	4,9132	1,9970	d-10	0,4485	1,4814	1,9576
15,8005	4,7444	2,0050	d-9	0,4147	1,3696	1,9266
16,5868	4,9805	2,1475	d-8	0,4182	1,3813	2,0981
16,7250	5,0220	2,2890	d-7	0,4064	1,3422	2,2832
16,7336	5,0246	2,2470	d-6	0,3928	1,2973	2,2400
16,1353	4,8449	2,2056	d-5	0,3667	1,2112	2,1676
16,1885	4,8609	2,2973	d-4	0,3569	1,1789	2,2700
14,7739	4,4361	1,9144	d-3	0,3166	1,0456	1,8592
16,9764	5,0975	2,4420	d-2	0,3541	1,1694	2,4587
16,4580	4,9418	2,5218	d-1	0,3346	1,1050	2,5550
20,7553	6,2322	3,3214	d-0	0,4117	1,3600	3,8413
24,8666	7,4667	3,8926	d+1	0,4820	1,5919	5,7923
24,4387	7,3381	3,9069	d+2	0,4633	1,5301	5,8807
24,5264	7,3645	3,7774	d+3	0,4551	1,5033	5,2956
23,7873	7,1426	3,6294	d+4	0,4325	1,4285	4,7836
24,7494	7,4315	3,5926	d+5	0,4413	1,4574	4,7971
25,1361	7,5476	3,7440	d+6	0,4398	1,4525	5,2654
25,6452	7,7004	3,8056	d+7	0,4406	1,4552	5,5554
25,2664	7,5867	3,7398	d+8	0,4265	1,4088	5,3680
25,1882	7,5632	3,9007	d+9	0,4181	1,3808	6,0488
25,6349	7,6973	3,8379	d+10	0,4186	1,3825	5,8508
24,6091	7,3893	3,8063	d+11	0,3955	1,3063	5,5176
24,7171	7,4218	3,7195	d+12	0,3912	1,2920	5,2567
25,4671	7,6470	3,7484	d+13	0,3971	1,3114	5,4755
25,8570	7,7640	3,7224	d+14	0,3973	1,3124	5,3940
26,2384	7,8786	3,8062	d+15	0,3976	1,3131	5,8692
25,8629	7,7658	3,7822	d+16	0,3865	1,2767	5,7765
22,8747	6,8685	3,9829	d+17	0,3373	1,1142	6,0289
22,4954	6,7547	3,9258	d+18	0,3275	1,0816	5,8387
22,1548	6,6524	3,9588	d+19	0,3185	1,0518	5,7665
21,9234	6,5829	3,9698	d+20	0,3113	1,0281	5,7909
814,89	244,69	120,50	41	18,26	60,31	155,18
19,88	5,97	2,94	Valor Médio	0,45	1,47	3,78
	(*)	(*)			(**)	(*)

(*) Significativamente Positivos: Diferentes de zero para um nível de significância de 1%

(**) Significativamente Positivos: Diferentes de zero para um nível de significância de 10%

Quadro 5 - Anexo 2
Rendimentos Anormais e Rendimentos Anormais Acumulados
e Testes Estatísticos - BIDDERS das Entidades Combinadas

Rendimentos Anormais			Bidders	Rendimentos Anormais Acumulados		
SARS Médios	Teste de Patell	Teste de Boehmer	10 Adquirentes	SCARS Médios	Teste de Patell	Teste de Boehmer
ASARt	SARt	SARt	t	ASCARt	SCARt	SCARt
-0,5405	-0,1702	-1,0112	d-20	-0,3652	-1,6789	-0,6785
-0,6826	-0,2150	-1,1437	d-19	-0,2367	-1,5088	-0,5520
-0,8517	-0,2682	-1,3151	d-18	-0,2330	-1,5255	-0,6141
-0,8597	-0,2707	-1,4451	d-17	-0,1920	-1,2875	-0,6307
-0,8392	-0,2643	-1,2399	d-16	-0,1900	-1,2472	-0,6263
-0,8914	-0,2807	-1,3895	d-15	-0,1519	-1,1671	-0,5695
-1,0202	-0,3213	-1,7178	d-14	-0,1329	-1,1970	-0,5724
-0,9591	-0,3021	-1,7135	d-13	-0,1433	-1,1193	-0,7073
-0,8483	-0,2671	-1,6380	d-12	-0,1409	-1,0055	-0,7893
-0,6673	-0,2101	-1,1996	d-11	-0,1336	-0,8278	-0,7312
-0,6174	-0,1944	-1,0358	d-10	-0,1243	-0,8155	-0,6525
-0,6795	-0,2140	-1,1367	d-9	-0,1244	-0,9569	-0,6206
-0,6719	-0,2116	-1,0859	d-8	-0,1293	-0,8530	-0,6900
-0,5858	-0,1845	-0,9563	d-7	-0,1184	-0,7611	-0,6576
-0,5962	-0,1877	-1,0064	d-6	-0,1280	-0,7631	-0,7528
-0,7283	-0,2294	-1,2357	d-5	-0,1406	-0,8008	-0,8873
-0,8859	-0,2790	-1,5033	d-4	-0,1572	-0,9122	-1,0140
-0,9425	-0,2968	-1,6929	d-3	-0,1764	-0,9063	-1,3007
-0,9084	-0,2861	-1,5643	d-2	-0,1528	-0,8149	-1,1215
-0,8965	-0,2823	-1,4675	d-1	-0,1620	-0,7914	-1,1709
-0,9226	-0,2905	-1,6968	d-0	-0,2376	-0,8028	-2,0227
-0,9430	-0,2970	-1,6502	d+1	-0,2373	-0,7487	-2,0227
-1,0253	-0,3229	-1,7538	d+2	-0,2486	-0,8342	-2,1122
-1,1301	-0,3559	-1,8796	d+3	-0,2700	-0,9337	-2,2177
-1,1344	-0,3572	-2,0077	d+4	-0,2478	-0,8675	-2,3184
-1,1279	-0,3552	-1,8740	d+5	-0,2564	-0,8351	-2,3208
-1,2407	-0,3907	-2,1612	d+6	-0,2592	-0,8753	-2,5961
-1,3446	-0,4234	-2,3876	d+7	-0,2689	-0,9630	-2,8400
-1,3203	-0,4158	-2,1727	d+8	-0,2549	-0,9472	-2,4631
-1,4160	-0,4459	-2,1730	d+9	-0,3012	-1,0065	-2,8097
-1,5199	-0,4787	-2,2210	d+10	-0,2991	-1,1394	-2,4638
-1,5287	-0,4814	-2,1249	d+11	-0,2962	-1,1558	-2,2500
-1,4369	-0,4525	-1,9786	d+12	-0,2895	-1,1338	-2,0516
-1,4668	-0,4619	-2,0743	d+13	-0,2906	-1,1586	-2,0757
-1,6209	-0,5105	-2,3150	d+14	-0,2971	-1,1921	-2,3627
-1,5105	-0,4757	-2,1925	d+15	-0,2854	-1,0472	-2,5466
-1,5584	-0,4908	-2,2496	d+16	-0,2922	-1,0246	-2,8252
-1,5196	-0,4785	-2,2051	d+17	-0,2948	-1,0530	-2,6315
-1,3003	-0,4095	-1,9723	d+18	-0,2843	-0,9913	-2,2711
-1,3291	-0,4186	-1,8959	d+19	-0,2850	-0,9472	-2,3598
-1,1950	-0,3763	-1,6520	d+20	-0,2638	-0,9437	-1,8734
-43,26	-13,62	-69,14	41	-9,09	-41,54	-64,77
-1,06	-0,33	-1,69	Valor Médio	-0,22	-1,01	-1,58
	(*)	(**)			(*)	(***)

(*) Para um nível de significância de 1%, 5% ou 10%, não se confirma serem diferentes de zero

(**) Negativo: Diferente de zero para um nível de significância de 5%

(***) Negativo: Diferente de zero para um nível de significância de 10%

Quadro 6 - Anexo 2
Rendimentos Anormais e Rendimentos Anormais Acumulados
e Testes Estatísticos - Entidade Combinada (Bidders+Targets)

Rendimentos Anormais			10	Rendimentos Anormais Acumulados		
SARS Médios	Teste de Patell	Teste de Boehmer	Adquirentes e Adquiridos	SCARS Médios	Teste de Patell	Teste de Boehmer
ASARt	SARt	SARt	t	ASCARt	SCARt	SCARt
0,0653	0,2056	0,1202	d-20	0,0771	0,2427	0,1407
0,1082	0,3409	0,1831	d-19	0,0876	0,2758	0,2069
0,0247	0,0777	0,0407	d-18	0,0267	0,0841	0,0752
0,0357	0,1125	0,0628	d-17	0,0353	0,1112	0,1228
0,2017	0,6353	0,3249	d-16	0,0847	0,2668	0,3062
0,2329	0,7335	0,3860	d-15	0,0949	0,2988	0,3857
0,1857	0,5849	0,3133	d-14	0,0777	0,2446	0,3426
0,2716	0,8554	0,4802	d-13	0,0927	0,2918	0,4658
0,3097	0,9753	0,5609	d-12	0,0888	0,2796	0,4927
0,4008	1,2623	0,6878	d-11	0,1066	0,3357	0,5945
0,4174	1,3145	0,6695	d-10	0,0927	0,2919	0,5141
0,3698	1,1645	0,6164	d-9	0,0561	0,1766	0,3318
0,4171	1,3134	0,6834	d-8	0,0757	0,2383	0,4643
0,4767	1,5011	0,8132	d-7	0,0882	0,2778	0,5917
0,4679	1,4735	0,7872	d-6	0,0789	0,2484	0,5422
0,3727	1,1737	0,6337	d-5	0,0604	0,1903	0,4258
0,3101	0,9767	0,5382	d-4	0,0398	0,1253	0,2946
0,2654	0,8357	0,4362	d-3	0,0309	0,0972	0,2246
0,3984	1,2546	0,7168	d-2	0,0673	0,2118	0,5539
0,3940	1,2407	0,7530	d-1	0,0636	0,2002	0,5757
0,5848	1,8418	1,1494	d-0	0,1021	0,3215	1,0036
0,8260	2,6013	1,5917	d+1	0,1588	0,5000	1,6774
0,7709	2,4278	1,5428	d+2	0,1356	0,4270	1,5248
0,7333	2,3095	1,4513	d+3	0,1177	0,3707	1,2844
0,6973	2,1958	1,3928	d+4	0,1160	0,3654	1,3081
0,7560	2,3809	1,4529	d+5	0,1273	0,4008	1,4276
0,7558	2,3803	1,5926	d+6	0,1262	0,3973	1,6170
0,7500	2,3619	1,6651	d+7	0,1161	0,3657	1,6189
0,7378	2,3236	1,5490	d+8	0,1093	0,3442	1,4543
0,7322	2,3058	1,5757	d+9	0,1030	0,3244	1,4442
0,7172	2,2585	1,5341	d+10	0,0836	0,2633	1,1266
0,6814	2,1459	1,4276	d+11	0,0715	0,2253	0,9131
0,7319	2,3050	1,4806	d+12	0,0717	0,2257	0,8813
0,7524	2,3694	1,5695	d+13	0,0701	0,2207	0,8961
0,7058	2,2228	1,5038	d+14	0,0663	0,2087	0,8896
0,7770	2,4468	1,6583	d+15	0,0885	0,2786	1,3253
0,7303	2,3000	1,5781	d+16	0,0849	0,2675	1,3339
0,6266	1,9734	1,4650	d+17	0,0569	0,1791	0,9153
0,7141	2,2488	1,6986	d+18	0,0603	0,1898	0,9703
0,7063	2,2244	1,6587	d+19	0,0656	0,2065	1,0734
0,7737	2,4365	1,7916	d+20	0,0638	0,2009	0,9650
20,99	66,09	42,14	41	3,42	10,77	33,30
0,51	1,61	1,03	Valor Médio	0,08	0,26	0,81
	(**)	(*)			(*)	(*)

(*) Para um nível de significância de 1%, 5% ou 10%, não se confirma serem diferentes de zero

(**) Para um nível de significância de 10% confirma ser diferente de zero (positivo)

BIBLIOGRAFIA

BIBLIOGRAFIA

- Aktas, Bodt and Cousin (2003)** "Event Study under Noisy Estimation Period" Université Catholique de Louvain - Belgium
- Aktas, Bodt and Cousin (2000)** " The emerging role of the European Commission in mergers and acquisitions monitoring: The Boeing /Mc Donnell Douglas case." *European Financial Management* 7, 447-480.
- Agrawal, Anup, Jeffrey F. Jaffe and Gershon N. Mandelker,(1992)** " The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly" *Journal of finance*, 47(4) 1605-1660.
- Aigner, D. Lovell, C.A.K., Schmidt, P., (1977)** "Formulation and estimation of stochastic frontier production Function Model" *Journal of Econometrics*, 6, pp, 21-37,
- Aigner, D. J., and Chu, S.F., (1968)** "On the estimating the industry production function", *American Economic Review*, 58, pp, 826-839.
- Altunbas, Y., P. Molyneux and J, Thornton (1997)**, "Big Bank Mergers in Europe: An Analysis of the Cost Implications", *Economica* 64, pp,317-329,
- Aman P(2001)** *International Business & Strategy*, Linkopins Universitet, International Business Programme, Chapter V of the G-10 Report on Financial Sector Consolidation.
- Amel, Dean, C. Barnes, F. Panetta and C. Salleo (2002)**, *Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence*
- Amihud, Yakov, Peter Dodd and Mark Weinstein (1986)** "Conglomerate mergers, Managerial motives and Stockholder Wealth" *Journal of Banking and Finance* 10, pp 401-10
- Ashley, John W. (1962)** "Stock Prices and Changes in Earnings an Dividends: Some Empirical Results"" *Journal of Political Economy*, 70, pp.82-85.
- Asquith, P., (1983)** "Merger bids uncertainty and stockholders returns", *Journal of Finance Economics*, 11 pp. 51-83.
- Azofra, Sérgio S., Belén D. Diaz e Myriam G. Ollala (2002)** "Un Estudio de la Rentabilidad Generada por las Adquisiciones Financieras Europeas." Univesidad Cantabria, Santander.
- Avery, R. B. and R.W. Bostic; P.S. Calem and G. B. Canner. (1999)** "Tends in Home Purchase Lending: Consolidation and Community Reinvestment Act". *Federal Reserve Bulletin* 85(2):81-102
- Azofra, Sergio, Diaz, Belén, Olalla, Myriam (2002)** "Un estudio de la rentabilidad generada por las adquisiciones financieras Europeas", Dep Adm Empresas, Universidad de Cantabria.
- Ball, Clifford A. and Touros, Walter N. (1998)** "Investigating security -price performance in the Presence of Event-Date Uncertainty", *Journal of Financial Economics*, 22, pp, 123-53.
- Ball, Ray and Philip Brown, (1968)**, "An empirical evaluation of accounting income numbers", *Journal of Accounting Research* 6, 159-178.
- Baradwaj, Babu G., David A Dubofsky and Donald Fraser (1992)** "*Bidder returns in Interstate and Intrastate Bank Acquisitions*" *Journal of Financial Services Research*, 5, pp, 261-73.
- Barker, C. Austin (1956)** "Effect of stock splits " *Harvard Bus. Rev.* , 34(1), pp 101-06.
- Barker, C. Austin (1957)** "Stock splits in market " *Harvard Bus. Rev.* , 35(3), pp 72-79.
- Barker, C. Austin (1958)** "Evolution of stock dividends " *Harvard Bus. Rev.* , 36(4), pp 99-114..

- Battese G. and Corra, G. (1977):** Estimation of production Frontier Model: With application to the Pastral Zone of Eastern Australia, *Australian journal of Agricultural Economics*, 21, pp 1167-179
- Battese, G. and Coelli, T. (1988),** "Prediction of firm-level technical efficiency with a generalized frontier production function and panel data" *Journal of Econometrics*, 38, pp, 387-399,
- Battese, G. and Coelli, T. (1992),** "Frontier Production functions, Technical Efficiency and Panel data: With Application to Paddy Farmers in India". *Journal of productivity analysis* 3, 153-169.
- Battese, G. and T.J.Coelli, T. (1993),** *A Stochastic Frontier Production Function Incorporating A Model For Technical Inefficiency Effects*. No. 69 - October 1993
- Battese, G. and Coelli, T. (1995),** "A Model for Technical inefficiency Effects in a Stochastic Frontier Production Function for panel data" in *Empirical economics* Vol. 20, pp 325-332..
- Bauer, Berger, Ferrer and Humphrey (1998).** Consistency conditions for regularly analysis of financial institutions: International survey and direction for future research". *European Journal of Operational Research*, vol, 98, pp 175-212.
- Beatty, Randolph P. Anthony Santomero and Michael Smirlock (1987)** "Banking merger premiums-analysis and evidence" Monograph 1987^a-3 New York University: Salomon Brothers Center for study of Financial Institutions.
- 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 Wahregoug (2002):** Explaining deM&A-success in European bank mergers and acquisitions" Institute for Mergers and acquisitions (IMA),
- Belaisch, A., Kodres, L., Levy, J., et al, (2001):** Euro-area banking at the crossroads, IMF Working paper, WP 01/28,
- Benston G. J. (1994)** "Universal Banking" *Journal of Economic Perspectives* 3 (Summer): 121-43
- Benston G. J. W.C. Hunter and L.D. Wall (1995)** "Motivations for bank mergers and acquisitions: Enhancing the deposit insurance put option versus earning deversification." *Journal of Money, Credit and Banking*. August pp 777-788
- Berger, A.N. Hancock, D. and Humphrey, D. B. (1993),** "Bank Efficiency Derived from the Profit Function" *Journal of Banking and Finance*, 17 pp, 317-347.
- Berger, A.N. (1993)** "Distribution-free" estimates of efficiency in the U.S. banking industry and tests of the standard distribution assumptions, *Journal of Productivity Analysis* 4,261-292.
- Berger, A.N., Bonime, S. D., Goldberg, L. G. et al.(2000)** "The Dynamics of Market Entry: The effects of mergers and Acquisitions on De novo Entry and Small Business Lending in the Banking Industry", Working Paper, Financial Institutions Center. The Wharton School, Philadelphia, PA.

- Berger, A.N., W. C. Hunter & S.G. Timme (1993).** "The Efficiency of financial institutions: A Review and Preview of Research Past, Present and Future", *Journal of Banking and Finance*, 17 (April) pp, 221-249,
- Berger A,N, and D,B, Humphrey (1994):** "Bank Scale Economies, Mergers, Concentration and efficiency: The U.S. Experience" The Wharton School, University of Pennsylvania.
- Berger A,N, and D,B, Humphrey (1997):** "Efficiency of Financial Institutions: International Survey and Directions for Future Research", *European Journal of Operational Research* 98, pp 175-212,
- Berger, A, N,, and L, J, Mester (1997),** "Inside the Black Box: What Explains Differences in the Efficiencies of Financial Institutions?", *Journal of Banking and Finance* 21, pp,895-947,
- Berger, A, N,, and D. C., Smith (2003),** "Global Integration in the Banking Industry" Federal reserve Bulletin, November 2003
- Berger, A, N,, Q, Dai, S. Ongena and D. C. Smith (2002),** "To what Extent will the Banking Industry be Globalized? A Study of Bank Nationality and Reach in 20 European Nations" Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers, no 725 May
- Berger, P. G. and E. Ofek (1995)** "Diversification effects on firm value" *Journal of Financial Economics* 37, pp 39-65.
- Biker, J. A. (1999)**"Efficiency in the European Banking Industry: An exploratory Analysis to Rank Countries" De Nederlandsche Bank Amsterdam.
- Blasko, Matej; Netter, Jeffrey and Jose Ph F. Jr. (2000):** Value creation and challenges of an international transaction, the DaimlerChrysler Merger, September 2000, *International review of Financial Analysis*, p 79.
- Boehmer, Musumeci and Poulsen (1991),**"Event Study Methodology under conditions of Event-induced variance" *Journal of Financial Economics*, 30, pp, 253-272,
- Born, Jeffrey A., Robert A. Eisenbeis and Robert Harris (1988)** "The Benefits of Geographical and Product Expansion in the Financial Service Industries" *Journal of Financial Services Research* 1 pp 162-82.
- Bos J.W.B and H. Schmidel (2003).** "Comparing Efficiency in European Banking: a Meta Frontier Approach" De Nederlandsche Bank
- Boudreault, Francois; Lamane, Anouar (1999)** L'efficience operationnel, École des Hautes Études, Commerciales de Montreal.
- Boyd, John and Stanley Graham (1991)** "Investigating the Banking Consolidation Trend" Federal reserve bank Of Minneapolis, *Quarterly Review*, spring pp 3-15
- Bradford William D. (1978)** "The Performance of Merging Savings and Loan Associations" *Journal of Business* 51 pp 115-25
- Bradley, Michael, Anand Desai and E. Han Kim (1983)** " The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy? " *Journal of Financial Economics*, 11(1), pp, 183-206.
- Bradley, Michael, Anand Desai and E. Han Kim (1988)** " Synergistic Gains From Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms" *Journal of Financial Economics*, 21(1), pp, 3-40,

- Brandão, Ilísio (2002)**, "Finanças" Porto Editora
- Brewer, Elijah, William Jackson, and Julapa Jagtiani (2001)** "Impact of independent directors and the Regulatory Environment on Bank Merger prices: Evidence from takeover activity in the 1990s", Federal Reserve Bank of Chicago.
- Brewer, Elijah, William Jackson, Julapa Jagtiani and Thong Nguyen (2000)** "The Price of Bank Mergers in the 1990s" Economic perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, First Quarter, 2-23.
- Brown, S, and Warner, J. (1980)**: "Measuring Security Price Performing", Journal of Financial Economics, 8(3), pp, 205-58.
- Brown, S, and Warner, J. (1985)**: "Using daily stock returns: The case of event studies", Journal of Financial Economics, 14, pp, 3 - 31,
- Brown, S, and Weinstein, Mark I. (1985)**: "Derived Factors in Event Studies", Journal of Financial Economics, 14(3), pp, 491-85.
- Brush T. (1996)** , "Predicted change in operational synergy and post-acquisition performance f acquired business," Strategic Management Journal 17 pp 1-24.
- Buch C. M. and Delong G. L. (2001)**, "Cross-border bank mergers: What lures the rare animal?", Kiel Working Paper n°. 1070.
- Cable e Holland (1996)**, "Modelling Normal Returns in Event Studies: A Model-selection Approach and Pilot Study" University of Wales
- Caby J., Hirigoyen G.(1997)** " La création de valeur de l'entreprise", Economica
- Canhoto, Ana e Jean Dermine (2000)** "A Non-Parametric Evaluation of Banking Efficiency in Portugal- New vs Old banks"
- Casu, B., Girardone, C, (2001)** Efficiency of Large Banks in the Single European Market, Middlesex University Business School,
- Chaffray, Mohamed e Dietsch, Michel (1999)** Capacity-utilization and efficiency in the European Banking Industry, Institut d' Etudes Politiques de Strasbourg, France
- Charest, G. (1978)** "Dividend information, Stocks Returns and Market Efficiency - II" Journal of Financial Economics, 6, pp 297-330.
- Charnes, A., W,W, Cooper, y E, Rhodes (1978)**: "Measuring the Efficiency of Decision Making Units", *European Journal of Operational Research* 2, págs 429-444.
- Cheng, David, Benton Gup and Larry Wall (1989)**, "Financial determinants of bank takeovers", Journal of money, Credit Banking, vol 21 n° 4, pp 195-222.
- Corrado, Charles (1989)** " A Nonparametric Test for Abnormal Security Price Performing Using Dally NASDAQ Returns" Journal of Financial Economics, 23(2), pp 385-95.
- Cornett, Marcia Millon and Hassan Tehranian, (1992)** "Changes in corporate performance associated with bank acquisitions" Journal of Financial Economics, 31 pp 211-234
- Cornett, Marcia Millon and Sankar De (1991)**, "Common Stocks Returns in Corporate Tekeovers Bids" Journal of Banking and Finance, 15 pp 273-95.

