



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

O Impacto das Práticas ESG nas Fusões e Aquisições

por

Ana Catarina da Rocha Marques

Católica Porto Business School, Universidade Católica Portuguesa
Maio, 2024



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

O Impacto das Práticas ESG nas Fusões e Aquisições

Trabalho Final na modalidade de Dissertação
apresentado à Universidade Católica Portuguesa
para obtenção do grau de mestre em Finanças

por

Ana Catarina da Rocha Marques

sob orientação de
Paulo Alexandre Pimenta Alves, PhD

Católica Porto Business School, Universidade Católica Portuguesa
Maio, 2024

Agradecimentos

À minha família, um enorme obrigado, por me financiarem e aguentarem, transformando-me num caso quase bem-sucedido de investimento a longo prazo.

Ao Senhor Professor Doutor Paulo Alves, um agradecimento especial pela competência académica, mas também a disponibilidade e o apoio em todas as dúvidas e dificuldades.

Um brinde (de chá, para manter a compostura) aos meus colegas e amigos de mestrado, em especial a Ana Oliveira, Teresa Wanzeller e Leonor Trindade. Graças a vocês, o caos teve algum sentido e a diversão nunca faltou, mesmo nos momentos de pânico pré-entrega.

Às outras e outros amigos (eles sabem bem quem são!), obrigado por tornarem as distrações tão memoráveis quanto as sessões de estudo.

Concluimos que, o importante não é o diploma na mão, mas as memórias (e olheiras) que carregamos no coração...e um pouquinho de conhecimento, claro!

Resumo

Esta tese tem como objetivo investigar se os compradores pagam um prêmio mais elevado pelos esforços de sustentabilidade ambiental da empresa-alvo nas transações de fusões e aquisições (F&A).

No presente trabalho, são utilizados os ratings de emissões, inovação e utilização de recursos para medir os níveis de sustentabilidade. O estudo abrange uma amostra de 1.091 fusões e aquisições entre 1 de janeiro de 2012 e 31 de dezembro de 2022, e aplica modelos de regressão multivariada com mínimos quadrados ordinários para a estimação.

Para enquadrar esta investigação, a dissertação baseia-se em três teorias fundamentais: a Teoria da Maximização do valor dos *Stakeholders*, que sugere que as empresas devem gerir os seus recursos de forma a maximizar o valor para todos os *Stakeholders*. A teoria dos *Shareholders*, que enfatiza que a melhoria do valor para os mesmos deve ser o objetivo principal da empresa e por fim, a Teoria da Agência e os respetivos custos relacionados ao compromisso com ESG, que examina como os esforços de sustentabilidade podem alinhar os interesses dos gestores e *Shareholder*, reduzindo conflitos de agência e custos associados.

Os resultados permitem concluir que, enquanto os compradores valorizarem os esforços de sustentabilidade das empresas-alvo em transações de fusões e aquisições, essa valorização é afetada por uma variedade de fatores complexos e diferenciados. Os indicadores de sustentabilidade, como os ratings de emissões, inovação e utilização de recursos, apresentam uma ampla gama de variações, refletindo diferentes níveis de compromisso ambiental entre as empresas. No entanto, a grande dispersão nos prêmios de F&A, desde valores significativamente negativos até prêmios elevados, sugere uma avaliação diferenciada dos esforços de sustentabilidade no mercado de fusões e aquisições.

Além disso, fatores como a relação da empresa com a *Industry Relatedness* (Indrel), a atitude em relação ao negócio (DealAttitude) e a Concorrência (Rivals) parece afetar a maneira como os esforços de sustentabilidade são avaliados. Isto sugere que fatores competitivos e estratégicos também desempenham um papel importante na determinação dos prêmios pagos.

Por fim, os resultados mostram que, embora haja uma tendência para a valorização dos esforços de sustentabilidade nas transações de F&A, essa valorização é complexa e afetada por uma variedade de fatores de sustentabilidade e contextos estratégicos específicos das transações.

Palavras-Chave: ESG, F&A, Prémio de F&A, Responsabilidade Social Empresarial (RSE)

Abstract

This thesis aims to investigate whether buyers pay a higher premium for the target company's environmental sustainability efforts in mergers and acquisitions transactions.

In this work, emissions, innovation, and resource use ratings are used to measure sustainability levels. The study covers a sample of 1,091 acquisitions between January 1, 2012, and December 31, 2022, and applies multivariate regression models with Ordinary Least Squares for the estimation.

To frame this research, the dissertation is based on three fundamental theories: the Stakeholder Value Maximization Theory, which suggests that companies should manage their resources in such a way as to maximize value for all *Stakeholders*. The Shareholder Theory, which emphasizes that improving shareholder value should be the company's main objective and finally, the Agency Theory and its costs related to ESG commitment, which examines how sustainability efforts can align the interests of managers and *Shareholders*, reducing agency conflicts and associated costs.

The results conclude that, while buyers value the sustainability efforts of target companies in M&A transactions, this valuation is affected by a variety of complex and differentiated factors. Sustainability indicators such as emissions, innovation and resource use ratings show a wide range of variations, reflecting different levels of environmental commitment among companies. However, the wide dispersion in M&A premiums, from significantly negative values to high premiums, suggests a differentiated assessment of sustainability efforts in the M&A market. In addition, factors such as the company's relationship with the Industry Relatedness (Indrel), attitude towards the deal (DealAttitude) and the presence of rivals (Rivals) seem to affect the way sustainability efforts are

evaluated. This suggests that competitive and strategic factors also play an important role in determining the premiums paid.

Finally, the results show that although there is a tendency for sustainability efforts to be valued in M&A transactions, this valuation is complex and affected by a variety of sustainability factors and transaction-specific strategic contexts.

