

A criação de riqueza para o acionista através de operações de reestruturação: *Spin-off* vs. *Equity carve-out*

Sílvia Patrícia da Silva Maia

Orientação: Miguel Sousa

Setembro, 2012

Dissertação de Mestrado em Finanças

U. PORTO

FEUP

ECONOMIA E GESTÃO



**A CRIAÇÃO DE RIQUEZA PARA O ACIONISTA
ATRAVÉS DE OPERAÇÕES DE REESTRUTURAÇÃO:
*SPIN-OFF vs. EQUITY CARVE-OUT***

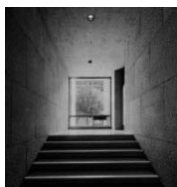
por

Sílvia Patrícia da Silva Maia

Orientador: Professor Miguel Sousa

Mestrado em Finanças

2012



Breve Nota Biográfica

Sílvia Patrícia Silva Maia, nascida a 6 de julho de 1988, no conselho da Maia, onde vive até à presente data.

Ingressou na Faculdade de Economia do Porto no ano de 2006, tendo finalizado a licenciatura em Economia, com média de 14 valores, no ano de 2010. Depois da sua conclusão iniciou o Mestrado em Finanças com o objetivo de aprofundar os conhecimentos numa área que a fascinou enquanto frequentava a licenciatura. Durante este período foi membro da associação AIESEC Porto FEP durante 3 anos, participou na comissão de ano e no grupo NEV durante um ano letivo.

No verão de 2009 e 2010 realizou dois estágios na Central de Balanços do Banco de Portugal, os quais permitiram enfrentar pela primeira vez a realidade do mercado de trabalho.

Em julho de 2011 ingressou na MDS – Consultores de Seguros, realizando um estágio de um ano na área de controlo de gestão e gestão de clientes. Atualmente encontra-se a iniciar a sua atividade como Auditora Júnior na empresa Ernst and Young.

Agradecimentos

Não posso deixar de agradecer ao meu orientador, professor Miguel Sousa, por toda a sua dedicação, persistência e disponibilidade.

Quero deixar um agradecimento especial aos meus pais e irmã, que ao longo destes 6 anos de formação sempre me apoiaram e encorajaram a prosseguir os estudos apesar de alguns percalços que surgiram durante este período.

Quero também agradecer aos meus amigos por todo o apoio, companheirismo e paciência que demonstraram durante esta difícil fase final do mestrado.

Resumo

Numa época de elevada reestruturação económica as operações de desinvestimento ganham uma importância acrescida. Mas serão estas operações benéficas para os acionistas atuais? Analisando a literatura existente verifica-se que o número de estudos empíricos existentes sobre esta temática é muito reduzido quando comparados com as operações de investimento. A raridade de estudos cresce quando nos centramos apenas no mercado europeu.

Tentando colmatar um pouco esta escassez de estudos, a presente dissertação centra-se na análise e comparação de dois tipos de operações de desinvestimento que ocorreram no espaço geográfico europeu entre 1999 e 2011, nomeadamente no estudo das operações de *spin-off* (SO) e *equity carve-out* (ECO). Ambas as operações são frequentemente utilizadas pela gestão para a libertação de um conjunto de ativos ou de uma empresa subsidiária pelos mais diversos motivos. Apesar de muito semelhantes, existem duas características que distinguem estas operações: o grau de controlo após a operação e os meios financeiros gerados aquando a operação.

O objetivo primordial deste estudo é verificar se, tal como acontece no mercado norte-americano, as operações de SO tendem a criar mais riqueza para os acionistas da empresa mãe, no momento do anúncio da operação, do que as operações de ECO.

De acordo com os níveis de retorno anormal obtidos na presente análise, constata-se que o mercado europeu reage positivamente ao anúncio das operações de SO, porém no anúncio de operações de ECO a reação do mercado é neutral. Resultados que facilmente permitem concluir que as operações de SO criam, em média, mais valor para os acionistas quando comparados com as operações de ECO.

Abstract

In a time of high economic restructuring, the divestment operations by firms increase their importance. But will these operations be beneficial to current shareholders? Analyzing the literature it is evident that the number of empirical studies on this subject is smaller than on investment operations. The studies are even scarcer when we focus only on the European market.

Trying to overcome this shortage of studies, this paper focuses on the analysis and comparison of two types of divestitures operations that occurred in Europe between 1999 and 2011, particularly on the study of spin-off (SO) operations and equity carve-out (ECO). Both operations are often used by management for release one group of assets or a subsidiary company for several reasons. Although very similar, there are two characteristics that differentiate these two operations: the degree of control after the operation and the cash flow generated during the operation.

The primary objective of this study is to verify whether, as happens in the U.S., the SO operations tend to create more value for the shareholders of the parent company, at the time of announcement of the transaction, than ECO operations.

The abnormal returns obtained by the shareholders at the announcement of SO operations indicate that the European market reacts positively to this type of operations. The market reaction to the announcement ECO operations is neutral. These results easily allow us to conclude that the SO operations create, on average, more value for shareholders than ECO operations.

Índice

Breve Nota Biográfica	ii
Agradecimentos.....	iii
Resumo.....	iv
Abstract.....	v
Índice.....	vi
Índice Tabelas	viii
Índice Figuras.....	ix
1. Introdução.....	1
2. Operações de <i>Spin-off</i>	4
2.1. Hipóteses explicativas da criação de valor no anúncio.....	5
2.1.1. Alterações contratuais entre os <i>stakeholders</i>	5
2.1.2. Aumento da concentração no <i>core business</i>	7
2.1.3. Dimensão da empresa alvo do desinvestimento	8
2.1.4. Assimetria de informação	8
2.1.5. Correção de erros anteriores	10
2.1.6. Envolvimento em <i>take-overs</i>	10
2.2. SO na Europa	11
3. Operações de <i>equity carve-out</i>	12
3.1. Hipóteses explicativas da criação de valor no anúncio.....	13
3.1.1. Assimetria de informação e oportunidade de investimento.....	13
3.1.2. Necessidades de Financiamento	14
3.1.3. Alterações contratuais entre os <i>stakeholders</i>	15
3.1.4. Aumento da concentração no <i>core business</i>	15
3.1.5. Melhorias operacionais vs. Assimetria de informação	16
3.1.6. A ocorrência de eventos secundários.....	17

4. <i>Spin-off</i> vs. <i>Equity carve-out</i>	19
4.1. Reação do mercado: SO vs. ECO	19
4.2. Motivos que influenciam a escolha do método de desinvestimento.....	20
4.2.1. Assimetria de informação existente entre os investidores e os gestores.....	20
4.2.2. Necessidades de financiamento	21
4.2.3. Capacidade de acesso ao mercado de capitais	21
4.2.4. Manutenção do controlo sobre a subsidiária.....	22
4.2.5. Motivos fiscais.....	23
5. Dados e Metodologia	25
5.1. Dados	25
5.2. Metodologia	28
6. Resultados	31
6.1. <i>Spin-offs</i>	31
6.1.1. Reação do mercado ao anúncio do SO	31
6.1.2. Hipótese do aumento da concentração no <i>core business</i>	33
6.2. <i>Equity carve-out</i>	35
6.2.1. Reação do mercado ao anúncio do ECO.....	35
6.2.2. Hipótese do aumento da concentração no <i>core business</i>	38
6.2.3. Hipótese de ocorrência de eventos subsequentes.....	39
6.3. <i>Spin-offs</i> vs. <i>Equity Carve-outs</i>	41
6.3.1. Reação do mercado às SO vs. ECO	41
6.3.2. Análise intra e inter-indústria: SO vs. ECO.....	43
6.3.3. Decomposição e análise temporal dos retornos: ECO vs. SO	44
6.3.4. Análise de alguns rácios contabilísticos	46
7. Conclusão	50
8. Bibliografia	52

Índice Tabelas

Tabela 1 - Análise dos dados de SO e ECO.....	27
Tabela 2 - Retornos anormais no anúncio dos SO	32
Tabela 3 - Comparação de retornos anormais entre os SO inter-indústria e intra-indústria.....	34
Tabela 4 - Retornos anormais no anúncio dos ECO	37
Tabela 5 - Comparação dos retornos anormais entre ECO inter-indústria e intra-indústria.....	39
Tabela 6 - Comparação de retornos entre ECO envolvidos em eventos secundários e os ECO que permaneceram inalterados até 2011	40
Tabela 7 - Comparação de retornos anormais entre os SO e ECO	42
Tabela 8 - Comparação de retornos anormais entre ECO e SO Inter-indústria e entre ECO e SO Intra-indústria.....	44
Tabela 9 - Decomposição temporal e respectivos retornos anormais dos SO e ECO	45
Tabela 10 - Comparação de informação financeira entre SO e ECO em t-1	48

Índice Figuras

Figura 1 - Retornos anormais das operações de SO registados na literatura.....	5
Figura 2 - Retornos anormais das operações de ECO registados na literatura.....	12
Figura 3 - Representação gráfica do período de estimação e de análise utilizado	30
Figura 4 - Evolução do CAR diário das operações de SO.....	33
Figura 5 - Evolução do CAR diário das operações de ECO.....	36

1. Introdução

Numa época de intensa reestruturação da economia mundial, marcada por expressivas alterações ao nível das políticas macroeconómicas e das práticas das empresas e consumidores, será importante analisar a composição organizacional das atuais empresas. Nas últimas décadas foi possível assistir a alterações recorrentes na composição organizacional das empresas, nomeadamente mudanças ao nível da sua dimensão e poder de mercado, através de inúmeras operações de investimento e de desinvestimento. Será que a estrutura organizacional das grandes empresas que recorrentemente aumentam o seu poder através de aquisições e fusões de outras entidades é a forma mais eficiente de criação de valor? Ou por outro lado, poderão as empresas aproveitar esta fase reestruturação e de modificação de ideologias para melhorar a sua eficiência financeira e operacional, como por exemplo recorrendo ao desinvestimento de negócios não rentáveis e divergentes do *core-business* da empresa e assim maximizar a riqueza dos seus acionistas?

Centrando-nos nas operações de desinvestimento, facilmente se constata que as empresas possuem diversos modos de realizar os seus desinvestimentos, desde operações de desinvestimento integrais (*spin-off* e *sell-off*), onde perdem o controlo sobre o rumo e decisões que incidem sobre esses ativos, até operações onde só colocam à venda apenas parte da empresa (ou direito sobre os seus *cash flows*) permitindo assim a manutenção do controlo nas decisões futuras sobre a subsidiária desinvestida (*equity carve-out* e *traking stock*). Nos *spin-offs* (SO) observa-se a criação de uma nova empresa, que irá ser cotada no mercado de capitais, constituída por uma fração do negócio da empresa mãe ou por uma subsidiária detida, pelo menos a 80%, pela empresa mãe. Nesta operação as ações da nova empresa são distribuídas de modo equitativo pelos acionistas da empresa mãe. Os *sell-off*, tal como o nome indica, consiste na venda de um conjunto de ativos detidos pela empresa mãe, até esse momento, a uma terceira entidade. Como já mencionado, os *equity carve-out* (ECO) consistem num desinvestimento parcial, no qual a empresa mãe continua a deter o controlo sobre todas as decisões da subsidiária após o desinvestimento. Conforme acontece nos SO, esta operação conduz à criação de duas empresas distintas, ambas cotadas no mercado de capitais, todavia nos ECO só uma parte do capital da subsidiária

é colocado no mercado de capitais, o que é feito através de um IPO e não distribuído equitativamente pelos acionistas da empresa mãe. Por fim, os *tracking stocks* consistem na emissão de ações pela empresa mãe cuja performance das mesmas está dependente do desempenho de uma determinada divisão da empresa e não da totalidade da empresa.

Este estudo focar-se-á na análise das operações de *spin-off*, operação que origina uma perda total sobre a subsidiária, e das operações de *equity carve-out*, operação que permite a manutenção do controlo da subsidiária.

De acordo com a inúmera literatura existe, verifica-se que ambas as operações de desinvestimento originam melhorias significativas ao nível da riqueza dos seus acionistas no mercado dos EUA. Todavia, devido às expressivas diferenças culturais, organizacionais e legislatórias não é certo que ocorra o mesmo no mercado Europeu. O primordial objetivo deste estudo é verificar até que ponto estas operações criam valor no mercado europeu e ao mesmo tempo tentar aferir se existe uma operação de desinvestimento que é mais benéfica para os acionistas.

Após uma breve pesquisa da literatura existente facilmente constatamos que as operações de desinvestimento foram temas pouco abordados pela literatura das últimas décadas, principalmente quando comparado com a grande diversidade de estudos existentes sobre outro tipo de operações de reestruturação, como é o caso das fusões e aquisições. Este nível de escassez torna-se mais relevante quando nos restringimos a análise ao mercado europeu. Procurando colmatar, um pouco, esta insuficiência de estudos empíricos, procurarei analisar estas operações focando-me nos ECO e SO que ocorreram na Europa no período entre 1999 e 2011.

Contrariamente ao que se verifica no mercado dos EUA, neste estudo observa-se uma destruição de valor para os acionistas quando a empresa anuncia a realização de uma operação de ECO. Nas operações de SO verifica-se, apesar de não muito expressiva, a existência de rendibilidades anormais positivas no período envolvente ao anúncio da operação.

O presente estudo encontra-se organizado da seguinte forma: no capítulo 2 centrar-se-á na análise das operações de *spin-off*; o capítulo 3 depara-se com a revisão de literatura das operações de *equity carve-out*; o capítulo 4 procura resumir e analisar as conclusões dos estudos que comparam as duas operações; capítulo 5 procura descrever a amostra utilizada e metodologia; no capítulo 6 pode-se encontrar os resultados empíricos e sua análise; e por fim, no capítulo 7 observa-se as conclusões deste estudo.

2. Operações de *Spin-off*

A realização de um *spin-off* permite que a empresa mãe se liberte de um conjunto de ativos, nos quais já não possui interesse na sua manutenção e controlo pelas mais diversas razões, criando para esse efeito uma nova empresa que a coloca para negociação no mercado de capitais. Este tipo de operações não gera entrada de *cash flow* para a empresa mãe, uma vez que as ações da nova entidade são distribuídas equitativamente pelos acionistas atuais da empresa mãe.

A reação favorável, por parte do mercado, ao anúncio de uma operação de SO é consensual na literatura existente (Hite e Owers, 1983; Miles e Rosenfeld, 1983; Schipper e Smith, 1983). Os retornos anormais obtidos em alguns estudos na literatura são passivos de análise na Figura 1, segundo a qual é possível confirmar que estas decisões, em média, são benéficas para os acionistas. Não consensuais são os motivos por detrás desta criação de valor, desde melhorias operacionais até ao aproveitamento de assimetrias de informação existentes no mercado encontramos inúmeras explicações na atual literatura. Muitas destas explicações baseiam-se em alterações que surgem no momento do anúncio ou no momento da operação, traduzindo-se portanto essencialmente na adaptação das expectativas dos investidores. De acordo com esta justificação e partindo do pressuposto que o mercado é suficientemente eficiente não é de esperar que os retornos anormais permaneçam no longo prazo. Porém o estudo de Cusatis, *et al.* (1993) mostra que a performance favorável das empresas que estiveram envolvidas neste tipo de operações estende-se no longo prazo.