- Cornett, Marcia Millon, Gayane Hovakimian, Darius Palia and Hassan Tehranian, (2000)** "The impact of the Manager-shareholder Conflict on Acquiring Bank returns" Working paper –Boston College, May
- Cornwell, Christopher , Peter Schmidt and Robin C. Sickless (1990)** "Production Frontiers with Cross-sectional and Time-series variation in Efficiency Levels" *Journal of Econometrics*, 46, 185-200.
- Cybo-Ottone, A, and Murgia, M, (2000):** Mergers and shareholder wealth in European banking, *Journal of Banking and Finance*, 24, pp, 831 - 859,
- Coelli, T., (1996),** A "Guide to DEAP: Version 2,1: A Data Envelopment Analysis (Computer) Program", *CEPA Working Paper 96/08*, University of New England, Armidale,
- Daher, Hicham (2003)** "Une analyse des efficacités des Fusions et Acquisitions entre Banques et Compagnies d'Assurance" Université de Lille2
- Daniel, Kent, David Hirshleifer and Avanidhar Subrahmanyam (1997)** "A theory of overconfidence, self-attribution and security market under –and –over reactions, manuscript, February"
- Data, D.K., G.E. Pinches and V.K. Narayanan (1992)** "Factors Influencing Wealth Creation from mergers and Acquisitions: A Meta-Analysis" *Strategic Management Journal*, 13 pp 67-86
- De Cossio, Francisco, Jack W. Triffs and Kevin P. Scanlon (1988)** "Bank Equity Returns: The difference between Intrastate and Interstate Bank Mergers" working paper. Columbia University of South Caroline, College of Business Administration
- DeLong, G,L, (1999):** Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers, Working paper City University of New York, 29 October 1999, *Journal of Financial Economics* 2001, 59, pp, 221 - 252,
- DeLong, G,L, (2001)** "Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers", *Journal of Financial Economics* 2001, 59, pp, 221 - 252,
- Desai, Anand and Roger D. Stover (1985)** "The differential impact of two significant court decisions concerning banking consolidation" *Journal of Financial Research* 8 pp 145-156.
- DeYoung, R, (1997):** Bank mergers, X-efficiency, and the market for corporate control, *Managerial Finance*, 23, pp, 32 - 47,
- Dietsch, Michel; Lozano Vivas, Ana (1996),** How the environment determines the efficiency of banks: a comparison between French and Spanish banking industry,
- Dodd, P, and Warner, J, (1983):** On corporate governance: A study of proxy contests, *Journal of Financial Economics*, 11, pp, 401 - 438.
- Dolley, James Clay (1933)** "Characteristics and Procedure of Common Stocks Splits ups" *Harvard Bus. Rev.* , 11, pp 316-26
- Dubofsky, David A. and Donald R. Fraser (1989)** "Regulatory Change and the Market for Bank Control" in Benton E. Gup ed. *Bank Mergers: Current issues and perspectives: Boston Kluwer*, pp 121-39.
- Dyckman, T., D. Philbrick and j. Stephen (1984)** "A comparison of event study methodologies using daily stocks returns: a simulation approach" *Journal of Accounting Research* 22 supplement,1-30.

- English M. , Grosskopf, S. Hayes, K. and Yaisawarng, S. (1993)** "Output Allocative and Technical efficiency of Banks", *Journal of Banking and Finance*, 17, pp, 349-366,
- Eckbo B. Espen (1992).** "Mergers and the value of antitrust deterrence" *Journal of Finance*, 47 1005-1029
- Eckbo B. Espen, Vojislav Maksimovic, Joseph Williams (1990)** "Consistent Estimations of Cross-sectional Models in Event studies" *Review of Financial studies* 3(3), pp343-365.
- Eisenbeis, R, A,, G,D, Ferrier y S,H, Kwan (1996):** "An empirical Analysis of the Informativeness of Programming and SFA Efficiency Scores: Efficiency and Bank Performance", Working Paper, University of North Carolina, Chapel Hill, NC,
- Fama, Eugene F., K.R. French, (1996),** "Multifactor Explanations of Asset pricing Anomalies", *Journal of Finance*, 51 p 55-84.
- Fama, Eugene F., Lawrence Fisher, Michael Jensen and Richard Roll, (1969),** "The adjustment of stock prices do new information", *International economic Revue* 10,1-21.
- Firth, M (1991)** "Corporate Takeovers, Shareholders Returns and Executive Rewards" *Managerial Decision Economics*, vol 12 pp 421-428
- Flannery , M. and Sorescu, S (1996)** "Evidence of bank market discipline in subordinated debenture yields: 1983-1991" *The Journal of Finance*, vol 51. no. 4.
- Farrel, M. J. (1957),** "The Measurement of Productive Efficiency", *Journal of the Royal Statistical Society - Series A (General) - Part III*, Vol,12, p,253-281
- Ferreti, Ricardo (2003),** "Stock Market Reaction to European Banks acquisitions" University of Modena e Reggio Emilia, Prometeia.
- Focarelli, D. Panetta, F. and Salleo, C. (2000)** "Why do banks merge; some empirical evidence from Italy" Working paper. Bank of Italy, Research Department.
- Focarelli, D. and Pozzolo, A.F. (2000)** "The patterns of cross-border bank mergers and shareholding in OECD countries". Bank of Italy, Research Department.
- Franks, J., Harris, R. and Titman, S., (1991)** "The postmerger share-price performance of acquiring firms", *Journal of Finance Economics* 29 pp 81-96.
- Fraser , Donald R. and James W. Kolari (1988)** "Pricing small bank acquisitions" *Journal of Retail Banking* 10, pp 23-28.
- Fried, H.O., Lovell C.A.K., Schmit, S.S. (1993),** "The measurement of productivity efficiency, Techniques and applications" New York: Oxford University Press, 1993.
- Frei, F.X., Harker, P.T. & Hunter (2000)** "Inside The Black Box: What Makes A bank Efficient?, in *Performance of Financial Institutions*, eds. Harker, P.T.& Zenios, S.A., Cambridge Press, New York, pp 3-31
- Fuller, K., Netter, J. Stegemoller, M.,(2002)** "What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that made many acquisitions" *Journal of Finance*, 1763-1793.
- Gaughan, P (2002)** "Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring,," John Wiley and Sons, inc. Third edition.
- Goergen, Marc and Luc, Renneboog (2002),** "Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids" *European, Financial Management Journal*.

- Gondhalekar, Vijay B., R. R. Sant and S. P. Ferris (2002)** "The price of Corporate Acquisition: Determinants of takeover Premia" University of Missouri
- Gordon, m. and Yagil, J., (1981)** "Financial gain from conglomerate mergers", *Research Finance*, 3 pp 103-142
- Got, Elisa and Sanz, Fabrice (2002)** Linkoping University, department of Management & Economics S-58183Linkoping Sweden
- Greer, Douglas F. (1980)** "Industrial Organization and Public Policy" (MacMillan Publishing Co.)
- Greene, W.,(1990)**"A Gamma Distributed Stochastic Frontier Model" *Journal of Econometrics*, 46, pp, 141-164.
- Greiber, Class, Herz Bernard (2002)** Cost structure of the German Banking Industry - an empirical Analysis, Universitat Bayreuth, D-95440 Bayreuth.
- Gregory A. (1997)** "An examination of the long run performance of UK acquiring firms, *Journal of Business Finance* , 24:7-8, pp 81-96.
- Guarda P. and Rouabah A. (1999)**, Efficacité et performance des banques en Europe: une analyse "stochastic frontier" sur des donnés en panel, CREA-CRP WP, 5, Luxembourg.
- Hannan, T.H. and Wolken J .D. (1989)**, "Returns to bidders and targets in the acquisitions process: evidence from the banking industry" *Journal of Financial Services Research*, 3 pp. 5-16
- Harris, R., Franks, J. and Mayers, C., (1987)**, "Means of payment in takeover: results from the UK and the US," Working Paper, National Bureau of Economic Research
- Hawawini, Gabriel A., and Itzhak Swary (1990)** "Mergers and Acquisitions in the US Banking Industry: Evidence from the Capital Markets. New York - North Holland.
- Haynes, Michelle and Steve Thompson (1999)** "The Productivity Effects of Bank Mergers: Evidence from the UK Building Societies" *Journal of Banking and Finance*, 23 pp 825-846
- Healy, P., Palepu, k. and Ruback, R.(1992)** "Does corporate performance improve after mergers?" " *Journal of Financial Economics* 31 pp. 135-175
- Holl P. and Kyriazis D (1997)**, "Wealth creation and bid resistance in UK takeover bides, *Strategy Management Journal*
- Hogart, Thomas F. 1970.** "The Profitability of Corporate Mergers" *Journal of Business*, 43 pp317-27
- Horrace, W. and P. Schmidt (1996)**,, "Confidence statements for efficiency estimates from stochastic frontier models". *Journal of Productivity Analysis*,7, pp 257-282.
- Hoshino, Yasuo (1982)**,"The performance of Corporate Mergers in Japan" *Journal of Business Finance and Accounting* 9 pp 153-65
- Hoshno, Yasuo (1992)**,"Analysis on mergers among small and medium-sized financial institutions" Tokyo: Taga Publication
- 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,

- Huang, Y. and Walkling, R. (1987)**, "Target abnormal returns associated with acquisition announcements" *Journal of Financial Economics* 19 pp. 329-349
- Hubbard, R. Glenn & Darius Palia (1999)** "A Reexamination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View" *Journal of Finance* 54 pp 1131-1152.
- Hughes, J.P., W. Lang L.J. Mester and C.G. Moon (1999)**, "The dollars and sense of bank consolidation" *Journal of Banking and Finance*, 23, pp, 291-324,
- Hudgins e Seifert (1996)**, Stockholders and international acquisitions of financial firms: an emphasis on banking. *Journal of Financial Services Research*, 10 pp. 163-180
- Huizinga, H. P., Nelissen J.H.M. and R. Vander Venet (2001)** "Efficiency effects of bank Mergers and Acquisitions in Europe", University of Gent
- Humphrey, D. B., Valverde, S. e Fernandez, F. R. (2002)** "Bank Deregulation is Better than Mergers" Universidad de Granada
- Hunter, C., Williams and Larry D. Wall (1989)** "Bank Mergers Motivations: A Review of the Evidence and an examination of Key Target bank Characteristics " *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review* September /October pp 2-19.
- Husson, Bruno (1987)** *La prise de contrôle d'entreprises -Motivations, conséquences et freins*, Presses Universitaires de France- Paris,
- Jagannathan R. and Wang Z. (1996)**, "The conditional CAPM and the cross-section of expected returns", *Journal of Finance*, 51(1), pp3-53.
- James, Christopher and Peggy Wier (1987a)** "An analysis of FDIC Failed banks Auctions " *Journal of Monetary Economics* 20 pp141-53.
- James, Christopher and Peggy Wier (1987b)** "Returns of Acquirers and Competition in the Acquisition Market " *Journal of Political Economy* 95 pp 355-70.
- Jarrell, G., Brickley, J. and Netter, j. (1988)** "The market for corporate control: The empirical evidence since 1980", *Journal of Financial Economics*, 2, pp, 49-68.
- Jensen M.C. (1993)** "Presidential address: the modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems" *journal of finance* 48 pp. 49-68.
- Jensen, M. and Rubach, R. (1983)**, 'The Market for Corporate Control', *Journal of Financial Economics*, vol. 11.
- Jensen, M. C. and W.H. Meckling (1976)** "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (1976) 305-360.
- Jondrow, J., Lovell, C.A.K. Materov, I. S. and Schmidt, P., (1982)**, "On the Estimation of Technical Inefficiency in the Stochastic Frontier Production Model" *Journal of econometrics*, 19,233-238.
- 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.
- Kang, Jun-Koo, Anil Shivdasani, and Takashi Yamada (2000)** "The Effect of Bank Relations on Investment Decisions: An Investigation of Japanese Takeovers Bids" *Journal of Finance* 55 pp 2197-218.
- 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.

- Kim, Han and Vijav Singal (1993)** "Mergers and Market Power: Evidence from the Airline Industry"
Economic American Review, 83 pp. 549-569
- Koch, Timothy; MacDonald, Scott, (2000)** "Bank Management, 4th edition, Bank Mergers and Acquisitions -Chapter 22,Harcourt, Inc,
- Kodde , D. A. and Palm, F.C. (1986)** "Wald criteria for jointly testing equality and inequality restrictions" *Econometrica* 54, 1243-1248.
- Kothari S. P. and Jerold B. Warner (1997)**, "Measuring long-horizon security price performing",
Journal of Financial Economics, 43, pp, 301-339.
- Kramer, Lisa (2001)** Alternative Methods for Robust Analysis in Event Study Applications" *Advances in Investment Analysis and Portfolio Management*, C.F. Lee, ed. Volume 8, 109-132. Elsevier Science Ltd.
- Kumbhakar,S.C. (1990)** "Production Frontier, Panel data and time-Varying Technical Inefficiency"
Journal of Econometrics, 46, pp, 201-211.
- Kumbhakar, Ghosh and McGuckin (1991)**,. "A generalized production frontier approach for estimating determinants of inefficiency in US dairy farms *Journal of Business and Economics Statistics*, 9, 297-286.
- 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,
- Lang, Larry H.P., René M. Stulz and Ralph Walking (1989)**, "Managerial Performance, Tobin's Q and the Gains from Successful Tender Offers" *Journal of Financial Economics*, 24, 137-154.
- Lang, Larry H.P., René M. Stulz and Ralph Walking (1991)**, "A Test of free cash flow hypothesis: The case of bidder returns" *Journal of Financial Economics*, 29, 315-336.
- Lang, Larry H.P. and René M. Stulz (1994)**, "Tobin's Q, corporate diversification and firm performance", *Journal of Political Economy* 102, 1248-1280.
- Langetieg, T. (1987)** "An application of a three-factor performance index to measure stockholder gains from merger" *Journal of Finance Economics* 6 pp 365-384.
- Lausberg, C. and Rose, P.S.(1995)** "Merger motives in European banking" *Osterreichisches Bankarchiv*, 3/1995,pp.177-185.
- Leibenstein, H. (1966)**, "Allocative Efficiency vs "X efficiency". *American Economic Review*, 56, pp 392-415.
- Lev, Baruch and Gershon Mandelker (1972)** "The Microeconomic Consequences of Corporate Mergers" *Journal of Business* 45 pp 85-104.
- Lichtenberg, Frank R., and Donald Siegel (1990)** "The Effects of leveraged Consequences of Corporate Mergers" *Journal of Business* 45 pp 85-105
- Lintner, John (1965)**, "The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stocks Portfolios and Capital Budgets", *Revue of Economic*
- Lobue, Marie (1984)** "Categorical Bank Acquisitions" *Journal of Bank Research*, 14 pp 274-82.
- Mackinlay, A. Craig (1997)**, "Event Studies in economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, 35, pp, 13-39.

- Malatesta, P., Thompson, R., (1985)** "Partially Anticipated Events: A Model of Stock price Reactions with an Application to Corporate Acquisitions" *Journal of Financial Economics*, 14, 237-473.
- Martin K. J. & McConnell J.J., (1991)** Corporate performance, corporate takeovers and management turnover. *Journal of Finance*, 46: 671-687.
- Mayers, John H. and Bakay Archie J. (1984)**, "Influence of stock Split-Ups on Market-Price" *Harvard Bus. Rev.* , 26, pp 251-55.
- Meeusen, W and J. van den Broeck, (1977)** Efficiency Estimation from Cobb-Douglas Production Functions with Composed Error" *International Economic Review*, 18, pp 435-444.ç
- Mendes, V, and J, Rebelo (1997)**, "Progresso tecnológico no Sector Bancário Português: 1990-1995, *Revista da Banca*, 42 5-22.
- Mendes, V, and J, Rebelo (1999)**, "Productive Efficiency, Technological Change and Productivity in the Portuguese Banking Industry: The Years 1990-95", *Applied Financial Economics* 9, 513-521,
- Mester, L.J. (1996)**: "A Study of Bank Efficiency Taking into Account Risk-preferences". *Journal of Banking and Finance*, vol. 20, pp, 1025-1045.
- Meschke J. Felix (2002)**, "CEO Interviews on CNBC" Arizona state University, ASU, Dept of Finance, P.O.box.873906, Tempe, AZ 95287-3906, USA.
- McWilliams, A. and Siegel D.(1997)** "Event studies in management research: theoretical and empirical issues, *Academy of Management Journal*, 40(3),pp 626-57,
- Mitchell, M. L., Mulherin, J. H., (1996)** "The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity" *Journal of Financial Economics* 41, pp. 193-229.
- Mitchell, M., Stafford, E. (2000)**. "Managerial decisions and long-term stock price performance" *Journal of Business*, 73 , 287-330.
- Molyneux, P, (1999)**, "Does Size Matter? Financial Restructuring Under EMU", Manuscript, University of Wales.
- Moeller S., Achlingmann, F., Stulz, R., (2003)** "Firm Size and Gains from Acquisitions", *Journal of Financial Economics*,
- Morck, R., Shleifer, A and Vishny R.W. (1990)** " Do managerial objectives drive bad acquisitions?" *Journal of Finance* 45, pp 31-48
- Muramatsu, Shinobu (1986)** "An analysis on the effect on mergers using financial data" *Kigyo Kaikei* 38 pp 60-69
- Neely, Walter (1987)** " Banking acquisitions: acquirer and target shareholder returns" *Financial Management*, 16, pp. 66-74
- Odagiri, Hiroyuki and Tatsuo Hase (1989)** "Are Mergers and Acquisitions Going to Be Popular in Japan To? An Empirical Study" *International Journal of Industrial Organisation* 7 pp 49-72
- Opler T. (1988)** "The information content of corporate takeover announcements: issues and evidence", Working paper, UCLA.
- Ott, Mack and Santoni, G.J. (1985)** "Mergers and takeovers -The Value of Predators' Information" Federal Reserve Bank - St. Louis.
- Palia, Darius (1983)**, "The Managerial regulatory and financial determinants of bank merger". *The Journal of Industrial Economics*, 41, pp 91-102.

- Panzar J. C. Willig R. D. (1981)** - Economies of scope, *The American Economic Review*, Vpl,71, nº2, Mai, pp,268-272,
- Patell, J.M.J., (1976)**, "Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: empirical tests", *Journal of Accounting Research*, 14, 246-276.
- Peek, J. and Rosengren, E.S.(1998)**. "Bank consolidation and small business lending: It's not just bank size that matters", *Journal of Banking and Finance*, 22,pp 799-819.
- Penas, M. Fabiana and Haluk Unal (2000)** " Too-Big-to-Fail Gains in Bank Mergers: Evidence from the Bond Markets", University of Maryland.
- Pettway, Richard H. and Jack W. Trifts (1985)**, "Do Banks Overbid When Acquiring Failed Banks?" *Financial Management*, 14 pp 5-15.
- Pettway, Richard H. and Takasshi Yamada (1986)**, "Mergers in Japan and their Impacts upon Stock holders wealth" *Financial Management*, 15 pp 43-52.
- Pettway, Richard H., Neil W. Sicherman and Katherine Spiess (1993)**, "Japanese Foreign Direct Investment: Wealth Effects from Purchases and Sales of US Assets" *Financial Management*, 22 pp 82-95.
- Pettway, Richard H., Neil W. Sicherman and Takashi Yamada (1990)**, "Japanese Mergers: Relative Size, Corporate Collectivism and Shareholders Wealth, *Pacific-Basin Capital Markets Research* 1 pp 181-202.
- Peristiani , S. (1997)**, "Do mergers improve X-efficiency and scale efficiency of U.S. banks? Evidence from the 1980s", *Journal of Money, Credit and Banking*, 29 326-337.
- Piesse, Janifer and Lin Lin (2004)** Financial risk assessment in takeovers: The effect on Bidder firm shareholders' wealth" University of London, King's College.
- 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,
- Pinho, Paulo Soares, (1999)**, "Reprivatizações e Eficiência no Sistema Bancário Português", Documento de trabalho n.º 13, Universidade Nova Lisboa.
- Pitt, M.M and L.F. Lee (1981)**, "The Measurement and sources of technical efficiency in the Indonesian weaving industry" *Journal of Development Economics*
- Prabhala N.R. (1997)**, "Conditional Methods in Event Studies and an Equilibrium Justification for Using Standard Event Study Procedures" *10 Review of Financial Studies* 1-38.
- Prager, Robin A. and Timothy H. Hannan (1999)** "Do substantial horizontal mergers generate significant price effects? Evidence from the banking industry". *Journal of Industrial Economics*
- Rai, Anoop, (1996)** "Cost Efficiency of International Insurance Firms" *Journal of Financial Services Research* 10:213-233 1996 Kluwer Academic Publishers,
- Rau, R., and Vermaelen, T., (1998)**, "Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms" *Journal of Financial Economics*, 49 pp 223-253.

- Ravenscraft, David J., Scherer, F.M., (1987)** "Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency"
Washington D.C.: Brooking Institution,
- Reifschneider e Stevenson (1991)**, "Systematic Departures from the Frontier: A Framework for the Analysis of Firm Inefficiency, *International Economic Review*. 32(3) pp 715-723.
- Resti, A., (1998)**, "Regulation Can Foster Mergers; Can Mergers Foster Efficiency? The Italian Case", *Journal of Economics and Business* 50, pp, 157-169,
- Resti, A., (1997)**: "Evaluating the Cost-efficiency of the Italian Banking System: What Can Be Learned from the Joint Application of Parametric and Non-parametric Techniques," *Journal of Banking and Finance*, vol, 21, pp, 221-250,
- 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)
- Rhodes, Stephen A. (1998)** "The Efficiency Effects of bank Mergers: an Overview of Case Studies of Nine Mergers," *Journal of Banking and Finance*, 22: 273-291
- Rime, Bertrand; Stiroch, Kevin (2002)** The Performance of Universal Banks Evidence from Switzerland, Federal Reserve Bank of New York,
- Raom , D.S.P. and Coelli T.J. (1998)** " A Cross-Country Analysis of GDP Growth Catch-up and Convergence in Productivity and Inequality" CEPA Working Papers, 5/98, Australia.
- Rogowski, Robert J. and Donald Simonson (1989)** "Bank merger pricing premiums and interstate bidding" in *Bank Mergers: Current Issues and Perspectives*, edited by Benton E. Gup, Kluwer Academic Publishers, Amsterdam, Netherlands, 87-106.
- Roll R (1986)** "The hubris hypothesis of corporate takeovers" *Journal of Business*, 59(2), 197-216.
- Rose, Peter S., (1991)** "Bidding Theory and bank mergers premiums: The impact of structural and regulatory factors" *Review of Business & Economic Research*, 44 pp 229-250.
- Rose, Peter S., (2002)**: *Commercial Bank-Management*, The McGraw-Hill Companies, Inc,
- Ross Stephen A. (1976)**, "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing", *Journal of Economic Theory*, 13 (3), pp, 341-60.
- Rubach, R., (1982)** "The effect of discretionary price control decisions on equity values" *Journal of Financial Economics*, 10, pp, 83-105.
- Salinger, M., (1992)** "Standard errors in events studies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, pp, 39-53.
- Santomero, Anthony; Eckles, David (2000)** "The Determinants of Success in the New Financial Services environment" FRBNY Economic Policy Review,
- Sapienza, P. (2000)** "The effects of banking mergers on loan contracts" Working paper. Northwestern University. Evaston, IL.
- Saunders, A., E. Strock and N.G. Travlos (1990)** "Ownership structure , deregulation and Bank risk Taking" *Journal of Finance* 45 pp, 643-54.