Keywords: ESG, M&A, M&A premium, Corporate Social Responsibility

Índice

Agradecimentos	i
Resumo	iii
Abstract	vi
Índice de Tabelas	xii
Lista de Abreviaturas	xiii
Capítulo 1: Introdução	1
Capítulo 2: Revisão de Literatura e Hipóteses	4
2.1. Introdução ao ESG e Criação de Valor	4
2.2. Sinergias	7
2.3. Assimetria de Informação	8
2.4. <i>Performance</i> do F&A no ESG	10
2.5. Prémio de F&A	11
2.6. <i>Due Diligence</i>	13
Capítulo 3: Teorias	14
3.1. <i>Stakeholder Value Maximization Theory</i>	14
3.2. Teoria dos <i>Shareholders</i>	15
3.3. Teoria da Agência e Custos Relacionados	18
3.4. <i>Corporate Governance</i>	19
3.5. Hipótese	20
Capítulo 4: Metodologia	22
4.1. Seleção da Amostra e Recolha de Dados	22
4.2. Variável Dependente (Prémio de F&A)	24
4.3. Variáveis Independentes	25
4.3.1. Pontuação ESG	25
4.3.2. Pontuações de Emissões	26
4.3.3. Pontuação de Uso de Recursos	27

4.4. Variáveis de Controlo.....	27
4.4.1. Pontuação Pilar Social	27
4.4.2. Pontuação Pilar de <i>Governance</i>	28
4.4.3. <i>Industry Relatedness</i>	29
4.4.4. Atitude do Negócio.....	29
4.4.5. Concorrência	30
4.4.6. Alavancagem	30
4.4.7. Dimensão.....	31
4.4.8. <i>Return on Assets</i>	31
4.4.9. <i>Return on Equity</i>	32
4.5. Modelos Empíricos	32
4.6. Estatísticas Descritivas	34
Capítulo 5: Resultados	37
5.1. Análise dos Fatores Determinantes do Prémio em Transações de F&A .	37
5.2. O Impacto dos Critérios ESG no Prémio Pago em F&A	38
5.3. Observações Gerais e Ajustamentos	38
Capítulo 6: Conclusão	41
6.1. Limitações	42
Lista de Referências.....	43

Índice de Tabelas

Tabela 1: Distribuição da Amostra por Ano.....	23
Tabela 2: Distribuição da Amostra por Indústria.....	24
Tabela 3: Estatísticas Descritivas.....	36
Tabela 4: Modelo MQO – Impacto do ESG no MAPremium.....	40

Lista de Abreviaturas

ESG – Environmental, Social and Governance

F&A – Fusões e aquisições

M&A – Mergers & Acquisitions

RSE – Responsabilidade Social Empresarial

RS – Responsabilidade Social

MQO – Mínimos Quadrados Ordinários

ROA – Retorno do Ativo

ROE – Retorno do Capital Próprio

Capítulo 1

Introdução

A sustentabilidade tem afirmado cada vez mais um papel importante no que diz respeito a políticas públicas, preocupação com os consumidores, investidores e nos mercados de capitais (Efimova, 2018; Nirino et al., 2021). Tanto os consumidores como os investidores preferem cada vez mais empresas sustentáveis e com preocupações ambientais do que aquelas que negligenciam esses aspetos (Drumwright, 1994). As empresas têm vindo a ser incentivadas a adotar práticas mais responsáveis, que visam não apenas aumentar o lucro, mas também ajudar o meio ambiente e a comunidade. Esta tendência reflete uma mudança na maneira como as pessoas vêem o papel das empresas no mundo, exigindo que estas sejam transparentes e comprometidas com a preservação dos recursos naturais para as gerações futuras.

Nesse sentido, as empresas que demonstram um compromisso sólido com práticas sustentáveis e responsabilidade social empresarial são cada vez mais valorizadas pelos investidores e partes interessadas e têm melhores desempenhos (Feng, 2021). A reputação de sustentabilidade de uma empresa não só contribui para a sua vantagem competitiva, mas também afeta a perceção do mercado sobre o seu valor intrínseco (McWilliams & Siegel, 2011).

Empresas que incorporam questões de sustentabilidade, revelando preocupações pelos interesses dos *Shareholders* e clientes, têm atraído cada vez mais os interesses dos investidores (Khan et al., 2016; Gillan et al., 2021; Barros et al., 2022). Segundo Bernow et al. (2017), o processo da tomada de decisões de

investimento incorpora as questões sustentáveis, pelos maiores investidores do mundo.

Rydell e Leucht (2020) descobriram que investigar o ESG no processo de *Due Diligence* pode ajudar o adquirente a avaliar o risco, identificar fontes de valor e apoiar a realização de metas a longo prazo.

As empresas adquirentes com elevada classificação ambiental, social e de governança conseguem gerar uma melhoria significativa no desempenho operacional após a fusão. O contrário não se verifica em empresas com uma pontuação baixa (Teti & Spiga, 2023).

Atualmente, as transações de fusões e aquisições ecológicas, aquelas que são realizadas com o objetivo específico de promover a sustentabilidade ambiental e minimizar o impacto negativo no meio ambiente, podem abranger uma variedade de atividades e iniciativas que visam proteger, preservar e melhorar o estado do meio ambiente, refletindo um movimento em direção à valorização do impacto ambiental e ao interesse crescente em investimentos em energias limpas. Esse crescimento indica uma mudança de paradigma, com o impacto ambiental, social e de governança (ESG) ganhando importância nas decisões empresariais em todo o mundo. Globalmente, o volume de transações de F&A relacionadas a questões ESG registou um aumento impressionante de 80% entre 2011 e 2021, demonstrando a crescente relevância desses critérios na tomada de decisões empresariais (Kengelbach et al., 2022).

O objetivo desta tese é determinar se os investidores em operações de F&A estão dispostos a pagar um prêmio por empresas que cumpram determinados objetivos de sustentabilidade ambiental, explorando como esses fatores influenciam os prêmios das transações e refletem a evolução do mercado em direção a práticas mais sustentáveis e socialmente responsáveis.

Devido à natureza recente do tema ESG e à escassa informação disponível, optou-se por um período de tempo mais longo – dez anos – de modo, a obter

uma amostra mais representativa e coesa de 1.091 transações, fazendo corresponder a pontuação ESG ao ano do anúncio da transação. Inicialmente, utilizou-se a regressão múltipla para investigar de que forma a classificação ESG afeta o prémio da transação.

Os modelos de regressão foram aplicados às somas de vários fatores determinantes para a pontuação global de ESG, com o objetivo de compreender melhor que elementos de ESG impactam os prémios das transações.