Figura 1 - Retornos anormais das operações de SO registrados na literatura

Autor / Artigo	Período / Amostra	Windows	Retornos anormais
Schipper e Smith (1983)	1963-1981 / 93	[-1, 0]	2,84%
		[-90, -2]	-0,67%
Hite e Owers (1983)	1962-1981 / 123	[-1, 0]	3,3%
		[-4, 0]	4,7%
Miles e Rosenfeld (1983)	1963-1980 / 92	[0, 1]	3,34%
		[-10, 10]	7,64%
Cusatis, Miles e Woolridge (1993)	1965-1988 / 131	[0, 180]	11,3%
Slovin, Sushka e Ferraro (1995)	1980-1991 / 41	[-1, 0]	1,32%
Daley, Mehrotra e Sivakumar (1997)	1975-1991 / 85	[-1, 0]	3,4%
Krishnaswami e Subramaniam (1999)	1979-1993 / 118	[-1, 0]	3,28%
		[-1, -1]	1,80%
Desai e Jain (1999)	1975-1991 / 144	[-1, -1]	3,84%
		[0, 1ºAno]	6,51%
		[0, 2ºAno]	10,58%
Veld e Veld-Merkoulova (2003)	1987-2000 / 156	[-1,1]	2,62%

Fonte: Elaboração própria

2.1. Hipóteses explicativas da criação de valor no anúncio

2.1.1. Alterações contratuais entre os *stakeholders*

Aquando da realização de um SO assiste-se a alterações expressivas ao nível dos contratos entre as diversas partes interessadas na empresa (acionistas, obrigacionistas, gestores, credores e reguladores). Estas alterações são o principal motivo apontado por Schipper e Smith (1983) para o excesso de retorno anormal existente no momento do anúncio.

i. Alterações contratuais entre acionistas e obrigacionistas

Galai e Masulis (1976) referem que os SO são uma forma de transferência de riqueza dos obrigacionistas para os acionistas, uma vez que devido a esta operação assiste-se a uma redução dos colaterais dos obrigacionistas, na medida em que estes deixam de possuir qualquer direito sobre os ativos que foram transferidos para a nova

empresa. Schipper e Smith (1983), apesar de pouco significativa, encontram alguma evidência que permite corroborar com o fenômeno anteriormente descrito. Todavia constata também que os obrigacionistas, em média, tendem a antecipar estas transferências de riqueza e a tomar medidas por forma a evitar/limitar a ocorrência das mesmas. Hite e Owers (1983) analisam também esta questão mas, ao contrário de Schipper e Smith (1983), não encontram suporte para a hipótese de expropriação de riqueza aos obrigacionistas.

ii. Alterações contratuais entre gestores e reguladores

Schipper e Smith (1983) apontam a alteração de contratos existentes entre os acionistas e os reguladores, que se traduzem na perda de constrangimentos fiscais e de regulação aquando da realização de um SO, como outro dos motivos explicativos do incremento de valor.¹ Os autores analisam 18 operações de SO que foram motivadas por questões fiscais e de regulação e constata que estas apresentam níveis de retorno anormal muito superiores às restantes operações. Contudo, quando analisam os retornos anormais médios das duas subamostras verificam que as diferenças não são estatisticamente significantes.

Hite e Owers (1983) contrariam os resultados acima descritos. De acordo com a sua análise quando os SO são promovidos pelas exigências de regulação do mercado a reação tende a ser desfavorável.

O impacto da regulação e tributação fiscal na criação de valor dos SO foi, também, alvo de investigação por parte de Krishnaswami e Subramaniam (1999). No seu estudo os autores aferem que os SO cuja distribuição das ações foi tributada apresentam retornos anormais expressivamente inferiores aos SO não tributados, resultado consistente com a hipótese de que uma parte dos ganhos gerados é provocada pela perda de constrangimentos fiscais.

¹ Note-se que nos EUA esta distribuição *pro-rata* das ações não é tributada, desde que obedeça a um conjunto de regras como, a empresa mãe e subsidiária devem estar ativamente ligadas ao negócio pelo menos 5 anos antes do SO, empresa mãe detenha antes do SO pelo menos 80% das ações da subsidiária, a empresa mãe distribua todas as ações pelos acionistas e que não haja pré-acordo entre os acionistas para vendas das ações da subsidiária.

iii. Alterações contratuais entre gestores e acionistas

Os SO ao permitirem que a empresa mãe e subsidiária possuam equipas de gestão distintas irão, similarmemente, provocar melhorias na qualidade da gestão e alocação de recursos, na medida em que ambas as empresas passam a ser de menor dimensão e os gestores têm uma menor quantidade de ativos para gerir.

As alterações nos contratos implícitos entre os acionistas e os gestores, segundo Schipper e Smith (1983), refletem-se na redução dos custos de agência (custos de monitorização e controlo da gestão e custos associados aos contratos de incentivos). Porém, não foi efetuada qualquer análise empírica a esta questão.

2.1.2. Aumento da concentração no *core business*

Relacionado com as alterações nos contratos existentes entre acionistas e gestores mas concentrando-se apenas no aumento da concentração dos gestores no *core business* da empresa mãe, alguns autores procuraram analisar a conexão entre a criação de valor encontrada no anúncio dos SO e o aumento da focalização no *core business* da empresa mãe.

Daley *et al.* (1997) apenas encontraram retornos anormais no momento do anúncio dos SO quando a empresa mãe e a subsidiária são de indústrias distintas (inter-indústria). Aferem assim que o incremento do valor de mercado da empresa mãe aquando o anúncio da operação de desinvestimento em análise é causado por melhorias operacionais, por gestores mais centrados e mais alinhados com os objetivos da empresa, pela eliminação de sinergias negativas entre os centros operacionais das empresas e pelo maior controlo dos acionistas sobre os gestores (redução dos custos de agência).

Desai e Jain (1999) estudaram igualmente a relação entre o retorno anormal no anúncio dos SO e a redução do número de segmentos de negócios da empresa mãe no momento do anúncio como no longo prazo (1,2 e 3 anos). Verificaram que, em ambos os períodos, os SO de empresas pertencentes a indústrias distintas apresentam um nível de retorno anormal superior às que não aumentam o seu grau de concentração no *core business* (intra-indústria). Note-se que os retornos anormais dos SO intra-indústria não são estatisticamente significantes.

Contrariamente a Daley *et al.* (1997), que não estabelecem nenhuma relação direta entre o aumento da concentração no *core business* e as melhorias operacionais, Desai e Jain (1999) constatam que o aumento da focalização gera melhorias operacionais e melhorias na eficiência da gestão.

Estes autores tentaram, também, entender quais as motivações por detrás dos SO nos quais não ocorre um aumento da concentração no *core business*. Procuraram analisar se estes SO são precedidos por significativos níveis de dívida e *financial distress* ou se trata-se, apenas, de uma forma das empresas mãe transferirem dívida para as subsidiárias, contudo não encontraram evidências empíricas. Estudaram, ainda, a existência de uma conexão entre a performance da subsidiária antes da ocorrência do desinvestimento e a realização dos SO intra-indústria, onde concluíram que estes SO são, em média, utilizados para eliminar empresas subsidiárias com má performance.

2.1.3. Dimensão da empresa alvo do desinvestimento

Miles e Rosenfeld (1983) demonstram no seu estudo a existência de uma relação positiva entre a dimensão dos ativos desinvestidos, em termos de valor de mercado, e o retorno anormal no momento do anúncio dos SO. As empresas que efetuam operações de SO de maior dimensão apresentam níveis de retorno expressivamente superiores às operações de SO de pequena dimensão, sendo a diferença estatisticamente significativa.

Hite e Owers (1983) quando analisam a relação acima descrita obtêm resultados semelhantes, o que permite concluir que o impacto do mercado ao anúncio dos SO está positivamente correlacionado com o nível de capital desinvestido.

2.1.4. Assimetria de informação

O nível de assimetria de informação existente entre os investidores e os gestores da empresa é uma das razões apontadas com impulsionadoras da reação positiva do mercado ao anúncio de uma operação de SO. A existência de duas empresas cotadas separadamente no mercado de capitais, onde têm de obedecer a um conjunto de regras e efetuar divulgações periódicas de informação, juntamente com o aumento do número de ações transacionáveis no mercado possibilita uma redução da assimetria de informação existente. Por seu turno, o aumento da informação disponível no mercado provoca uma

redução da incerteza, a realização de avaliações mais precisas e execução de investimentos mais acertados.

Habib *et al.* (1997) apuram que é esta diminuição da assimetria de informação, provocada pelos SO, que gera um incremento do valor de mercado da empresa no seu conjunto, contudo reconhecem que o resultado encontrado é sensível à introdução dos custos associados com esta operação.

Num estudo mais profundo sobre esta questão Krishnaswami e Subramaniam (1999) constatam que as empresas que optam pela realização SO apresentam níveis de assimetria de informação mais elevados do que a média da sua indústria. Contudo, e corroborando com o estudo anterior, mostraram que o nível de assimetria de informação diminui substancialmente após o SO. É possível aferir, deste modo, que as empresas que se encontram subavaliadas no mercado podem beneficiar da realização de um SO melhorando o seu valor de mercado através da separação das suas áreas de negócio.

Huson e MacKinnon (2003) apresentam uma visão diferente sobre o impacto de uma operação de SO no nível de informação existente no mercado. Segundo os autores, o nível de assimetria de informação pode ser aliviado como tornar-se mais expressivo após o SO. A redução do nível de assimetria de informação é explicado pelos mesmos motivos anteriormente apresentados, porém o incremento da assimetria de informação provocado pelo SO ocorre, essencialmente, entre os investidores informados e não informados. Antes da execução de um SO, os investidores que possuíam informação privilegiada sobre uma dada área de negócio da empresa mas não realizavam investimentos devido ao elevado risco associado às restantes áreas de negócio da empresa que desconheciam. Após o SO, os investidores informados conseguem investir numa parte da empresa sem a necessidade de suportarem risco associado às restantes áreas de negócio, aumentando assim os seus benefícios comparativamente com investidores não informados. Os autores demonstram que as operações de SO beneficiam os investidores informados em detrimento dos não informados, incrementando a assimetria de informação entre os diferentes tipos de investidores.

2.1.5. Correção de erros anteriores

Segundo a perspectiva de Allen *et al.* (1995) a reação positiva do mercado ao anúncio do SO poderá estar relacionada com uma aquisição prévia mal sucedida da subsidiária agora alvo de um SO, na medida em que o mercado está a compensar os acionistas que se encontram a corrigir um erro que cometeram anteriormente. Apesar de obterem uma correlação negativa entre o retorno anormal aquando a aquisição e o retorno anormal aquando o SO, não conseguiram encontrar evidências empíricas que comprovem que o retorno anormal destes SO seja superior à generalidade dos SO. No seguimento destes resultados pode-se concluir que pelo menos uma pequena parte do valor criado aquando o SO representa uma capturação do valor perdido na aquisição precedente.

2.1.6. Envolvimento em *take-overs*

Cusatis *et al.* (1993) analisam a performance de longo prazo das empresas envolvidas em operações de SO e ao mesmo tempo a relação entre esta performance e o envolvimento em *take-overs* após a operação de desinvestimento. Observam a ocorrência de retornos anormais no longo prazo na empresa mãe e subsidiária, bem como existência de uma correlação positiva entre o retorno anormal e a ocorrência de *take-overs*. Quando tiram as empresas que tiveram envolvidas em *take-overs* da amostra, o excesso de retorno é positivo mas não estatisticamente significativo. Verificam, ainda, que a empresa mãe e a subsidiária que realizaram um SO possuem, em média, um maior envolvimento em operações de *take-over* do que a média da sua indústria. Para os autores este envolvimento em *take-overs* é o principal motivo para o excesso de retorno no longo prazo nas empresas que realizam uma operação de SO.

McConnell *et al.* (2001) baseando-se no estudo anterior, procuram analisar se a estratégia de adquirir ações da empresa mãe e subsidiária após o SO permite “bater” o mercado. Os resultados encontrados não são precisos, variam com um conjunto de fatores considerados (*benchmark*, performance do *outlier*, período de investimento, empresas a incluir, metodologia, etc.).

2.2. SO na Europa

Os inúmeros estudos até agora apresentados centram-se essencialmente no mercado dos EUA. O estudo publicado sobre estas operações a nível europeu foi realizado por Veld e Veld-Merkoulova (2003) onde comprovam que, tal como acontece nos EUA, os SO na Europa criam valor para o acionista no momento do anúncio. Este estudo corrobora igualmente com a hipótese da concentração no *core business* da empresa mãe bem como com o facto de os retornos anormais variarem positivamente com a dimensão do SO (verificado por Miles e Rosenfeld, 1983, para o mercado dos EUA). A relação entre o nível de tributação dos SO e o nível de retorno anormal aquando o anúncio não foi alvo de análise neste estudo devido às diferenças de regulamentação existentes entre os diferentes países da Europa. Mas segundo Veld e Veld-Merkoulova (2003) o problema de tributação não se colocaria na Europa, uma vez que em grande parte dos países é possível diferir os pagamentos fiscais, exceto na Holanda, Alemanha e França.

Ao contrário do apurado para os EUA, os autores não conseguiram encontrar retornos anormais no longo prazo nem comprovar que esta diferença fosse originada pelos diferentes sistemas de *corporate governance*.

3. Operações de *equity carve-out*

Aquando a realização de operações de ECO, a empresa mãe efetua um desinvestimento parcial sobre um conjunto de ativos ou de parte de uma subsidiária, criando para esse efeito uma nova empresa, tal como acontece nos SO. Este tipo de operação pode também ser comparado a uma operação de financiamento, na medida em que as ações desta nova entidade são colocadas no mercado de capitais através de um IPO e o valor resultante da venda reverte para a empresa mãe. Além deste facto a empresa mãe mantém o controlo sobre os ativos da subsidiária.