- Saunders, A., and Walter, I. (1994)** "Universal Banking in the United States" New York: Oxford University Press.
- Scholes, M, and Williams, J, (1977):** Estimating Betas from Non-synchronous Data, *Journal of Financial Economics*, 5, pp, 309 - 327,
- Schranz, M. (1993)** "Takeovers improve firm performance: Evidence from the banking industry" *Journal of Political Economy*, 101, pp.299-326.
- Salter M S, Weinhold W A (1979)** Diversification through acquisitions, Free Press, New York,
- Schenk, Hans (2000)** "On the Performance of Banking Mergers some Propositions and Policy Implications" www.union-network.org/UNISite/Sectors/Finance/Finance.html
- Schipper, K. and R. Thompson (1983),** "The impact of Meger-Related Regulations on the Shareholders of Acquiring firms" *Journal of Accounting Research* 21, pp 184-221.
- Schmidt P. and Sickles, R. C. (1984).** "Production frontiers and panel data". *Journal of Business and Economics Statistics*, 9, 297-286.
- Schwert, William G., (1996),** "Markup pricing in mergers and acquisitions", *Journal of finance Economics*, pp 153-192
- Seth A. (1990)** "Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation" *Strategic Management Journal*, vol.11, pp 431-446.
- Sharpe, William F. (1963)** "A simplified model for portfolio analysis" *Management Science* 9, pp 277-293
- Sharpe, William F. (1964)** "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk" *Journal of Finance*, 19(3), pp, 425-42.
- Sharpe, William F. (1970)** "Portfolio theory and capital markets" New York: McGraw-Hill
- Sharpe, William F. Alexander, Gordon J. and Bailey Jeffery V. (1995)** "Investments" Fifth ed. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Shawky, Hany, Tobias Kilb and Carsten Staas (1996)** "Determinants of bank merger" *Journal of Economics and Finance* 20, pp, 117-131
- 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.
- Singh, H and Zollo, M. (1998b).**"Creating Value in Post-Acquisition integration processes" Working Paper, financial institutions center, The Wharton School, University of Pennsylvania.
- Simic, Tomislava (1984)** ed. *Megerstat Review* (W.T. Grimm and Company)
- Skipper, Harold D. Jr. (2001)** "Financial Services Integration Worldwide: Promises and Pitfalls" Georgia State University.
- Smith, A. (1990)** , "Corporate Ownership Structure and Performance" ", *Journal of Financial Economics*, 27 pp 143-164
- Stevenson, R., (1980)** "Likelihood Functions for Generalized Stochastic Frontier Models" *Journal of Econometrics*, 13, pp, 57-66,
- Stigler, George J. (1964)** " A Theory of Oligopoly" *Journal of Political Economy*, 72 pp 44-61
- Stillman, Robert (1983)** "Examining Antitrust Policy Towards Horizontal Mergers" *Journal of Financial Economics* 11 pp 225-40.

- Subrahmanyam, Vijaya, Nanda Rangan and Stuart Rosen (1997)**, "The Role of Outside Directors in Bank Acquisitions", *Financial Management*, 26 pp 23-36
- Suddarsaman, S., P.Holl, and Aslami. (1996)** "Shareholder wealth Gains in Mergers: Effect of Synergy and Ownership structure" *Journal of Business an Finance Accounting* 23, pp 673-692
- Sushka, Marie E. and Yvette Bendeck, (1988)**, "Bank acquisitions and stock holders" *Journal of Banking and Finance*, 12 pp 551-562.
- Thompson, J. (1988)** "More Methods that Makes Little Difference in Events Studies" *Journal of Business &Accounting*, 15, 77-86.
- 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,
- Trautwein F. (1990)** "Merger motives and merger prescriptions", *strategic management journal*, vol11, 283-295
- Travlos, N. G. (1987)** "Corporate Takeovers Bids, Methods of payment and Bidding Firms Stock returns" *Journal of Finance*, 42, 943-963.
- Trifts, Jack W., Kevin P. Scanlon (1987)** "Interstate bank mergers: The early evidence" *The journal of Financial research*, 10, pp. 305-311
- Usui, Akira (2001)** "Shareholder wealth and M&A. Value management and M&A investment ed. Akira Usui Tokyo Chuo Keizaisha.
- Vander Vennet, R, (1996)**, "The Effect of Mergers and Acquisitions on the Efficiency and Profitability of EC Credit Institutions", *Journal of Banking Finance* 20, pp, 1531-1558,
- Vander Vennet, R, (2002)**, "Cross-border mergers in European banking and bank efficiency". Ghent University, W. Wilsonplein, 5D. 9000 Ghent, Belgium.
- Waldman D. (1982)** "A Stationary Point for the Stochastic Frontier Likelihood" *Journal of Econometrics*, Vol.28.
- Walkling, (2001)** *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, 3/e Weston, Prentice Hall
- Wall, Larry D. and Benton E. Gup (1989)**, "Market Valuation effects of Bank Acquisitions", in Benton E. Gup, ed. *Bank Mergers: Current Issues and Perspectives*. Boston: Kluwer, pp. 107-20
- Wang J. Cristina (1999)** "Do Bank Mergers in the 1990s create Value? - An Event Study" University of Michigan
- Wang, Hung-ien, Schmidt Peter, (2002)** "One-step and two-step estimation of the effects of exogenous variables on technical efficiency levels "Confidence statements for efficiency estimates from stochastic frontier models", Michigan state University.
- Wansley, J., Lane, W. and Yang H. (1983)**, "Abnormal returns to acquired firms by type of acquisition and method of payment" *Financial* 12, pp 16-22
- Weston, J. F. (1953)**, "The Role of mergers in the Growth of Large Firms". University California Press.
- Weston J. F., Chung, K.S. Siu, J.A. (1998)**, "Takeovers, Restructuring and Corporate Governance. 2nd edn Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ

- Yildirim, H. Semih, Phlippiatos, George C., (2002)**, Efficiency of banks: recent evidence from the transition economies of Europe:1993-2000, University of Tennessee, Knoxville - USA
- Yeh e Hoshino (2002)**, "The Impact of M&As on Shareholder Wealth: Evidence from Taiwanese Corporations. *The Developing Economies*, XL-4, 553-63).
- Zhang H. (1995)**, Wealth effects of U.S. bank takeovers. *Applied Financial Economics*, 55 pp. 329-336.

APÊNDICE 1

RÁCIOS

Quadro 1- R Rácios da Caixa Geral de Depósitos									
RACIOS		CGD 2002	CGD 2001	CGD 2000	CGD 1999	CGD 1998	CGD 1997	CGD 1996	CGD 1995
Margem Financeira Líquida	<u>Rendimento Financeiro Líquidos</u> Total dos Activos	0,0213	0,0227	0,0213	0,0245	0,0286	0,0291	0,0285	0,0303
Margin Não Financeira	<u>Rendimentos não Financeiros</u> Total Activos	0,0852	0,0825	0,0726	0,0768	0,0478	0,0452	0,0405	0,0542
Margem Operativa Líquida	<u>Total das Receitas - Total das Despesas</u> Activos Totais	0,0293	0,0293	0,0282	0,0339	0,0410	0,0378	0,0354	0,0376
Rácio de Despesas sobre activos	<u>Despesas Totais</u> Total Activos	0,1104	0,1222	0,1070	0,1183	0,0972	0,0865	0,0896	0,1114
Rácio de Despesas Financeiras	<u>Despesas financeiras (juros)</u> Total Activos	0,0252	0,0397	0,0343	0,0414	0,0494	0,0412	0,0491	0,0573
Rácio de Despesas não Financeiras	<u>Outros Rendimentos (não financeiros)</u> Total dos Activos	0,0736	0,0710	0,0606	0,0592	0,0285	0,0263	0,0212	0,0339

Quadro 2- R									
Rácios do Banco Comercial Português									
RACIOS		BCP 2002	BCP 2001	BCP 2000	BCP 1999	BCP 1998	BCP 1997	BCP 1996	BCP 1995
Margem Financeira Líquida	<u>Rendimento Financeiro Líquidos</u> Total dos Activos	0,0215	0,0215	0,0202	0,0174	0,0218	0,0235	0,0219	0,0198
Margin Não Financeira	<u>Rendimentos não Financeiros</u> Total Activos	0,0405	0,0343	0,0379	0,0404	0,0407	0,0532	0,0464	0,0354
Margem Operativa Líquida	<u>Total das Receitas - Total das Despesas</u> Activos Totais	0,0371	0,0365	0,0361	0,0316	0,0382	0,0410	0,0423	0,0362
Racio de Despesas sobre activos	<u>Despesas Totais</u> Total Activos	0,0674	0,0668	0,0669	0,0664	0,0705	0,0966	0,1032	0,0966
Racio de Despesas Financeiras	<u>Despesas Financeiras (juros)</u> Total Activos	0,0269	0,0325	0,0289	0,0260	0,0297	0,0434	0,0569	0,0613
Racio de Despesas não Financeiras	<u>Outros Rendimentos (não financeiros)</u> Total dos Activos	0,0222	0,0224	0,0255	0,0262	0,0242	0,0377	0,0313	0,0219

Quadro 3 - R
Rácios do Banco Espírito Santo

RACIOS		BES 2002	BES 2001	BES 2000	BES 1999	BES 1998	BES 1997	BES 1996	BES 1995
Margem Financeira Líquida	<u>Rendimento Financeiro Líquidos</u> Total dos Activos	0,0196	0,0187	0,0189	0,0194	0,0191	0,0207	0,0208	0,0246
Margin Não Financeira	<u>Rendimentos não Financeiros</u> Total Activos	0,1038	0,1218	0,1279	0,1138	0,1290	0,0619	0,0357	0,0323
Margem Operativa Líquida	<u>Total das Receitas - Total das Despesas</u> Activos Totais	0,0327	0,0317	0,0360	0,0349	0,0355	0,0378	0,0327	0,0336
Racio de Despesas sobre activos	<u>Despesas Totais</u> Total Activos	0,1409	0,1713	0,1823	0,1535	0,1756	0,1156	0,0932	0,1087
Racio de Despesas Financeiras	<u>Despesas Financeiras (juros)</u> Total Activos	0,0371	0,0494	0,0544	0,0397	0,0465	0,0536	0,0575	0,0764
Racio de Despesas não Financeiras	<u>Outros Rendimentos (não financeiros)</u> Total dos Activos	0,0923	0,1107	0,1188	0,1046	0,1193	0,0514	0,0235	0,0165

Quadro 4- R
Rácios do Banco Totta & Açores

RACIOS		BTA 2002	BTA 2001	BTA 2000	BTA 1999	BTA 1998	BTA 1997	BTA 1996	BTA 1995
Margem Financeira Líquida	<u>Rendimento Financeiro Líquidos</u> Total dos Activos	0,0223	0,0241	0,0220	0,0244	0,0283	0,0286	0,0247	0,0621
Margin Não Financeira	<u>Rendimentos não Financeiros</u> Total Activos	0,0813	0,0762	0,0473	0,0441	0,0580	0,0590	0,0488	0,1197
Margem Operativa Líquida	<u>Total das Receitas - Total das Despesas</u> Activos Totais	0,0341	0,0348	0,0300	0,0331	0,0388	0,0383	0,0336	0,0805
Rácio de Despesas sobre activos	<u>Despesas Totais</u> Total Activos	0,1162	0,1150	0,0764	0,0739	0,0963	0,1067	0,1035	0,2762
Rácio de Despesas Financeiras	<u>Despesas Financeiras (juros)</u> Total Activos	0,0350	0,0388	0,0291	0,0298	0,0383	0,0478	0,0547	0,1565
Rácio de Despesas não Financeiras	<u>Outros Rendimentos (não financeiros)</u> Total dos Activos	0,0706	0,0634	0,0206	0,0211	0,0378	0,0377	0,0308	0,0732

Quadro 5- R
Rácios do Banco BPI

RACIOS		BPI 2002	BPI 2001	BPI 2000	BPI 1999	BPI 1998	BPI 1997	BPI 1996	BES 1995
Margem Financeira Líquida	<u>Rendimento Financeiro Líquidos</u> Total dos Activos	0,0186	0,0193	0,0199	0,0202	0,0215	0,0240	0,0153	0,0220
Margin Não Financeira	<u>Rendimentos não Financeiros</u> Total Activos	0,0617	0,0660	0,0680	0,0679	0,0567	0,0427	0,0361	0,0474
Margem Operativa Líquida	<u>Total das Receitas - Total das Despesas</u> Activos Totais	0,0293	0,0316	0,0326	0,0360	0,0384	0,0384	0,0259	0,0311
Rácio de Despesas sobre activos	<u>Despesas Totais</u> Total Activos	0,1057	0,1146	0,1155	0,1025	0,1031	0,0976	0,0802	0,1359
Rácio de Despesas Financeiras	<u>Despesas Financeiras (juros)</u> Total Activos	0,0439	0,0486	0,0474	0,0347	0,0463	0,0549	0,0440	0,0886
Rácio de Despesas não Financeiras	<u>Outros Rendimentos (não financeiros)</u> Total dos Activos	0,0506	0,0543	0,0551	0,0561	0,0454	0,0273	0,0264	0,0312

Quadro 6- R
Rácios do Montepio Geral

RACIOS		MPG 2002	MPG 2001	MPG 2000	MPG 1999	MPG 1998	MPG 1997	MPG 1996	MPG 1995
Margem Financeira Líquida	<u>Rendimento Financeiro Líquidos</u> Total dos Activos	0,0225	0,0262	0,0264	0,0316	0,0380	0,0404	0,0363	0,0390
Margin Não Financeira	<u>Rendimentos não Financeiros</u> Total Activos	0,0245	0,0267	0,0262	0,0384	0,0358	0,0365	0,0393	0,0369
Margem Operativa Líquida	<u>Total das Receitas - Total das Despesas</u> Activos Totais	0,0274	0,0310	0,0306	0,0361	0,0447	0,0458	0,0413	0,0433
Racio de Despesas sobre activos	<u>Despesas Totais</u> Total Activos	0,0546	0,0612	0,0551	0,0644	0,0691	0,0789	0,0927	0,1057
Racio de Despesas Financeiras	<u>Despesas Financeiras (juros)</u> Total Activos	0,0301	0,0345	0,0288	0,0260	0,0333	0,0425	0,0533	0,0688
Racio de Despesas não Financeiras	<u>Outros Rendimentos (não financeiros)</u> Total dos Activos	0,0066	0,0065	0,0065	0,0151	0,0106	0,0079	0,0074	0,0054

Quadro 7- R
Rácios da Caixa de Crédito Agrícola Mútuo

RACIOS		CCAM 2002	CCAM 2001	CCAM 2000	CCAM 1999	CCAM 1998	CCAM 1997	CCAM 1996	CCAM 1995
Margem Financeira Líquida	<u>Rendimento Financeiro Líquidos</u> Total dos Activos	0,0385	0,0368	0,0370	0,0366	0,0424	0,0376	0,0338	0,0317
Margin Não Financeira	<u>Rendimentos não Financeiros</u> Total Activos	0,0437	0,0370	0,0627	0,0420	0,0450	0,0382	0,0440	0,0506
Margem Operativa Líquida	<u>Total das Receitas - Total das Despesas</u> Activos Totais	0,0470	0,0444	0,0459	0,0448	0,0474	0,0402	0,0354	0,0396
Racio de Despesas sobre activos	<u>Despesas Totais</u> Total Activos	0,0656	0,0637	0,0863	0,0643	0,0753	0,0797	0,1014	0,1200
Racio de Despesas Financeiras	<u>Despesas Financeiras (juros)</u> Total Activos	0,0218	0,0268	0,0235	0,0223	0,0303	0,0415	0,0574	0,0694
Racio de Despesas não Financeira	<u>Outros Rendimentos (não financeiros)</u> Total dos Activos	0,0130	0,0127	0,0347	0,0184	0,0169	0,0101	0,0128	0,0151

Quadro 8- R
Rácios do Banco Internacional do Funchal - BANIF

RACIOS		BANIF 2002	BANIF 2001	BANIF 2000	BANIF 1999	BANIF 1998	BANIF 1997	BANIF 1996	BANIF 1995
Margem Financeira Líquida	<u>Rendimento Financeiro Líquidos</u> Total dos Activos	0,0220	0,0228	0,0241	0,0267	0,0311	0,0300	0,0236	0,0265
Margin Não Financeira	<u>Rendimentos não Financeiros</u> Total Activos	0,0378	0,0472	0,0407	0,0378	0,0424	0,0422	0,0336	0,0444
Margem Operativa Líquida	<u>Total das Receitas - Total das Despesas</u> Activos Totais	0,0332	0,0317	0,0350	0,0381	0,0426	0,0405	0,0328	0,0377
Racio de Despesas sobre activos	<u>Despesas Totais</u> Total Activos	0,0743	0,0829	0,0697	0,0603	0,0727	0,0763	0,0701	0,1033
Racio de Despesas Financeiras	<u>Despesas Financeiras (juros)</u> Total Activos	0,0365	0,0357	0,0290	0,0225	0,0303	0,0341	0,0365	0,0589
Racio de Despesas não Financeiras	<u>Outros Rendimentos (não financeiros)</u> Total dos Activos	0,0203	0,0286	0,0195	0,0152	0,0170	0,0154	0,0125	0,0206

Quadro 9 - R
Rácios do Banco Finância

RACIOS		FINANCIA 2002	FINANCIA 2001	FINANCIA 2001	FINANCIA 1999	FINANCIA 1998	FINANCIA 1997	FINANCIA 1996	FINANCIA 1995
Margem Financeira Líquida	<u>Rendimento Financeiro Líquidos</u> Total dos Activos	0,0460	0,0328	0,0515	0,0185	0,0237	0,0215	0,0208	0,0222
Margin Não Financeira	<u>Rendimentos não Financeiros</u> Total Activos	0,1558	0,1268	0,1585	0,0969	0,1058	0,1154	0,0429	0,0394
Margem Operativa Líquida	<u>Total das Receitas - Total das Despesas</u> Activos Totais	0,0674	0,0540	0,0724	0,0338	0,0318	0,0310	0,0366	0,0406
Rácio de Despesas sobre activos	<u>Despesas Totais</u> Total Activos	0,1981	0,1746	0,2228	0,1467	0,1663	0,1586	0,0910	0,1053
Rácio de Despesas Financeiras	<u>Despesas Financeiras (juros)</u> Total Activos	0,0424	0,0478	0,0642	0,0498	0,0605	0,0433	0,0481	0,0659
Rácio de Despesas não Financeiras	<u>Outros Rendimentos (não financeiros)</u> Total dos Activos	0,1269	0,1115	0,1258	0,0895	0,0848	0,1065	0,0347	0,0311

Quadro 10 - R
Rácios do Finibanco

RACIOS		FINIBANC 2002	FINIBANC 2001	FINIBANC 2000	FINIBANC 1999	FINIBANC 1998	FINIBANC 1997	FINIBANC 1996	FINIBANC 1995
Margem Financeira Líquida	<u>Rendimento Financeiro Líquidos</u> Total dos Activos	0,0447	0,0438	0,0387	0,0385	0,0349	0,0303	0,0230	0,0202
Margin Não Financeira	<u>Rendimentos não Financeiros</u> Total Activos	0,0921	0,0894	0,0964	0,0875	0,0992	0,0800	0,0577	0,0626
Margem Operativa Líquida	<u>Total das Receitas - Total das Despesas</u> Activos Totais	0,0623	0,0627	0,0556	0,0562	0,0513	0,0471	0,0336	0,0256
Racio de Despesas sobre activos	<u>Despesas Totais</u> Total Activos	0,1227	0,1304	0,1324	0,1162	0,1353	0,1195	0,0995	0,1047
Racio de Despesas Financeiras	<u>Despesas Financeiras (juros)</u> Total Activos	0,0307	0,0410	0,0360	0,0287	0,0361	0,0395	0,0418	0,0421
Racio de Despesas não Financeiras	<u>Outros Rendimentos (não financeiros)</u> Total dos Activos	0,0496	0,0611	0,0643	0,0542	0,0690	0,0572	0,0373	0,0439

Quadro 11 - R
Rátios do Banco Nacional de Crédito

RACIOS		BNC 2002	BNC 2001	BNC 2000	BNC 1999	BNC 1998	BNC 1997	BNC 1996	BNC 1995
Margem Financeira Líquida	<u>Rendimento Financeiro Líquidos</u> Total dos Activos	0,0218	0,0210	0,0239	0,0239	0,0264	0,0265	0,0252	0,0315
Margin Não Financeira	<u>Rendimentos não Financeiros</u> Total Activos	0,0258	0,0259	0,0300	0,0289	0,0283	0,0272	0,0257	0,0328
Margem Operativa Líquida	<u>Total das Receitas - Total das Despesas</u> Activos Totais	0,0274	0,0265	0,0299	0,0303	0,0314	0,0305	0,0282	0,0306
Rácio de Despesas sobre activos	<u>Despesas Totais</u> Total Activos	0,0552	0,0581	0,0567	0,0497	0,0561	0,0601	0,0621	0,0814
Rácio de Despesas Financeiras	<u>Despesas Financeiras (luros)</u> Total Activos	0,0294	0,0322	0,0267	0,0208	0,0278	0,0330	0,0364	0,0486
Rácio de Despesas não Financeiras	<u>Outros Rendimentos (não financeiros)</u> Total dos Activos	0,0121	0,0125	0,0141	0,0103	0,0075	0,0053	0,0039	0,0001

Quadro 12 - R
Rácios do Banco Bilbao Viscaya Argentária

RACIOS		BBVA 2002	BBVA 2001	BBVA 2000	BBVA 1999	BBVA 1998	BBVA 1997	BBVA 1996	BBVA 1995
Margem Financeira Líquida	<u>Rendimento Financeiro Líquidos</u> Total dos Activos	0,0193	0,0219	0,0184	0,0199	0,0246	0,0256	0,0302	0,0237
Margin Não Financeira	<u>Rendimentos não Financeiros</u> Total Activos	0,0442	0,0395	0,0331	0,0318	0,0387	0,0367	0,0354	0,0299
Margem Operativa Líquida	<u>Total das Receitas - Total das Despesas</u> Activos Totais	0,0343	0,0369	0,0340	0,0319	0,0406	0,0386	0,0425	0,0335
Racio de Despesas sobre activos	<u>Despesas Totais</u> Total Activos	0,0687	0,0747	0,0587	0,0527	0,0866	0,0867	0,1087	0,1336
Racio de Despesas Financeiras	<u>Despesas Financeiras (juros)</u> Total Activos	0,0245	0,0352	0,0255	0,0209	0,0479	0,0501	0,0733	0,1037
Racio de Despesas não Financeiras	<u>Outros Rendimentos (não financeiros)</u> Total dos Activos	0,0283	0,0235	0,0187	0,0144	0,0176	0,0138	0,0134	0,0110

Quadro 13- R
Rácios do Sector (Amostra)

RACIOS		CGD 2002	CGD 2001	CGD 2000	CGD 1999	CGD 1998	CGD 1997	CGD 1996	CGD 1995
Margem Financeira Líquida	<u>Rendimento Financeiro Líquidos</u> Total dos Activos	0,0217	0,0223	0,0215	0,0218	0,0258	0,0266	0,0243	0,0285
Margin Não Financeira	<u>Rendimentos não Financeiros</u> Total Activos	0,0686	0,0689	0,0654	0,0629	0,0612	0,0508	0,0417	0,0494
Margem Operativa Líquida	<u>Total das Receitas - Total das Despesas</u> Activos Totais	0,0332	0,0333	0,0333	0,0339	0,0394	0,0389	0,0352	0,0394
Racio de Despesas sobre activos	<u>Despesas Totais</u> Total Activos	0,0995	0,1082	0,1013	0,0958	0,1028	0,0965	0,0939	0,1207
Racio de Despesas Financeiras	<u>Despesas Financeiras (juros)</u> Total Activos	0,0310	0,0394	0,0359	0,0328	0,0416	0,0457	0,0521	0,0714
Racio de Despesas não Financeiras	<u>Outros Rendimentos (não financeiros)</u> Total dos Activos	0,0542	0,0561	0,0509	0,0471	0,0439	0,0331	0,0246	0,0288