Assim, a estrutura deste estudo é delineada da seguinte forma: Primeiramente, realizou-se uma revisão da literatura sobre ESG e seu impacto no valor empresarial, no desempenho de fusões e aquisições, bem como nas variáveis que afetam o ESG e, por conseguinte, os prémios de transação. Utilizou-se esta informação para construir a hipótese na secção subsequente. De seguida, analisamos a forma como se procedeu à recolha da amostra e dos dados. Posteriormente, descreve-se, detalhadamente, a forma como cada variável é implementada antes de ser apresentada a metodologia. Na secção de resultados, apresentamos os resultados e, em seguida, discutida a validade e as limitações do estudo. Por fim, apresentaram-se as conclusões da investigação inicial e procedeu-se à discussão dos resultados.

Capítulo 2

Revisão de Literatura e Hipóteses

2.1. Introdução ao ESG e Criação de Valor

De acordo com Li et al. (2021), o critério ESG é um sistema de referência que engloba considerações ambientais (E), sociais (S) e de governança (G). Estes critérios são utilizados para avaliar o desempenho de uma empresa em relação a questões sustentáveis e responsáveis. O critério Ambiental (E) examina as ações da empresa em relação aos seus efeitos ambientais, incluindo a redução das emissões de gases de efeito estufa, gestão de resíduos e preservação da biodiversidade. Por exemplo, consumo e eficiência energética, poluentes atmosféricos, consumo e reciclagem de água e inovação em produtos e serviços ecologicamente amigos. Já o critério Social (S) foca as práticas sociais da empresa, considerando as suas interações com os *Stakeholders*. Questões como direitos humanos, condições de trabalho, diversidade e inclusão, saúde e segurança são criteriosamente avaliadas, como por exemplo, identificar a presença de trabalho infantil, saúde e segurança no local de trabalho, discriminação, diversidade e igualdade de oportunidades, pobreza e impacto na comunidade. Por fim, o critério de Governança Corporativa (G) concentra-se na estrutura e nos processos de governança da empresa, incluindo aspetos como a composição do conselho de administração, transparência nas divulgações financeiras, independência dos auditores, mecanismos de controlo interno, bem como políticas de ética e integridade.

O ESG teve origem em países industrializados como é o caso dos EUA e de alguns países da Europa ao qual este período é por vezes descrito como a "era moderna da responsabilidade social", e pelo que o seu desenvolvimento está comparativamente avançado. Desde então, inúmeras agências de classificação ESG surgiram para avaliar o seu desempenho, para o benefício dos investidores (Berg et al., 2022). Na década de 50, a RS era considerada mais importante do que a RSE (Carroll, 1999). Devido a uma maior sensibilização para as questões sociais e ambientais à escala mundial, as empresas e os investidores estão cada vez mais interessados em avaliar o desempenho ESG.

Por este motivo, o planeamento estratégico e a tomada de decisões financeiras dependem agora em grande medida dos relatórios ESG. Os três elementos fundamentais do ESG, que consistem nas "questões ambientais, sociais ou de governança que podem ter um impacto positivo ou negativo no desempenho financeiro ou na solvência de uma entidade, soberana ou individual", servem de enquadramento para avaliar o crescimento sustentável das empresas e são considerações cruciais para a análise do investimento e a tomada de decisões.

Pareek e Pasumarti (2021) analisam a forma como as forças de mercado, as diretrizes de governação e os quadros jurídicos influenciam os métodos de divulgação de informações de ESG no Reino Unido. O estudo compara a divulgação de dados ESG nos EUA, na Índia e no Reino Unido, identificando pontos em comum e variações sobre a natureza e comunicação desses dados. Analisa também como é que as divulgações ESG influenciam o desempenho e avaliação das empresas, destacando que no Reino Unido, graças a leis rigorosas e uma cultura de responsabilidade e transparência, os processos de divulgação de informações ESG são avançados. Portanto, o estudo enfatiza a importância de uma cultura empresarial pró-ativa e um ambiente regulatório robusto para promover a sustentabilidade e a transparência, e destaca como essas características beneficiam o desempenho das empresas em todo o mundo.

Esta definição destaca os interesses dos *Shareholders*, bem como dos *Stakeholders*, como funcionários, clientes, fornecedores, comunidade e sociedade em geral (Tampakoudis et al., 2021). Existem várias métricas viáveis para medir o desempenho RSE, como o ESGSCORE (e.g., Broadstock et al., 2020; Krishnamurti et al., 2020).

Existem várias ligações entre a RSE e o ESG. Os deveres sociais de uma empresa estão ligados tanto à RSE como ao ESG. O ESG ajuda a RSE ao quantificar ou avaliar os compromissos sociais, enquanto a RSE entende os compromissos sociais de forma subjetiva (Hung, 2021).

Alguns estudos encontram uma relação positiva entre a estratégia da RSE e um desempenho F&A positivo, alinhado com a teoria dos *Stakeholders*. A evidência mostrou que transações envolvendo empresas com alta RSE alcançam retorno acima da média após o anúncio, maior desempenho das ações a longo prazo, duração do negócio mais curta e menor incerteza na negociação (Teti & Spiga, 2023).

As vantagens competitivas sobre o ESG, tais como, conhecimento, reputação e cultura podem criar valor e por sua vez, aumentar a rentabilidade de uma empresa.

Tampakoudis et al. (2021) defendem que o investimento em conhecimento é essencial, uma vez que oferece uma vantagem competitiva ao permitir inovação, eficácia na resolução de problemas e adaptação a mudanças regulatórias e de mercado. Além disso, uma reputação positiva é fundamental para o sucesso empresarial, visto que empresas reconhecidas por práticas ESG positivas desfrutam de uma forte reputação entre os *Stakeholders*. Por fim, a cultura corporativa desempenha um papel crucial na diferenciação da empresa no mercado. Empresas que incorporam princípios ESG na sua cultura tendem a criar um ambiente de trabalho ético, inclusivo e colaborativo.