Nas análises realizadas às operações de *equity carve-out* por Schipper e Smith (1983), Klein, et al. (1991) e Allen e McConnell (1998), é possível observar que estas operações tendem a criar valor para o acionista no momento do anúncio (ver Figura 2). Ficam, contudo, em aberto os esclarecimentos sobre os motivos por detrás da criação de valor destas operações. No longo prazo, considerando um intervalo de análise de 3 anos, a subsidiária apresenta, em média, uma performance superior à da sua indústria, contudo não se observam ganhos significativos para os acionistas da empresa mãe no longo prazo. (Vijh (1999))

Figura 2 - Retornos anormais das operações de ECO registados na literatura

Autor / Artigo	Período / Amostra	Windows	Retorno anormal
Schipper e Smith (1986)	1965-1983 / 76	[-4, 0]	1,83%
Klein, Rosenfeld e Beranek (1991)	1966-1983 / 52	[-1, 0]	1,06%
		[-4, 0]	2,75%
		[-40, 0]	2,11%
Slovin, Sushka e Ferraro (1995)	1980-1991 / 76	[-1, 0]	1,23%
Allen e McConnell (1998)	1978-1993 / 186	[-1, 1]	1,90%
Vijh (2002)	1980-1997 / 336	[-1, 1]	1,93%
Miles, Hulburt e Woolrigde (2002)	1981-1994	[-1, 1]	1,92%
Gleason, Madura e Pennathur (2006)	1981-2002 / 91	[-1, 1]	0,65%
Otsubo (2009)	1984-2000 / 563	[-1, 0]	2,13%
		[-5, 0]	4,45%

Fonte: Elaboração própria

3.1. Hipóteses explicativas da criação de valor no anúncio

3.1.1. Assimetria de informação e oportunidade de investimento

Schipper e Smith (1983) procuram entender quais as razões explicativas da criação de valor, destacando como principal fator a separação das oportunidades de investimento da subsidiária da empresa mãe. A redução do nível de assimetria de informação, provocado por esta separação, permitirá à subsidiária procurar financiamento evitando as implicações negativas sobre a informação privada que os investidores/credores possuem da empresa mãe e vice-versa.

Analogamente ao que acontece com as operações de SO, as operações de ECO provocam alterações significativas ao nível da informação disponível no mercado de capitais. A existência de duas empresas distintas e cotadas separadamente no mercado de capitais estimula o nível e qualidade de informação oferecida. Além disso, esta nova empresa desperta interesse nos investidores originado um crescimento da monitorização e procura de informação privada. O aumento da informação disponível permitirá portanto uma melhor perceção do valor da empresa e realização de investimentos mais eficientes, motivo apontado por Schipper e Smith (1983) como explicativo da criação de valor do ECO no momento do anúncio do mesmo.

Nanda (1991) procura explicar a reação do mercado ao anúncio do ECO centrando-se na hipótese de assimetria de informação existente entre a empresa e os investidores mas utilizando uma perspetiva antagónica à anteriormente enunciada por Schipper e Smith (1983). Segundo Nanda (1991), devido à não equidade de informação relativa aos ativos da empresa mãe como da subsidiária, existe uma elevada probabilidade do valor das empresas estar erradamente definido no mercado de capitais. Esta discrepância é mais acentuada nas empresas diversificadas. Os gestores e a empresa mãe ao terem a perceção desta errada avaliação realizada no mercado irão escolher o modo de financiamento de acordo com o valor atual de mercado da subsidiária e empresa mãe. Quando os gestores considerarem que as empresas se encontram subavaliadas (sobreavaliadas), em termos consolidados, mas a subsidiária registre um valor superior (inferior) ao seu valor real, irão optar tendencialmente pela realização de ECO (SO). Todavia, o autor não realizou qualquer estudo empírico para testar o seu modelo e suas conclusões.

Anos mais tarde, Vijh (2002) utiliza o modelo proposto por Nanda (1991) e obtém resultados opostos aos previstos por esse mesmo modelo. Conclui, assim que os ganhos gerados aquando o anúncio do ECO não são, em média, explicados pela hipótese de assimetria de informação descrita por Nanda (1991).

3.1.2. Necessidades de Financiamento

Powers (2003) afirma que as operações de ECO, uma vez que conjugam características de operações de financiamento e reestruturação, são também influenciadas pela necessidade de financiamento das empresas mãe. No estudo de Powers (2003) é possível observar a existência de uma relação negativa entre o número de ações colocadas à venda e performance operacional da subsidiária, bem como entre o número de ações vendidas e o nível de retorno no longo prazo. Esta última relação indica que pelo menos parte das empresas mãe conseguem vender ações da subsidiária, aquando o ECO, acima do valor intrínseco da mesma. Conclusão que valida a hipótese de assimetria de informação de Nanda (1991). Powers (2003) demonstra, ainda, que as empresas que manifestam maiores constrangimentos em termos de liquidez tendem a vender uma percentagem superior das ações da subsidiária no mercado, corroborando este resultado por sua vez com a sua teoria das necessidades de financiamento.

No estudo de Allen e McConnell (1998) é possível verificar que quando a gestão anuncia que os fundos obtidos com o ECO irão ser usados para liquidar dívidas junto dos acionistas e credores o impacto desta operação no valor de mercado das ações da empresa mãe é mais significativo do que quando referem que este montante irá ficar retido na empresa para investimentos futuros. Estes resultados coincidem com os encontrados posteriormente por Vijh (2002). Este último autor obtém um nível de retorno anormal para os ECO em que a gestão refere que o *cash flow* gerado nesta operação será utilizado para colmatar algumas dificuldades financeiras que ascende os 3,04%, contrastando com o retorno anormal de apenas 1,63% nas operações de ECO motivadas pela realização futura de novos investimentos.

No seguimento dos estudos supra expostos, é possível concluir que uma das inúmeras razões por detrás da escolha dos gestores para a realização dos ECO centra-se nas necessidades de financiamento da empresa mãe. Ao mesmo tempo, podemos

verificar que a motivação da gestão para a escolha desta operação e a futura utilização do *cash flow* gerado têm influência sobre a reação do mercado no anúncio.

3.1.3. Alterações contratuais entre os *stakeholders*

i. Alterações contratuais entre gestores e acionistas

Schipper e Smith (1983) referem que as operações de ECO ao permitirem o realinhamento dos incentivos entre a gestão e os acionistas, através da reestruturação dos contratos de incentivos e responsabilidades, irão reduzir os custos de agência, tornando a gestão dos ativos mais eficiente e assim maximizar a riqueza dos acionistas. Ao mesmo tempo estas operações de ECO possibilitam a manutenção das sinergias operacionais e financeiras, apesar dos conflitos que possam surgir com os acionistas minoritários, e empresas geridas por indivíduos mais alinhados com os objetivos principais da mesma.

ii. Alterações contratuais entre acionistas e obrigacionistas

Thompson e Apilado (2009) procuram analisar a existência de uma correlação entre o incremento de valor aquando o anúncio dos ECO e a hipótese da transferência de riqueza dos obrigacionistas para os acionista. Observam, no momento do anúncio do ECO, um incremento da riqueza dos acionistas e dos obrigacionistas da empresa mãe, porém registam uma ligeira redução na riqueza de ambos após a realização do ECO. Em simultâneo, verificam a ocorrência de um aumento da riqueza dos acionistas da empresa subsidiária. Comprovam, assim, a transferência de riqueza dos acionistas e obrigacionistas da empresa mãe para os acionistas da empresa subsidiária, aquando da realização de uma operação de ECO.

3.1.4. Aumento da concentração no *core business*

Os ECO ao criarem entidades mais concentradas no seu *core business* irão permitir uma gestão mais eficaz e focalizada nos objetivos centrais da empresa, deixando ao mesmo tempo a gestão mais exposta a possíveis reprimendas dos acionistas geradas por erros que possam cometer. Tal como acontece nos SO, este aumento de

focalização poderá explicar, pelo menos em certa parte, a reação favorável do mercado ao anúncio da operação de ECO.

Vijh (2002) e Miles, *et al.* (2002) analisam esta questão e constataam que o mercado reage mais favorável quando os ECO permitem uma redução do nível de diversificação da empresa mãe comparativamente com os ECO intra-indústria. De salientar que o retorno anormal obtido, no estudo de Miles *et al.* (2002), para os ECO cujas empresas pertencem à mesma indústria é negativo, o que permite aferir que o mercado não valoriza, em termos de preço das ações da empresa mãe, as operações de ECO nos quais não existe um aumento da concentração no *core business*. Todavia, a diferença das médias das duas subamostras não é estatisticamente significativa.

3.1.5. Melhorias operacionais vs. Assimetria de informação

Em consonância com os estudos até agora apresentados, verifica-se que os ganhos das operações de ECO são captados, essencialmente, pela assimetria de informação existente e pelos resultados obtidos com as operações de desinvestimento (aumento do focalização, contratos mais completos, alinhamento dos incentivos, eliminação de sinergias negativas, etc.). Todavia, não existe evidência sobre qual é a principal fonte de criação de riqueza associada aos ECO. Será que os ganhos dos ECO refletem apenas melhorias operacionais associados ao desinvestimento? Ou o retorno anormal no momento do anúncio ocorre essencialmente devido à existência de assimetria de informação? Ou dever-se-á a ambos?

O estudo de Miles, *et al.* (2002) procura explicações para esta questão através da análise do impacto que os anúncios de operações ECO provocam no valor de mercado das empresas rivais às empresas mãe e às subsidiárias envolvidas nos ECO. De acordo com a hipótese de assimetria de informação, as empresas rivais às empresas mãe tenderão a reagir positivamente ao anúncio, uma vez se está a transmitir ao mercado um sinal de que a empresa mãe se encontra subavaliada. Segundo o mesmo raciocínio, as empresas rivais às empresas subsidiárias deverão reagir negativamente anúncio do um ECO. Segundo a hipótese dos ganhos operacionais provocados pelo desinvestimento, tanto as rivais às empresas mãe como as rivais às subsidiárias tenderão a reagir negativamente, na medida em que os ECO criam um conjunto de benefícios operacionais para ambas as empresas envolvidas na operação, que fomentará uma

deterioração do valor nas empresas rivais. Esta lógica é apenas viável quando a empresa mãe e a subsidiária não são da mesma indústria. Quando a empresa mãe e subsidiária pertencem à mesma indústria uma operação de ECO poderá não ter um efeito distinto nas empresas rivais à empresa mãe e à subsidiária.

Os resultados obtidos nesta análise comprovam que as empresas rivais às empresas mãe reagem negativamente ao anúncio dos ECO intra-indústria e inter-indústria. Resultado que permite os autores concluir que o incremento do retorno anormal no anúncio está associado à hipótese dos ganhos de operacionais originados pelo desinvestimento. Evidenciam, igualmente, que tanto a empresa mãe como a subsidiária após a realização de um ECO registam melhorias em termos de performance operacional. As conclusões obtidas no estudo de Slovin, *et al.* (1995) destoam das acima descritas, os autores obtêm retornos anormais positivos mas não significativos nas empresas rivais às empresas mãe envolvidas numa operação de ECO.

3.1.6. A ocorrência de eventos secundários

Os estudos de Klein, *et al.* (1991), Vijh (2002) e de Otsubo (2009) têm uma visão completamente distinta dos estudos até aqui apresentados. Segundo estes autores, os *equity carve-out* são apenas a primeira fase de um processo de reestruturação da empresa que terminará numa re aquisição, venda ou numa fusão. Portanto, o valor criado no anúncio da operação é explicado pela antecipação das expectativas dos investidores aos eventos secundários.

No seu estudo, Otsubo (2009) demonstra que a realização de um evento subsequente já é esperada pelo mercado no momento do anúncio do ECO, uma vez que quando a relação entre a empresa mãe e subsidiária é destituída, através da realização de um evento secundário, observa-se uma redução expressiva do preço de mercado das ações da empresa mãe. Corroborando com a hipótese anterior, o autor observa que o mercado, apesar de reagir positivamente ao anúncio de uma F&A sobre a subsidiária anteriormente alvo do ECO, não reage de modo estatisticamente significativo, contrariamente ao teoricamente esperado e observado empiricamente na generalidade das F&A. Em suma, o autor concluiu que a reação favorável dos investidores no momento do anúncio da operação de ECO se deve à avaliação conjunta do ECO e do evento subsequente.

Klein, *et al.* (1991) constatam que a magnitude do retorno anormal para os acionistas da empresa mãe está dependente da natureza do segundo evento. Quando o ECO é seguido de uma operação de desinvestimento o resultado combinado das operações é positivo e estatisticamente significativo. Porém, quando após o ECO a empresa mãe decide readquirir a subsidiária o efeito conjunto não é estatisticamente significativo. A diferença de retornos anormais entre os ECO que realizam eventos subsequentes e os que permanecem inalterados é reduzida e não estatisticamente significativa. De salientar, que os autores provam que as subsidiárias reagem positivamente ao anúncio do evento secundário e que os ganhos para os acionistas da subsidiária, no momento da reaquisição, são mais elevados quando o pagamento das ações é efetuado em dinheiro em detrimento da troca de ações pela empresa mãe.

No seguimento desta análise destacam-se, similarmente, os resultados obtidos por Gleason, *et al.* (2006). Os autores analisam apenas os ECO que estiveram envolvidos em reaquisições e verificam que estas subsidiárias registam, em média, retornos anormais negativos aquando o anúncio da realização de um ECO e mantêm esta reação desfavorável após a realização da operação. Como explicação das motivações por detrás desta reaquisição os autores apontam a posse de informação privilegiada por parte dos gestores juntamente com a sua perceção de que o mercado está a subavaliar a subsidiária como os principais motivos. Gleason, *et al.* (2006) mostram ainda que o mercado, em média, reage favoravelmente ao anúncio da reaquisição, sendo este impacto mais expressivo quando a reaquisição é completa e quando a área de negócio da empresa e da subsidiária estão relacionadas.

4. Spin-off vs. Equity carve-out

Os *spin-offs* (SO) e *equity carve-outs* (ECO) centram-se na criação de uma nova empresa independente e cotada no mercado de capitais, com o principal objetivo de libertar parte ou a totalidade de um conjunto de ativos detidos até então pela empresa mãe pelos mais diversos motivos. Embora muito semelhantes, existem dois aspetos fundamentais que distinguem estas duas operações: a entrada (ou não) de meios monetários na empresa mãe e o grau de controlo sobre a subsidiária subsequente à operação. Enquanto as operações de ECO podem-se traduzir numa modalidade eficaz de financiamento, na medida em que as novas ações são vendidas no mercado de capitais através de um IPO, o mesmo não sucede nos SO devido à sua distribuição *pro rata* das ações da nova empresa pelos acionistas atuais da empresa mãe. Resultante da forma de distribuição das ações da nova empresa pelos investidores surge a segunda grande diferença. Nos ECO a empresa mãe vende, normalmente, cerca de 20% das ações detendo o remanescente, o que permite manter o controlo sobre a subsidiária. Nas operações de SO a empresa mãe geralmente vende a totalidade da subsidiária/conjunto de ativos, originando a perda de controlo e poder sobre a subsidiária após a operação.

Nos estudos apresentados anteriormente denota-se que tanto as operações de ECO e SO criam valor para o acionista. Mas será que uma destas operações cria, em média, mais do que a outra? Se sim, considerando que o objetivo dos gestores é a maximização do valor para os acionistas, então porque é que os gestores optam por uma forma de desinvestimento que cria menos valor para o acionista?

Os estudos de Roni e Shaw (1995), Slovin, *et al.* (1995) e de Frank e Harden (2001) respondem às questões acima levantadas.

4.1. Reação do mercado: SO vs. ECO

Roni e Shaw (1995) demonstram que as operações de SO tendem a gerar retornos anormais mais elevados no momento do anúncio do que as operações de ECO, todavia no longo prazo as empresas-mãe envolvidas em ECO apresentam uma performance mais positiva face aos SO. Resultados distintos foram obtidos por Slovin, *et al.* (1995), uma vez que no seu estudo os retornos anormais alcançados para ambas as operações são bastante semelhantes.