QUADRO A - 1
EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS RUBRICAS BALANÇO E CONTA DE EXPLORAÇÃO

1. CAIXA GERAL DE DEPÓSITOS	2002 milhares Euros CGD	2001 milhares Euros CGD	2000 milhares Euros CGD	1999 milhares Euros CGD	1998 milhares Euros CGD	1.997 Milhares Euros CGD	1996 Milhares Euros CGD	1995 Milhares Euros CGD
Activo (Assets)	66.581.408	66.461.875	62.572.093	55.037.596	49.016.441	41.217.062	36.547.764	34.406.875
Capital social	2.450.000	2.450.000	2.250.000	2.000.000	1.745.793	1.496.394	1.496.394	1.496.394
V. Mob OO Conv. premio emissão Resv e res acum	184.173	363.198	400.603	550.593	581.786	454.000	359.298	184.880
T Sit Liquida (Equity)	2.634.173	2.813.198	2.650.603	2.550.593	2.327.579	1.950.393	1.855.692	1.681.273
JUROS E PROVEITOS EQUIPARADOS	3.096.911	4.142.531	3.478.824	3.627.374	3.822.944	2.897.925	2.836.723	3.012.380
OUTROS PROVEITOS	4.902.107	4.719.632	3.788.780	3.257.878	1.398.346	1.086.030	773.015	1.165.625
OUTPUT (PRODUÇÃO)	7.999.018	8.862.163	7.267.605	6.885.252	5.221.291	3.983.955	3.609.739	4.178.005
Extraordinarios	93.226	16.880	15.060	149.764	102.822	293.132	39.876	16.834
Associadas	40.166	32.364	-19.561	6.498	14.324	12.466	23.133	42.102
OUTPUT*(PRODUÇÃO+RESULT EXTRAORD)	8.132.410	8.911.407	7.263.103	7.041.513	5.338.437	4.289.553	3.672.748	4.236.941
JUROS E CUSTOS EQUIPARADOS	1.680.851	2.636.146	2.147.444	2.280.420	2.419.342	1.698.874	1.794.215	1.970.243
OUTROS CUSTOS EXPLORAÇÃO	4.368.686	4.275.853	3.352.584	2.738.828	790.217	728.586	523.141	913.155
CUSTOS DE ESTRUTURA	957.029	864.830	865.949	1.070.170	1.141.279	737.482	651.027	614.774
AMORTIZAÇÕES E PROVISÕES	344.961	345.685	326.554	420.464	411.895	398.905	306.913	336.401
INPUT (JUROS E OUTROS FACTORES PROD)	7.351.527	8.122.513	6.692.531	6.509.882	4.762.734	3.563.846	3.275.297	3.834.573
Rendimento bruto	780.882	788.894	570.572	531.631	575.703	725.707	397.451	402.368
Impostos s/ Lucros	116.024	133.356	139.116	174.964	221.581	193.793	145.076	107.113
Lucro líquido	664.858	655.537	431.456	356.668	354.121	531.914	252.375	295.255

QUADRO A - 2
EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS RUBRICAS BALANÇO E CONTA DE EXPLORAÇÃO

2. Banco Comercial Português	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares
	Euros	Euros	Euros	euros	euros	euros	euros	euros
	BCP	BCP	BCP	BCP	BCP	BCP	BCP	BCP
Activo (Assets)	61.851.573	62.960.708	61.979.004	68.313.211	32.038.308	27.124.815	25.372.590	25.618.236
Capital social	2.326.715	2.326.715	2.326.715	2.015.500	982.477	778.156	681.787	547.111
V. Mob OO Conv.	528.207							
premio emissão	715.117	715.203	715.203	729.739	574.601	199.065	116.126	0
Resv e res acum	-1.381.618	-854.742	-854.742	255.702	-17.894	-361.855	61.779	148.364
T Sit Liquida (Equity)	2.188.421	2.187.176	2.187.176	3.000.940	1.539.185	615.366	859.693	695.475
JUROS E PROVEITOS EQUIPARADOS	2.988.451	3.396.524	3.044.807	2.965.414	1.652.125	1.813.944	1.997.824	2.076.127
OUTROS PROVEITOS	1.371.552	1.411.752	1.583.502	1.791.308	775.440	1.021.403	793.334	560.903
OUTPUT (PRODUÇÃO)	4.360.003	4.808.276	4.628.309	4.756.722	2.427.564	2.835.347	2.791.158	2.637.030
Extraordinarios	108.603	58.572	188.438	442.574	217.620	119.256	32.565	52.300
Associadas	95.980	82.752	135.680	106.786	37.981	28.914	23.827	14.836
OUTPUT*(PRODUÇÃO+RESULT EXTRAORD)	4.564.586	4.949.600	4.952.427	5.306.082	2.683.166	2.983.518	2.847.551	2.704.166
JUROS E CUSTOS EQUIPARADOS	1.661.703	2.044.666	1.792.223	1.778.494	952.990	1.177.424	1.442.841	1.569.314
OUTROS CUSTOS EXPLORAÇÃO	404.429	462.540	600.009	821.377	249.602	545.668	275.946	139.865
CUSTOS DE ESTRUTURA	1.350.574	1.261.850	1.230.993	1.251.909	694.549	652.179	651.801	538.191
AMORTIZAÇÕES E PROVISÕES	749.042	434.152	520.960	684.712	360.944	245.223	248.656	227.862
INPUT (JUROS E OUTROS FACTORES PROD)	4.165.748	4.203.208	4.144.185	4.536.492	2.258.086	2.620.493	2.619.245	2.475.231
Rendimento bruto	398.838	746.392	808.242	769.590	425.080	363.024	228.306	228.935
Impostos s/ Lucros	55.379	84.455	129.698	60.479	50.862	69.071	24.822	30.085
Lucro liquido	343.459	661.937	678.544	709.112	374.218	293.953	203.484	198.850

QUADRO A - 3
EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS RUBRICAS BALANÇO E CONTA DE EXPLORAÇÃO

3. Banco Espírito Santo	2002 Milhares Euros BES	2001 Milhares Euros BES	2000 Milhares Euros BES	1999 Milhares euros BES	1998 Milhares EUROS BES	1997 MILHARES EUROS BES	1996 MILHARES EUROS BES	1995 MILHARES EUROS BES
Activo (Assets)	41.233.823	38.522.630	33.936.292	29.384.792	25.221.466	21.114.803	14.478.831	12.394.786
Capital social	1.500.000	1.000.000	1.000.000	587.500	586.088	435.780	435.780	380.912
V. Mob OO Conv.								
premio emissão	300.000	192.950	192.950	221.788	223.202	42.996	42.996	42.996
Resv e res acum	-20.981	13.025	13.025	139.251	125.931	180.874	144.833	135.764
T Sit Líquida (Equity)	1.779.019	1.205.975	1.205.975	948.539	935.221	659.650	623.609	559.672
JUROS E PROVEITOS EQUIPARADOS	2.339.249	2.622.939	2.486.816	1.737.882	1.655.984	1.569.602	1.133.760	1.251.356
OUTROS PROVEITOS	3.806.313	4.265.758	4.031.535	3.073.473	3.009.377	1.085.030	339.567	204.361
OUTPUT (PRODUÇÃO)	6.145.562	6.888.697	6.518.351	4.811.355	4.665.361	2.654.632	1.473.327	1.455.717
Extraordinarios	-40.589	-11.421	9.286	58.315	3.656	6.265	12.240	9.613
Associadas	77	5.520	4.828	-40.014	4.579	-783		
OUTPUT*(PRODUÇÃO+RESULT EXTRAORD)	6.105.050	6.882.796	6.532.465	4.829.656	4.673.596	2.660.114	1.485.567	1.465.422
JUROS E CUSTOS EQUIPARADOS	1.531.035	1.904.303	1.846.579	1.166.883	1.173.627	1.132.785	833.177	946.777
OUTROS CUSTOS EXPLORAÇÃO	3.266.887	3.762.506	3.448.729	2.620.310	2.595.155	724.115	166.469	92.805
CUSTOS DE ESTRUTURA	598.324	604.316	524.263	462.390	428.552	388.564	254.795	242.175
AMORTIZAÇÕES E PROVISÕES	415.571	327.022	366.388	260.438	230.769	195.359	95.558	65.521
INPUT (JUROS E OUTROS FACTORES PROD)	5.811.817	6.598.147	6.185.959	4.510.021	4.428.103	2.440.823	1.349.998	1.347.277
Rendimento bruto	293.233	284.649	346.506	319.635	245.493	219.292	135.569	118.145
Impostos s/ Lucros	38.476	38.554	63.987	48.508	42.627	35.315	28.471	25.817
Lucro líquido	254.757	246.095	282.519	271.127	202.866	183.977	107.098	92.328

QUADRO A - 4
EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS RUBRICAS BALANÇO E CONTA DE EXPLORAÇÃO

4. Banco Totta & Açores	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares
	Euros	Euros	euros	euros	euros	euros	euros	euros
	BTA	BTA	BTA	BTA	BTA	BTA	BTA	BTA
Activo (Assets)	26.864.083	27.365.861	23.166.108	18.257.449	17.361.066	17.257.626	17.531.575	6.926.058
Capital social	529.138	525.000	523.738	299.279	299.279	299.279	299.279	281.562
V. Mob OO Conv.								
premio emissão	1.193.363	1.174.331	1.212.080	167.539	167.539	167.539	167.539	75.491
Resv e res acum	-657.309	-856.120	-795.495	151.795	118.163	108.927	108.927	24.552
T Sit Liquida (Equity)	1.065.192	843.211	940.323	618.612	584.981	575.745	575.745	381.605
JUROS E PROVEITOS EQUIPARADOS	1.537.316	1.721.660	1.185.158	989.520	1.157.259	1.316.824	1.391.492	1.513.815
OUTROS PROVEITOS	1.897.229	1.736.076	476.707	385.215	657.088	650.924	539.856	506.922
OUTPUT (PRODUÇÃO)	3.434.545	3.457.736	1.661.865	1.374.735	1.814.347	1.967.748	1.931.348	2.020.737
Extraordinarios	-23.507	-40.036	253.073	39.226	154	-19.646	5.820	25.011
Associadas	-1.994	2.488	2.228	9.233	8.478	4.901	157	-7
OUTPUT*(PRODUÇÃO+RESULT EXTRAORD)	3.409.044	3.420.188	1.917.166	1.423.194	1.822.980	1.953.003	1.937.325	2.045.742
JUROS E CUSTOS EQUIPARADOS	939.199	1.062.342	674.810	544.059	665.752	824.097	958.536	1.083.963
OUTROS CUSTOS EXPLORAÇÃO	1.579.382	1.442.050	291.373	226.773	474.515	482.385	383.237	379.259
CUSTOS DE ESTRUTURA	419.765	472.108	380.321	332.946	335.272	318.598	329.786	312.164
AMORTIZAÇÕES E PROVISÕES	183.637	171.539	423.932	246.220	196.719	217.009	143.045	137.454
INPUT (JUROS E OUTROS FACTORES PROD)	3.121.983	3.148.039	1.770.436	1.349.998	1.672.257	1.842.090	1.814.605	1.912.839
Rendimento bruto	287.061	272.149	146.730	73.195	150.722	110.913	122.720	132.902
Impostos s/ Lucros	43.211	37.360	16.508	20.471	42.415	25.663	30.499	34.149
Lucro liquido	243.850	234.789	130.222	52.724	108.307	85.250	92.222	98.753

QUADRO A - 5
EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS RUBRICAS BALANÇO E CONTA DE EXPLORAÇÃO

5.Banco BPI	2002 Milhares Euros BPI	2001 Milhares Euros BPI	2000 Milhares Euros BPI	1999 Milhares euros BPI	1998 Milhares EUROS BPI	1997 milhares euros BPI	1996 milhares euros BPI	1995 milhares euros BPI
Activo (Assets)	25.669.074	24.792.945	21.907.376	16.550.540	15.579.878	15.419.544	14.366.136	6.926.058
Capital social	760.000	645.625	645.625	565.000	388.804	388.803	388.804	281.562
V. Mob OO Conv.								
premio emissão	286.833	201.052	201.052	80.115	118.388	118.390	118.388	75.491
Resv e res acum	-18.027	-71.273	-69.042	-119.167	-77.757	-137.863	-105.559	24.552
T Sit Liquida (Equity)	1.028.806	775.404	777.635	525.948	429.435	369.330	401.632	381.605
JUROS E PROVEITOS EQUIPARADOS	1.604.857	1.684.268	1.475.061	907.795	1.057.337	1.216.084	852.809	766.309
OUTROS PROVEITOS	1.299.750	1.347.421	1.207.120	928.367	707.984	420.801	379.318	216.224
OUTPUT (PRODUÇÃO)	2.904.607	3.031.689	2.682.181	1.836.162	1.765.321	1.636.885	1.232.126	982.533
Extraordinarios	-5.324	5.036	41.627	13.256	5.821	14.615	5.882	6.356
Associadas	7.885	14.491	11.955	14.557	18.871	5.447	5.687	3.482
OUTPUT*(PRODUÇÃO+RESULT EXTRAORD)	2.907.168	3.051.216	2.735.763	1.863.975	1.790.013	1.656.947	1.243.695	992.371
JUROS E CUSTOS EQUIPARADOS	1.127.657	1.204.612	1.039.435	573.482	722.122	846.405	632.617	613.619
OUTROS CUSTOS EXPLORAÇÃO	1.024.319	1.043.379	929.470	666.714	445.397	198.766	228.120	153.254
CUSTOS DE ESTRUTURA	442.271	456.695	434.645	388.811	370.619	366.028	212.103	136.703
AMORTIZAÇÕES E PROVISÕES	118.307	136.360	126.126	67.513	67.977	94.268	78.894	38.020
INPUT (JUROS E OUTROS FACTORES PROD)	2.712.554	2.841.046	2.529.676	1.696.520	1.606.115	1.505.467	1.151.735	941.597
Rendimento bruto	194.614	210.170	206.087	167.455	183.898	151.480	91.960	50.774
Impostos s/ Lucros	44.743	59.630	31.424	24.641	30.483	21.748	1.872	2.386
Lucro liquido	149.871	150.540	174.663	142.814	153.415	129.732	90.088	48.388

QUADRO A - 6
EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS RUBRICAS BALANÇO E CONTA DE EXPLORAÇÃO

6. Montepio Geral	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	MILHARES	MILHARES	milhares	MILHÕES
	Euros	Euros	Euros	Euros	Euros	Euros	Euros	Euros
	MPG	MPG	MPG	MG	MPG	MPG	MPG	MPG
Activo (Assets)	11.386.742	10.125.242	8.422.059	6.802.457	4.973.335	3.952.328	3.168.105	2.500.442
Capital social	365.000	245.000	199.519	154.627	95.246	68.033	68.834	58.858
V. Mob OO Conv.								
premio emissão								
Resv e res acum	156.001	141.053	127.587	113.352	83.997	62.048	58.528	47.691
T Sit Liquida (Equity)	521.001	386.053	327.106	267.980	179.243	130.080	127.362	106.549
JUROS E PROVEITOS EQUIPARADOS	598.515	613.905	464.897	391.785	354.639	327.668	283.862	269.684
OUTROS PROVEITOS	75.133	65.758	55.134	102.998	52.616	31.368	23.359	13.378
OUTPUT (PRODUÇÃO)	673.648	679.663	520.031	494.783	407.255	359.036	307.221	283.062
Extraordinarios	152	-1.076	-180	-1.381	1.522	-916	2.155	2.923
Associadas	87	0	0	499			0	
OUTPUT*(PRODUÇÃO+RESULT EXTRAORD)	673.887	678.587	519.851	493.900	408.777	358.120	309.376	285.985
JUROS E CUSTOS EQUIPARADOS	342.425	348.929	242.666	176.812	165.500	167.893	169.001	172.073
OUTROS CUSTOS EXPLORAÇÃO	19.255	17.169	19.793	72.702	19.420	10.296	7.258	2.731
CUSTOS DE ESTRUTURA	177.362	166.815	147.178	133.625	106.950	89.910	80.639	69.019
AMORTIZAÇÕES E PROVISÕES	82.134	86.526	54.060	54.627	51.571	43.926	36.763	20.524
INPUT (JUROS E OUTROS FACTORES PROD)	621.176	619.439	463.697	437.767	343.442	312.026	293.661	264.347
Rendimento bruto	52.711	59.148	56.154	56.134	65.335	46.094	15.715	21.638
Impostos s/ Lucros	0	0	0				0	0
Lucro líquido	52.711	59.148	56.154	56.134	65.335	46.094	15.715	21.638

QUADRO A - 7
EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS RUBRICAS BALANÇO E CONTA DE EXPLORAÇÃO

7. Caixa de Crédito Agrícola Mútuo	2002 Milhares Euros CCAM	2001 Milhares Euros CCAM	2000 Milhares Euros CCAM	1999 Milhares Euros CCAM	1998 Milhares Euros CCAM	1997 Milhares Euros CCAM	1996 Milhares Euros CCAM	1995 Milhares Euros CCAM
Activo (Assets)	7.933.374	7.500.886	7.078.568	6.412.422	5.742.533	5.294.629	4.854.859	4.477.301
Capital social	539.953	481.276	444.956	437.294	329.768	244.176	211.718	188.363
V. Mob OO Conv. premio emissão								
Resv e res acum	-68.646	-59.094	-55.990	-170.319	-198.412	-202.533	-206.377	-160.686
T Sit Líquida (Equity)	471.306	422.182	388.965	266.975	131.356	41.643	5.341	27.677
JUROS E PROVEITOS EQUIPARADOS	478.695	477.250	428.731	377.936	417.202	418.448	442.773	452.793
OUTROS PROVEITOS	102.802	94.928	245.671	117.717	97.288	53.290	62.341	67.812
OUTPUT (PRODUÇÃO)	581.497	572.177	674.402	495.652	514.489	471.738	505.114	520.605
Extraordinarios	-7.208	-7.375	21.953	24.670	-6.401	8.819	15.396	3.408
Associadas				0	0	150	1.506	0
OUTPUT*(PRODUÇÃO+RESULT EXTRAORD)	574.290	564.802	696.355	520.323	508.088	480.707	522.015	524.013
JUROS E CUSTOS EQUIPARADOS	173.294	200.879	166.546	143.203	173.987	219.492	278.871	310.701
OUTROS CUSTOS EXPLORAÇÃO	35.431	38.090	182.712	65.293	68.150	39.260	54.518	32.639
CUSTOS DE ESTRUTURA	173.197	157.337	155.526	145.924	135.141	113.998	108.966	104.735
AMORTIZAÇÕES E PROVISÕES	138.253	81.864	105.924	58.018	55.219	49.034	49.921	89.351
INPUT (JUROS E OUTROS FACTORES PROD)	520.176	478.170	610.708	412.439	432.497	421.785	492.276	537.426
Rendimento bruto	54.114	86.632	85.647	107.883	75.591	58.922	29.740	-13.414
Impostos s/ Lucros	22.115	22.983	28.344	28.825	19.501	258	547	9.761
Lucro líquido	31.999	63.649	57.302	79.058	56.090	58.664	29.192	-23.175

QUADRO A - 8
EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS RUBRICAS BALANÇO E CONTA DE EXPLORAÇÃO

8. Banco Internacional do Funchal - BANIF	2002 Milhares Euros BANIF	2001 Milhares Euros BANIF	2000 Milhares Euros BANIF	1999 Milhares Euros BANIF	1998 Milhares Euros BANIF	1997 Milhares Euros BANIF	1996 Milhares Euros BANIF	1995 Milhares Euros BANIF
Activo (Assets)	6.066.775	5.710.877	4.581.396	3.649.199	3.337.342	3.240.548	2.721.893	1.698.526
Capital social	200.000	150.000	150.000	150.000	149.639	112.230	112.230	87.290
V. Mob OO Conv.								
premio emissão	58.214	58.214	58.214	58.214	58.574	34.916	34.916	32.422
Resv e res acum	36.978	30.514	25.538	19.978	18.030	23.917	21.039	31.094
T Sit Liquida (Equity)	295.192	238.728	233.752	228.192	226.244	171.062	168.184	150.805
JUROS E PROVEITOS EQUIPARADOS	354.912	333.672	243.276	179.618	204.634	207.724	163.671	144.975
OUTROS PROVEITOS	122.878	163.216	89.305	55.557	56.818	49.834	34.041	35.031
OUTPUT (PRODUÇÃO)	477.790	496.888	332.581	235.174	261.452	257.558	197.712	180.006
Extraordinarios	104	-389	8.234	3.918	2.044	4.223	1.940	591
Associadas	4.980	4.774	3.053	2.371	1.817	1.732	-53	6
OUTPUT*(PRODUÇÃO+RESULT EXTRAORD)	482.874	501.273	343.868	241.463	265.313	263.514	199.599	180.603
JUROS E CUSTOS EQUIPARADOS	221.372	203.692	133.020	82.077	100.966	110.462	99.462	100.038
OUTROS CUSTOS EXPLORAÇÃO	54.729	112.343	39.249	14.066	18.200	15.804	9.011	15.966
CUSTOS DE ESTRUTURA	118.364	111.876	104.212	83.519	77.647	70.646	49.073	39.052
AMORTIZAÇÕES E PROVISÕES	56.420	45.619	42.903	40.251	45.668	50.231	33.298	20.339
INPUT (JUROS E OUTROS FACTORES PROD)	450.885	473.530	319.384	219.912	242.482	247.144	190.844	175.395
Rendimento bruto	31.989	27.743	24.484	21.551	22.831	16.369	8.755	5.208
Impostos s/ Lucros	9.213	5.313	4.383	4.318	4.874	774	384	182
Lucro líquido	22.776	22.430	20.101	17.233	17.957	15.595	8.371	5.026

QUADRO A - 9
EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS RUBRICAS BALANÇO E CONTA DE EXPLORAÇÃO

9. Banco Finância	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares
	Euros	Euros	Euros	Euros	Euros	Euros	Euros	Euros
	Financia	Financia	Financia	Financia	Financia	Financia	Financia	Financia
Activo (Assets)	1.153.155	1.421.604	990.001	1.065.939	1.198.315	1.231.338	818.863	532.875
Capital social	75.000	50.000	50.000	49.880	49.880	49.880	49.880	49.880
V. Mob OO Conv.								
premio emissão		14.452	14.452	14.572	37.766	37.766	0	0
Resv e res acum	33.807	33.454	4.765	-1.737	-30.275	4.497	39.674	40.376
T Sit Liquida (Equity)	108.807	97.906	69.217	62.715	57.371	92.143	89.553	90.255
JUROS E PROVEITOS EQUIPARADOS	101.842	114.606	114.606	72.807	100.896	79.719	56.433	46.961
OUTROS PROVEITOS	146.353	158.513	124.547	95.359	101.662	131.098	28.406	16.584
OUTPUT (PRODUÇÃO)	248.195	273.119	239.153	168.166	202.558	210.818	84.839	63.545
Extraordinarios	3.148	-6.580	5.835	440	-332	-5.581	1.671	1.064
Associadas	41	114	4.456	2.815	5.758	2.584	-11	2.083
OUTPUT*(PRODUÇÃO+RESULT EXTRAORD)	251.384	266.653	249.444	171.422	207.983	207.821	86.498	66.692
JUROS E CUSTOS EQUIPARADOS	48.841	68.023	63.601	53.125	72.518	53.260	39.366	35.116
OUTROS CUSTOS EXPLORAÇÃO	121.622	128.347	103.839	78.988	91.985	119.346	15.538	6.817
CUSTOS DE ESTRUTURA	37.736	34.706	22.126	20.833	18.537	13.842	10.300	9.469
AMORTIZAÇÕES E PROVISÕES	20.293	17.173	30.989	3.432	16.276	8.880	9.309	4.694
INPUT (JUROS E OUTROS FACTORES PROD)	228.492	248.249	220.555	156.379	199.316	195.327	74.513	56.096
Rendimento bruto	22.892	18.404	28.889	15.043	8.668	12.493	11.985	10.596
Impostos s/ Lucros	1.918	623	549	1.528	91	15	9	12
Lucro liquido	20.974	17.781	28.340	13.515	8.577	12.478	11.976	10.584

QUADRO A - 10
EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS RUBRICAS BALANÇO E CONTA DE EXPLORAÇÃO

10. Finibanco	2002 Milhares Euros Finibanco	2001 Milhares Euros Finibanco	2000 Milhares Euros Finibanco	1999 Milhares Euros Finibanco	1998 Milhares Euros Finibanco	1.997 Milhares Euros Finibanco	1.996 Milhares Euros Finibanco	1995 Milhares Euros Finibanco
Activo (Assets)	1.524.993	1.393.296	1.332.146	1.118.444	1.053.139	923.122	769.383	353.546
Capital social	80.000	80.000	79.808	79.808	79.808	70.829	70.829	49.880
V. Mob OO Conv. premio emissão						5.307	7.178	7.512
Resv e res acum	365	0	11.061	7.417	123	-4.041	771	400
T Sit Liquida (Equity)	80.365	80.000	90.869	87.225	79.931	72.095	78.778	57.792
JUROS E PROVEITOS EQUIPARADOS	114.868	118.163	99.449	75.170	74.756	64.449	49.794	22.016
OUTROS PROVEITOS	75.694	85.195	85.616	60.611	72.706	52.760	28.724	15.534
OUTPUT (PRODUÇÃO)	190.562	203.358	185.065	135.781	147.462	117.209	78.518	37.550
Extraordinarios	-423	-162	456	2.862	3.659	-253	248	87
Associadas	0	7	351	435	790	308	0	0
OUTPUT*(PRODUÇÃO+RESULT EXTRAORD)	190.139	203.203	185.872	139.078	151.911	117.264	78.766	37.637
JUROS E CUSTOS EQUIPARADOS	46.763	57.171	47.935	32.095	37.982	36.488	32.127	14.880
OUTROS CUSTOS EXPLORAÇÃO	48.853	58.874	63.033	40.787	55.481	37.285	20.536	13.608
CUSTOS DE ESTRUTURA	51.418	49.750	45.955	41.080	35.873	26.599	16.777	5.971
AMORTIZAÇÕES E PROVISÕES	40.131	15.909	19.404	15.978	13.131	9.929	7.076	2.568
INPUT (JUROS E OUTROS FACTORES PROD)	187.165	181.704	176.327	129.940	142.467	110.301	76.516	37.027
Rendimento bruto	2.974	21.499	9.545	9.138	9.444	6.964	2.249	610
Impostos s/ Lucros	1.686	1.562	1.172	3.343	1.405	2.370	568	209
Lucro liquido	1.288	19.937	8.373	5.795	8.039	4.594	1.681	400