A FTI Consulting (2019) investigou como as práticas relacionadas com *Environmental, Social e Governance*, podem impactar positivamente o valor de uma empresa, ao reduzir custos operacionais, diminuir custos de regulamentações ambientais e atrair investidores, aumentando a procura pelas suas ações. A pesquisa de Zhang et al. (2017) onde através de uma amostra de 1.752 fusões nos EUA, em 1995-2013, concluiu que os adquirentes com classificações de RSE mais fortes criam valor para os *Shareholders* ao diminuir comportamentos socialmente irresponsáveis em vez de maximizar atividades socialmente responsáveis, compreendendo desta forma a teoria dos *Stakeholders*.

Por outro lado, Fatemi et al. (2017) examinaram empresas japonesas no período de 2000 a 2014 e descobriram que o desempenho ESG dos adquirentes não tem poder explicativo sobre os retornos anormais de anúncios. Os autores argumentam também que o mercado de controlo empresarial no Japão comporta-se de maneira diferente quando comparado com os EUA.

2.2. Sinergias

Em fusões e aquisições, entende-se por sinergias, a combinação de ativos de duas empresas que se revelam mais valiosos em conjunto do que em separado.

Hong et al. (2022) defendem que o sucesso ou o fracasso para o desenvolvimento sustentável das F&A, pode ser determinado por diversos fatores, desde o motivo da transação até à criação de sinergias após a fusão ou aquisição. Os autores também pretenderam combinar as características das empresas adquirentes e das empresas-alvo antes da transação de F&A, o que poderá potenciar mais sinergias, aumentando assim a capacidade das empresas fundidas para se desenvolverem de forma sustentável.

O indicador rentabilidade abrange rubricas como, resultado líquido, rendimento líquido, retorno do ativo (ROA), retorno do capital próprio (ROE) e margem de lucro líquido. Este indicador é a fonte de sinergias para garantir a eficiência pós-fusão.

Sinergias podem criar valor adicional, potenciando a eficiência, aumentando o poder no mercado e aprofundando relações corporativas (Feldman & Hernandez, 2022). Estas sinergias podem ser reforçadas ou criadas a partir de um bom desempenho ESG.

Esta capacidade deverá ser valiosa para os adquirentes, que pagarão um prémio mais elevado por essas empresas. Além disso, a compatibilidade de pontos de vista sobre questões culturais, éticas e de governança é um fator determinante para o êxito da realização de sinergias e da integração (Ficery et al., 2007; Appelbaum, 2017). Por conseguinte, os critérios ESG podem servir como indicadores da compatibilidade entre a empresa-alvo e o adquirente (Deng et al., 2013), aumentando a probabilidade de alcançar sinergias durante o processo de fusão ou aquisição.

A atividade de fusões e aquisições inevitavelmente reconfigura a estrutura organizacional da empresa, com o objetivo de alcançar sinergias operacionais e financeiras. Apesar do tempo necessário para realizar estas sinergias e, conseqüentemente, melhorar a performance ESG, é importante considerar que uma das motivações para este tipo de negócio é muitas vezes centrada numa estratégia para aumentar a sustentabilidade (Barros et al., 2022).

2.3. Assimetria de Informação

Há assimetria de informação quando existe uma discrepância na informação disponibilizada para ambas as partes, ou seja, o vendedor por norma, terá mais

informação do que o comprador. Deste modo, as empresas que estão a passar por um processo de venda podem ter incentivos para exagerar ou distorcer o seu valor, com o objetivo de negociar preços mais altos durante o processo de aquisição, podendo isto agravar ainda mais esta assimetria e complicar futuras negociações (Reuer & Ragozzino, 2008).

A título de exemplo, existem casos em que o valor da empresa que está a ser alvo de aquisição pode ser influenciado por ativos intangíveis, ou seja, ativos que não são facilmente quantificáveis, como a qualidade da sua equipa, propriedade intelectual e reputação da marca (Cooper & Finkelstein, 2023), influenciando o valor da empresa-alvo.

Portanto, quando há informação assimétrica, as transações podem revelar-se infrutíferas para os investidores e há o risco de que estes últimos paguem um preço excessivo pela empresa adquirida, devido a uma situação de desinformação ou à obtenção de informações enganosas sobre os detalhes pertinentes (Reuer, 2005).

Neste sentido, Roychowdhury et al. (2019) constataram que a divulgação de informação pode colmatar este problema, o que ajuda a evitar situações em que uma das partes tem mais conhecimento do que a outra. No contexto da seleção adversa, os potenciais compradores podem achar difícil obter informação sobre as empresas-alvo, o que torna complicado avaliar a sua qualidade. A RSE diminui as discrepâncias e os riscos de seleção adversa, uma vez que o seu desempenho indica a qualidade geral do alvo, em conjunto com os seus valores culturais e éticos (Choi et al., 2015).

Por outro lado, a assimetria de informação pode estar relacionada com o risco de pagamento excessivo. Desta forma, devido ao grau de complexidade das avaliações ESG e se tanto as empresas de alta qualidade como as de baixa qualidade optarem por divulgar informações ESG, o efeito torna-se ambíguo. Por exemplo, os investidores podem descobrir mais facilmente comportamentos

negativos relacionados com o ESG da empresa, como a falta de condições de trabalho, o que contradizem a perspectivas dos *Stakeholders* do ESG e, conseqüentemente, reduzir o prêmio (Datar et al., 2001).

Chen e Gaviious (2015) argumentam que os compradores não percebem o ESG como uma fonte de lucro tangível para a empresa, pois não fornece informações adicionais significativas.

O tamanho da amostra serve como um proxy para o efeito de aumento de complexidade, o que potencialmente torna as sinergias mais difíceis de realizar (Alexandridis et al., 2013).

Quando se trata de relações hostis há uma maior quantidade de informação disponível, o que sugere que as diferenças de informação são menos comuns ou menos graves, o que pode significar que o desempenho ESG deixe de ser relevante (Jennings & Mazzeo 1993).

2.4. *Performance* do F&A no ESG

Caiazza et al. (2021) distinguem os fatores de desempenho de F&A a longo prazo, revelando por isso, uma relação positiva significativa. Isso implica que certos elementos ou estratégias adotadas durante o processo de F&A estão correlacionados com um desempenho bem-sucedido da empresa no futuro. Por outras palavras, as ações tomadas durante a fusão ou aquisição que são identificadas como fatores de sucesso estão associadas a resultados positivos para a empresa a longo prazo. Essa relação pode ser crucial para orientar as práticas e decisões de F&A, visando maximizar o potencial de sucesso e valorização das empresas envolvidas nesse tipo de transação.