Numa abordagem um pouco distinta, Slovin, *et al.* (1995) analisam, igualmente, o impacto que os SO, ECO e *sell-offs* provocam na indústria das subsidiárias e das empresas mãe. De acordo com a hipótese de assimetria de informação, e como explicado anteriormente, será de esperar uma reação desfavorável (favorável) no preço das ações nas empresas concorrentes à empresa mãe (subsidiária) após o anúncio do SO e *sell-off*. Efeito distinto ao anteriormente apresentado é de esperar nos ECO. Segundo a perspectiva de melhorias de eficiência será de esperar um impacto semelhante no valor de mercado das empresas rivais nos três tipos de operações, ou seja, uma redução de valor. Os resultados empíricos encontrados demonstram a existência de retornos anormais negativos nas rivais às subsidiárias nas operações de ECO, contrastando com o incremento de retorno observado nos SO. O impacto nas rivais às empresas mãe é positivo em ambas as operações, mas insignificante. Os autores concluem assim que a criação de valor destas operações é explicada essencialmente pela assimetria de informação existente, não encontrando qualquer suporte para a hipótese de melhorias de eficiência.

4.2. Motivos que influenciam a escolha do método de desinvestimento

Roni e Shaw (1995) apontam a existência de três motivos fulcrais, que irão ser analisados de seguida, inerentes a escolha entre a realização de um SO ou de um ECO: assimetria de informação, capacidade de acesso ao mercado de capitais e necessidades de financiamento.

4.2.1. Assimetria de informação existente entre os investidores e os gestores

Segundo esta perspectiva, avançada por Nanda (1991), os gestores irão optar pela realização de um SO (ECO) quando os ativos da subsidiária se encontrarem subavaliados (sobreavaliados). Roni e Shaw (1995) não encontram evidência empírica que suporte esta hipótese. Contudo observam que os *insiders*, em média, adquirirão um nível mais expressivo de capital nos ECO do que nos SO, o que permite conjecturar que as empresas que surgem dos ECO não se encontram sobreavaliadas.

4.2.2. Necessidades de financiamento

De acordo com este princípio, as empresas que apresentarem maiores necessidades de financiamento, nomeadamente que exibem maiores oportunidades de investimento mas menores fundos gerados internamente e menor liquidez, irão optar pela realização de um ECO em detrimento de um SO. Porém, na sua análise empírica constatam que as necessidades de financiamento não são o fator determinante na escolha da modalidade de desinvestimento, na medida em que observam, nas empresas mãe que realizaram ECO, taxas de crescimento muito reduzidas bem como níveis de endividamento e de dividendos inalterados após as operações.

As conclusões do estudo realizado por Frank e Harden (2001) contrastam com as apresentadas anteriormente. Os autores comprovam que a existência de uma elevada necessidade de financiamento nas empresas mãe ou a existência de grandes oportunidades de crescimento por parte da subsidiária incentivam a gestão a optar pela execução de um ECO em detrimento de um SO.

4.2.3. Capacidade de acesso ao mercado de capitais

Roni e Shaw (1995) demonstram que, em média, as empresas mãe de maior dimensão, menos alavancadas e mais lucrativas optam pela realização de um ECO, uma vez que apresentam melhores capacidades de acesso ao mercado de capitais. Reforçando a conclusão anterior observam, ainda, que no longo prazo a performance das empresas mãe que realizam ECO é expressivamente mais positiva do que as optam pelos SO. Este resultado deixa subentender que os ativos das primeiras são de melhor qualidade. No que respeita às empresas originadas nos ECO encontram níveis de risco mais reduzidos, menores níveis de endividamento e níveis de lucro mais expressivos comparativamente com as empresas que surgem através de um SO. Características que tornam as empresas subsidiárias alvo de um ECO mais atrativas face às subsidiárias geradas pelos SO.

Contrastando com este resultado Allen e McConnell (1998) concluem que as empresas que optam pela realização de ECO apresentam elevados níveis de alavancagem, reduzidos rácios de cobertura de juros e lucros inferiores à indústria.

Valores que evidenciam uma baixa capacidade de emissão de nova dívida e de capital próprio no seu conjunto.

Mais uma vez, os resultados alcançados por Frank e Harden (2001) também diferem dos supra mencionados. No seu estudo não se deparam com qualquer relação entre o tamanho, nível da alavancagem e lucros da empresa mãe com a escolha do modo de desinvestimento a utilizar.²

O estudo apresentado por Frank e Harden (2001) investiga um outro conjunto de fatores que possibilite perceber, simultaneamente, as razões inerentes à escolha do método de desinvestimento e os motivos por detrás da criação de riqueza destas operações no anúncio.

4.2.4. Manutenção do controlo sobre a subsidiária

Frank e Harden (2001) apresentam a possibilidade de manutenção do controlo e sinergias entre as empresas envolvidas ou a separação completa como elemento decisivo na tomada de decisão da gestão. Quando a empresa mãe e a subsidiária estão envolvidas na mesma área de negócio, ou em áreas de negócio complementares, há interesse por parte da gestão na manutenção das sinergias tangíveis e intangíveis (ex. desenvolvimento de processos de produção, partilha de conhecimentos, etc), portanto a gestão optará pela realização de um ECO. Mas quando a empresa mãe e a subsidiária pertencem a indústrias não relacionadas, a separação completa (SO) das áreas de negócio poderá ser benéfica, uma vez que poderá permitir a eliminação de sinergias negativas.

Os resultados empíricos alcançados mostram, apesar de muito fraca, a existência de uma relação entre a escolha do método de desinvestimento e a existência de benefícios na manutenção do controlo. Todavia, os resultados deixam de ser robustos quando se introduz novas variáveis.

² Os resultados obtidos no estudo de Roni e Shaw (1995), tiveram com base uma amostra desnivelada, sendo o número de ECO quase o triplo dos SO em análise, além disso a amostra apenas contém empresas MLP (*Master Limited Partnership*). Estes dois critérios podem ser uma explicação para a divergência de resultados face ao estudo de Frank e Harden (2001).

i. Sinergias de reporte financeiro consolidado

A possibilidade de consolidação de resultados entre a empresa mãe e a subsidiária, existente nas operações de ECO, é outro motivo apresentado como decisivo na tomada de decisão. Quando a gestão pretende o alisamento/estabilização temporal dos resultados será preferível a realização de um ECO, desde que a performance da subsidiária seja contra cíclica relativamente à performance da empresa mãe, sendo os resultados menos positivos da empresa mãe compensados pela performance positiva da subsidiária. Será, também, preferível manter o controlo sobre a subsidiária quando esta possuí resultados positivos e o objetivo da gestão centra-se na maximização do valor da empresa em termos consolidados.

Nos SO como não existe a possibilidade de consolidação de resultados após a operação, a gestão optará pela realização de uma operação de SO quando a subsidiária apresente performances desfavoráveis (hipótese de maximização do valor). Se a gestão preferir a estabilização de resultados, apenas irá optar pelos SO quando os resultados das empresas estiverem positivamente correlacionados, pois caso os resultados sejam contra cíclicos será mais benéfico para a gestão a realização de uma operação de ECO de acordo com a hipótese de estabilização dos resultados.

Os autores concluem que os ECO deverão incidir sobre empresas que apresentam resultados favoráveis enquanto os SO tem uma maior probabilidade de ocorrência em subsidiárias com más performances, na medida em que constatam que a gestão prefere a maximização do valor da empresa em detrimento do alisamento dos resultados.

Todavia, permanece indecifrável a questão se o desejo de manutenção do controlo procura a maximização dos resultados ou por outro lado visa uma boa colocação das ações garantindo assim elevados níveis de procura das ações da nova empresa. Inquestionável, é o facto que das vantagens e da maior probabilidade de sucesso na colocação de mercado quando as subsidiárias são lucrativas.

4.2.5. Motivos fiscais

Por fim, os autores aferem que as duas operações possuem diferentes tratamentos fiscais. Tal como visto anteriormente os SO, no mercado dos EUA, podem não ser alvo de tributação desde que obedeçam a um conjunto de critérios definidos. A tributação ou

não tributação nos ECO é mais complexa, sendo o tratamento fiscal variado.³ Na sua análise os autores encontram uma relação significativa entre a taxa marginal de imposto e o método de desinvestimento escolhido, onde verificam que as empresas cuja taxa marginal de imposto é significativa optam, em média, pela realização de um SO livre de impostos.

Em suma, para Frank e Harden (2001) a escolha do modelo de desinvestimento depende da necessidade de financiamento da empresa mãe, da taxa marginal de imposto aplicada, do lucro da subsidiária e do crescimento potencial da indústria da subsidiária. Assim, a gestão optará pela realização de um ECO quando tiver elevadas necessidades de financiamento, suportar reduzidas taxas marginais de imposto e a sua subsidiária apresentar bons lucros e potenciais de crescimento. Para Roni e Shaw (1995) apenas a capacidade de acesso ao mercado da empresa mãe é que influencia a decisão da gestão.

Como referido anteriormente todos estes estudos comparam essencialmente as operações de SO e ECO cuja empresa mãe se encontrava cotada no mercado norte-americano. Esta dissertação procurará colmatar uma lacuna existente na literatura, na medida em que será efetuada uma comparação entre as operações de SO e ECO ocorridas unicamente no espaço geográfico europeu, a qual, até à data, não se encontra documentada. Para esse efeito serão analisadas as operações de SO e ECO que ocorreram na Europa durante o período compreendido entre 1999 e 2011. O seu primordial objetivo centrar-se-á na validação de algumas hipóteses encontradas para o mercado dos EUA, nomeadamente a criação de valor no momento do anúncio, nos motivos explicativos desse fenómeno bem como na comparação em termos de valor criado por cada operação.

³ Por exemplo, se aquando o IPO a empresa mãe não vende nenhuma acção que possui antes do ECO, a operação não é alvo de tributação. Porém, se a percentagem de capital detida pela empresa mãe for menor que 80, esta está isenção inicial poderá desencadeará custos fiscais caso se observe a recapturação de dividendos. Por fim, os ECO secundários (quando no IPO a empresa mãe vende acções que já possuía) são sempre alvo de tributação. (Frank e Harden, 2001)

5. Dados e Metodologia

5.1. Dados

Com o objetivo de responder às questões acima levantadas, este estudo basear-se-á na análise dos SO e ECO que ocorreram no mercado europeu durante o período de 1999 a 2011.

As operações constituintes da amostra deverão obedecer a um conjunto de requisitos previamente definidos, por forma a assegurar que a análise se centrará somente no mercado europeu e se considerará apenas ECO e SO “puros”. Assim, em ambas as operações a empresa mãe tem que estar sediada na Europa e encontrar-se cotada no mercado de capitais no momento do anúncio da operação. O grau de propriedade da empresa mãe face ao capital da subsidiária tem de ser significativamente elevado, ou seja, apenas se considerará as operações em que a empresa mãe detenha pelo menos 80% do capital da subsidiária previamente à operação e anúncio. Na seleção dos ECO acresce ainda a exigência da empresa mãe, após a operação, manter o controlo sobre a subsidiária. Portanto só serão considerados os ECO onde a empresa mãe possua pelo menos 50% do capital da subsidiária após a realização do desinvestimento.

As operações de SO na Europa foram identificadas através da base de dados Capital IQ, da qual foi possível extrair inicialmente 203 SO. Destas 203 operações foram excluídas 54 operações, pelo facto da empresa mãe deter menos de 80% do capital da subsidiária no momento do anúncio. Posteriormente verifiquei que em 30 observações a empresa mãe não se encontra cotada no mercado no anúncio, pelo que não foram consideradas neste estudo. Foram também retiradas da amostra operações de SO efetuadas por empresas de investimento bem como operações cuja empresa mãe realizou outro SO na mesma data, evitando assim a duplicação de dados. A amostra encontrava-se composta por 104 observações, porém foi ainda necessário excluir mais 15 operações devido à não fiabilidade dos dados obtidos para as suas cotações.⁴ A amostra final resume-se a 89 operações de SO que ocorreram na Europa entre 1999 e 2011.

⁴ Por exemplo, o preço das ações obtido para as empresas Bakery e Global Brand manteve-se inalterado durante extensos períodos de tempo (mais de 12 meses).

Na Tabela 1 pode ser observada a distribuição temporal destas 89 operações que tendem a concentrarem-se entre 2004 e 2007, contrastando com um número reduzido de observações entre 1999 e 2002. A Tabela 1 mostra ainda que as empresas que constituem a amostra encontram-se particularmente sediadas em dois países, Reino Unido e Suécia, que no seu conjunto detêm aproximadamente 45% das observações consideradas. Pode ser observado na mesma tabela a distribuição por setor de atividade, presenciando-se uma grande concentração de SO no setor da indústria e materiais e no setor de consumo, tanto nas empresas que surgem destas operações como nas empresas mãe.

A identificação das operações de ECO, no mercado Europeu, foi bastante mais complexa. A pesquisa inicial destas operações foi efetuada através da base de dados Capital IQ, onde foi possível identificar 59 operações de ECO no mercado europeu, contudo apenas 26 obedeciam aos requisitos previamente enunciados. Posteriormente foi necessário realizar uma análise individualizada dos IPOs que ocorreram na Europa e cujo capital colocado para negociação era inferior a 40%, com o intuito de identificar aqueles que satisfaziam as características de uma operação de ECO. Dos aproximadamente 600 IPOs encontrados foi possível identificar 176 ECO, dos quais apenas 42 serão incluídos na amostra, pois os restantes não obedeciam aos requisitos necessários (em 123 dos casos a empresa vendedora não estava cotada em bolsa, em 8 dos casos não foi possível identificar a data do anúncio da operação e por fim em 3 dos casos a empresa mãe realizou mais do que um ECO em simultâneo). Na pesquisa acima descrita foi necessário o cruzamento de informação de três bases de dados, nomeadamente a Capital IQ, a Thomson One e a Data Stream, bem como análise de notícias e prospets publicados. Por fim, através da análise de jornais e notícias publicadas foi possível reconhecer mais 23 ECO que ocorreram no período em análise e que possuem todos os requisitos exigidos.