QUADRO A - 11
EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS RUBRICAS BALANÇO E CONTA DE EXPLORAÇÃO

11. Banco Nacional de Crédito - BNC	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares
	Euros	Euros	Euros	Euros	Euros	Euros	Euros	Euros
	BNC	BNC	BNC	BNC	BNC	BNC	BNC	BNC
Activo (Assets)	3.659.795	3.279.945	2.692.049	2.125.550	1.670.180	1.305.785	1.027.547	651.674
Capital social	175.000	175.000	175.000	124.699	124.699	92.278	74.820	59.856
V. Mob OO Conv.								
premio emissão	7.781	7.781	7.781	7.050	7.050	2.311	8.854	2.868
Resv e res acum	46.071	31.376	19.588	17.049	11.705	4.462	1.976	748
T Sit Líquida (Equity)	228.852	214.157	202.369	148.798	143.454	99.050	85.650	63.471
JUROS E PROVEITOS EQUIPARADOS	187.099	174.426	136.282	95.150	90.496	77.665	63.296	52.193
OUTROS PROVEITOS	44.254	41.140	37.869	21.990	12.605	6.969	4.038	90
OUTPUT (PRODUÇÃO)	231.353	215.566	174.151	117.140	103.101	84.634	67.334	52.282
Extraordinarios	5.596	1.609	-108	195	-144	-577	148	0
Associadas	-42	-395	-953	-13	0	0	0	0
OUTPUT*(PRODUÇÃO+RESULT EXTRAORD)	236.907	216.780	173.090	117.323	102.957	84.056	67.482	52.282
JUROS E CUSTOS EQUIPARADOS	107.422	105.477	71.844	44.312	46.446	43.039	37.362	31.666
OUTROS CUSTOS EXPLORAÇÃO	23.474	23.028	21.842	8.472	4.135	1.729	1.023	692
CUSTOS DE ESTRUTURA	51.035	46.138	42.495	36.255	30.315	23.620	17.039	11.680
AMORTIZAÇÕES E PROVISÕES	19.972	15.931	16.523	16.632	12.749	10.117	8.381	9.034
INPUT (JUROS E OUTROS FACTORES PROD)	201.903	190.574	152.704	105.670	93.644	78.505	63.805	53.072
Rendimento bruto	35.004	26.206	20.386	11.653	9.313	5.551	3.677	-789
Impostos s/ Lucros	9.093	7.136	5.051	2.661	2.124	1.451	1.232	548
Lucro líquido	25.911	19.070	15.335	8.992	7.190	4.100	2.445	-1.338

QUADRO A - 12
EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS RUBRICAS BALANÇO E CONTA DE EXPLORAÇÃO

12. Banco Bilbao Viscaya & Argentária - BBVA	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares	Milhares
	Euros	Euros	Euros	Euros	Euros	Euros	Euros	Euros
	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA
Activo (Assets)	3.218.604	2.959.271	2.536.418	1.712.185	1.314.479	1.238.310	1.069.591	1.155.827
Capital social	125.000	125.000	125.000	69.832	69.832	69.832	69.832	69.832
V. Mob OO Conv.								
premio emissão	7.008	7.008	7.008		0	0	0	
Resv e res acum	33.269	33.948	32.054	26.923	37.256	40.336	34.600	31.596
T Sit Liquida (Equity)	165.277	165.956	164.062	96.755	107.088	110.168	104.431	101.427
JUROS E PROVEITOS EQUIPARADOS	141.197	168.999	111.352	69.860	95.315	93.738	110.651	147.269
OUTROS PROVEITOS	90.934	69.632	47.347	24.580	23.164	17.082	14.316	12.682
OUTPUT (PRODUÇÃO)	232.131	238.631	158.699	94.440	118.479	110.819	124.967	159.952
Extraordinarios	-1.917	-3.950	-749	324	-334	-33	-38	-283
Associadas	-1.496	-28		1.465	805	512	324	
OUTPUT*(PRODUÇÃO+RESULT EXTRAORD)	228.718	234.653	158.855	96.230	118.949	111.298	125.253	159.669
JUROS E CUSTOS EQUIPARADOS	78.939	104.207	64.718	35.767	62.975	61.980	78.392	119.842
OUTROS CUSTOS EXPLORAÇÃO	42.937	25.186	7.765	4.019	2.184	1.050	1.115	1.376
CUSTOS DE ESTRUTURA	67.921	69.223	61.403	41.531	37.076	31.092	28.583	23.990
AMORTIZAÇÕES E PROVISÕES	31.462	22.540	14.885	8.961	11.635	13.269	8.165	9.247
INPUT (JUROS E OUTROS FACTORES PROD)	221.259	221.156	148.771	90.277	113.869	107.390	116.254	154.455
Rendimento bruto	7.459	13.497	10.084	5.952	5.080	3.908	8.999	5.213
Impostos s/ Lucros	1.097	2.027	2.477	1.142	2.002	1.223	3.262	2.209
Lucro liquido	6.362	11.470	7.607	4.810	3.078	2.686	5.736	3.004

QUADRO A - 13
EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS RUBRICAS BALANÇO E CONTA DE EXPLORAÇÃO

13. Sector	2002 Milhares Euros SECTOR	2001 Milhares Euros SECTOR	2000 Milhares Euros SECTOR	1999 Milhares Euros SECTOR	1998 Milhares Euros SECTOR	1.997 Milhares Euros SECTOR	1996 Milhares Euros SECTOR	1995 Milhares Euros SECTOR
Activo (Assets)	257.143.399	252.495.140	231.193.511	210.429.785	158.506.482	139.319.912	122.727.136	97.642.204
Capital social	9.125.806	8.253.616	7.970.361	6.533.419	4.901.313	4.105.668	3.960.185	3.551.499
V. Mob OO Conv.	528.207	0	0	0	0	0	0	0
premio emissão	2.568.316	2.370.991	2.408.740	1.279.017	1.187.121	608.291	495.997	236.780
Resv e res acum	-1.655.918	-1.194.661	-1.141.047	990.837	652.653	172.768	519.489	509.329
T Sit Liquida (Equity)	10.566.411	9.429.946	9.238.053	8.803.272	6.741.088	4.886.728	4.975.670	4.297.608
JUROS E PROVEITOS EQUIPARADOS	13.543.912	15.568.942	13.269.260	11.490.311	10.683.586	10.083.789	9.383.087	9.755.876
OUTROS PROVEITOS	13.934.999	14.159.021	11.773.132	9.915.053	6.965.094	4.606.590	3.020.315	2.815.147
OUTPUT (PRODUÇÃO)	27.478.911	29.727.963	25.042.393	21.405.364	17.648.680	14.690.380	12.403.403	12.571.023
Extraordinarios	131.862	11.108	542.925	734.163	330.087	419.303	117.902	117.905
Associadas	145.684	142.087	142.037	104.632	93.403	56.231	54.571	62.502
OUTPUT*(PRODUÇÃO+RESULT EXTRAORD)	27.756.456	29.881.158	25.728.259	22.244.158	18.072.170	15.165.914	12.575.875	12.751.523
JUROS E CUSTOS EQUIPARADOS	7.959.502	9.940.447	8.290.822	6.910.730	6.594.206	6.372.199	6.395.967	6.968.233
OUTROS CUSTOS EXPLORAÇÃO	10.990.004	11.389.365	9.060.398	7.358.330	4.814.442	2.904.291	1.685.912	1.752.166
CUSTOS DE ESTRUTURA	4.444.997	4.295.644	4.015.066	4.008.993	3.411.811	2.832.558	2.410.890	2.107.922
AMORTIZAÇÕES E PROVISÕES	2.200.183	1.700.320	2.048.648	1.877.246	1.474.553	1.336.149	1.025.980	961.016
INPUT (JUROS E OUTROS FACTORES PROD)	25.594.685	27.325.776	23.414.934	20.155.298	16.295.012	13.445.197	11.518.750	11.789.337
Rendimento bruto	2.161.771	2.555.382	2.313.325	2.088.860	1.777.158	1.720.717	1.057.126	962.187
Impostos s/ Lucros	342.955	392.999	422.709	370.879	417.967	351.680	236.742	212.473
Lucro Ilquido	1.818.816	2.162.384	1.890.617	1.717.981	1.359.192	1.369.037	820.384	749.714

APÊNDICE 2

Quadro 1-A
Tabela 1-A
RESULTADOS DE REGRESSÃO

Compradores - Bidders												
	Data Evento	Banco Adquirente	Instit. Visada (Target)	Beta	Stat t	Constante (Intercepção)	Stat t	Intervalo conf. de Beta		R ²	Erro Padrão	n° obs
								Limite inf	Limite sup			
1	10.01.1995	BCP	BPA	0,0037461	28,8113411	-4,3961849	-7,6581299	0,0034900	0,0040023	0,7735519	0,6897148	245
2	28.03.1995	MC	BPSM	-0,0011577	-6,0808693	16,3618909	20,0162472	-0,0015327	-0,0007827	0,1320715	0,9074833	245
3	26.04.1995	MC	BTA	-0,0000658	-0,3119015	11,7555637	13,2084471	-0,0004810	0,0003495	0,0004002	0,8265626	245
4	2.07.1996	BANIF	BCA	0,0005086	11,0510961	4,9101382	25,9881539	0,0004180	0,0005993	0,3344776	0,1480308	245
5	28.08.1996	BPI	BFE	-0,0004194	-1,9594145	11,8214631	13,1633539	-0,0008410	0,0000022	0,0155539	0,9288232	245
6	31.07.1997	BCP	BPA	0,00269634	70,86175444	-3,6593997	-17,1944977	0,00262139	0,002771292	0,9538408	0,5041654	245
7	7.02.1998	BPI	UNIVERSO	0,0035678	113,4417241	-9,2413089	-39,7690002	0,0035058	0,0036297	0,9814674	0,4983864	245
8	22.05.1998	BPI	FUSAO	0,0036846	134,9302336	-10,0807711	-40,6922707	0,0036308	0,0037384	0,9868287	0,8114072	245
9	8.06.1998	BCP	BPA	0,0027027	67,2609663	-3,8169676	-10,0914365	0,0026235	0,0027818	0,9490249	1,2933032	245
10	19.07.1999	BCP	BPSM	0,0002625	17,6706024	2,4630066	15,8367011	0,0002332	0,0002917	0,5623594	0,1483895	245
11	21.07.1999	BANIF	PRIMUS	0,0010208	16,5672316	-1,9108444	-2,8089679	0,0008994	0,0011422	0,5304104	0,9856351	245
12	11.01.2000	BCP	Banco Mello	-0,0003082	-0,7363498	9,2302653	2,1120365	0,6217298	17,8388009	0,0022264	4,1701429	245
13	9.02.2000	BCP	Imperio+B. Mello	0,0002745	16,5475384	2,3854781	13,7234025	0,0002418	0,0003072	0,5298179	0,1748363	245
14	3.04.2000	BCP	BPSM	0,0001618	13,9714961	3,5535606	28,4229910	0,0001390	0,0001846	0,4454621	0,2198849	245
15	12.5.2000	BCP	BPSM	0,0001248	13,8172782	3,9054190	38,7776793	0,0001070	0,0001425	0,4399853	0,2171077	245
16	19.05.2000	BES	Tranquilidade	0,0009338	17,8285443	14,3513970	24,4441148	0,0008306	0,0010370	0,5667345	1,2720506	245
17	19.06.2000	BCP	FUSAO BPA-ML	0,0001168	12,4312581	3,9543300	37,0060964	0,0000983	0,0001353	0,3887349	0,2277849	245
18	15.12.2000	BCP	BPSM	-0,0000775	-4,6939084	6,5245894	32,3849144	-0,0001100	-0,0000449	0,0831323	0,2462812	245
19	11.01.2000	BPI	DOURO	-0,0000070	-0,5454549	3,9256491	24,9892805	-0,0000324	0,0000183	0,0012229	0,1997335	245
20	20.03.2003	BANIF	BCA	0,0003088	20,9206187	3,3671371	35,4300546	0,0002798	0,0003379	0,6430000	0,1942605	245
21	27.06.2003	BANIF	BCA	0,0004761	9,1354795	2,1846072	7,2031065	0,0003734	0,0005787	0,2556447	0,3804128	245
22	10.07.2003	BPI	UNIVERSO	0,0002269	9,8407428	0,9036278	6,7890415	0,0001815	0,0002724	0,2849581	0,1444973	245

Tabela 1- B
RESULTADOS DE REGRESSÃO

Adquiridos - Targets												
	data evento	Banco Bidder	Operação Target	Beta	Stat t	Constante (Interepção)	Stat t	Intervalo conf. de Beta		R ²	Erro Padrão	n° obs
								Limite inf	Limite sup			
1	10.01.1995	BCP	BPA	0,0025556	17,7869123	0,6516448	1,0272621	0,0022726	0,0028386	0,5655860	0,7621597	245
2	26.04.1995	BPSM/MC	BTA	0,0038938	25,6436690	-0,4436922	-0,6921663	0,0035947	0,0041929	0,7301792	0,5953267	245
3	31.07.97	BCP - aq. Imp.	BPA	-0,0002321	-5,1823129	13,8719963	55,3808672	-0,0003203	-0,0001439	0,0995210	0,5933786	245
4	8.06.1998	BCP - aq. Imp.	BPA	0,0011574	19,9389775	3,7847553	6,9264793	0,0010431	0,0012718	0,6206461	1,8683583	245
5	19.07.1999	BCP	BPSM	0,0001461	1,2840185	16,2923849	13,6784845	-0,0000780	0,0003701	0,0067391	1,1364469	245
6	11.11.1999	BSCH	BTA	0,0012052	3,9905989	5,7602954	1,8174036	0,0006103	0,0018001	0,0615039	2,9976136	245
7	11.01.2000	BCP	Banco Mello	0,0005289	11,4713128	3,8555748	8,0202080	0,0004380	0,0006197	0,3619204	0,4555734	234
8	9.2.2000	BCP	Banco Mello	0,0004086	9,0508230	5,0661303	10,7092927	0,0003197	0,0004975	0,2521176	0,4758099	245
9	9.2.2000	BCP	C. Seg. Império	0,0001016	3,0670894	5,9524500	17,1424606	0,0000363	0,0001668	0,0372693	0,3634324	245
10	3.04.2000	BCP	BPSM	0,0015854	24,0965362	2,4207244	3,4082649	0,0014558	0,0017150	0,7049693	1,2491466	245
11	6.04.2000	CGD/	MC	0,0052727	13,9137382	-16,8757557	-4,1028449	0,0045262	0,0060191	0,4434164	7,6583466	245
12	7.04.2000	BSCH	CPP/BTA	0,0020675	14,0815903	-2,5687926	-1,6089134	0,0017783	0,0023567	0,4493432	3,0242729	245
13	19.04.2000	CGD/	MC	0,0050715	15,8927053	-14,2539523	-4,0547863	0,0044430	0,0057001	0,5096635	7,2457358	245
14	19.04.2000	BSCH	BTA	0,0020174	15,7483514	-1,8848805	-1,3357092	0,0017650	0,0022697	0,5051023	2,9086207	245
15	19.05.2000	BES	Tranquilidade	0,0019380	22,4036005	5,8546440	6,0378566	0,0017676	0,0021084	0,6737911	2,1008847	245
16	31.10.2000	BBVA	Credit Lyonnais	0,0000774	7,2382329	2,4143420	18,6576085	0,0000563	0,0000985	0,1773644	0,1881302	245
17	20.03.2003	BANIF	BCA	0,0003479	20,5289886	2,8845145	26,4370683	0,0003145	0,0003813	0,6342781	0,2230257	245
18	5.06.2003	RENTIPAR	BANIF	0,0004168	10,1497823	2,5233105	10,3409118	0,0003359	0,0004977	0,2977246	0,3828330	245
19	27.06.2003	BANIF	BCA	0,0006415	23,9329599	1,1508764	7,3773382	0,0005887	0,0006943	0,7021280	0,1956729	245
20	7.08.2003	CCAM	Central	0,0009014	6,1944187	-3,5693999	-4,3052448	0,0006148	0,0011881	0,1363710	0,6580090	245

Quadro 2-A								
RENDIMENTOS ANORMAIS - BIDDERS								
Evento	1	2	3	4	5	6	7	8
Data	10.01.95	28.03.95	26.04.95	2.07.96	28.08.96	31.07.97	7.02.98	22.05.98
Targets	BPA	BPSM	BTA	BCA	BFE	BPA	Universo	BFE+BB+ BFB-Fu
Bidders	BCP	MC	MC	BANIF	BPI	BCP	BPI	BPI
t	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj
-20	-0,72659	-1,01023	-1,49413	-0,16197	0,15012	-0,1674	0,10107	2,91695
-19	-0,76787	-1,09615	-1,70831	0,02136	0,19320	-0,27321	0,15492	3,71603
-18	-0,78492	-0,7655	-1,51375	0,02530	0,15779	-0,68806	0,05531	3,31172
-17	-0,71282	-0,75332	-1,48389	0,12917	0,08628	-0,89488	-0,15926	3,44579
-16	-0,72120	-1,07766	-1,26319	0,13622	-0,03191	-1,21827	-0,03462	3,13291
-15	-0,73324	-0,68376	-1,26280	0,14023	-0,00437	-1,33767	0,18539	3,52971
-14	-0,76661	-1,11127	0,28322	0,05825	0,03704	-1,28582	0,04455	4,44773
-13	-0,68270	-1,09103	-1,13744	0,03983	0,14118	-1,27953	0,57014	4,34732
-12	-0,65649	-0,67571	-1,32495	0,01972	0,13743	-0,82987	1,04220	3,34714
-11	-0,70522	-1,35423	-1,31811	-0,09901	-0,01255	-0,54753	1,33449	2,86229
-10	-0,65690	-1,52816	-1,36343	-0,09406	0,09164	-0,54123	1,72005	2,81018
-9	-0,65637	-1,15799	-1,37861	-0,11106	0,09478	-0,56942	2,64964	2,43315
-8	-0,90402	-1,11973	-1,35966	-0,11051	0,19312	-0,51015	2,09879	2,33052
-7	-0,80246	-0,96979	-1,37866	-0,12370	0,12177	-0,42139	2,00463	2,15733
-6	-0,91333	-0,98153	-1,31791	-0,13143	0,11749	-0,35662	2,03906	1,81868
-5	-0,82915	-1,96405	-1,34588	-0,14493	0,15044	-0,54225	1,74079	1,57022
-4	-0,87630	-1,66284	-1,34485	-0,15683	0,68106	-0,61894	1,87710	0,55661
-3	-1,04164	-1,60538	-1,34478	-0,15981	0,68554	-0,59907	1,44299	0,04837
-2	-1,02441	-1,69129	-1,34370	-0,01871	0,68990	-0,40623	1,23958	0,35638
-1	-0,89221	-1,90033	-1,34542	-0,01627	0,70434	-0,52379	1,20628	0,12615
0	-0,88806	-1,70524	-6,44351	0,03264	-0,36319	-0,33456	1,20628	-0,19961
1	-1,33862	-1,67665	-6,02021	-0,07315	-0,42163	-0,04281	0,88451	-0,36677
2	-1,23886	-1,4355	-6,04745	-0,36934	-0,44405	-0,26171	1,16225	0,01669
3	-1,24080	-1,42866	-6,32067	-0,44429	-0,37373	-0,10801	1,60307	-0,78945
4	-1,21053	0,11321	-6,24686	-0,42032	-0,36978	-0,04312	1,11248	-0,85745
5	-1,14520	-1,29233	-6,24554	-0,42469	-0,25529	-0,02726	1,01900	-0,82353
6	-1,17660	-1,44599	-6,19430	-0,42502	-0,30847	-0,11021	0,93595	-1,04784
7	-1,11980	-1,40839	-6,24399	-0,39949	-0,26953	-0,24051	1,16829	-1,43962
8	-1,07322	-1,46079	-6,29496	-0,39589	-0,23817	-0,10093	1,32853	-1,68165
9	-1,09822	-1,47962	-6,29335	-1,00979	-0,22547	-0,09831	1,46921	-2,64658
10	-0,98735	-1,47738	-6,23732	-0,99603	-0,25195	-0,29509	2,16109	-2,76185
11	-0,76627	-1,48058	-6,21594	-1,01319	-0,27686	-0,17515	2,49851	-2,88639
12	-0,63152	-1,40491	-6,21630	-1,11425	-0,33008	-0,09249	2,78035	-2,95433
13	-0,58062	-1,40028	-6,19170	-1,02499	-0,29179	-0,16686	2,82567	-3,43917
14	-0,99074	-1,38227	-6,24235	-1,02135	-0,32097	-0,3269	2,58830	-3,43842
15	-1,02747	-1,38107	-6,24330	-1,02699	-0,47152	-0,07099	1,94630	-2,91897
16	-0,97963	-1,362	-6,29467	-1,10577	-0,49282	-0,20308	1,64752	-3,29447
17	-0,75189	-1,3923	-6,29440	-1,08882	-0,59470	-0,11439	1,87562	-3,48829
18	-0,75489	-1,45867	-6,14418	-1,07770	-0,75503	-0,05714	1,98374	-3,54130
19	-0,77516	-0,62271	-6,14544	-1,19212	-0,87474	0,17196	1,81866	-4,00677
20	-0,79927	-0,71302	-5,37220	-1,19924	-0,93789	0,52410	2,12589	-3,12557
41	-36,4291	-51,4951	-155,6949	-16,5480	-4,48339	-15,7848	57,4543	3,57383
AARj	-0,88852	-1,25598	-3,79744	-0,40361	-0,10935	-0,38499	1,40132	0,08717