Além disso, Li et al. (2021) demonstram que avaliações e taxas de sucesso mais elevadas em relação a transações de F&A chinesas, estão associadas a um ESG

mais alto. Num contexto internacional, Arouri et al. (2019) observam uma relação positiva entre F&A e ESG. Wickert et al. (2017) mostram que as grandes corporações compram empresas com alto nível ESG, com o objetivo de obterem uma imagem favorável ao ESG, tecnologia e cultura. Barros et al. (2022) constataam que operações de F&A têm um impacto positivo no desempenho ESG das empresas, porém esta melhoria na pontuação ESG não é imediata, não havendo impacto na pontuação ESG no ano em que o acordo é realizado. As transações só se tornam relevantes ao nível do desempenho ESG, no ano seguinte a transação. Por outro lado, muitos académicos acreditam que o fator ESG pode destruir valor. Wang et al. (2021) analisaram detalhadamente empresas-alvo que fazem investimentos substanciais na área de ESG, descobriram que o aumento do ESG e do CO2 prejudica o desempenho financeiro e do mercado, destruindo valor. Por último, Krishnamurti et al. (2021) descobriram que as empresas com maior ESG podem ter menos atividades de F&A, tendo em conta que empresas com altas classificações priorizam estratégias que maximizem o valor para os *Shareholders*. Por vezes as transações F&A nem sempre proporcionam o valor esperado, optando-se por estratégias alternativas de criação de valor.

Em suma, os investigadores têm opiniões controversas, uma vez que há estudos que observam que na presença de ESG elevado existe mais sucesso quando efetuadas transações de F&A enquanto outros tendem a discordar.

2.5. Prémio de F&A

Os prémios de F&A podem ser definidos como a diferença entre o preço das ações de uma empresa-alvo antes da transação ser anunciada e o preço por ação oferecido pelo adquirente para a aquisição, ou seja, refere-se ao valor que uma

empresa adquirente paga além do valor de mercado atual de uma empresa adquirida durante uma operação de fusão e aquisição (Haunschild, 1994). Deste modo, a empresa adquirente está disposta a pagar um valor adicional para adquirir o controlo ou a propriedade da empresa-alvo, pelo que o prémio representa o valor percebido da operação, os benefícios estratégicos ou o controlo da empresa adquirida.

Por exemplo, uma empresa que esta avaliada em 20 USD por ação antes do anúncio, acaba por ser adquirida por outra empresa por 25 USD por ação. O prémio desbloqueado pela própria transação é de 5 USD, através de sinergias ou de informações sobre a empresa-alvo. Assumindo que as classificações ajudam a colmatar a assimetria de informação e permitem que os investidores paguem um preço justo pelos alvos, então é de esperar que o desempenho pós-fusão seja superior quando adquirem empresas com classificação ESG.

2.6. *Due Diligence*

O processo de investigação e avaliação de oportunidades de negócios em fusões e aquisições é conhecido como "*Due Diligence*". Este processo envolve a revisão e análise de dados quantificáveis do negócio, com ênfase principal em questões legais e financeiras, no entanto, é fundamental considerar a cultura organizacional das empresas envolvidas desde o início (Denison et al., 2016).

A título de exemplo, a *Due Diligence* foi utilizada por Cardillo e Harasheh (2023) de forma a explorar como as divergências na sustentabilidade entre empresas adquirentes e o alvo afetam o timing das transações de F&A. A análise de 415 negócios de F&A de 2002 a 2020 mostra que o prazo do acordo aumenta quando há mais disparidades no desempenho de sustentabilidade pré-negócio. Descobriu-se que diferenças no tratamento de questões de governança e sociais pelas empresas, intensificam o tempo de negociação.

Uma *Due Diligence* ESG detalhada deve oferecer dados abrangentes sobre a eficácia das políticas, o desempenho e o histórico ESG de uma empresa. À medida que o tempo passa, a realização de *Due Diligence* em fusões e aquisições está a tornar-se cada vez mais crucial.

Capítulo 3

Enquadramento teórico

3.1. *Stakeholder Value Maximization Theory*

A Teoria da maximização do valor dos *Stakeholders* gira em torno da ideia de ver todas as partes afetadas pela empresa como iguais, ou seja, todas as partes interessadas, incluindo *Shareholders*, empregados, clientes, fornecedores e a comunidade em geral. Esta teoria diz que a tomada de decisão dos gestores deve levar em consideração o interesse de todos os *Stakeholders* numa empresa (Freeman, 2010). Os *Stakeholders* são todos os indivíduos e grupos que podem beneficiar ou serem impactados pelas ações da empresa.

A teoria da maximização dos *Stakeholders* contraria a teoria da maximização do *Shareholder*, que argumenta que o objetivo principal de uma empresa consiste em aumentar valor para os seus *Shareholders*, através do preço do mercado das ações. Jensen (2002) e Parmar et al. (2010) propõem como solução a “maximização do valor” para *Shareholders* envolvidos ou afetados pela empresa, acreditando-se num alinhamento das preferências de acordo com os interesses de um nicho mais abrangente das partes interessadas.

Parmar et al. (2010) enfatizam ainda a importância da responsabilidade ética das empresas e sugerem que a gestão centrada nos *Stakeholders* pode criar uma base sólida de confiança e cooperação entre a empresa e as partes interessadas. Isso pode resultar numa vantagem competitiva duradoura, pois as empresas

consideradas socialmente responsáveis têm uma opinião mais favorável de clientes, funcionários e outros *Stakeholders*.

Ma et al. (2023) investigam o papel do ESG na criação do valor para os *Shareholders* durante transações de F&A, com o foco em empresas chinesas. Os resultados mostram que firmas com forte desempenho ESG têm maior capacidade de cumprir com o seu compromisso de maximizar o valor para os *Shareholders*. O estudo identifica que a influência do desempenho corporativo ESG na criação de valor torna-se mais pronunciada quando a firma adquirente possui níveis mais elevados de transparência e uma reputação favorável.