Da conjugação destas três pesquisas distintas foi possível criar uma amostra constituída por 92 operações de ECO que obedeciam a todos os critérios anteriormente explanados. Porém, a amostra final que irá ser alvo de análise é constituída somente por

81 ECO uma vez que foi necessário retirar do estudo 11 operações devido à diminuta fiabilidade dos seus dados.⁵

Tabela 1 - Análise dos dados de SO e ECO

Distribuição temporal		
Ano	Spin-off	Equity Carve-out
1999	2	10
2000	2	16
2001	2	4
2002	3	3
2003	8	2
2004	12	4
2005	14	7
2006	13	14
2007	13	10
2008	6	2
2009	2	3
2010	6	5
2011	6	1
Total	89	81

Distribuição geográfica							
Spin-off				Equity Carve-out			
País	N.º	País	N.º	País	N.º	País	N.º
Alemanha	1	Itália	7	Alemanha	17	Itália	10
Bélgica	2	Noruega	8	Bélgica	3	Polónia	5
Estónia	2	Portugal	4	Dinamarca	2	Portugal	2
Finlândia	4	Reino Unido	22	Espanha	8	Reino Unido	5
França	7	Suécia	20	Finlândia	2	Suécia	3
Holanda	1	Suíça	4	França	14	Suíça	3
Irlanda	3	Outros	4	Grécia	3	Outros	5

Distribuição sectorial					
Setor	Spin-off			Equity Carve-out	
	Empresa mãe	Subsidiária		Empresa mãe	Subsidiária
Consumo	22,47%	23,60%		22,22%	24,69%
Energia e Utilitários	10,11%	8,99%		12,35%	13,58%
Financeiro	7,87%	10,11%		17,28%	16,05%
Indústria e Materiais	39,33%	38,20%		19,75%	20,99%
Saúde	5,62%	5,62%		4,94%	4,94%
Tecnologia da informação	11,24%	10,11%		11,11%	13,58%
Telecomunicações	3,37%	3,37%		12,35%	6,17%

Fonte: Elaboração própria

⁵ Por exemplo, o preço das ações obtido para as empresas Cremonini, Touch Group e Swissmed manteve-se inalterado durante extensos períodos de tempo. Também, foi excluída da amostra a operação da empresa Ihlas Holding, pois após o anúncio da mesma não existiram variações no preço das ações.

Analisando algumas características da amostra das operações de ECO observa-se uma expressiva concentração das mesmas em quatro anos (1999, 2000, 2006 e 2007), distribuição temporal que pode ser observada na Tabela 1. A amostra encontra-se dividida equitativamente pelos diversos setores de atividade tanto nas empresas que efetuam as operações como nas empresas que são originadas por esta. Através da análise da Tabela 1 podemos, ainda, constatar que a Alemanha, França e Itália destacam-se no número de ECO realizados. Ao mesmo tempo é possível aferir que os países que se destacaram no número de SO realizados apresentam um reduzido número de ECO efetuados. Será esta distribuição geográfica explicada pelas diferenças culturais existentes? Ou pelo nível de informação distinto que existe nestas duas áreas geográficas? Apesar de questões importantes e pertinentes não serão abordadas neste estudo.

5.2. Metodologia

Com o intuito de analisar o impacto do anúncio das operações de desinvestimento, nomeadamente SO e ECO, na riqueza dos acionistas foi calculado o retorno anormal (*excess return*) das ações das empresas que realizaram estas operações na Europa.

O cálculo dos retornos anormais é extremamente sensível ao método de estimação utilizado bem como ao período de análise escolhido, o que dificulta significativamente a comparação dos resultados obtidos para duas amostras com características distintas. A veracidade dos resultados encontrados é muitas vezes colocada em causa devido ao grau de variabilidade destas análises.

A escolha da metodologia a utilizar neste estudo, e que se encontra abaixo descrita, foi motivada pelos modelos utilizados pelos principais autores, citados na revisão da literatura, nomeadamente Hite e Owers (1983) e Schipper e Smith (1983) e Roni e Shaw (1995).

O modelo de mercado, apesar de todas as limitações minuciosamente exploradas e conhecidas, é a metodologia mais comum na análise de retornos anormais, no muito curto prazo, tendo sido o método utilizado pelos autores acima descritos. Neste estudo pretende-se efetuar uma comparação entres os resultados encontrados essencialmente no mercado norte-americano com os resultados que serão obtidos para o mercado europeu, pelo que por forma a facilitar essa comparação e torná-la mais fidedigna a metodologia

a utilizar deve ser semelhante. A regressão do modelo de mercado encontra-se descrita na expressão (1).

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

Onde,

r_{it} é o retorno da ação i no dia t ⁶

r_{mt} é o retorno do mercado no dia t ⁷

α_i e β_i são os estimadores mínimos quadrados da interceção e declive da regressão do modelo de mercado

ε_{it} representa o termo residual

O modelo de mercado pressupõem que a relação entre o retorno dos títulos e o retorno do mercado é linear, portanto assume-se que $E(\varepsilon_{it}) = 0$.

Irei ainda pressupor que o *beta* capta a totalidade do retorno “normal” do título, assumindo assim que $\alpha_i = 0$.

De acordo com os pressupostos acima descritos, o retorno “normal” do título i é dada pela seguinte expressão:

$$r_{it} = \beta_i r_{mt} \quad (2)$$

Através desta regressão serão estimados os *betas* para cada empresa mãe, tendo em consideração o período antes do evento e antes da análise do retorno anormal, ou seja, o *beta* irá ser determinado com base nos retornos diários da ação e do mercado no período compreendido entre 285 e 46 dias antes da data do anúncio.

Após a estimação do *beta* de cada empresa, facilmente se obtém o retorno “normal” diário no intervalo de análise [-45,15], utilizando a expressão (2).

O retorno anormal (*excess return*) da empresa i no momento t , será dado pela seguinte expressão:

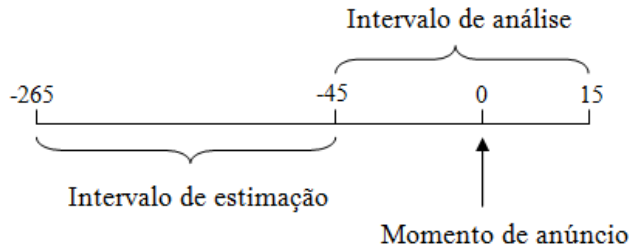
$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\beta} r_{mt} \quad (3)$$

onde, R_{it} expressa o retorno verificado na empresa i no momento t ;

⁶ Dados retirados da Datastream e IQ Capital

⁷ O índice escolhido foi o STOXX Europe 600, pelo facto de ser um índice constituído unicamente por empresas europeias e que melhor representa a amostra em estudo.

Figura 3 - Representação gráfica do período de estimação e de análise utilizado



Fonte: Elaboração própria

O retorno anormal irá ser calculado para cada empresa da amostra e para cada dia de negociação pertencente ao período de análise, que corresponde ao período de 45 dias de negociação em bolsa das ações antes da data de anúncio da operação até 15 dias após o anúncio da operação.

O retorno anormal acumulado (*CAR – cumulative abnormal return*) para cada empresa em análise e para diferentes intervalos (de $L1$ a $L2$), é determinado através da seguinte expressão,

$$CAR_i = \sum_{t=L1}^{L2} AR_{it} \quad (4)$$

Por fim, o retorno anormal acumulado médio é dado pelo *CAAR (cumulative average abnormal return)*:

$$CAAR_{L1,L2} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i \quad (5)$$

Onde, N representam as empresas consideradas na amostra.

6. Resultados

6.1. *Spin-offs*

6.1.1. Reação do mercado ao anúncio do SO

Com o intuito de examinar a existência de retornos anormais no momento do anúncio das operações de SO no mercado europeu, foi calculado o *Cumulative Abnormal Return* (CAR) e o CAR médio diário, para diferentes intervalos de tempo (*windows*). Os resultados encontram-se discriminados na Tabela 2.

Analisando o período compreendido entre 45 dias antes do anúncio da operação e 15 dias após o mesmo observa-se um retorno anormal acumulado de 3,77% - o que corresponde a um retorno médio diário de 0,06%. Este retorno é estatisticamente diferente de zero (*p-value* igual a 0,03). Quando se analisa o retorno anormal para o período de [-5,5] presencia-se também uma reação positiva do mercado, traduzida num retorno anormal acumulado de 2,5% em apenas 11 dias de negociação, sendo mais uma vez este retorno anormal estatisticamente significativo para um nível de significância igual a 1%. Os ganhos mais expressivos são, no entanto, encontrados no intervalo [-1,1], no qual se verifica um retorno anormal acumulado de 2,39% (*p-value* de 0,08%).

Deste modo, é possível concluir que o mercado europeu reage positivamente, e de modo estatisticamente significativo, aos anúncios de operações de SO, aumentando a riqueza dos acionistas das empresas mãe. Resultados que corroboram os estudos efetuados por Hite e Owers (1983), Miles e Rosenfeld (1983) e Schipper e Smith (1983) para o mercado norte-americano, embora se tenha utilizado amostras distintas, culturas empresariais diversas e diferentes períodos de análise.

Schipper e Smith (1983), no intervalo de [-1,0], encontram um retorno anormal de 2,8%, ligeiramente superior ao encontrado neste estudo para o mercado europeu (2,2%). Já Hite e Owers (1983), usando o mesmo período de análise [-1,0], obtiveram retornos anormais mais expressivos (iguais a 3,3%). No intervalo mais amplo examinado por Schipper e Smith (1983), compreendendo o período entre -90 e -2, a reação do mercado é contrária e reflete-se uma diminuição média de rendibilidade de -0,67%. De salientar que, o retorno no momento exato do anúncio não está a ser considerado, pelo que não se

deverá efetuar uma comparação direta com os resultados obtidos neste estudo, ao adicionarmos o intervalo [-1,0] obtemos um retorno anormal, para a totalidade do período, positivo. No intervalo de análise mais extenso, [-50,0], os retornos anormais verificados por Hite e Owers (1983) são muitíssimo mais elevados, acendendo a 7%.

Tabela 2 - Retornos anormais no anúncio dos SO

<i>Windows</i>	CAR (n=89)	CAR médio diário (n=89)
[-1,1]	2,39% (0,00)***	0,80%
[-2,2]	1,95% (0,01)**	0,39%
[-5,5]	2,50% (0,00)***	0,23%
[-10,10]	2,48% (0,04)**	0,17%
[-30,15]	3,18% (0,05)**	0,07%
[-45,15]	3,77% (0,03)**	0,06%

Nota:

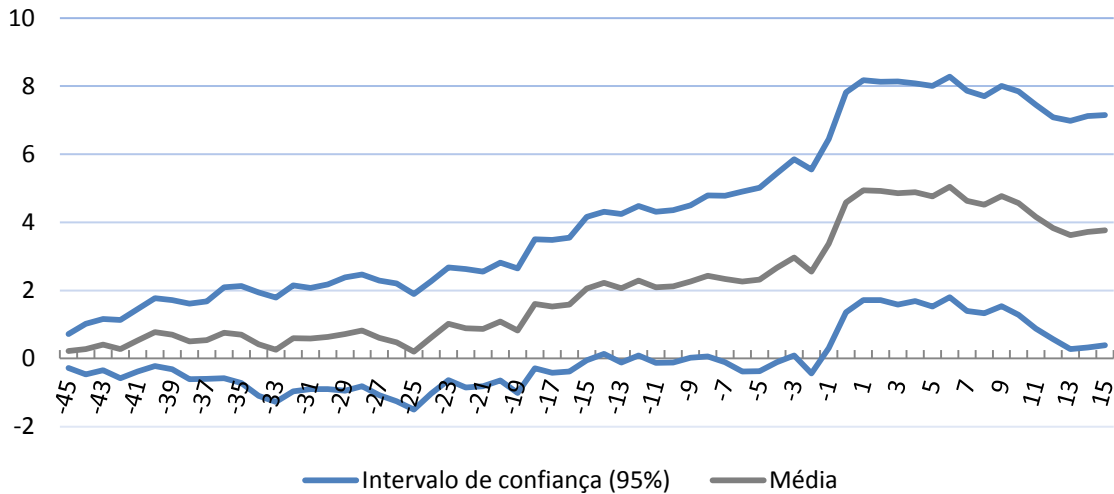
O *cumulative abnormal return* foi calculado para um conjunto de 89 *spin-offs* que ocorreram entre 1999 e 2011 na Europa. Os intervalos definidos acima foram determinados, sempre, em função do dia do anúncio da operação (momento 0). Entre parênteses encontram-se os *p-value* obtidos quando é testada a hipótese da média ser diferente de zero. *, **, *** indicam um nível de significância igual a 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Os resultados obtidos neste estudo permitem também confirmar os resultados obtidos por Veld e Veld-Merkoulova (2003) para o mercado europeu, num período precedente ao presente estudo (1987 a 2000). O nível de retorno registado pelos autores, próximo dos 2,7%, é muito semelhante ao registado no presente estudo, ou seja, no período subsequente entre 1999 e 2011 (2,39%).

É possível ainda verificar através da análise da Figura 4 que o incremento do retorno anormal ocorre essencialmente no momento 0 e 1. Ao longo de todo o período de análise o CAR diário médio é sempre positivo, todavia apenas no período [-15,15] o nível de retorno anormal médio apresenta valores mais expressivos.

Analisando o intervalo de confiança, para um nível de significância de 95%, verifica-se que apesar do retorno anormal aumentar desde o dia 25 antes do anúncio este apenas é estatisticamente diferente de zero a partir do momento do anúncio.

Figura 4 – Evolução do CAR diário das operações de SO



Conclui-se que, em média, os investidores europeus consideram benéficas as operações de SO para a empresa mãe, opinião que se manifesta em aumentos expressivos do preço das ações destas quando comparadas com a evolução do mercado. Resta agora, identificar se os motivos apontados para o mercado dos EUA como responsáveis pela criação de valor são os mesmos que estão por detrás da criação de valor dos SO na Europa.

6.1.2. Hipótese do aumento da concentração no *core business*

Daley, Mehrotra e Sivakumar (1997) e Desai e Jain (1999) demonstram que as operações de SO inter-indústria apresentam, no anúncio, retornos anormais significativamente mais elevados quando comparados com os SO intra-indústria. Conclusões semelhantes foram alcançadas por Veld e Veld-Merkoulova (2003) para o espaço geográfico europeu. Resultados que comprovam que, pelo menos parte, do retorno anormal verificado no momento de anúncio dos SO é explicado pela eliminação de sinergias negativas, maior concentração no *core business* da empresa mãe e redução dos custos de agência.

Com o intuito de apurar se no mercado europeu, no período subsequente ao analisado em Veld e Veld-Merkoulova (2003), esta explicação se mantém válida será efetuada uma análise muito semelhante.

Analisando o intervalo [-1,1] face ao anúncio dos SO, verifica-se a existência de retornos anormais médios de 2,25% para a subamostra dos SO intra-indústria, valor muito próximo do obtido para SO que envolvem empresas de indústrias diferentes (2,48%). A diferença entre as subamostras é residual – 0,23% – e não estatisticamente significativa, pelo que a hipótese de que pelo menos parte do retorno anormal pode ser explicado pela eliminação de sinergias negativas e aumento da concentração é rejeitada.