Quadro 2-B							
RENDIMENTOS ANORMAIS - BIDDERS							
Evento	9	10	11	12	13	14	15
Data	8.06.98	19.07.99	21.07.99	11.01.00	9.2.00	3.04.00	12.5.00
Targets	BPA	BPSM	Primus	B. Mello	Império e B. Mello/	BPSM	BPSM
Bidders	BCP	BCP	BANIF	BCP	BCP	BCP	BCP
t	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj
-20	-0,33987	0,25925	-1,73625	-0,05217	0,23545	-0,52197	-0,43008
-19	-0,30662	0,27948	-1,76700	-0,19121	0,22725	-0,51941	-0,32704
-18	-0,09928	0,36406	-1,97977	-0,27227	0,09649	-0,59458	-0,29883
-17	-0,30636	0,40076	-1,94466	-0,30306	0,03168	-0,63650	-0,28936
-16	-0,20128	0,44251	-2,02763	-0,36578	0,06476	-0,55223	-0,28873
-15	-0,17163	0,40352	-1,76151	-0,32597	0,03395	-0,52468	-0,29037
-14	-0,46128	0,28772	-1,82875	-0,34318	0,02094	-0,51828	-0,28485
-13	-0,72437	0,25840	-1,90153	-0,28958	0,00440	-0,33248	-0,24242
-12	-0,88865	0,26304	-1,98868	-0,22906	-0,01746	-0,24929	-0,23808
-11	-0,67904	0,36909	-1,76463	-0,13558	0,04554	-0,22481	-0,24750
-10	-0,79492	0,43970	-1,68395	-0,13773	0,05891	-0,23568	-0,24014
-9	-1,08840	0,43885	-1,66467	-0,16739	0,01780	-0,21714	-0,27187
-8	-1,18640	0,47443	-1,69910	-0,15888	-0,03344	-0,13029	-0,29625
-7	-1,44507	0,48810	-1,58156	-0,03371	-0,05506	-0,12893	-0,26258
-6	-1,11411	0,44317	-1,69984	-0,09730	-0,07644	-0,16182	-0,24555
-5	-1,12239	0,43178	-1,67638	-0,35879	-0,11432	-0,16334	-0,26174
-4	-1,46471	0,40465	-1,59047	-0,57279	-0,18734	-0,14835	-0,26689
-3	-2,07577	0,35080	-1,73888	-0,35875	-0,30903	-0,09380	-0,25609
-2	-1,87763	0,36238	-1,69515	-0,27607	-0,37618	-0,04827	-0,21695
-1	-1,69900	0,39927	-1,61953	-0,09218	-0,48952	-0,06763	-0,26217
0	-1,33639	0,28470	-1,73157	-0,07497	-0,46285	-0,25310	-0,27183
1	-1,40575	0,20286	-1,81919	0,24582	-0,46243	-0,28034	-0,25701
2	-1,73054	0,22007	-1,98689	0,36117	-0,54133	-0,31882	-0,27446
3	-2,03930	0,17306	-2,20788	0,38063	-0,53541	-0,47326	-0,23456
4	-2,28451	0,07415	-2,17410	0,45341	-0,47164	-0,53081	-0,22949
5	-1,90568	0,07162	-2,08323	0,54364	-0,52010	-0,56669	-0,17863
6	-2,10589	-0,01366	-2,13882	0,42964	-0,62380	-0,44197	-0,13086
7	-2,04046	-0,09276	-2,12397	0,35932	-0,67166	-0,41131	-0,14836
8	-2,01304	-0,02950	-2,07474	0,31421	-0,71154	-0,40200	-0,07913
9	-2,45051	-0,06867	-2,18007	0,42367	-0,79965	-0,38337	-0,09993
10	-2,60386	-0,08406	-2,13894	0,45908	-0,91046	-0,38847	-0,11139
11	-2,82409	-0,12495	-2,15670	0,55021	-0,95254	-0,38427	-0,12922
12	-2,74881	-0,07801	-2,28911	0,55391	-1,00199	-0,33815	-0,12478
13	-3,04179	-0,09252	-2,30763	0,44162	-0,98500	-0,33549	-0,11553
14	-2,58649	-0,17212	-2,29683	0,31730	-0,97504	-0,34771	-0,12059
15	-2,21949	-0,13326	-2,41670	0,34130	-0,97957	-0,33519	-0,12313
16	-2,43085	-0,12652	-2,43658	0,34138	-0,97770	-0,37338	-0,08361
17	-2,73377	-0,15228	-2,44285	0,42338	-1,02398	-0,40797	-0,07311
18	-2,61626	-0,09223	-2,40293	0,49634	-1,01963	-0,36727	-0,05303
19	-2,57381	-0,09363	-2,29772	0,50806	-1,09145	-0,34816	-0,05027
20	-2,35126	-0,07463	-2,40950	0,59288	-1,12774	-0,36916	-0,05482
41	-66,08932	7,15865	-81,46590	3,70055	-17,6671	-14,1264	-8,46120
AARj	-1,61193	0,17460	-1,98697	0,09026	-0,43091	-0,34455	-0,20637

Quadro 2-C							
RENDIMENTOS ANORMAIS - BIDDERS							
Evento	16	17	18	19	20	21	22
Data	19.05.00	19.06.00	15.12.00	11.01.01	20.03.03	27.06.03	10.07.03
Targets	Tranquilidade	b.MelloBP A -Fu	BPSM	Douro	BCA	BCA	universo
Bidders	BES	BCP	BCP	BPI	BANIF	BANIF	BPI
t	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj
-20	-0,09077	-0,08908	0,11370	-0,33970	-0,81071	-0,04681	-0,35783
-19	-0,29425	-0,10548	0,04507	-0,33937	-0,96150	-0,05295	-0,34237
-18	-0,33123	-0,03747	0,04597	-0,30942	-1,01714	-0,06217	-0,37940
-17	-0,47362	-0,05758	0,07697	-0,35016	-0,82882	-0,10355	-0,41081
-16	-0,44411	-0,06958	0,06288	-0,35072	-0,96507	0,18865	-0,38970
-15	-0,16415	-0,08628	0,01691	-0,33042	-0,92025	-0,01052	-0,43557
-14	-0,27684	-0,08021	0,04160	-0,33039	-0,92132	-0,07439	-0,49330
-13	-0,23419	-0,07028	0,08801	-0,36134	-0,92109	-0,08256	-0,61399
-12	-0,45701	-0,07311	0,08588	-0,46233	-0,90556	-0,09159	-0,63911
-11	-0,80440	-0,07421	0,07371	-0,43180	-0,91461	-0,05532	-0,61970
-10	-0,92559	-0,03658	0,05419	-0,44200	-0,93123	0,01864	-0,66981
-9	-0,91438	-0,02610	0,03422	-0,50278	-0,94494	-0,00586	-0,64288
-8	-0,81869	-0,00666	-0,01416	-0,50283	-0,95976	0,00404	-0,71861
-7	-0,51576	-0,00344	-0,00233	-0,47279	-0,92709	0,02656	-0,79128
-6	-0,11457	-0,00643	-0,12008	-0,45329	-0,92575	0,05198	-0,77933
-5	-0,12195	0,00986	0,00073	-0,29165	-0,93235	0,00719	-0,75604
-4	-0,06619	-0,02071	-0,00312	-0,26170	-0,93270	-0,03748	-0,81293
-3	-0,27170	-0,04827	-0,03806	-0,27248	-0,86740	0,03025	-0,85217
-2	-0,22269	-0,05866	-0,00177	-0,29261	-0,91318	-0,02514	-0,89217
-1	-0,31959	-0,05773	-0,09437	-0,29205	-0,91252	0,00418	-1,00001
0	0,02139	-0,02422	-0,12838	-0,28108	-0,86281	0,00123	-1,02674
1	0,17924	-0,01606	-0,15044	-0,24928	-0,91423	-0,00636	-1,01072
2	-0,20179	0,01004	-0,12003	-0,17873	-0,88593	0,01388	-0,94037
3	-0,10784	0,08748	-0,19855	-0,17952	-0,90406	-0,04259	-0,95470
4	-0,00865	0,03597	-0,19240	-0,11876	-0,84184	-0,04008	-0,96084
5	0,02526	-0,09491	-0,16310	-0,14819	-0,89638	0,00590	-0,92236
6	-0,00823	-0,01529	-0,15580	-0,12758	-0,84727	-0,06485	-0,92717
7	-0,34952	-0,00605	-0,17472	-0,09884	-0,82556	-0,05228	-1,00267
8	-0,27995	0,06280	-0,06878	-0,08945	-0,91441	-0,00103	-1,02008
9	-0,49241	0,15162	-0,11132	-0,02895	-0,93023	0,01282	-1,04890
10	-0,61108	0,19541	-0,13783	0,04171	-0,92455	-0,01339	-0,95836
11	-0,52017	0,15790	-0,04899	-0,01841	-0,96469	-0,04293	-0,98304
12	-0,43640	0,20139	-0,06079	0,02195	-0,95508	-0,01098	-1,04696
13	-0,36095	0,23606	-0,06804	-0,05765	-0,92160	-0,00066	-1,02059
14	-0,43515	0,21394	-0,09485	0,01277	-0,93150	-0,02013	-1,03299
15	-0,59890	0,16456	-0,15821	-0,04742	-0,90852	-0,00370	-1,06207
16	-0,67855	0,16563	-0,17472	-0,06756	-0,91012	0,01899	-1,07663
17	-0,72301	0,16220	-0,10947	-0,10825	-0,81800	0,02733	-1,10990
18	0,14660	0,14385	-0,09369	-0,11816	-0,71502	0,03588	-1,11113
19	-0,05654	0,14007	-0,14969	-0,14841	-0,75684	-0,00176	-1,17780
20	0,25094	0,14164	-0,11106	-0,13851	-0,70925	0,00055	-1,16538
41	-13,1074	1,11603	-2,20490	-9,51815	-36,7509	-0,50104	-34,1564
AARj	-0,31969	0,02722	-0,05378	-0,23215	-0,89636	-0,01222	-0,83308

Quadro 3-A							
RENDIMENTOS ANORMAIS - TARGETS							
Evento	1	2	3	4	5	6	7
Data	10.01.95	26.04.95	31.07.97	8.06.1998	19.07.99	11.11.99	11.01.00
Bidders	BCP/Império	BPSM/M Confiança	BCP	BCP	BCP	BSCH	BCP
Targets	BPA	BTA	BPA	BPA	BPSM	BTA	B.Mello
t	Árj	Árj	Arj	Árj	Árj	Árj	Árj
d-20	-0,83130	-0,30549	1,23932	6,67045	1,74082	4,34170	-0,52209
d-19	-0,86623	-0,14422	1,23347	6,42300	2,12537	3,67757	-0,38227
d-18	-0,99916	0,11827	1,28269	6,25183	2,33012	3,48066	-0,36045
d-17	-1,00913	0,16764	1,27657	6,69387	2,32165	3,47737	-0,31330
d-16	-0,95229	0,13466	1,30011	6,35063	2,49152	3,78015	-0,42148
d-15	-0,84028	-0,00308	1,44633	5,71841	3,06763	3,71277	-0,51263
d-14	-0,89251	-0,06809	1,38855	6,25371	3,06329	3,33550	-0,62457
d-13	-0,85521	0,05755	1,40308	7,04464	3,04698	3,77287	-0,65074
d-12	-0,95457	-0,08307	1,45207	6,30311	3,19173	3,43294	-0,70027
d-11	-0,89305	-0,14787	1,47156	6,38721	3,29284	3,49029	-0,77066
d-10	-1,27907	-0,17252	1,57223	5,88582	3,72318	3,79824	-0,96266
d-9	-1,19392	-0,15951	1,55517	5,71440	3,71714	3,27552	-1,06894
d-8	-1,11996	-0,05006	1,56728	5,94647	3,82355	3,52682	-0,92069
d-7	-1,24022	-0,05652	1,55644	5,09601	3,55447	3,28940	-0,69103
d-6	-1,02422	0,06487	1,57335	5,37599	3,54729	3,23678	-0,72340
d-5	-0,99174	0,22298	1,52528	5,44856	3,61982	2,71925	-0,76347
d-4	-0,96605	0,11251	1,49558	5,67656	3,50915	3,12601	-0,70503
d-3	-0,52672	0,11349	1,55217	5,89977	3,59145	3,22107	-0,74638
d-2	-0,25088	0,04932	1,53032	6,49463	3,47789	3,25258	-0,73108
d-1	-0,38868	0,15126	1,48530	6,00506	3,41729	4,11048	-0,70355
d-0	-0,31099	0,17314	1,46045	5,76228	3,38805	4,07464	1,28407
d+1	1,56398	0,21352	1,39573	6,09736	3,37033	3,94004	1,47273
d+2	1,43252	-0,15430	1,48004	5,69019	3,13096	5,72174	1,52059
d+3	1,63277	0,00432	1,47047	6,29509	3,18592	6,77586	1,52426
d+4	1,73145	0,08895	1,42323	6,27339	3,16201	6,37867	1,44938
d+5	1,68125	0,29477	1,88277	7,09571	3,00730	6,04883	1,34750
d+6	1,71651	0,72797	1,88126	7,68114	3,00105	5,81668	1,20300
d+7	1,91739	0,69216	1,87170	7,83024	2,92156	5,21173	1,29502
d+8	2,05690	0,73143	1,61180	7,84754	2,92563	4,85500	1,28096
d+9	2,19502	0,63143	1,50151	7,37292	2,95165	4,72086	1,18177
d+10	2,38592	0,56781	1,64969	7,21364	3,03753	4,61036	1,42681
d+11	2,25010	0,50783	1,58771	7,28251	3,10147	4,65677	1,29623
d+12	2,40637	0,50454	1,60421	7,55277	3,04976	5,33993	1,24556
d+13	2,39980	0,49954	1,61318	8,10767	3,16056	4,91750	1,15097
d+14	2,45349	0,47043	1,61622	8,26140	3,40626	4,65874	1,17418
d+15	2,72701	0,28715	1,58990	7,67411	3,15676	4,51254	1,15300
d+16	2,56639	0,46482	1,59397	7,72328	3,26607	4,17016	1,16854
d+17	2,42663	0,59850	1,57389	4,84312	3,29730	4,10612	0,92785
d+18	2,37471	0,64396	1,55437	5,54707	3,24064	3,67376	0,66118
d+19	2,40419	0,73871	1,25942	5,81001	3,42655	3,78990	0,63961
d+20	2,38639	0,63771	1,32386	5,63976	3,43834	4,31342	0,49975
41	24,3226	9,3265	61,8522	265,2413	129,2789	172,3512	11,6283
Aarj	0,59323	0,22748	1,50859	6,46930	3,15314	4,20369	0,28362

Quadro 3-B							
RENDIMENTOS ANORMAIS - TARGETS							
Evento	8	9	10	11	12	13	14
Data	9.2.00	9.2.00	3.04.00	6.04.00	7.04.00	19.04.00	19.04.00
Bidders	BCP	BCP	BCP	CGD	BSCH	BSCH	CGD
Targets	Imperio	B.Mello	BPSM	MC	BTA	BTA	MC
t	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj
d-20	1,05313	1,67731	-2,54996	-3,95499	-1,20506	1,38096	4,14208
d-19	1,27735	2,15648	-1,89483	-3,58590	-0,08968	2,26139	5,86209
d-18	1,24909	2,19989	-2,15755	-1,80051	-0,26343	0,65325	3,04057
d-17	1,25512	2,16141	-2,16836	-1,95362	-0,42265	0,29365	2,97979
d-16	1,28338	2,07466	-2,11654	0,94057	-0,22409	0,14589	3,07625
d-15	1,24304	1,90815	-1,86266	1,37045	0,47531	0,32657	3,85897
d-14	1,16342	1,98501	-1,79589	1,09039	0,79194	0,99430	5,38621
d-13	1,12326	1,96338	-1,02119	0,88782	0,32110	1,70290	5,10934
d-12	1,14035	1,89894	-0,84193	1,31622	1,39303	2,03334	6,72146
d-11	1,13813	2,13668	-0,97607	4,07038	2,28939	2,47520	8,36550
d-10	1,27167	2,02668	-0,92664	5,85425	0,65244	2,88418	8,15323
d-9	1,25255	1,98787	-0,70294	2,91725	0,29857	2,20143	5,73664
d-8	1,23984	1,87712	-0,19000	2,87944	0,15236	2,33855	4,56617
d-7	1,11367	1,87316	0,36329	2,98210	0,34375	2,60989	4,53524
d-6	1,21948	1,86398	-0,30685	3,80777	1,02560	3,79089	7,61422
d-5	1,09767	1,88957	-0,33579	5,39161	1,72820	3,92369	8,24808
d-4	1,09842	1,68990	-0,12688	5,09068	2,06934	3,94509	8,66647
d-3	1,02295	1,47472	0,59158	6,74571	2,53686	4,77549	10,39114
d-2	1,02355	1,47402	0,71774	8,49264	2,94632	4,87727	10,27797
d-1	0,97097	1,38659	0,52803	8,28226	2,23738	5,12493	10,48610
d-0	0,92571	1,38665	0,39630	5,76071	2,35975	5,31590	11,75133
d+1	0,93370	1,37357	1,17720	4,53111	2,63237	5,34431	11,56108
d+2	0,95211	1,27587	1,09212	4,50530	3,84274	5,07204	11,18828
d+3	0,91969	1,32126	0,22480	7,70204	3,97885	5,35279	11,89409
d+4	0,96828	1,39465	-0,33113	8,34914	4,00004	5,00131	11,03047
d+5	0,95232	1,39946	-0,37078	8,76668	4,85482	4,44535	9,62281
d+6	0,95987	1,27885	0,50732	10,58910	4,95192	4,82812	10,46508
d+7	0,91964	1,20717	0,81169	10,45716	5,19778	4,94178	10,70081
d+8	0,94117	1,20099	0,80494	10,65808	5,39374	4,67996	10,14263
d+9	0,92569	1,13261	1,57539	11,94335	5,41988	4,92021	10,69660
d+10	0,89166	0,92769	1,42748	11,74397	5,14382	5,25656	11,59218
d+11	0,85539	0,92485	1,30063	11,35599	5,43156	5,88941	12,99312
d+12	0,85334	0,85371	1,51856	12,08979	5,07133	5,48152	12,20770
d+13	0,85854	0,85324	1,45658	11,19113	4,50154	5,46717	12,03190
d+14	0,87632	0,88684	1,29692	9,72803	4,89384	5,98848	13,50079
d+15	0,90180	0,96796	1,55756	10,60847	5,01032	5,39450	12,47464
d+16	0,87411	0,95686	1,27134	10,85553	4,74200	5,71643	13,32396
d+17	0,88107	0,88003	0,84443	10,27124	4,98822	5,63671	13,13353
d+18	0,84806	0,82597	1,18523	10,84916	5,33294	6,28572	14,42803
d+19	0,83250	0,81714	1,28455	11,77828	5,98152	6,60476	15,80690
d+20	0,81494	0,83586	1,12881	13,24232	5,56349	5,90169	14,99526
41	42,1229	60,4067	2,3865	257,8011	116,3491	162,2635	382,7587
Aarj	1,02739	1,47333	0,05821	6,28783	2,83778	27,17634	9,33558

Quadro 3-C						
RENDIMENTOS ANORMAIS - TARGETS						
Evento	15	16	17	18	19	20
Data	19.05.00	31.10.00	20.03.03	5.06.03	27.06.03	7.08.03
Bidders	BES	BBVA	BANIF	RENTIP/F	BANIF	CCAM
Targets	Tranq	CL	BCA	BANIF	BCA	Central
t	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj
d-20	2,91174	-0,18833	-0,31499	-0,08821	-0,00566	-0,72056
d-19	2,94224	-0,24051	-0,29335	0,01189	-0,06784	-0,78019
d-18	3,03530	-0,23374	-0,26591	-0,09986	-0,08027	-0,81719
d-17	2,94732	-0,17244	-0,19021	-0,16534	-0,13603	-0,79457
d-16	2,80104	-0,20592	-0,19725	-0,13000	0,60998	-0,77502
d-15	3,07075	-0,21346	-0,18308	-0,08731	0,62762	-0,79296
d-14	2,73310	-0,19447	-0,18430	0,01652	0,65936	-0,74291
d-13	2,89901	-0,20350	-0,16276	0,02055	0,66183	-0,69994
d-12	2,61672	-0,19570	-0,16780	-0,07343	0,64966	-0,68414
d-11	2,72591	-0,25198	-0,16674	0,06728	0,67158	-0,66796
d-10	2,82440	-0,12945	-0,17419	0,06683	0,70387	-0,71030
d-9	2,76519	-0,13284	-0,11837	0,03634	0,59085	-0,70593
d-8	2,98831	-0,06472	-0,18506	0,04645	0,62420	-0,69346
d-7	3,58625	0,04250	-0,20459	-0,14527	0,66454	-0,68102
d-6	3,19441	0,03296	-0,20308	0,00049	0,67880	-0,67774
d-5	3,21984	0,09213	-0,21052	-0,00714	0,63191	-0,68799
d-4	3,68536	0,07026	-0,21092	-0,04799	0,62215	-0,66192
d-3	3,25885	0,05560	-0,69367	-0,04840	0,67299	-0,64251
d-2	3,66811	0,07786	-0,36145	-0,05647	0,64225	-0,67568
d-1	3,64152	0,08780	-0,24944	-0,09270	0,63786	-0,63340
d-0	4,12090	0,13575	-0,23851	0,20171	0,62388	-0,66136
d+1	4,32227	1,47930	-0,16263	0,00368	0,65061	-0,66534
d+2	4,06033	1,40584	-0,14202	-0,06219	0,68788	-0,67688
d+3	5,01907	1,43041	-0,15118	-0,07058	0,63874	-0,72924
d+4	4,28136	1,47740	-0,18121	-0,07849	0,65212	-0,72723
d+5	4,42401	1,45166	-0,16506	-0,04425	0,67366	-0,73970
d+6	4,40696	1,46139	-0,15479	0,02673	0,64222	-0,76135
d+7	4,30995	1,49624	-0,13033	0,00528	0,64221	-0,81961
d+8	3,68303	1,47880	-0,16157	0,01395	0,69780	-0,83503
d+9	2,93833	1,47410	-0,10939	0,03366	0,71298	-0,81233
d+10	3,05827	1,49800	-0,11426	0,05592	0,71766	-0,87433
d+11	3,04674	1,48662	-0,15821	0,01546	0,69133	-0,89618
d+12	3,02457	1,47572	-0,20245	-0,02738	0,70743	-0,88208
d+13	3,68115	1,48471	-0,15600	0,03565	0,72134	-0,91258
d+14	3,75867	1,46880	-0,15589	-0,01783	0,70857	-0,93278
d+15	3,36732	1,48477	-0,11000	0,01283	0,74419	-0,92230
d+16	2,96579	1,48009	-0,09054	0,01024	0,76478	-0,85752
d+17	2,85050	1,49369	-0,06561	0,00111	0,70601	-0,88315
d+18	2,56913	1,48582	-0,07732	0,01883	0,72753	-0,88279
d+19	2,55262	1,50798	-0,06811	-0,03310	0,69029	-0,88867
d+20	2,57814	1,63751	-0,02956	-0,03091	0,69339	-0,85560
41	136,5345	27,8266	-7,5623	-0,7055	24,5543	-31,4614
Aarj	3,33011	0,67870	-0,18445	-0,01721	0,59889	-0,76735

Quadro 4

Rendimentos anormais totais e rendimentos anormais médios

n° Instituições	22	20	42	22	20	42
	Bidders	Targets	SOMA	Bidders	Targets	MÉDIA
Intervalo de Observação	Soma (ARJs)	Soma (ARJs)	Bidders+ Targets	Arj Médio	Arj Médio	Bidder+ Targets
t	ARt	ARt	ARt	AARt	AARt	AARt
-20	-4,59902	14,47089	9,87187	-0,20905	0,72354	0,23504
-19	-4,41542	19,62583	15,21041	-0,20070	0,98129	0,36215
-18	-5,07713	16,56360	11,48647	-0,23078	0,82818	0,27349
-17	-5,53802	16,24873	10,71071	-0,25173	0,81244	0,25502
-16	-5,97377	19,96625	13,99248	-0,27154	0,99831	0,33315
-15	-4,73351	22,33054	17,59703	-0,21516	1,11653	0,41898
-14	-3,55543	24,35854	20,80311	-0,16161	1,21793	0,49531
-13	-4,51524	26,42098	21,90574	-0,20524	1,32105	0,52157
-12	-4,83151	28,44866	23,61714	-0,21961	1,42243	0,56231
-11	-5,30314	34,70763	29,40449	-0,24105	1,73538	0,70011
-10	-5,08809	35,06217	29,97409	-0,23128	1,75311	0,71367
-9	-4,65141	27,96646	23,31505	-0,21143	1,39832	0,55512
-8	-5,42827	28,35259	22,92432	-0,24674	1,41763	0,54582
-7	-5,11722	28,59205	23,47483	-0,23260	1,42960	0,55892
-6	-5,02494	34,09157	29,06662	-0,22841	1,70458	0,69206
-5	-6,71423	36,76194	30,04771	-0,30519	1,83810	0,71542
-4	-7,50572	38,13870	30,63298	-0,34117	1,90693	0,72936
-3	-9,37512	43,24617	33,87105	-0,42614	2,16231	0,80645
-2	-8,73256	46,92689	38,19433	-0,39693	2,34634	0,90939
-1	-9,14411	46,48506	37,34095	-0,41564	2,32425	0,88907
0	-14,84187	47,91038	33,06851	-0,67463	2,39552	0,78735
1	-14,99921	51,23493	36,23572	-0,68178	2,56175	0,86276
2	-15,19169	52,02317	36,83148	-0,69053	2,60116	0,87694
3	-16,33904	58,41943	42,08039	-0,74268	2,92097	1,00191
4	-15,21198	56,34380	41,13182	-0,69145	2,81719	0,97933
5	-16,02768	56,62910	40,60142	-0,72853	2,83145	0,96670
6	-16,94401	61,22903	44,28502	-0,77018	3,06145	1,05441
7	-17,59187	61,47956	43,88768	-0,79963	3,07398	1,04494
8	-17,22372	60,00774	42,78403	-0,78290	3,00039	1,01867
9	-19,38804	61,40623	42,01820	-0,88127	3,07031	1,00043
10	-19,03210	62,21638	43,18429	-0,86510	3,11082	1,02820
11	-18,75775	63,61930	44,86155	-0,85263	3,18097	1,06813
12	-18,27734	63,87489	45,59755	-0,83079	3,19374	1,08566
13	-18,89949	63,06361	44,16412	-0,85907	3,15318	1,05153
14	-19,60410	64,04149	44,43738	-0,89110	3,20207	1,05803
15	-19,67431	62,59252	42,91821	-0,89429	3,12963	1,02186
16	-20,89512	62,96630	42,07117	-0,94978	3,14831	1,00169
17	-20,93885	58,51119	37,57234	-0,95177	2,92556	0,89458
18	-19,57183	61,29198	41,72015	-0,88963	3,06460	0,99334
19	-19,72427	64,93505	45,21078	-0,89656	3,24675	1,07645
20	-17,02248	64,71456	47,69208	-0,77375	3,23573	1,13553
41	-491,48062	2881,24233	2389,76172	-22,34003	144,06212	56,89909
Médio	-11,98733	68,27420	56,28687	-0,54488	3,41371	1,34016