Uma grande parte dos estudos encontram uma relação positiva entre o desempenho da RSE e o desempenho da empresa, garantido suporte á teoria dos *Stakeholders* (Tampakoudis et al., 2021). Por exemplo, Jo e Harjoto, (2011) e Fatemi et al. (2018) demonstram que o valor da empresa é positivamente afetado pela presença de RSE e pelo desempenho ESG, respetivamente. Lins et al. (2017) descobriram que durante a crise financeira 2008-2009 empresas com classificações elevadas de RSE superaram empresas com baixa RSE em termos de retornos de ações. Mervelskemper e Streit (2017) revelam um efeito positivo significativo de desempenho ESG no valor da empresa, que é mais forte quando as empresas publicam um relatório ESG.

3.2. Teoria dos *Shareholders*

A teoria dos *Shareholders* é outra perspetiva que geralmente é considerada quando há presença de atividades ESG por uma empresa, argumenta que o objetivo primordial de uma empresa é priorizar os interesses dos *Shareholders*, o que implica maximizar o seu valor através do foco na rentabilidade e no crescimento no valor das ações (Campa & Hernando, 2004).

Du et al. (2010) referem que a responsabilidade social empresarial é considerada uma prioridade na agenda das empresas em todo o mundo, especialmente num mercado onde há uma crescente consciência social. Mais do que nunca, as empresas estão a dedicar recursos substanciais a várias iniciativas sociais, que vão desde o envolvimento comunitário e proteção ambiental até às práticas comerciais socialmente responsáveis.

Deng et al. (2013) acreditam que as práticas de RSE, alinhadas com a teoria dos *Shareholders*, podem melhorar os resultados de fusões e aquisições, bem como o sucesso da empresa, enfatizando a importância de considerar sempre o interesse de todos os envolvidos, e por isso, efetuar uma gestão eficiente desta rede interconectada de relações.

Os investigadores mencionados anteriormente, debruçaram-se a analisar a relação entre a RSE e o sucesso de fusões e aquisições, e descobriram que empresas com altos níveis de RSE têm melhores retornos de anúncio de fusão, melhores desempenhos operacionais a longo prazo e uma maior probabilidade de concluir fusões com sucesso, enfatizando-se com isto, a importância do desempenho social dos adquirentes na determinação dos resultados das fusões, e apoiando a teoria de maximização do valor dos *Shareholders*.

Assim sendo, o investimento em RSE pode trazer benefícios estratégicos significativos durante os processos de pesquisa e desenvolvimento, alinhando interesses empresariais com responsabilidades sociais e promovendo uma integração mais eficaz.

Deste forma, o envolvimento em iniciativas ESG pode ter um impacto negativo no valor e no desempenho de uma empresa. Kruger (2015) observou que, se uma dada empresa tenha um histórico de relações desfavoráveis com seus *Stakeholders*, os investidores irão reagir de forma negativa a notícias positivas relacionadas ao ESG.

Du et al. (2010) e Deng et al. (2013) destacam a importância crescente da responsabilidade social empresarial nas empresas em todo o mundo. Enquanto Du et al. (2010) ressaltam que as empresas estão a dedicar os recursos significativos em várias iniciativas sociais, Deng et al. (2013) argumentam que práticas alinhadas com a RSE podem melhorar o desempenho empresarial, especialmente em fusões e aquisições, ao considerar o interesse de todos os envolvidos.

Por sua vez, os resultados dos estudos sobre a relação entre RSE e o sucesso empresarial, como o de Du et al. (2010) sugerem, que investir em RSE pode trazer benefícios estratégicos, alinhando os interesses empresariais com responsabilidades sociais. Por outro lado, como observado por Kruger (2015), o envolvimento em iniciativas ESG pode ter um impacto negativo se não for feito de forma equilibrada, especialmente se percebido como prejudicial aos interesses dos *Shareholders*.

Freeman e Dmytriiev (2017) examinam a relação entre a RSE e a teoria dos *Shareholders* destacando como essas duas áreas podem complementar-se para melhorar o entendimento e a prática empresarial. Os autores defendem que a RSE, deve ser considerada uma das responsabilidades corporativas gerais, que incluem a responsabilidade da empresa para todos os seus *Stakeholders* e enfatizam a importância de conduzir as empresas de maneira moral, gerar valor para todos os envolvidos e reconhecer a interdependência entre eles. Assim, a criação de valor para a comunidade não deve estar em conflito com a criação de valor para outras partes interessadas.

Os defensores desta teoria afirmam que as empresas que aplicam esse modelo são mais eficientes e estão mais preparadas para produzir riqueza. Além disso, quanto mais riqueza a empresa produz, mais impostos paga, o que permite que parte desta riqueza seja dividida com a sociedade através do governo. (Melé, 2008).

Porém, nem sempre há vantagens, a empresa pode, por exemplo, ter padrões de controle de poluição mais rígidos dos que os dos seus concorrentes, que faz com que esta apresente mais gastos associados a recursos para cumprir tais padrões, reduzindo assim a rentabilidade e a riqueza dos *Shareholders*.

A teoria do *Shareholder* destaca o principal objetivo corporativo que é a maximização do lucro e, do seu ponto de vista, as atividades de RSE regra geral não servem aos interesses dos *Shareholders* (Friedman, 1970).

3.3. Teoria da Agência e Custos Relacionados

A teoria da Agência examina a relação que existe entre os *Shareholders* e os gestores (agentes) de uma empresa centrando-se nas questões que surgem de conflitos de interesse e informações assimétricas (Dalton et al., 2007). Estes problemas ocorrem quando os gestores, designados para representar e defender os *Shareholders*, nem sempre tomam decisões que os beneficiam diretamente, o que pode resultar em uma eficiência inadequada e custos adicionais para a empresa, que incluem gastos de *Shareholders*, gastos de gestores e perda residual devido a decisões que não atendem ao valor da empresa. Por vezes, os agentes têm benefícios ao tomar certas decisões que, eventualmente, iram destruir valor para os *Shareholders*, o que os impulsiona a agir em benefício próprio (Jensen & Meckling, 2019). Desta forma, a implementação de práticas de sustentabilidade pode ser vista como um método para alinhar os interesses dos gestores com os dos *Shareholders* e, por consequência, reduzir os custos de agência, ao mesmo tempo em que se concentra em metas de longo prazo e responsabilidades sociais. Como resultado, este alinhamento pode ajudar os compradores a entender o valor da empresa alvo durante as fusões e aquisições.