Tabela 3 - Comparação de retornos anormais entre SO inter-indústria e intra-indústria

<i>Windows</i>	CAR inter-indústria (n=55)	CAR intra-indústria (n=34)	Diferença
[-1,1]	2,48% (0,02)**	2,25% (0,00)***	0,23pp (0,43)
[-2,2]	1,96% (0,07)*	1,94% (0,06)*	0,03pp (0,49)
[-5,5]	2,76% (0,02)**	2,07% (0,09)*	0,69pp (0,34)
[-10,10]	3,64% (0,04)**	0,59% (0,66)	3,06pp (0,08)*
[-45,15]	3,41% (0,16)	4,34% (0,06)*	-0,93pp (0,38)

Notas:

A desagregação das empresas constituintes da amostra pelas duas subamostras foi realizada com base na classificação internacional SIC (Standard Industrial Classification), considerando apenas a decomposição por dois dígitos. Informação retirada da base de dados IQ Capital e através de pesquisas no *site* siccode. De acordo com esta classificação, presencia-se a existência de 55 operações de SO empresa mãe e subsidiária envolvidas pertencem a sectores de atividade distintos e 34 operações intra-indústria.

Para realização desta análise, e com o intuito de verificar se a diferença de rendibilidades entre ambas as amostras é estatisticamente, foi utilizado o teste *t-student*, onde $H_0: \mu_D - \mu_M = 0$ e $H_1: \mu_D - \mu_M \neq 0$. Sendo que, μ_D corresponde à média da rendibilidade dos SO inter-indústria e μ_M corresponde à média da rendibilidade dos SO intra-indústria. Entre parênteses encontram-se os *p-value* obtidos quando é testada a hipótese da média ser diferente de zero. *, **, *** indicam um nível de significância igual a 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Nos intervalos [-2,2] e [-5,5] os SO inter-indústria continuam a registar retornos anormais superiores aos dos SO intra-indústria, porém as diferenças entre as duas subamostras continuam a não ser estatisticamente significantes. Somente no período

[-10,10] se encontram retornos anormais entre as duas subamostras estatisticamente significantes, mas apenas considerando um nível de significância de 10%.

Quando nos centramos na análise de um período mais abrangente [-45,15] dias, a média do retorno anormal é de 4,34% para os SO intra-indústria e de apenas 3,93% para SO que envolvem empresas de indústrias distintas. Este é o único intervalo onde o retorno anormal dos SO intra-indústria é superior, contudo a diferença entre as duas subamostras não é estatisticamente diferente de zero.

Os resultados obtidos apesar de apresentarem, tal como em estudos anteriores⁸, um retorno anormal superior para os SO inter-indústria face aos SO intra-indústria, este não é estatisticamente significativo (exceto no intervalo [-10,10]). Pelo que só muito marginalmente se pode concluir que um dos motivos por detrás do impacto positivo dos SO na Europa centra-se nos benefícios gerados por uma maior focalização no *core business* da empresa mãe.

6.2. Equity carve-out

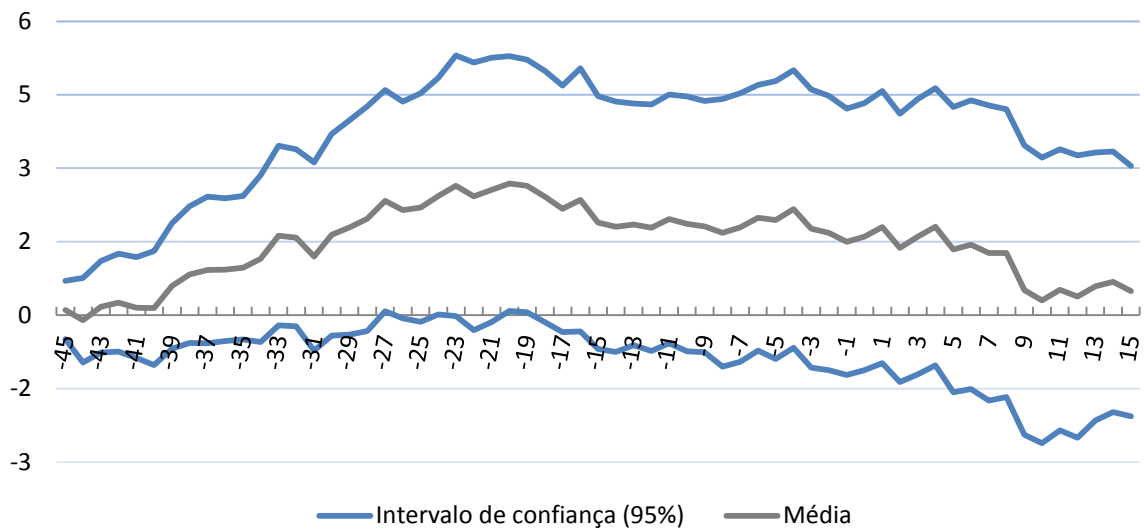
6.2.1. Reação do mercado ao anúncio do ECO

Usando a mesma metodologia de análise das operações de SO, neste ponto irei averiguar se o mercado europeu reage de forma idêntica ao mercado americano, no momento do anúncio da realização de um ECO.

Na Figura 5 podemos analisar o intervalo de confiança do CAR diário ao longo dos 60 dias que têm sido alvo de análise, considerando um nível de confiança de 95%. De acordo com esta figura contacta-se que no momento do anúncio das operações de ECO (dia 0 e 1) não existe nenhuma alteração significativa no nível do retorno anormal registado, contrariamente ao observado nos SO. Ao longo de todo o intervalo em análise verifica-se a existência de uma maior variabilidade no valor do retorno anormal quando comparado com o intervalo obtido nos SO. É igualmente importante realçar que após o anúncio do ECO observa-se uma redução expressiva no CAR.

⁸ Daley et al. (1997) encontram, no período de [-1,0], um retorno anormal de 1,4% para os SO intra-indústria e de 4,3% para os SO inter-indústria. Desai e Jain (1999), obtêm retornos anormais muito semelhantes aos dos autores anteriores de 2,26% e 4,45%, respetivamente. Veld e Veld-Merkoulova (2003) para o mercado europeu, onde registam diferenças entre as duas subamostras de 2,81%. Em todos os estudos as diferenças entre subamostras são estatisticamente significantes.

Figura 5 – Evolução do CAR diário das operações de ECO



De acordo com os dados da Tabela 4, verificar-se que no momento do anúncio das operações de ECO, intervalo [-1,1], o mercado europeu reage positivamente ao anúncio, porém reflete-se num acréscimo do retorno anormal pouco expressivo e estatisticamente não diferente de zero. Pelo que se pode aferir que, em média, as operações de ECO no mercado europeu não tiveram impacto na riqueza dos acionistas, durante o período em análise.

Se analisarmos intervalos de tempo mais extensos observa-se a ocorrência de retornos anormais negativos, com exceção do intervalo [-45,15]. Todos os retornos anormais não são, no entanto, estatisticamente significantes. Por exemplo, no intervalo de análise de 11 dias em torno do anúncio do ECO presencia-se uma perda de valor diária média de 0,06%, que se reflete num retorno anormal negativo de 0,7% para todo o intervalo. Como referido, o intervalo [-45,15] apresenta um retorno anormal positivo, todavia inexpressivo (0,49%) e não estatisticamente significante.

Estes resultados são contrários aos obtidos nos estudos realizados por Allen e McConnell (1998), Klein, et al. (1991), Schipper e Smith (1983), Vijh (2002), nos quais as operações de ECO apresentam retornos anormais significativamente positivos para os acionistas no momento do anúncio e para diferentes intervalos de análise. Allen e McConnell (1998), analisando o período entre 1978 a 1993, encontram retornos anormais de 1,90% para o intervalo de [-1,1] dias em função da data de anúncio da operação. Por seu turno, Schipper e Smith (1983) e Vijh (2002) estudando períodos

subsequentes, 1965 a 1983 e 1980 a 1997 respetivamente, deparam-se com retornos anormais muito semelhantes, 1,83% para o intervalo [-4,0], no caso de Schipper e Smith (1983) e 1,93% para o intervalo [-1,1], no caso de Vijh (2002).

Tabela 4 - Retornos anormais no anúncio dos ECO

Windows	CAR (n=81)	CAR médio diário (n=81)
[-1,1]	0,12% (0,81)	0,04%
[-2,2]	-0,39% (0,47)	-0,08%
[-5,5]	-0,65% (0,39)	-0,06%
[-10,10]	-1,66% (0,18)	-0,04%
[-30,15]	-0,71% (0,58)	-0,02%
[-45,15]	0,49% (0,70)	0,01%

Nota:

O *cumulative abnormal return* foi calculado para um conjunto de 81 ECO que ocorreram entre 1999 e 2011 no espaço geográfico europeu. Os intervalos definidos acima foram determinados, sempre, em função do dia do anúncio da operação (momento 0). Entre parênteses encontram-se os *p-value* obtidos quando é testada a hipótese da média ser diferente de zero. *, **, *** indicam um nível de significância igual a 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Klein *et al.* (1991) encontram, para um intervalo de análise mais extenso [-40,0], retornos anormais que ascendem a 2,75%. Estes resultados contrastam, igualmente, com os valores de retornos anormais obtidos na presente análise para intervalo de [-30,15], de -0,7%, e com retornos anormais positivos mas inexpressivos para o intervalo de [-45,15].

Os resultados encontrados no presente estudo permitem concluir que ao contrário dos investidores norte-americanos, os investidores europeus não consideraram que os desinvestimentos efetuados através de um ECO criem valor⁹.

⁹ De referir que Fuck (2005) num estudo, não publicado, sobre os ECO ocorridos na Europa entre 1994 e 2004, chegou a conclusões semelhantes aos dos estudos que incidiram sobre o mercado norte-americano, e portanto contrárias às obtidos nesta dissertação.

Deste modo, torna-se pertinente averiguar quais os motivos que fazem com que este estudo se distancie de todas as restantes análises. Serão os ECO realizados na Europa diferentes dos realizados nos EUA? Dever-se-á a possível utilização de uma amostra enviesada? Ou os resultados estarão a ser influenciados pela atual crise económica que afeta o mercado europeu, nomeadamente os mercados bolsistas e nível de confiança dos investidores, desde 2008?

6.2.2. Hipótese do aumento da concentração no *core business*

Com o objetivo de verificar se o aumento da concentração no *core business* resultante de um ECO tem impacto no valor da empresa, nesta fase do estudo será analisado o retorno anormal dos ECO intra-indústria face ao retorno anormal dos ECO inter-indústria.

Os ECO inter-indústria apresentam retornos anormais positivos nos intervalos $[-1,1]$ e $[-45,15]$, ao contrário dos ECO intra-indústria que apresentam para os mesmos períodos retornos anormais negativos. Todavia, a diferença entre as médias das duas subamostra não é estatisticamente diferente de zero. Portanto, não é possível concluir, de acordo com estes resultados, que os ECO inter-indústria criem mais valor do que os ECO intra-indústria e por consequência que a focalização no *core business* das empresas mãe permite criar valor devido a uma diminuição das sinergias negativas.

Analisando os restantes intervalos, constata-se que ambas as subamostras apresentam retornos anormais negativos mas nunca estatisticamente significantes.

Mais uma vez os resultados obtidos são distintos dos verificados noutros estudos. Vijn (2002) obteve retornos anormais positivos (e estatisticamente significantes) tanto para ECO intra-indústria como os ECO inter-indústria. Porém, os últimos apresentaram retornos anormais mais expressivos que se refletiram numa diferença, estatisticamente significativa, entre as subamostras de 1,54%. Por sua vez, Miles *et al.* (2002) obteve retornos anormais negativos (mas não estatisticamente significantes) para os ECO intra-indústria de 0,39%, enquanto os ECO inter-indústria obtiveram retornos anormais positivos de 2,10%. No entanto, tal como neste estudo a diferença de 3,49%, não é estatisticamente significativa.

Tabela 5 - Comparação dos retornos anormais entre ECO inter-indústria e intra-indústria

<i>Windows</i>	CAR inter-indústria (n=35)	CAR intra-indústria (n=46)	Diferença
[-1,1]	0,32% (0,59)	-0,15% (0,86)	0,47pp (0,33)
[-2,2]	-0,03% (0,97)	-0,88% (0,34)	0,85pp (0,22)
[-5,5]	-0,07% (0,95)	-1,41% (0,12)	1,33pp (0,19)
[-10,10]	-1,39% (0,40)	-2,02% (0,29)	0,64pp (0,40)
[-45,15]	1,32% (0,51)	-0,60% (0,68)	1,93pp (0,22)

Notas:

A desagregação das empresas constituintes da amostra pelas duas subamostras foi realizada com base na mesma lógica e fontes utilizadas nos SO (ver notas Tabela 3). De acordo com esta classificação, observa-se que das 81 operações em 35 a empresa mãe e subsidiária envolvidas pertencem a setores de atividade distintos.

Para testar o nível de significância do valor médio obtido para cada subamostra foi analisada a hipótese deste ser diferente de zero, encontrando-se os *p-value* obtidos entre parênteses.

Para comparação dos valores obtidos para as subamostras, e com o intuito de verificar se a diferença do retorno anormal estatisticamente significativa, foi utilizado o teste *t-student*, no qual foi testada a hipótese da diferença das médias entre as duas subamostras ser diferente de 0. Entre parênteses encontram-se os *p-value* obtidos quando é testada a hipótese da média ser diferente de zero. *, **, *** indicam um nível de significância igual a 10%, 5% e 1%, respetivamente..

Da análise da literatura anterior, podemos concluir que contrariamente ao presenciado nos SO, os diferentes retornos anormais entre os ECO inter-indústria e os ECO intra-indústria não são consensuais. Os resultados obtidos por este estudo apontam no sentido de que o aumento da concentração na área de negócio primária da empresa mãe não é o motivo primordial da realização da operação nem da criação/destruição de valor.

6.2.3. Hipótese de ocorrência de eventos subsequentes

A antecipação de expectativas adjacente à realização de uma outra operação subsequente ao ECO é um dos motivos apresentados na literatura como explicativos da criação de valor aquando o anúncio dos ECO. Deste modo, se os ECO forem a primeira fase de um processo de desinvestimento é expectável que no momento do anúncio desta (primeira) operação os investidores antecipem as suas expectativas sobre a possível

criação de valor futura resultante do evento subsequente, o que não acontecerá se não for o caso. É por este motivo que, segundo esta perspectiva, o anúncio de um ECO pode estar associado a um processo de desinvestimento que origine uma reação positiva do mercado.

Com o objetivo de verificar se este fenómeno se verifica igualmente na Europa, irá ser efetuada uma análise semelhante à existente para o mercado norte-americano. Para tal foram constituídas duas subamostras: uma que contém os ECO que estiveram envolvidos em operações subsequentes (reaquisições, *spin-off* ou vendas) e uma outra constituída por ECO que não efetuarem qualquer operação após o desinvestimento.