Quadro 5

Rendimentos Anormais das Entidades Combinadas

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10	
	10.01.95	31.07.97	8.06.98	19.07.99	11.01.00	9.2.00	3.04.00	19.05.00	20.03.03	27.06.03		
	BCP+ BPA	BCP+ BPA	BCP+ BPA	BCP+ BPSM	BCP+ B.Mello	BCP+Imp +B.Mello	BCP+ BPSM	BES+ Tranquil	BANIF+ BCA	BANIF+ BCA	soma	média
t	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj	Árj	AARt
-20	-0,7786	0,4334	2,7906	1,4252	-0,2259	1,1558	-2,1686	1,5756	-0,6966	-0,0261	3,4848	0,3485
-19	-0,8167	0,3703	2,6985	1,7321	-0,2619	1,4445	-1,6362	1,5019	-0,7631	-0,0605	4,2090	0,4209
-18	-0,8914	0,1537	2,7368	1,9113	-0,3049	1,4261	-1,8636	1,5371	-0,7790	-0,0713	3,8548	0,3855
-17	-0,8600	0,0326	2,8196	1,9124	-0,3068	1,3963	-1,8803	1,4249	-0,6502	-0,1199	3,7684	0,3768
-16	-0,8360	-0,1426	2,7245	2,0550	-0,3864	1,3733	-1,8224	1,3569	-0,7220	0,4011	4,0014	0,4001
-15	-0,7864	-0,1486	2,4586	2,5000	-0,3950	1,2778	-1,6110	1,6312	-0,6921	0,3112	4,5457	0,4546
-14	-0,8292	-0,1435	2,5373	2,4720	-0,4472	1,2840	-1,5556	1,3936	-0,6931	0,2955	4,3137	0,4314
-13	-0,7684	-0,1337	2,7449	2,4529	-0,4231	1,2575	-0,8917	1,5047	-0,6830	0,2927	5,3527	0,5353
-12	-0,8046	0,1448	2,3228	2,5678	-0,4033	1,2289	-0,7305	1,2489	-0,6774	0,2821	5,1795	0,5180
-11	-0,7986	0,3149	2,4764	2,6699	-0,3704	1,3501	-0,8348	1,1549	-0,6815	0,3111	5,5921	0,5592
-10	-0,9660	0,3615	2,1884	3,0236	-0,4427	1,3465	-0,7967	1,1556	-0,6931	0,3641	5,5410	0,5541
-9	-0,9235	0,3380	1,9494	3,0187	-0,5007	1,3135	-0,6116	1,1277	-0,6721	0,2950	5,3345	0,5334
-8	-1,0113	0,3772	1,9988	3,1100	-0,4405	1,2478	-0,1788	1,2941	-0,7117	0,3167	6,0022	0,6002
-7	-1,0200	0,4234	1,4758	2,9012	-0,2767	1,2002	0,2707	1,7608	-0,7039	0,3482	6,3797	0,6380
-6	-0,9684	0,4677	1,7840	2,8860	-0,3288	1,2257	-0,2796	1,7219	-0,7025	0,3680	6,1739	0,6174
-5	-0,9099	0,3408	1,8119	2,9406	-0,5084	1,1894	-0,3034	1,7327	-0,7091	0,3221	5,9067	0,5907
-4	-0,9209	0,2842	1,7242	2,8477	-0,6217	1,0828	-0,1309	2,0159	-0,7095	0,2951	5,8669	0,5867
-3	-0,7858	0,3198	1,4857	2,9010	-0,5021	0,9336	0,4627	1,6877	-0,9170	0,3543	5,9399	0,5940
-2	-0,6401	0,4209	1,8610	2,8141	-0,4443	0,9187	0,5737	1,9366	-0,7743	0,3113	6,9777	0,6978
-1	-0,6420	0,3343	1,7412	2,7743	-0,3182	0,8368	0,4160	1,8788	-0,7190	0,3236	6,6258	0,6626
0	-0,6013	0,4321	1,8335	2,7269	0,4275	0,8281	0,2742	2,2965	-0,6892	0,3151	7,8434	0,7843
1	0,1036	0,5716	1,9448	2,6955	0,6995	0,8248	0,9031	2,4786	-0,6761	0,3248	9,8701	0,9870
2	0,0885	0,4822	1,5832	2,5108	0,7899	0,7689	0,8268	2,1636	-0,6528	0,3537	8,9148	0,8915
3	0,1870	0,5662	1,6824	2,5440	0,8035	0,7803	0,0935	2,7375	-0,6659	0,3009	9,0294	0,9029
4	0,2513	0,5832	1,5370	2,5041	0,8217	0,8436	-0,3687	2,3722	-0,6484	0,3089	8,2049	0,8205
5	0,2592	0,7885	2,1139	2,3818	0,8409	0,8298	-0,4076	2,4665	-0,6682	0,3425	8,9474	0,8947
6	0,2609	0,7404	2,2645	2,3588	0,7156	0,7546	0,3288	2,4421	-0,6389	0,2916	9,5183	0,9518
7	0,3893	0,6617	2,3673	2,2794	0,7053	0,6984	0,5817	2,2364	-0,6172	0,2978	9,6000	0,9600
8	0,4821	0,6306	2,3902	2,2960	0,6717	0,6937	0,5780	1,9194	-0,6763	0,3513	9,3367	0,9337
9	0,5381	0,5850	1,9361	2,3082	0,7040	0,6382	1,2070	1,4116	-0,6574	0,3658	9,0366	0,9037
10	0,6888	0,5356	1,7801	2,3725	0,8169	0,5096	1,0860	1,4253	-0,6567	0,3552	8,9131	0,8913
11	0,7325	0,5778	1,6890	2,4141	0,8260	0,4872	0,9838	1,4594	-0,6968	0,3272	8,8002	0,8800
12	0,8779	0,6322	1,8513	2,3834	0,8096	0,4433	1,1694	1,4844	-0,7120	0,3512	9,2907	0,9291
13	0,9003	0,5934	1,9370	2,4675	0,7039	0,4485	1,1196	1,8823	-0,6736	0,3633	9,7423	0,9742
14	0,7206	0,5030	2,2576	2,6439	0,6341	0,4717	0,9876	1,8924	-0,6785	0,3472	9,7797	0,9780
15	0,8380	0,6384	2,1985	2,4558	0,6414	0,5159	1,2016	1,6023	-0,6456	0,3733	9,8196	0,9820
16	0,7823	0,5645	2,1035	2,5433	0,6472	0,5022	0,9620	1,3440	-0,6373	0,3950	9,2067	0,9207
17	0,8274	0,6067	0,6497	2,5624	0,6099	0,4594	0,6089	1,2602	-0,5799	0,3695	7,3742	0,7374
18	0,8001	0,6312	1,0291	2,5306	0,5573	0,4251	0,8933	1,4911	-0,5315	0,3846	8,2107	0,8211
19	0,8046	0,6364	1,1700	2,6766	0,5567	0,4001	0,9775	1,3915	-0,5485	0,3471	8,4120	0,8412
20	0,7836	0,8657	1,2171	2,6899	0,5584	0,3949	0,8471	1,5425	-0,5059	0,3498	8,7432	0,8743
41	-6,2430	17,3754	81,8658	103,2610	6,6317	37,2075	-0,7190	69,9413	-27,8065	12,1302	#####	29,3644
	-0,1523	0,4238	1,9967	2,5186	0,1617	0,9075	-0,0175	1,7059	-0,6782	0,2959	7,1621	0,7162

Quadro 6-A								
RENDIMENTOS ANORMAIS STANDARTIZADOS - BIDDERS								
	1	2	3	4	5	6	7	8
	SARit	SARit	SARit	SARit	SARit	SARit	SARit	SARit
	10.01.95	28.03.95	31.07.97	26.04.95	2.07.96	28.08.96	7.02.98	22.05.98
t	Bidder	Bidder	Bidder	Bidder	Bidder	Target	Bidder	Bidder
	BCP	MC	BCP	MC	BANIF	BPI	BPI	BPI
-20	-1,05092	-1,10897	-0,33009	-1,80216	-1,08229	0,16067	0,20110	3,54068
-19	-1,11054	-1,20315	-0,53869	-2,06060	0,14277	0,20684	0,30798	4,52925
-18	-1,13522	-0,84028	-1,35650	-1,82592	0,16917	0,16898	0,10991	4,02696
-17	-1,03075	-0,82697	-1,76404	-1,78989	0,86388	0,09238	-0,31639	4,19342
-16	-1,04296	-1,18270	-2,40129	-1,52398	0,91119	-0,03416	-0,06875	3,80825
-15	-1,06011	-0,75041	-2,63697	-1,52359	0,93828	-0,00468	0,36785	4,28361
-14	-1,10837	-1,21909	-2,53484	0,34170	0,38972	0,03963	0,08826	5,40553
-13	-0,98687	-1,19719	-2,52256	-1,37247	0,26609	0,15109	1,12974	5,28673
-12	-0,94905	-0,74151	-1,63625	-1,59911	0,13151	0,14700	2,06426	4,07897
-11	-1,01960	-1,48583	-1,07948	-1,59113	-0,66037	-0,01343	2,64100	3,48758
-10	-0,94964	-1,67798	-1,06702	-1,64577	-0,62737	0,09800	3,40070	3,42438
-9	-0,94888	-1,27153	-1,12270	-1,66407	-0,73994	0,10135	5,23022	2,96779
-8	-1,30696	-1,22968	-1,00590	-1,64105	-0,73631	0,20645	4,13850	2,84184
-7	-1,15988	-1,06497	-0,83086	-1,66413	-0,82316	0,13019	3,95320	2,63157
-6	-1,32000	-1,07774	-0,70307	-1,59091	-0,87392	0,12561	4,02359	2,21770
-5	-1,19809	-2,15688	-1,06904	-1,62486	-0,96243	0,16081	3,42728	1,91519
-4	-1,26609	-1,82613	-1,22015	-1,62368	-1,04012	0,72773	3,68825	0,67782
-3	-1,50517	-1,76307	-1,18097	-1,62361	-1,05954	0,73233	2,83228	0,05886
-2	-1,48067	-1,85748	-0,80086	-1,62233	-0,12400	0,73680	2,42658	0,43335
-1	-1,29012	-2,08717	-1,03257	-1,62434	-0,10788	0,75157	2,36448	0,15342
0	-1,28384	-1,87291	-0,65947	-7,77919	0,21635	-0,38742	2,36448	-0,24271
1	-1,93584	-1,84148	-0,08437	-7,26791	-0,48453	-0,44986	1,73530	-0,44605
2	-1,79125	-1,57693	-0,51586	-7,29960	-2,44735	-0,47386	2,28389	0,02033
3	-1,79397	-1,56950	-0,21288	-7,63008	-2,94869	-0,39868	3,15268	-0,96130
4	-1,74973	0,12437	-0,08498	-7,54037	-2,79227	-0,39450	2,18716	-1,04466
5	-1,65504	-1,41986	-0,05371	-7,53954	-2,81999	-0,27209	2,00527	-1,00399
6	-1,70051	-1,58910	-0,21719	-7,47826	-2,82209	-0,32851	1,84233	-1,27809
7	-1,61796	-1,54809	-0,47400	-7,53832	-2,65934	-0,28715	2,29427	-1,75737
8	-1,55007	-1,60561	-0,19891	-7,59942	-2,63626	-0,25363	2,60649	-2,05522
9	-1,58502	-1,62627	-0,19376	-7,59807	-6,73026	-0,23998	2,88111	-3,22906
10	-1,42295	-1,62363	-0,58153	-7,53066	-6,64660	-0,26838	4,23801	-3,36729
11	-1,10398	-1,62732	-0,34520	-7,50492	-6,75078	-0,29501	4,88452	-3,51968
12	-0,90986	-1,54429	-0,18228	-7,50537	-7,42329	-0,35157	5,40759	-3,60335
13	-0,83667	-1,53946	-0,32883	-7,47565	-6,82185	-0,31082	5,49797	-4,20037
14	-1,42713	-1,51976	-0,64423	-7,53673	-6,80000	-0,34200	5,03533	-4,19915
15	-1,48061	-1,51846	-0,13992	-7,53768	-6,83386	-0,50244	3,76914	-3,56260
16	-1,41282	-1,49758	-0,40025	-7,59920	-7,36574	-0,52501	3,18735	-4,02114
17	-1,08499	-1,53074	-0,22547	-7,59898	-7,25418	-0,63363	3,63281	-4,25911
18	-1,08933	-1,60366	-0,11264	-7,41783	-7,17751	-0,80477	3,84965	-4,32701
19	-1,11864	-0,68458	0,33907	-7,41887	-7,93980	-0,93237	3,51814	-4,89493
20	-1,15345	-0,78368	1,03371	-6,48544	-7,99659	-0,99957	4,10743	-3,82189
41	-52,6236	-56,5673	-31,1166	-187,9540	-110,1594	-4,7661	112,4910	4,18826
	-1,28350	-1,37969	-0,75894	-4,58424	-2,68681	-0,11625	2,74368	0,10215

Quadro 6-B							
RENDIMENTOS ANORMAIS STANDARTIZADOS - BIDDERS							
i	9	10	11	12	13	14	15
	SARit	SARit	SARit	SARit	SARit	SARit	SARit
	8.06.98	19.07.99	21.07.99	11.01.00	9.2.00	3.04.00	12.5.00
t	Target	Bidder	Bidder	Bidder	Bidder	Bidder	Bidder
	BCP	BCP	BANIF	BCP	BCP	BCP	BCP
-20	-0,26049	1,74208	-1,75756	-0,12376	1,28416	-2,31596	-1,96919
-19	-0,23519	1,87870	-1,78871	-0,45405	1,23644	-2,30498	-1,50019
-18	-0,07613	2,44753	-2,00447	-0,64657	0,52322	-2,63942	-1,37101
-17	-0,23500	2,69364	-1,96885	-0,72092	0,17117	-2,82700	-1,32756
-16	-0,15435	2,97349	-2,05295	-0,87045	0,34931	-2,45341	-1,32605
-15	-0,13164	2,71177	-1,78329	-0,77499	0,18353	-2,33938	-1,33336
-14	-0,35336	1,93375	-1,85124	-0,81556	0,11341	-2,30895	-1,30789
-13	-0,55453	1,73731	-1,92486	-0,68810	0,02386	-1,48684	-1,11328
-12	-0,67996	1,76898	-2,01337	-0,54350	-0,09426	-1,11560	-1,09328
-11	-0,51963	2,48223	-1,78598	-0,32040	0,24611	-1,00578	-1,13636
-10	-0,60821	2,95711	-1,70416	-0,32582	0,31765	-1,05493	-1,10284
-9	-0,83289	2,95128	-1,68462	-0,39631	0,09588	-0,97237	-1,24818
-8	-0,90896	3,19010	-1,71935	-0,37586	-0,18039	-0,58563	-1,35926
-7	-1,10694	3,28162	-1,59996	-0,07962	-0,29790	-0,58074	-1,20531
-6	-0,85378	2,97968	-1,71995	-0,23016	-0,41303	-0,72592	-1,12728
-5	-0,86057	2,90208	-1,69608	-0,85363	-0,61707	-0,73339	-1,20127
-4	-1,12348	2,71811	-1,60881	-1,36632	-1,00650	-0,66623	-1,22519
-3	-1,59318	2,35577	-1,75990	-0,85379	-1,64946	-0,42192	-1,17600
-2	-1,44242	2,43407	-1,71557	-0,65545	-2,00207	-0,21750	-0,99676
-1	-1,30348	2,68268	-1,63872	-0,21839	-2,58510	-0,30452	-1,20419
0	-1,02471	1,91160	-1,75224	-0,17756	-2,45197	-1,14121	-1,24852
1	-1,07802	1,36106	-1,84121	0,58219	-2,44776	-1,26744	-1,18080
2	-1,32733	1,47424	-2,01144	0,85281	-2,84545	-1,44146	-1,26060
3	-1,56581	1,15819	-2,23547	0,89495	-2,82094	-2,13385	-1,07756
4	-1,75399	0,49455	-2,20130	1,06139	-2,49669	-2,38889	-1,05421
5	-1,46243	0,47828	-2,10911	1,27010	-2,74883	-2,55081	-0,82083
6	-1,61615	-0,09133	-2,16557	1,00662	-3,27515	-1,99627	-0,60143
7	-1,56634	-0,62013	-2,15053	0,84344	-3,51383	-1,85844	-0,68181
8	-1,54617	-0,19758	-2,10069	0,73820	-3,72606	-1,81634	-0,36370
9	-1,88194	-0,46006	-2,20734	0,99112	-4,17614	-1,73576	-0,45925
10	-2,00114	-0,56262	-2,16566	1,07495	-4,69650	-1,75822	-0,51195
11	-2,16985	-0,83596	-2,18367	1,28488	-4,91246	-1,73897	-0,59385
12	-2,11199	-0,52187	-2,31773	1,29142	-5,13404	-1,53085	-0,57331
13	-2,33741	-0,61801	-2,33647	1,03188	-5,05094	-1,51858	-0,53073
14	-1,98802	-1,14525	-2,32554	0,74398	-5,00534	-1,57339	-0,55374
15	-1,70558	-0,88757	-2,44681	0,79906	-5,03713	-1,51756	-0,56517
16	-1,86744	-0,84343	-2,46686	0,79821	-5,02305	-1,68932	-0,38398
17	-2,09887	-1,01434	-2,47329	0,98430	-5,22791	-1,84353	-0,33574
18	-2,00744	-0,61332	-2,43292	1,14476	-5,20827	-1,66107	-0,24356
19	-1,97226	-0,62359	-2,32647	1,16768	-5,58025	-1,57499	-0,23086
20	-1,80051	-0,49983	-2,43959	1,34985	-5,77467	-1,66904	-0,25166
41	-50,7176	48,16502	-82,4683	8,42058	-91,4544	-63,4665	-38,8477
	-1,23702	1,17476	-2,01142	0,20538	-2,23060	-1,54796	-0,94751

Quadro 6-C							
RENDIMENTOS ANORMAIS STANDARTIZADOS - BIDDERS							
i	16	17	18	19	20	21	22
	SARit	SARit	SARit	SARit	SARit	SARit	SARit
	19.05.00	15.12.00	15.12.00	11.01.01	20.03.03	27.06.03	10.07.03
t	Bidder	Bidder	Bidder	Bidder	Bidder	Bidder	Bidder
	BES	BCP	BCP	BPI	BANIF	BANIF	BPI
-20	-0,07114	0,45849	0,45849	-1,69099	-4,15650	-0,12278	2,73771
-19	-0,23062	0,18162	0,18162	-1,68978	-4,92807	-0,13891	2,74794
-18	-0,25965	0,18527	0,18527	-1,54060	-5,21106	-0,16310	2,59782
-17	-0,37124	0,30992	0,30992	-1,74238	-4,24138	-0,27164	2,49252
-16	-0,34806	0,25334	0,25334	-1,74437	-4,93924	0,49480	2,77412
-15	-0,12868	0,06809	0,06809	-1,64383	-4,71037	-0,02760	2,65082
-14	-0,21696	0,16756	0,16756	-1,64369	-4,71599	-0,19514	2,25976
-13	-0,18342	0,35501	0,35501	-1,79618	-4,71375	-0,21655	1,65888
-12	-0,35809	0,34636	0,34636	-2,29600	-4,63472	-0,24023	1,57620
-11	-0,63036	0,29725	0,29725	-2,14551	-4,68097	-0,14511	1,73262
-10	-0,72513	0,21852	0,21852	-2,19574	-4,76666	0,04889	1,49022
-9	-0,71653	0,13787	0,13787	-2,49573	-4,83724	-0,01538	1,82575
-8	-0,64174	-0,05703	-0,05703	-2,49586	-4,91455	0,01060	1,59049
-7	-0,40447	-0,00939	-0,00939	-2,34683	-4,74884	0,06967	1,31192
-6	-0,08982	-0,48407	-0,48407	-2,24885	-4,74187	0,13636	1,26072
-5	-0,09561	0,00296	0,00296	-1,44934	-4,77627	0,01885	1,33805
-4	-0,05191	-0,01261	-0,01261	-1,30044	-4,77810	-0,09832	1,32172
-3	-0,21301	-0,15359	-0,15359	-1,35299	-4,44228	0,07935	1,22026
-2	-0,17462	-0,00714	-0,00714	-1,45272	-4,67813	-0,06596	1,05765
-1	-0,25060	-0,38061	-0,38061	-1,45076	-4,67381	0,01096	0,77937
0	0,01678	-0,51758	-0,51758	-1,39756	-4,41840	0,00322	0,44674
1	0,14061	-0,60643	-0,60643	-1,24129	-4,68359	-0,01668	0,36041
2	-0,15828	-0,48429	-0,48429	-0,89032	-4,53707	0,03641	0,57221
3	-0,08460	-0,79978	-0,79978	-0,89376	-4,63062	-0,11172	0,40444
4	-0,00679	-0,77471	-0,77471	-0,59156	-4,31334	-0,10515	0,43846
5	0,01982	-0,65670	-0,65670	-0,73847	-4,59234	0,01548	0,54534
6	-0,00645	-0,62714	-0,62714	-0,63603	-4,33998	-0,17010	0,56338
7	-0,27411	-0,70265	-0,70265	-0,49231	-4,22701	-0,13712	0,43094
8	-0,21952	-0,27677	-0,27677	-0,44537	-4,68365	-0,00269	0,45841
9	-0,38596	-0,44783	-0,44783	-0,14418	-4,76606	0,03363	0,34841
10	-0,47881	-0,55414	-0,55414	0,20782	-4,73733	-0,03512	0,87897
11	-0,40776	-0,19732	-0,19732	-0,09175	-4,94549	-0,11260	1,09375
12	-0,34209	-0,24481	-0,24481	0,10940	-4,89846	-0,02881	1,25357
13	-0,28298	-0,27383	-0,27383	-0,28740	-4,72509	-0,00173	1,41334
14	-0,34112	-0,38185	-0,38185	0,06369	-4,77588	-0,05282	1,35000
15	-0,46933	-0,63729	-0,63729	-0,23644	-4,65634	-0,00971	1,62582
16	-0,53171	-0,70466	-0,70466	-0,33681	-4,66387	0,04983	1,67114
17	-0,56644	-0,44203	-0,44203	-0,53941	-4,19011	0,07171	1,35955
18	0,11481	-0,37846	-0,37846	-0,58884	-3,66500	0,09412	1,09470
19	-0,04428	-0,60395	-0,60395	-0,73947	-3,87883	-0,00462	1,01269
20	0,19653	-0,44868	-0,44868	-0,69008	-3,63447	0,00143	1,21635
41	-10,2733	-8,8831	-8,8831	-47,3227	-188,2527	-1,3143	54,9632
	-0,25057	-0,21666	-0,21666	-1,15421	-4,59153	-0,03206	1,34057