Os fundos para resolver estes conflitos e garantir que os agentes façam o que é benéfico para os *Shareholders* são conhecidos como, custos de agência. Devido a um melhor alinhamento de interesses entre gestores e *Shareholders*, as empresas que implementam práticas de sustentabilidade ambiental eficazes, podem apresentar menos risco de agência para os compradores. A diminuição de tais riscos, torna possível que as empresas recebam mais prêmios em transações de F&A, pois são consideradas mais preparadas para aproveitar oportunidades e enfrentar obstáculos no futuro. Acredita-se que os esforços de sustentabilidade baseados na teoria dos *Stakeholders* possam reduzir os custos da agência ao promover práticas que levam em consideração os interesses de um maior número de *Stakeholders*, o que pode resultar em mais valor e menos riscos de conflitos de agência.

O conceito da teoria da agência está intimamente ligado ao excesso de dinheiro mantido pelas empresas (Hiltunen, 2024).

Huang et al. (2018) argumentam ainda que a estrutura financeira de uma empresa pode aumentar o valor dos *Shareholders* e mitigar os custos de agência. Além disso, Gao e Mohamed (2018) constataam que o desempenho pós-aquisição é frequentemente mais forte quando o acesso à dívida é limitado, reduzindo assim os custos de agência.

3.4. *Corporate Governance*

Governança Corporativa é um conjunto de regras, processos e estruturas organizacionais, através das quais as partes interessadas podem exercer os seus direitos de monitorizar e controlar o negócio através dos gestores (Dathe et al., 2022).

A teoria da agência surge porque nem sempre os gestores agem de acordo com os interesses das partes interessadas, ou seja, há conflito de interesses. O gestor (“agente”) recebe do *Shareholder* (“principal”) a atribuição de administrar o negócio com o devido zelo, no entanto o gestor tem o seu interesse próprio que por vezes é diferente do “principal”, a longo prazo leva a muitos custos de monitorização.

Os administradores têm como obrigação organizar as operações comerciais de acordo com os interesses dos *Shareholders* - teoria da agência. Alguns dos principais deveres são, agir sempre em benefício da empresa, tanto em termos de desempenho financeiro a curto prazo como de longo prazo. Os administradores são obrigados a gerir a empresa de forma mais profissional e eficaz e o dever de gerir com o nível de comprometimento esperado (Dathe et al., 2022).

3.5. Hipótese

A crescente preocupação global com as questões ambientais, levou os investidores e as empresas a considerarem a sustentabilidade como uma componente importante das suas decisões de investimento e avaliações empresariais. No contexto das transações de fusões e aquisições (F&A), o foco na sustentabilidade ambiental proporciona uma nova lente para avaliar o valor da empresa. Os esforços ambientais de uma empresa-alvo podem ter um impacto significativo sobre o prémio que os compradores estão dispostos a pagar. Para examinar essa dinâmica, a principal hipótese nesta dissertação é a seguinte:

***Hipótese:** Os investidores pagam um prémio mais alto pelo esforço de sustentabilidade ambiental da empresa-alvo nas transações de F&A.*

Esta hipótese baseia se na ideia de que as iniciativas de sustentabilidade ambiental promovem a RS, a governança corporativa e a gestão proativa dos

riscos relacionados às mudanças climáticas. Como resultado as empresas percebem um menor risco e um maior potencial de crescimento a longo prazo. Acredita-se que, ao ver o valor intrínseco e os benefícios futuros dessas práticas sustentáveis, os compradores estarão mais inclinados a oferecer preços mais altos quando comprarem essas empresas.

A análise empírica utilizará uma abordagem metodológica rigorosa, usando dados atuais e pertinentes sobre transações de F&A e indicadores de sustentabilidade ambiental. Além disso, um conjunto, cuidadosamente selecionado de variáveis de controlo será usado para identificar como os esforços de sustentabilidade impactam o prémio de F&A. Como resultado, o estudo fornece uma compreensão mais ampla das motivações financeiras que impulsionam a incorporação de critérios ambientais em estratégias de investimento e decisões corporativas. Além disso, fornece *insights* úteis para gestores, investidores e responsáveis políticos que estão interessados na relação entre sustentabilidade e finanças empresariais.

Capítulo 4

Metodologia

4.1. Seleção da Amostra e Recolha de Dados

A pesquisa atual examina como os esforços para promover a sustentabilidade ambiental afetaram os prêmios pagos em transações de F&A no Reino Unido do período de 2012 a 2022 revelando tendências ao longo do tempo e permitindo a avaliação das mudanças no valor atribuído à sustentabilidade ambiental nas decisões de F&A. Para garantir a precisão e relevância dos resultados, as etapas de recolha e seleção de amostras de dados foram cruciais.

Os registos de transações de F&A e os bancos de dados do *Datastream* e do *Screener* do *Refinitiv* foram as duas fontes principais de dados que foram examinados, para tarefas tais como, encontrar as variáveis mais pertinentes deste estudo, bem como adquirir métricas financeiras para definir as variáveis independentes e ainda garantir que os mesmos fossem precisos e compatíveis entre várias fontes. Como resultado deste método, foi possível implementar uma abordagem sistemática para identificar e analisar transações, garantindo a abrangência e a precisão dos dados recolhidos, tornando-os confiáveis e íntegros.

Deste modo, as variáveis consideradas relevantes para este estudo são: Pontuação ESG, a pontuação de emissões e a pontuação do uso de recursos, pontuação pilar social, pontuação pilar de *Governance*, *Industry Relatedness*, Atitude do negócio, Concorrência, Alavancagem, Dimensão, *Return on Asset*, *Return on Equity*.