Tabela 6 - Comparação de retornos entre ECO envolvidos em eventos secundários e os ECO que permaneceram inalterados até 2011

<i>Windows</i>	CAR ECO com evento Secundário (n=48)	CAR ECO sem evento Secundário (n=33)	Diferença
[-1,1]	0,79% (0,25)	-0,86% (0,23)	1,65pp (0,05)**
[-2,2]	0,16% (0,84)	-1,20% (0,12)	1,35pp (0,11)
[-5,5]	0,09% (0,93)	-1,73% (0,08)*	1,83pp (0,10)*
[-10,10]	-0,36% (0,82)	-3,56% (0,09)*	3,20pp (0,10)*
[-45,15]	1,20% (0,50)	-0,55% (0,77)	1,75pp (0,25)

Notas:

A desagregação das empresas constituintes da amostra pelas duas subamostras foi realizada com base na informação retirada da base de dados IQ Capital. De acordo com a informação obtida, presencia-se a existência de 48 operações de ECO cuja subsidiária foi alvo de um evento secundário (reaquisição, venda completa ou parcial e *spin-off*) e 33 operações nas quais não se registou o envolvimento em eventos subsequentes.

Para testar o nível de significância do valor médio obtido para cada subamostra foi analisada a hipótese deste ser diferente de zero, encontrando-se os *p-value* obtidos entre parênteses.

Para comparação dos níveis obtidos para as subamostras, e com o intuito de verificar se a diferença dos retornos anormais é estatisticamente significante, foi utilizado o teste *t-student*, no qual foi testada a hipótese da diferença das médias entre as duas subamostras ser diferente de 0. Entre parênteses encontram-se os *p-value* obtidos quando é testada a hipótese da média ser diferente de zero. *, **, *** indicam um nível de significância igual a 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Tal como é possível observar na Tabela 6, para todos os períodos em análise, os ECO cuja subsidiária foi alvo de um evento secundário registam um retorno anormal superior ao retorno anormal dos ECO que se mantiveram inalterados. A diferença dos

retornos anormais entre as duas subamostras é substancial e varia entre 1,35% para o período [-2,2] e 3,20% para o período [-10,10] e é estatisticamente significativa para os períodos [-1,1], [-5,5] e [-10,10] (no período [-2,2] o *p-value* é igual a 11%).

Mais, com a exceção do período [-10,10], verificamos que os ECO que realizaram um evento subsequente apresentam retornos anormais positivos (embora não estatisticamente significantes), enquanto nos ECO em que não se verificou um evento subsequente observamos retorno anormal negativo (estatisticamente significativo para os períodos [-5,5] e [-10,10]).

Os resultados obtidos contradizem os alcançados por Klein *et al.* (1991), no qual registam retornos anormais de 1,34% para os ECO que efetuaram eventos subsequentes e de 0,93% nos restantes ECO. Sendo que as diferenças entre as subamostras não são estatisticamente significantes.

Como corolário na nossa análise, podemos deduzir que o mercado apenas valoriza os ECO que representem a primeira fase de um processo de desinvestimento (cuja subsidiária se envolve em operações secundárias), validando a hipótese de criação de valor baseada na antecipação de expectativas. Associando este facto, ao de o mercado europeu reagir favoravelmente a um SO, podemos conjecturar que os investidores europeus valorizam sobretudo as operações de desinvestimento que conduzem a uma separação definitiva das duas empresas, ou de forma imediata, através de um SO ou de forma deferida em que um ECO não é mais do que a primeira fase de um processo que conduzirá à separação total das duas empresas.

6.3. *Spin-offs vs. Equity Carve-outs*

6.3.1. Reação do mercado às SO vs. ECO

O principal objetivo deste estudo é a comparação dos *spin-offs* e *equity carve-outs* como atividades de desinvestimento, nomeadamente quanto ao valor criado para o acionista e avançar com possíveis explicações para as eventuais diferenças encontradas entre os dois tipos de operações. Como facilmente ressalta da análise individualizada, efetuada previamente, indubitavelmente se constata que os SO realizados no mercado europeu, entre 1999 e 2011, tiveram um impacto maior sobre a riqueza dos acionistas

do que os ECO. Mas a questão que se coloca agora é se essa diferença é estatisticamente significativa.

De acordo com a Tabela 7, verifica-se que, qualquer que seja o período em análise, as operações de SO consideradas nesta amostra proporcionaram aos seus acionistas um retorno anormal superior ao retorno anormal obtido pelos acionistas das empresas que realizaram uma operação de ECO. Esta diferença varia entre os 2,27%, verificada no intervalo de [-1,1] dias em torno do anúncio das operações de SO e ECO, e os 4,14% no intervalo de [-10,10] dias em torno do anúncio. Todas as diferenças são estatisticamente diferentes de zero.

Tabela 7 - Comparação de retornos anormais entre os SO e ECO

<i>Windows</i>	CAR <i>spin-off</i> (n=89)	CAR <i>equity carve-out</i> (n=81)	Diferença
[-1,1]	2,39% (0,00)***	0,12% (0,81)	2,27 pp (0,00)***
[-2,2]	1,95% (0,01)**	-0,39% (0,47)	2,35 pp (0,01)***
[-5,5]	2,50% (0,00)***	-0,65% (0,39)	3,15 pp (0,00)***
[-10,10]	2,48% (0,04)**	-1,66% (0,18)	4,14 pp (0,01)***
[-30,15]	3,18% (0,05)**	-0,71% (0,58)	3,89 pp (0,03)**
[-45,15]	3,77% (0,03)**	0,49% (0,70)	3,28 pp (0,06)*

Notas:

O *cumulative abnormal return* foi calculado para um conjunto de 89 SO e 81 ECO que ocorreram entre 1999 e 2011 no espaço geográfico europeu.

Para testar o nível de significância do valor médio obtido para cada subamostra foi analisada a hipótese deste ser diferente de zero, encontrando-se os *p-value* obtidos entre parênteses.

Para comparação dos níveis obtidos para as subamostras, e com o intuito de verificar se a diferença de rendibilidades entre ambas é estatisticamente, foi utilizado o teste *t-student*, onde $H_0: \mu_D - \mu_M = 0$ e $H_1: \mu_D - \mu_M \neq 0$. Sendo que, μ_D corresponde à média da rendibilidade dos SO e μ_M corresponde à média da rendibilidade dos ECO. Entre parênteses encontram-se os *p-value* obtidos quando é testada a hipótese da média ser diferente de zero. *, **, *** indicam um nível de significância igual a 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Constata-se, deste modo, que entre 1999 e 2011 o valor gerado para os acionistas é superior (e estatisticamente significativo) nas operações de SO quando comparada com as operações de ECO.

Este resultado é consistente com o obtido por Roni e Shaw (1995). Os autores também encontram para operações de SO retornos anormais superiores aos verificados nas operações de ECO e essa diferença é estatisticamente significativa. Contudo, os resultados deste estudo contradizem os resultados obtidos por Slovin *et al.* (1995), que não encontram diferenças estatisticamente significantes nos retornos anormais entre as operações de SO e as operações de ECO.

6.3.2. Análise intra e inter-indústria: SO vs. ECO

Como observado anteriormente, analisando isoladamente quer as operações de SO quer as operações de ECO que permitem o aumento da concentração no *core business* verifica-se que estas não apresentam retornos anormais significativamente diferentes quando comparados com os retornos das operações que não permitem essa concentração.

O objetivo da análise é tentar perceber se a diferença que se verifica entre os retornos anormais no anúncio das operações de SO e das operações de ECO se mantém quando se analisam os dois subgrupos de operações separadamente, i.e., operações que permitem a concentração no *core business* da empresa (inter-indústria) e operações que não permitem essa concentração (intra-indústria).

Face ao verificado na análise isolada de cada operação é expectável que as diferenças entre ambos os tipos de operações de desinvestimento que envolvam empresas de indústrias diferentes (inter-indústria) não sejam tão marcantes como as diferenças entre ambos os tipos de operações que envolvam empresas da mesma indústria (intra-indústria).

Tal como esperado, observa-se na Tabela 8 que o valor criado nas operações de SO, quer nas operações intra-indústria quer nas operações inter-indústria, é expressivamente mais elevado, em todos os intervalos, do que o obtido nas operações de ECO. As diferenças de rendibilidades entre as duas subamostras são quase sempre significativas, com a exceção do intervalo [-10,10] para as operações intra-indústria e do intervalo [-45,15] para as operações inter-indústria, desde que se considere um nível de significância 5%.

No entanto, se atendermos à diferença entre operações intra-indústria e operações inter-indústria, apercebemo-nos que a diferença do retorno anormal entre operações de

SO e operações de ECO é superior no caso de operações intra-indústria. Pelo que o ganho dos acionistas de empresas que realizam um SO face aos acionistas de empresas que realizam um ECO é potenciado no caso de operações que envolvam empresas de indústrias diferentes.

Tabela 8 - Comparação de retornos anormais entre ECO e SO Inter-indústria e entre ECO e SO Intra-indústria

<i>Windows</i>	Intra-indústria			Inter-indústria		
	<i>Spin-off</i> (n=34)	<i>ECO</i> (n=35)	Diferença	<i>Spin-off</i> (n=55)	<i>ECO</i> (n=46)	Diferença
[-1, 1]	2,25% (0,00)***	-0,15% (0,86)	2,39pp (0,02)**	2,48% (0,02)**	0,32% (0,59)	2,15pp (0,04)**
[-2, 2]	1,94% (0,06)*	-0,88% (0,34)	2,81pp (0,02)**	1,96% (0,07)*	-0,03% (0,97)	1,99pp (0,06)*
[-5, 5]	2,07% (0,09)*	-1,41% (0,12)	3,48pp (0,01)**	2,76% (0,02)**	-0,07% (0,95)	2,84pp (0,04)**
[-10, 10]	0,59% (0,66)	-2,02% (0,29)	2,61pp (0,13)	3,64% (0,04)**	-1,39% (0,40)	5,03pp (0,02)**
[-45,15]	4,34% (0,06)*	-0,60% (0,68)	4,95pp (0,03)**	3,41% (0,16)	1,32% (0,51)	2,09pp (0,25)

Notas:

A desagregação das empresas constituintes da amostra pelas duas subamostras (intra e inter-indústria) foi realizada tendo como base a classificação de dois dígitos do código SIC. Na análise Intra-indústria irão ser comparados 34 SO face a 35 ECO. A análise das operações Inter-indústria consistirá na comparação de 55 SO contra 46 ECO.

Para testar o nível de significância do valor médio obtido para cada subamostra foi analisada a hipótese deste ser diferente de zero, encontrando-se os *p-value* obtidos entre parênteses.

Para comparação dos níveis obtidos para as subamostras, e com o intuito de verificar se a diferença de rendibilidades é estatisticamente, foi utilizado o teste *t-student*, no qual foi testada a hipótese da diferença das médias entre as duas subamostras ser diferente de 0. Entre parênteses encontram-se os *p-value* obtidos quando é testada a hipótese da média ser diferente de zero. *, **, *** indicam um nível de significância igual a 10%, 5% e 1%, respetivamente.

6.3.3. Decomposição e análise temporal dos retornos: ECO vs. SO

Com o objetivo de analisar se a diferente capacidade de criar valor através das operações de ECO e SO permanece inalterada ao longo dos 12 anos em análise, a amostra será dividida em três períodos: de 1999 a 2003, de 2004 a 2007 e de 2008 a 2011, e o retorno anormal obtidos pelos acionistas calculado para cada um desses períodos.

Tabela 9 – Decomposição temporal e respetivos retornos anormais dos SO e ECO

<i>Windows</i>	1999-2003			2004-2007			2008-2011		
	SO (n=17)	ECO (n=35)	Diferença	SO (n=52)	ECO (n=35)	Diferença	SO (n=20)	ECO (n=11)	Diferença
[-1, 1]	1,88% (0,12)	-0,15% (0,87)	2,03 pp (0,09)*	2,65% (0,01)**	0,64% (0,33)	2,01 pp (0,05)**	2,16% (0,12)	-0,67% (0,30)	2,83 pp (0,03)**
[-2, 2]	1,33% (0,45)	-0,38% (0,69)	1,71 pp (0,18)	2,30% (0,03)**	-0,09% (0,91)	2,39 pp (0,03)**	1,59% (0,34)	-1,42% (0,17)	3,01 pp (0,06)*
[-5, 5]	0,48% (0,83)	0,22% (0,82)	0,26 pp (0,45)	3,20% (0,00)***	-1,17% (0,41)	4,37 pp (0,01)***	2,40% (0,21)	-1,74% (0,18)	4,15 pp (0,04)**
[-10, 10]	-1,41% (0,57)	-1,74% (0,44)	0,33 pp (0,46)	4,14% (0,02)**	-1,23% (0,49)	5,37 pp (0,01)**	1,45% (0,49)	-2,77% (0,02)**	4,22 pp (0,04)**
[-45,15]	-0,71% (0,86)	2,01% (0,37)	-2,72 pp (0,29)	5,82% (0,02)**	0,01% (0,99)	5,81 pp (0,03)**	2,23% (0,42)	-2,82% (0,18)	5,05 pp (0,07)**

Notas:

As operações de SO e ECO foram divididas em três períodos: 1999-2003; 2004 a 2007 (período de crescimento económico); e 2008 e 2011 (período de recessão económica na Europa).

No período entre 1999 e 2003 foram analisados 35 ECO e 17 SO, entre 2004 e 2007 foram estudadas as rendibilidades anormais de 35 ECO e 52 SO. Por fim, no último período realizamos a comparação de rendibilidades entre 11 ECO e 20 SO.

Para testar o nível de significância do valor médio obtido para cada subamostra foi analisada a hipótese deste ser diferente de zero, encontrando-se os *p-value* obtidos entre parênteses.

Para comparação dos níveis obtidos para as subamostras, e com o intuito de verificar se a diferença de rendibilidades é estatisticamente, foi utilizado o teste *t-student*, no qual foi testada a hipótese da diferença das médias entre as duas subamostras ser diferente de 0. Entre parênteses encontram-se os *p-value* obtidos quando é testada a hipótese da média ser diferente de zero. *, **, *** indicam um nível de significância igual a 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Deste modo, pode ser observado na Tabela 9 que os acionistas das empresas que realizaram um SO obtiveram retornos anormais positivos na maioria dos intervalos analisados, independentemente do período temporal em que ocorram. Todavia, estes apenas são estatisticamente significantes entre 2004 e 2007. Assim, é possível presumir que quando os SO que ocorrem em fases de crescimento económico tendem a provocar um impacto maior na riqueza dos seus acionistas

Por seu turno, os ECO tendem a destruir valor em todos os períodos de tempo analisados, independentemente do intervalo de dias em função do anúncio. No entanto, os retornos anormais negativos não são estatisticamente diferentes de zero. Note-se ainda que no período marcado pela desaceleração da atividade económica (2008 a 2011), as perdas de valor são mais expressivas comparativamente com os dois períodos precedentes.

Quando se analisa as diferenças de valor criado/destruído pelos dois tipos de operações comprova-se que os SO apresentam sempre retornos anormais mais elevados em todos os períodos em análise. Porém, estas diferenças não são estatisticamente significantes entre 1999 e 2003.

No seguimento destes resultados, pode-se constatar que o valor do retorno (anormal) obtido pelos acionistas aquando o anúncio de uma operação de SO está dependente da fase do ciclo económico em que o mercado se encontra aquando do anúncio e realização da operação. Criando estas mais valor no momento em que o mercado se encontra em expansão. O mesmo não acontece nas operações de ECO, que apresentam retornos anormais negativos tanto nas fases de expansão como de retração económica. Conclui-se, ainda, que em todas as fases em análise as operações de SO criam sempre mais valor para os acionistas do que as operações de ECO.