Quadro 7-A
RENDIMENTOS ANORMAIS STANDARTIZADOS - TARGETS

i	1	2	3	4	5	6	7
t	SARit 10.01.1995 Target BPA	SARit 26.04.1995 target BTA	SARit 31.07.1997 Target BPA	SARit 8.06.1998 Target BPA	SARit 19.07.1999 Target BPSM	SARit 11.11.1999 Target BTA	SARit 11.01.2000 Target B.Mello
-20	-1,08645	-0,51115	2,07630	3,54934	1,52742	1,44276	-1,16183
-19	-1,13211	-0,24131	2,06641	3,41810	1,86785	1,22208	-0,85162
-18	-1,30584	0,19790	2,14859	3,32689	2,04791	1,15669	-0,80303
-17	-1,31891	0,28050	2,13812	3,56229	2,04021	1,15564	-0,69917
-16	-1,24460	0,22530	2,17732	3,37947	2,18921	1,25622	-0,94096
-15	-1,09824	-0,00515	2,42250	3,04313	2,69556	1,23381	-1,14339
-14	-1,16651	-0,11393	2,32581	3,32730	2,69190	1,10843	-1,39248
-13	-1,11779	0,09628	2,35024	3,74772	2,67801	1,25371	-1,45065
-12	-1,24764	-0,13899	2,43259	3,35298	2,80562	1,14075	-1,55875
-11	-1,16722	-0,24740	2,46503	3,39778	2,89452	1,15978	-1,70854
-10	-1,67177	-0,28864	2,63359	3,13098	3,27280	1,26212	-2,13640
-9	-1,56047	-0,26688	2,60527	3,03986	3,26744	1,08842	-2,37435
-8	-1,46379	-0,08375	2,62570	3,16391	3,36076	1,17190	-2,04338
-7	-1,62101	-0,09457	2,60743	2,71133	3,12403	1,09303	-1,53113
-6	-1,33871	0,10853	2,63551	2,86049	3,11779	1,07559	-1,60540
-5	-1,29627	0,37304	2,55497	2,89935	3,18099	0,90358	-1,70411
-4	-1,26271	0,18823	2,50505	3,02088	3,08282	1,03872	-1,57774
-3	-0,68846	0,18986	2,59982	3,14001	3,15469	1,07034	-1,66646
-2	-0,32791	0,08251	2,56335	3,45719	3,05529	1,08084	-1,62839
-1	-0,50800	0,25305	2,48779	3,19582	3,00251	1,36591	-1,56374
0	-0,40647	0,28967	2,44600	3,06632	2,97584	1,35399	2,85315
1	2,04406	0,35722	2,33749	3,24469	2,95915	1,30920	3,27222
2	1,87229	-0,25815	2,47871	3,02811	2,74681	1,90111	3,36838
3	2,13402	0,00723	2,46257	3,35065	2,79370	2,25124	3,36223
4	2,26307	0,14882	2,38326	3,33906	2,76804	2,11927	3,18299
5	2,19748	0,49316	3,15225	3,77643	2,63428	2,00966	2,95341
6	2,24356	1,21790	3,14996	4,08803	2,63021	1,93246	2,64424
7	2,50619	1,15800	3,13417	4,16758	2,56058	1,73143	2,85180
8	2,68861	1,22372	2,69885	4,17723	2,56626	1,61293	2,82335
9	2,86930	1,05639	2,51430	3,92449	2,58956	1,56829	2,59358
10	3,11910	0,94994	2,76226	3,84023	2,66371	1,53150	3,13431
11	2,94159	0,84957	2,65880	3,87671	2,71922	1,54688	2,83979
12	3,14587	0,84407	2,68623	4,02057	2,67373	1,77385	2,72437
13	3,13725	0,83570	2,70115	4,31608	2,76889	1,63356	2,52302
14	3,20750	0,78702	2,70621	4,39812	2,97830	1,54752	2,58286
15	3,56501	0,48041	2,66245	4,08530	2,76154	1,49888	2,53246
16	3,35489	0,77766	2,66922	4,11124	2,85838	1,38504	2,56326
17	3,17210	1,00130	2,63583	2,57778	2,88455	1,36372	2,02375
18	3,10422	1,07736	2,60336	2,95214	2,83269	1,21997	1,43061
19	3,14274	1,23590	2,10993	3,09138	2,99752	1,25859	1,37911
20	3,11947	1,06692	2,21854	3,00047	3,01624	1,43250	1,06745
41	31,7974	15,6033	103,5929	141,1574	113,4366	57,2619	25,1648
	0,77555	0,38057	2,52666	3,44286	2,76675	1,39663	0,61378

Quadro 7- B
RENDIMENTOS ANORMAIS STANDARTIZADOS - TARGETS

i	8	9	10	11	12	13	14
t	SARit 9.2.2000 Target Império	SARit 9.2.2000 Target B. Mello	SARit 3.04.2000 Target BPSM	SARit 6.04.2000 Target MC	SARit 7.04.2000 Target BTA	SARit 19.04.2000 Target BTA	SARit 19.04.2000 Target MC
-20	2,88456	3,50902	-2,02944	-0,50584	-0,39618	0,47105	0,56879
-19	3,49828	4,51105	-1,50806	-0,45875	-0,02949	0,77245	0,80509
-18	3,42061	4,60133	-1,71718	-0,23107	-0,08662	0,22254	0,41748
-17	3,43671	4,52037	-1,72583	-0,25054	-0,13900	0,10010	0,40916
-16	3,51390	4,33873	-1,68461	0,12102	-0,07370	0,04974	0,42241
-15	3,40361	3,99078	-1,48280	0,17644	0,15632	0,11145	0,52994
-14	3,18561	4,15171	-1,42959	0,14035	0,26046	0,33972	0,73976
-13	3,07579	4,10657	-0,81306	0,11433	0,10561	0,58155	0,70169
-12	3,12238	3,97137	-0,67037	0,16956	0,45827	0,69499	0,92318
-11	3,11644	4,46867	-0,77716	0,52605	0,75325	0,84746	1,14924
-10	3,48180	4,23834	-0,73782	0,75801	0,21461	0,98751	1,12008
-9	3,42930	4,15703	-0,55971	0,37639	0,09822	0,75244	0,78792
-8	3,39462	3,92564	-0,15132	0,37179	0,05012	0,79834	0,62707
-7	3,04938	3,91766	0,28938	0,38513	0,11309	0,89107	0,62283
-6	3,33904	3,89833	-0,24436	0,49242	0,33745	1,29715	1,04594
-5	3,00550	3,95173	-0,26741	0,69836	0,56860	1,34288	1,13304
-4	3,00725	3,53370	-0,10104	0,65895	0,68090	1,35018	1,19052
-3	2,80015	3,08327	0,47118	0,87419	0,83492	1,63648	1,42772
-2	2,80150	3,08159	0,57173	1,10314	0,96969	1,67101	1,41212
-1	2,65729	2,89833	0,42059	1,07585	0,73619	1,75571	1,44069
0	2,53309	2,89865	0,31570	0,74653	0,77636	1,82155	1,61459
1	2,55533	2,87126	0,93797	0,58624	0,86606	1,83110	1,58842
2	2,60542	2,66664	0,87019	0,58299	1,26460	1,73750	1,53715
3	2,51653	2,76163	0,17907	0,99963	1,30943	1,83427	1,63421
4	2,64976	2,91532	-0,26374	1,08392	1,31640	1,71312	1,51545
5	2,60613	2,92527	-0,29533	1,13811	1,59803	1,52151	1,32190
6	2,62661	2,67281	0,40419	1,37716	1,62993	1,65342	1,43772
7	2,51624	2,52281	0,64670	1,35959	1,71083	1,69260	1,47014
8	2,57531	2,50994	0,64132	1,38555	1,77541	1,60236	1,39338
9	2,53261	2,36692	1,25543	1,55314	1,78398	1,68517	1,46955
10	2,43919	1,93823	1,13752	1,52699	1,69306	1,80110	1,59270
11	2,33961	1,93229	1,03642	1,47616	1,78787	2,01920	1,78540
12	2,33399	1,78344	1,21013	1,57227	1,66918	1,87864	1,67735
13	2,34829	1,78249	1,16072	1,45456	1,48146	1,87373	1,65319
14	2,39674	1,85273	1,03345	1,26304	1,61070	2,05316	1,85516
15	2,46651	2,02225	1,24121	1,37839	1,64907	1,84874	1,71401
16	2,39080	1,99903	1,01305	1,41079	1,56067	1,95968	1,83082
17	2,40980	1,83831	0,67279	1,33420	1,64179	1,93221	1,80463
18	2,31933	1,72540	0,94441	1,40991	1,75537	2,15556	1,98269
19	2,27686	1,70699	1,02357	1,53153	1,96911	2,26557	2,17236
20	2,22873	1,74613	0,89942	1,72344	1,83134	2,02409	2,06071
41	115,2906	126,2938	1,9173	33,4899	38,2934	55,5781	52,5862
	2,81197	3,08034	0,04676	0,81683	0,93399	1,35556	1,28259

Quadro 7 - C
RENDIMENTOS ANORMAIS STANDARTIZADOS - TARGETS

i	15	16	17	18	19	20
t	SARit 19.05.2000 Target Tranq	SARit 31.10.2000 Target CL	SARit 20-03-2003 Target BCA	SARit 5.06.2003 Target BANIF	SARit 27.06.2003 Target BCA	SARit 7.08.2003 Target Central
-20	1,38187	-0,18470	-1,40737	-0,22986	-0,02888	-0,98963
-19	1,39626	-0,23588	-1,31072	0,03099	-0,34601	-1,07148
-18	1,44067	-0,22923	-1,18815	-0,26019	-0,40940	-1,12226
-17	1,39880	-0,16908	-0,85001	-0,43080	-0,69374	-1,09122
-16	1,32920	-0,20183	-0,88143	-0,33875	3,11046	-1,06439
-15	1,45754	-0,20926	-0,81813	-0,22749	3,20025	-1,08901
-14	1,29687	-0,19055	-0,82355	0,04305	3,36238	-1,02031
-13	1,37479	-0,19939	-0,72733	0,05354	3,37502	-0,96133
-12	1,24144	-0,19170	-0,74984	-0,19132	3,31282	-0,93965
-11	1,29339	-0,24688	-0,74508	0,17530	3,42485	-0,91744
-10	1,33976	-0,12677	-0,77837	0,17413	3,58975	-0,97554
-9	1,31200	-0,13000	-0,52896	0,09467	3,01314	-0,96955
-8	1,41830	-0,06337	-0,82695	0,12102	3,18333	-0,95244
-7	1,70285	0,04160	-0,91417	-0,37850	3,38923	-0,93536
-6	1,51639	0,03224	-0,90744	0,00127	3,46197	-0,93085
-5	1,52846	0,09022	-0,94067	-0,01861	3,22278	-0,94493
-4	1,74991	0,06878	-0,94243	-0,12507	3,17285	-0,90914
-3	1,54693	0,05438	-3,09962	-0,12615	3,43236	-0,88250
-2	1,74159	0,07619	-1,61508	-0,14720	3,27553	-0,92803
-1	1,72888	0,08592	-1,11460	-0,24165	3,25309	-0,86998
0	1,95702	0,13291	-1,06576	0,52582	3,18178	-0,90837
1	2,05299	1,44876	-0,72669	0,00960	3,31817	-0,91384
2	1,92839	1,37699	-0,63462	-0,16212	3,50832	-0,92968
3	2,38397	1,40082	-0,67551	-0,18400	3,25750	-1,00155
4	2,03347	1,44641	-0,80969	-0,20461	3,32576	-0,99879
5	2,10131	1,42094	-0,73753	-0,11535	3,43573	-1,01592
6	2,09301	1,43048	-0,69165	0,06967	3,27512	-1,04563
7	2,04653	1,46352	-0,58239	0,01375	3,27496	-1,12559
8	1,74866	1,44454	-0,72195	0,03636	3,55886	-1,14674
9	1,39449	1,44202	-0,48878	0,08775	3,63631	-1,11559
10	1,45091	1,46510	-0,51053	0,14576	3,65999	-1,20067
11	1,44608	1,45326	-0,70689	0,04029	3,52545	-1,23066
12	1,43556	1,44268	-0,90451	-0,07138	3,60772	-1,21131
13	1,74743	1,45069	-0,69698	0,09292	3,67880	-1,25316
14	1,78406	1,43566	-0,69651	-0,04647	3,61356	-1,28088
15	1,59774	1,45074	-0,49150	0,03343	3,79547	-1,26651
16	1,40713	1,44658	-0,40454	0,02669	3,90048	-1,17758
17	1,35218	1,46122	-0,29318	0,00289	3,60077	-1,21274
18	1,21829	1,45336	-0,34548	0,04908	3,71045	-1,21226
19	1,21045	1,47487	-0,30432	-0,08629	3,52057	-1,22032
20	1,22258	1,60159	-0,13208	-0,08057	3,53641	-1,17494
41	64,8082	27,2138	-33,7910	-1,8384	125,2240	-43,2078
	1,58069	0,66375	-0,82417	-0,04484	3,05424	-1,05385

Quadro 8
SARs Totais e SARs Médios

i	22	20	42	22	20	42
t	Bidders Soma SARJs SARt	Targets Soma SARJs SARt	SOMA Bidders+Target SARt	Bidders SARJs Médios ASARt	Targets SARJs Médios ASARt	SOMA Bidders+Target ASARt
-20	-7,25940	8,87978	1,62038	-0,32997	0,44399	0,03858
-19	-6,77030	12,40312	5,63283	-0,30774	0,62016	0,13411
-18	-8,65582	11,62764	2,97182	-0,39345	0,58138	0,07076
-17	-8,30717	11,67361	3,36644	-0,37760	0,58368	0,08015
-16	-8,32486	15,68273	7,35787	-0,37840	0,78414	0,17519
-15	-7,57685	16,34785	8,77100	-0,34440	0,81739	0,20883
-14	-7,36420	16,83643	9,47223	-0,33474	0,84182	0,22553
-13	-7,79288	18,34530	10,55242	-0,35422	0,91726	0,25125
-12	-7,53526	17,93769	10,40242	-0,34251	0,89688	0,24768
-11	-7,03592	19,86203	12,82611	-0,31981	0,99310	0,30538
-10	-6,27730	19,48818	13,21088	-0,28533	0,97441	0,31454
-9	-5,49836	17,63217	12,13381	-0,24993	0,88161	0,28890
-8	-7,23755	18,62749	11,38993	-0,32898	0,93137	0,27119
-7	-6,55423	18,46331	11,90908	-0,29792	0,92317	0,28355
-6	-7,94080	20,19336	12,25256	-0,36095	1,00967	0,29173
-5	-9,52635	20,28150	10,75514	-0,43302	1,01407	0,25607
-4	-11,09305	20,33059	9,23754	-0,50423	1,01653	0,21994
-3	-13,62322	19,85313	6,22991	-0,61924	0,99266	0,14833
-2	-12,21238	22,29664	10,08427	-0,55511	1,11483	0,24010
-1	-13,79040	22,05965	8,26925	-0,62684	1,10298	0,19689
0	-21,91372	27,10836	5,19465	-0,99608	1,35542	0,12368
1	-23,30014	31,94942	8,64928	-1,05910	1,59747	0,20594
2	-24,30549	31,48904	7,18355	-1,10479	1,57445	0,17104
3	-27,05874	32,77763	5,71889	-1,22994	1,63888	0,13616
4	-25,76192	31,92729	6,16537	-1,17100	1,59636	0,14679
5	-26,76615	33,12148	6,35534	-1,21664	1,65607	0,15132
6	-28,15417	34,83921	6,68504	-1,27973	1,74196	0,15917
7	-29,24051	35,11945	5,87894	-1,32911	1,75597	0,13997
8	-27,75134	34,59394	6,84260	-1,26142	1,72970	0,16292
9	-34,06051	34,71892	0,65841	-1,54820	1,73595	0,01568
10	-33,09694	35,14039	2,04345	-1,50441	1,75702	0,04865
11	-32,27076	34,33706	2,06630	-1,46685	1,71685	0,04920
12	-31,40679	34,29244	2,88566	-1,42758	1,71462	0,06871
13	-31,80744	34,68979	2,88234	-1,44579	1,73449	0,06863
14	-33,80077	35,08195	1,28117	-1,53640	1,75410	0,03050
15	-34,18776	35,02561	0,83785	-1,55399	1,75128	0,01995
16	-36,33100	35,08332	-1,24768	-1,65141	1,75417	-0,02971
17	-35,71246	32,20390	-3,50856	-1,62329	1,61020	-0,08354
18	-33,41203	32,38646	-1,02557	-1,51873	1,61932	-0,02442
19	-35,13511	32,75612	-2,37899	-1,59705	1,63781	-0,05664
20	-30,99253	32,40844	1,41591	-1,40875	1,62042	0,03371
41	-806,8426	1049,8724	243,0298	-36,6747	52,4936	5,7864
	-19,67909	25,60664	5,92756	-0,89450	1,28033	0,14113

Quadro 9
Rendimentos Anormais Standartizados das Entidades Combinadas

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10	
t	10.01.95 BCP+ BPA SARit	31.07.97 BCP+ BPA SARit	8.06.99 BCP+ BPA SARit	19.07.99 BCP+ BPSM SARit	11.01.00 BCP+ B.Mello SARit	9.2.00 BCP+IMP +B.Mello SARit	3.04.00 BCP+ BPSM SARit	19.05.00 BES+ Tranq SARit	20.03.03 Banif+ BCA SARit	27.06.03 Banif+ BCA SARit	soma	média
-20	-1,0686	0,6977	1,4408	1,5732	-0,5076	2,7334	-2,0833	0,7353	-2,7927	-0,0754	0,6527	0,0653
-19	-1,1213	0,5740	1,3962	1,8702	-0,6010	3,3270	-1,6579	0,6723	-3,1336	-0,2433	1,0825	0,1082
-18	-1,2200	0,1406	1,4435	2,1330	-0,7044	3,1633	-1,8906	0,6840	-3,2154	-0,2873	0,2467	0,0247
-17	-1,1739	-0,0974	1,4607	2,1794	-0,7129	3,0665	-1,9329	0,6111	-2,5590	-0,4844	0,3572	0,0357
-16	-1,1431	-0,4457	1,4237	2,3563	-0,8965	3,0820	-1,8292	0,5828	-2,9262	1,8134	2,0174	0,2017
-15	-1,0791	-0,4760	1,2860	2,6990	-0,9112	2,8822	-1,6439	0,7516	-2,7795	1,5997	2,3290	0,2329
-14	-1,1373	-0,4588	1,2902	2,5304	-1,0289	2,8200	-1,5950	0,6232	-2,7850	1,5983	1,8572	0,1857
-13	-1,0519	-0,4413	1,3666	2,4776	-0,9700	2,7356	-0,9398	0,6814	-2,7362	1,5941	2,7161	0,2716
-12	-1,0974	0,1016	1,1209	2,5848	-0,9189	2,6868	-0,7541	0,5296	-2,7075	1,5510	3,0968	0,3097
-11	-1,0929	0,4344	1,2297	2,8067	-0,8337	2,9208	-0,8202	0,4373	-2,7285	1,6546	4,0083	0,4008
-10	-1,3084	0,5136	1,0615	3,2055	-0,9953	3,0278	-0,7975	0,4208	-2,7881	1,8340	4,1739	0,4174
-9	-1,2528	0,4696	0,8965	3,2001	-1,1277	2,9285	-0,6373	0,4093	-2,7000	1,5114	3,6976	0,3698
-8	-1,3849	0,5452	0,9098	3,3244	-0,9924	2,7766	-0,2330	0,5015	-2,8868	1,6101	4,1705	0,4171
-7	-1,3890	0,6377	0,5981	3,1576	-0,6163	2,5912	0,1257	0,7651	-2,8465	1,7432	4,7667	0,4767
-6	-1,3293	0,7229	0,8048	3,0884	-0,7386	2,6910	-0,3349	0,8016	-2,8397	1,8129	4,6790	0,4679
-5	-1,2469	0,4788	0,8184	3,1216	-1,1681	2,5117	-0,3550	0,8057	-2,8735	1,6341	3,7268	0,3727
-4	-1,2644	0,3709	0,7272	3,0051	-1,4445	2,2907	-0,2073	0,9481	-2,8753	1,5508	3,1012	0,3101
-3	-1,0994	0,4339	0,5204	2,9845	-1,1543	1,9082	0,3032	0,7637	-3,7762	1,7697	2,6538	0,2654
-2	-0,9079	0,6361	0,7455	2,9229	-1,0152	1,8303	0,4233	0,8888	-3,1586	1,6186	3,9839	0,3984
-1	-0,9015	0,4710	0,7057	2,9344	-0,7158	1,5764	0,2842	0,8480	-2,9082	1,6454	3,9396	0,3940
0	-0,8479	0,6669	0,8021	2,7491	0,9430	1,5495	0,0417	1,0936	-2,7552	1,6056	5,8485	0,5848
1	0,0417	0,9500	0,8523	2,6187	1,5768	1,5517	0,5232	1,2019	-2,7206	1,6645	8,2602	0,8260
2	0,0291	0,7632	0,6176	2,4757	1,7829	1,4200	0,4354	0,9998	-2,6011	1,7867	7,7093	0,7709
3	0,1578	0,9299	0,6296	2,4453	1,8072	1,4159	-0,2559	1,2854	-2,6686	1,5868	7,3334	0,7333
4	0,2441	0,9692	0,5203	2,2837	1,8458	1,5980	-0,6634	1,1255	-2,5752	1,6245	6,9726	0,6973
5	0,2592	1,3156	0,8770	2,1749	1,8925	1,5257	-0,7195	1,1750	-2,6800	1,7397	7,5601	0,7560
6	0,2592	1,2210	0,9310	2,0504	1,6121	1,3367	-0,0472	1,1587	-2,5301	1,5667	7,5585	0,7558
7	0,4312	1,0671	0,9941	1,8829	1,5860	1,1851	0,1756	1,0138	-2,4190	1,5830	7,4999	0,7500
8	0,5560	1,0388	1,0096	1,9774	1,5092	1,1608	0,1791	0,8728	-2,7183	1,7928	7,3782	0,7378
9	0,6282	0,9629	0,7109	1,9398	1,5836	0,9954	0,6929	0,6022	-2,6442	1,8499	7,3217	0,7322
10	0,8339	0,8467	0,6073	1,9763	1,8364	0,6988	0,5929	0,5922	-2,6405	1,8277	7,1716	0,7172
11	0,9062	0,9379	0,5302	1,9618	1,8598	0,6039	0,5145	0,6211	-2,8428	1,7215	6,8139	0,6814
12	1,1053	1,0429	0,6265	1,9929	1,8212	0,5040	0,6946	0,6445	-2,9171	1,8045	7,3193	0,7319
13	1,1379	0,9653	0,6337	2,0473	1,5832	0,5285	0,6568	0,8439	-2,7268	1,8537	7,5236	0,7524
14	0,8757	0,7868	0,8637	2,0998	1,4239	0,5834	0,5432	0,8383	-2,7522	1,7955	7,0582	0,7058
15	1,0264	1,0570	0,8803	1,9841	1,4400	0,6631	0,7224	0,6779	-2,5902	1,9086	7,7696	0,7770
16	0,9561	0,9108	0,8023	2,0697	1,4508	0,6243	0,5048	0,5443	-2,5509	1,9911	7,3034	0,7303
17	1,0303	0,9966	-0,0105	2,0539	1,3686	0,5355	0,1996	0,4984	-2,2569	1,8508	6,2662	0,6266
18	0,9944	1,0474	0,2073	2,0985	1,2505	0,4621	0,4544	0,7272	-2,0182	1,9172	7,1407	0,7141
19	0,9987	1,0954	0,2889	2,2260	1,2459	0,3545	0,5349	0,6521	-2,1056	1,7725	7,0634	0,7063
20	0,9697	1,5398	0,3434	2,2671	1,2454	0,3024	0,4164	0,7660	-1,8970	1,7835	7,7367	0,7737
41	-10,677	26,420	34,964	99,530	14,612	73,149	-10,379	31,396	-111,63	62,478	209,866	20,9866
	-0,2604	0,6444	0,8528	2,4276	0,3564	1,7841	-0,2531	0,7657	-2,7226	1,5238	5,1187	0,5119