6.3.4. Análise de alguns rácios contabilísticos

A análise dos dados contabilísticos das empresas envolvidas em operações de SO e ECO poderá permitir lançar pistas para investigações futuras sobre a existência de determinadas características inerentes às empresas que façam com que a sua gestão opte pela realização de um SO ou de um ECO. Simultaneamente, através deste estudo poderá ser possível identificar se alguns dos fatores/caraterísticas financeiras podem influenciar a gestão aquando a decisão sobre a opção de desinvestimento a escolher.

De acordo com a Tabela 10, observamos que as empresas que optam pela realização de um *equity carve-out* são empresas de maior dimensão (medida pelo valor do seu ativo) do que as empresas que optam pelos *spin-offs*, sendo a diferença entre as subamostras estatisticamente significativa. Este resultado é coincidente com o que Roni e Shaw (1995) obtiveram para o mercado norte-americano, contudo difere das conclusões alcançadas por Frank e Harden (2001). No entanto, apesar destes últimos autores verificarem que as empresas que realizaram *spin-off* são de maior dimensão (em termos de valor do ativo) face aos *equity carve-out*, a diferença não é estatisticamente significativa.

As empresas que optam por um ECO em detrimento de um SO tende a registar um maior crescimento do ativos e das vendas no ano anterior à operação. No entanto a diferença só é estatisticamente significativa no caso das vendas, sendo que neste caso as empresas que optam por um SO apresentam mesmo taxas de crescimento negativas. Este facto sugere que as empresas optam pela realização de um SO quando a sua performance operacional encontra-se numa fase decrescente. O que permite conjecturar que a opção por este tipo de operação de desinvestimento por parte da gestão têm o intuito de tornar a empresa mais focada no seu *core business* e assim melhorar a sua performance ou alternativamente libertar a empresa de ativos com performances negativas e que estão a influenciar os resultados globais.

Ao contrário dos resultados obtidos neste estudo, Roni e Shaw (1995) concluem que as empresas que realizam ECO não se encontram a meio de um período de crescimento, portanto a necessidade de meios financeiros não está correlacionada com a decisão da gestão na escolha da modalidade de desinvestimento, o que como se pode ver não é corroborado por este estudo.

De acordo com a hipótese das necessidades de financiamento seria, igualmente, espectável que os níveis de alavancagem nas empresas que optaram pela realização de um ECO fossem mais elevados. No entanto, tal como pode ser observado na Tabela 10 o nível de endividamento é idêntico nas empresas que optam por um ECO ou por um SO. Estes resultados são coincidentes com os obtidos por Frank e Harden (2001) mas distintos dos obtidos por Roni e Shaw (1995). Estes últimos autores encontraram um nível de endividamento mais elevado nas empresas que optaram pela realização de um

SO, com diferenças entre as amostras estatisticamente significantes para um nível de significância de 5%.

Tabela 10 – Comparação de informação financeira entre SO e ECO em t-1

Variáveis	<i>Spin-off</i>	<i>Equity Carve-out</i>	Diferença
Ativo (m €)	15.303,37	28.448,17	- 3.144,80 (0,03)**
Δ do Ativo	0,19	0,44	-0,25 (0,13)
Grau Endividamento	0,26	0,27	-0,01 (0,40)
Δ Grau Endividamento	0,20	0,04	0,16 (0,11)
ROA	0,04	0,04	-0,01 (0,23)
Δ ROA	0,25	-0,28	0,53 (0,14)
EBITDA (m €)	1.795,05	3.065,95	-1.270,90 (0,08)*
Δ EBITDA	-0,29	-0,87	0,59 (0,24)
Tx. Cresc. Vendas	-0,05	0,27	-0,32 (0,03)**

Notas:

A informação contabilística das empresas mãe envolvidas tanto em operações de SO como de ECO foram retiradas da base de dados Capital IQ. Nesta tabela encontram-se presentes os dados das empresas mãe no ano antes da operação em causa. As variações dos indicadores foram calculadas com base nos dados de um e dois anos antes da operação, ou seja, tratam-se de variações de -2 para -1. Para realização desta análise apenas serão tidos em consideração 67 ECO e 78 SO, uma vez que foi necessário excluir 14 ECO e 11 SO pelos seguintes motivos: ausência de resultados, duplicação de empresas que efetuaram operações distintas durante o mesmo ano ou anos consecutivos; e empresas que procederam à alteração do exercício fiscal durante os anos analisados.

Com o intuito de verificar se a diferença dos dados e indicadores analisados, entre as operações, é estatisticamente significativa, foi utilizado o teste *t-student*, no qual foi testada a hipótese da diferença das médias entre as duas subamostras ser diferente de 0. Entre parênteses encontram-se os *p-value* obtidos, onde (*) indica um nível de significância de 10%, (**) de 5% e (***) de 1%.

Finalmente pode ser verificado na Tabela 10 que o grau de rendibilidade dos ativos das empresas que optam por um ECO ou por um SO é idêntico, o que permite confirmar os resultados de Roni e Shaw (1995) e Frank e Harden (2001). No que respeita à variação deste entre t-2 e t-1, observa-se e contrariamente aos outros dois estudos, uma

redução expressiva neste rácio nos ECO (-30%) e um crescimento nas empresas que optaram pelo SO.

De acordo com a hipótese de acesso ao mercado, as empresas com maior dificuldade de acesso, devido à qualidade dos seus ativos ou à assimetria de informação, irão optar pela realização de um SO. As conclusões alcançadas por Roni e Shaw (1995) eram coincidentes com esta teoria. Todavia, de acordo com os resultados deste estudo não nos é possível confirmar que, na Europa, as empresas com maiores dificuldades de acesso ao mercado realizem um SO, na medida em que verificamos que os SO apresentam níveis de endividamento e ROA muito semelhantes aos ECO. Além disso, os SO registam taxas de crescimento positivas do ROA.

Em suma, no seguimento dos dados obtidos nesta análise, conclui-se que o nível de endividamento e o grau de rendibilidade dos ativos são semelhantes entre as empresas que optam por um ECO e por um SO, o que sugere que a capacidade de acesso ao mercado e as necessidades de financiamento não têm influência sobre a operação de desinvestimento escolhida pela gestão. Os resultados alcançados sugerem ainda que a dimensão das empresas é um fator considerado pelas empresas na decisão da operação de desinvestimento, sendo que as empresas de maior dimensão tendem a optar por um ECO em detrimento de um SO.

7. Conclusão

Os resultados empíricos do presente estudo mostram que as operações de *spin-off* realizadas na Europa criam valor para os acionistas da empresa que realiza a operação, na medida que o anúncio deste tipo de operações origina um retorno anormal positivo e estatisticamente significativo para todos os intervalos de tempo analisados (*windows*), em redor do anúncio. Por seu turno, as operações de *equity curve-out* não criam, nem destroem, valor uma vez que os retornos anormais em redor do anúncio da operação não são estatisticamente diferentes de zero.

Como seria de esperar a diferença entre o retorno anormal obtido pelos acionista com as operações de SO é superior ao obtido com as operações de ECO. A diferença é estatisticamente significativa pelo que podemos assumir que as operações de SO criam, em média, mais valor para os acionistas da empresa que realiza essa operação do que as operações de ECO.

Os valores encontrados quando se divide a análise em diferentes períodos temporais (de 1999 a 2003, de 2004 a 2007 e de 2008 a 2011) permitem reforçar as conclusões supra, pois em todos os intervalos de análise as operações de SO apresentam retornos anormais superiores às operações de ECO. Unicamente no período compreendido entre 1999 e 2003 estas diferenças não são estatisticamente significantes.

Das várias hipóteses avançadas por estudos anteriores sobre as motivações para a realização deste tipo de operações, a hipótese de aumento da concentração no *core business* como explicativo da criação de valor foi alvo de análise. No entanto, e contrariamente ao apurado em estudos anteriores, os resultados deste estudo demonstram que o retorno anormal obtido pelos acionistas nas operações intra-indústria (as empresa envolvidas pertencem à mesma indústria) não diferem estatisticamente dos obtidos nas operações inter-indústria (quando empresa mãe e subsidiária pertencem a setores distintos) tanto nos SO como ECO. No entanto, no caso das operações de SO, as operações inter-indústria tendem a criar mais valor do que as operações intra-indústria, embora a diferença não seja estatisticamente significativa. Por sua vez as operações de ECO realizadas envolvendo empresas de indústrias diferentes (inter-indústria) não criaram nem destruíram valor, enquanto as que envolveram empresas da mesma

indústria destruíram valor. Todavia, mais uma vez, as diferenças não são estatisticamente significantes.

Investigando a relação entre a reação do mercado ao anúncio das operações de ECO e a ocorrência de eventos secundários, verificou-se que o impacto na riqueza do acionista é mais expressivo quando as empresas que realizam uma operação de ECO estão envolvidos em operações de aquisições, vendas ou recompras posteriormente.

Os resultados obtidos neste estudo levam-nos a questionar o porquê da gestão realizar operações de ECO quando existe uma forma de desinvestimento semelhante mas mais benéfica para os acionistas (SO). Ainda que de modo indireto este estudo tentou encontrar algumas justificações para esta questão.

Deste modo, foi possível verificar que as empresas de maior dimensão e que apresentam uma maior taxa de crescimento do ativo tendem a optar pela execução de um ECO e que o grau de endividamento das empresas que optam pelo SO ou ECO é bastante semelhante. Resultado que não permite confirmar a hipótese de que as empresas que possuem maior necessidades de financiamento optam pela realização de um ECO, pois é a única modalidade que permite a entrada de *cash flow* na empresa mãe.

Alguns autores defendem ainda que a escolha sobre a operação de desinvestimento depende da capacidade de acesso ao mercado de capitais. De acordo com essa hipótese as empresas que optam pela realização de um ECO devem de apresentar níveis de ROA superiores e graus de endividamento mais reduzidos. Porém, os resultados deste estudo não comprovam esta hipótese na medida em que o nível de endividamento e ROA registado para as empresas que optam por ambas as operações é muito idêntico.

8. Bibliografia

Allen, J., & McConnell, J. (1998). "Equity carve-outs and managerial discretion." *Journal of Finance*, n°53(1) , 163–86.

Allen, W., Lummer, S., McConnell, J., & D.K., R. (1995). "Can Takeover Losses Explain Spin-Off Gains?" *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.30 (4) , pag.465-485.

Burch, T., & Nanda, V. (2003). "Divisional diversity and the conglomerate discount: evidence from spinoffs." *Journal of Financial Economics*, n°70 , 69–98.

Cusatis, P., Miles, J., & Woolridge, J. (1993). "Restructuring through spinoffs: The stock market evidence." *Journal of Financial Economics* , 293–311.

Daley, L., Mehrotra, V., & Sivakumar, R. (1997). "Corporate focus and value creation: Evidence from spinoffs". *Journal of Financial Economics* , 257–281.

Desai, H., & Jain, P. (1999). "Firm performance and focus: Long-run stock market performance following spinoffs." *Journal of Financial Economics* , 75–101.

Dittmar. (2004). "Capital structure in corporate spin-off." *The Journal of Business*, vol. 77(1) , 9-43.

Frank, E. K., & Harden, J. W. (2001). "Corporate Restructuring: A comparison of Equity Carve-outs an Spin-offs." *Journal of Business Finance and Accounting*, 28(3) , 503-529.

Fucks, D. (2005). "Competition, Corporate Governance and Equity Carve-out: The European Case."

Gleason, K., Madura, J., & Pennathur, A. (2006). "Valuation and Performance of Reacquisitions following ECO." *The Financial Review* 41 , 229-246.

Habib, M., Johnsen, B., & Naik, N. (1997). "Spin-offs and information." *Journal of Financial Intermediation* , 153–176.

Hite, G., & Owers, J. (1983). "Security price reactions around corporate spin-off announcements." *Journal of Financial Economics* , 409–436.

Huson, M. R., & MacKinnon, G. (2003). "Corporate spinoffs and information asymmetry between investors." *Journal of Corporate Finance*, n°9 , 481-503.

Klein, A., Rosenfeld, J., & Beranek, W. (1991). "The Two Stages of an Equity Carve-Out and the Price Response of Parent and Subsidiary Stock." *Managerial and Decision Economics* 12 , 449-460.

Krishnaswami, S., & Subramaniam, V. (1999). "Information asymmetry, valuation and the corporate spin-off decision." *Journal of Financial Economics*, 53 , 73-112.

Lamont, O., & Polk, C. (2002). "Does diversification destroy value? Evidence from the industry shocks." *Journal of Financial Economics*, 63 , 51–77.

McConnell, J., Ozbilgin, M., & Wahal, S. (2001). "Spin-offs, ex ante." *Journal of Business* , 245–280.

Miles, & Rosenfeld. (1983). "The effect of Voluntary Spin-off announcements on Shareholder wealth." *The Journal of Finance*, Vol.38, n°5 .

Miles, Hulburt, & Woolrigde. (2002). "Value creation from equity carve out." *Financial Management*, vol. 31(1) , 83-100.

Nanda, V. (1991). "On the Good News in Equity Carve-Outs." *Journal of Finance* 46 , 1717-1736.

Otsubo. (2009). "Gains from equity carve-out and subsequent events." *Journal of Business Research*, 62 , 1027-1213.

Powers, E. (2003). "Deciphering the motives for equity carve-outs." *Journal of Financial Research* 36(1) , 31–50.

Roni, M., & Shaw, W. (1995). "The choice of going Public: spin-off and carve-out." *Financial Management*, vol.24 (3) , 5-21.

Rosenfeld, J. (1984). "Additional evidence on the relation between divestiture announcements and shareholder wealth." *The Journal of Finance* , 1437–1448.

Schipper, K., & Smith, A. (1986). "A Comparison of Equity Carve-Outs and Seasoned Equity Offerings." *Journal of Financial Economics* 15 , 153-186.

Schipper, K., & Smith, A. (1983). "Effects of recontracting on shareholder wealth: The case of voluntary spinoffs." *Journal of Financial Economics* , 437–467.

Slovin, M., Sushka, M., & Ferraro, S. (1995). "A comparison of the information conveyed by equity carve-outs, spin-offs and asset sell-offs." *Journal of Financial Economics* , 89–104.

Thompson, T. H., & Apilado, V. (2009). "An examination of the impact of equity carve-outs on stockholder and bondholder wealth." *Journal of Economics and Business* 61 , 376-391.

Veld, C., & Veld-Merkoulova, Y. (2003). "Do spin-off really create value? The European case." *Journal of Banking and Finance*, 28 , 1111-1135.

Vijh, A. (1999). "Long Term returns from Equity Carveouts." *Journal of Financial Economics* 51 , 273-308.

Vijh, A. (2002). "The Positive Announcement-Period Returns of Equity Carve-outs: Asymmetric Information or Divestiture Gains?" *Journal of Business* 75 .