Após a extração de dados, as informações obtidas do *Refinitiv Datastream* foram cruzadas com dados adquiridos do *Screeners Refinitiv*. Seguindo esta abordagem, foi construído um conjunto de dados de observações, com cada entrada incluindo dados para pelo menos uma das variáveis de ESG ou para a variável de F&A. Excluimos deste estudo as observações, na variável ROA, aquelas situadas no 1º e 99º percentis, bem como nas variáveis alavancagem e dimensão, as quais se encontravam no 99º percentil. Esses processos resultaram num tamanho da amostra final de 242 observações de empresa-ano, abrangendo o período de 2012 a 2022.

A amostra final é apresentada ordenada por ano e por indústria na Tabela 1 e Tabela 2, respetivamente. A análise por ano permite observar alguma maior atividade no mercado de F&A nos anos 2016 e de 2020 a 2022. No que respeita a uma análise por indústria, destacamos o sector financeiro com aproximadamente 20% das operações.

Ano	Frequência	Percentagem
2012	15	6,20
2013	7	2,89
2014	16	6,61
2015	21	8,68
2016	25	10,33
2017	20	8,26
2018	19	7,85
2019	24	9,92
2020	36	14,88
2021	34	14,05
2022	25	10,33
Total	242	100,00

Tabela 1: Distribuição da Amostra por Ano

Indústria Alvo	Frequência	Percentagem
Produtos e Serviços de Consumo	18	7,44
Produtos de Consumo Básico	11	4,55
Energia	16	6,61
Financeiro	48	19,83
Cuidados de Saúde	24	9,92
Alta Tecnologia	22	9,09
Indústrias	21	8,68
Materiais	19	7,85
Meios de Comunicação e Entretenimento	25	10,33
Imobiliário	18	7,44
Comércio Retalhista	17	7,02
Telecomunicações	3	1,24
Total	242	100,00

Tabela 2: Distribuição da Amostra por Indústria

4.2. Variável Dependente (Prémio de F&A)

Em transações de fusões e aquisições, a variável dependente, Prémio F&A, corresponde ao valor pago pelos compradores acima do valor de mercado das ações da empresa-alvo. Pode considerar-se esse prémio como um indicador da quantidade de valor que o comprador está disposto a pagar para assumir o controlo ou a propriedade da empresa-alvo. Desta forma, a percentagem do prémio de F&A é a diferença entre o preço final de compra da transação e o preço de fecho não ajustado das ações do alvo antes do anúncio da transação, dividido pelo mesmo preço de fecho não ajustado das ações. O preço pré-anúncio não leva em consideração nenhuma mudança de preço relacionadas à fusão que podem ocorrer antes do anúncio devido a negociações internas, informações divulgadas indevidamente ou rumores (Gomes & Marsat, 2018).

Escolher a data certa para excluir esses efeitos indesejados e minimizar os efeitos do ruído de mercado até ao anúncio é crucial, e a literatura sobre o assunto varia. Com base na abordagem de Dimopoulos e Sacchetto (2014), 28 dias são

retirados à data do anúncio, conforme sugerido por Choi et al. (2015) e Malhotra et al. (2015). Esta variável dependente pode ser escrita, matematicamente, como $prem_{d(x)} = OP(x) - UP_{d(x)} * 100$, onde $prem_{d(x)}$ é o prémio oferecido ao alvo x , calculado com o preço das ações 28 dias antes do anúncio. No momento em que a transação é fechada, $OP(x)$ é o preço final oferecido ao alvo x , retirado do *Eikon Screener*, e $UP_{d(x)}$ é o preço das ações não ajustadas do mesmo alvo, retirado do *Datastream*, 28 dias antes do anúncio.

$$prem_{d(x)} = \left[\frac{OP(x) - UP_{d(x)}}{UP_{d(x)}} \right] * 100$$

4.3. Variáveis Independentes

4.3.1. Pontuação ESG

Barros et al. (2022) examinaram como as fusões e aquisições (F&A) afetam no desempenho ESG das empresas, abordando um vasto leque de dados de 41 países e 12 setores económicos entre 2002 e 2020. A pesquisa concluiu que as operações de F&A contribuíram para a melhoria da pontuação ESG das empresas envolvidas, evidenciando avanços nas práticas de sustentabilidade e governança corporativa subsequentes a tais transações.

No entanto, é importante observar que essa melhoria não é imediata, pois não ocorre no ano da realização da transação tendo em conta que, o impacto positivo só é notável no ano seguinte à fusão ou aquisição.

As categorias fundamentais da pontuação ambiental no contexto ESG focam-se no uso de recursos e emissões, expandindo-se em subcategorias (Refinitiv, 2022). Desde 2002, o *Refinitiv* disponibiliza um dos mais completos conjuntos de dados ESG do mercado, cobrindo mais de 85% da capitalização do mercado global com mais de 630 métricas. As pontuações ESG, com o código do

Datastream TRESGS, oscilam entre 0% e 100%, sendo que a pontuação mais alta representa um desempenho ótimo. O uso do *ESG Score* possibilita a análise do efeito da sustentabilidade corporativa sobre o prémio em F&A, com base na ideia de que práticas sustentáveis mostram um maior potencial de crescimento a longo prazo e um menor risco.

4.3.2. Pontuações de Emissões

A pontuação de emissões consiste numa avaliação do desempenho de uma empresa e dos seus esforços para reduzir as emissões de gases de efeito de estufa e outras emissões nocivas ao meio ambiente. Uma pontuação alta indica uma gestão eficaz de emissões e demonstra o comprometimento com o combate às mudanças climáticas.

A variável TRESGENERS (código *Datastream*) consiste no índice de emissões permite identificar especialmente como os esforços de uma empresa, para reduzir as emissões, afetam a atratividade da empresa para os compradores em F&A, indicando que os esforços proativos de gestão ambiental podem ser valorizados pelo mercado (Refinitiv, 2022). Como outros índices, o intervalo vai de 0 a 100%. O índice de emissão para o alvo x é escrito como *emx* e representa os últimos resultados disponíveis na data de publicação ou antes dela (Bouaddi et al., 2023).

4.3.3. Pontuação de Uso de Recursos

A variável TRESGENRRS (código *Datastream*) consiste no índice de uso de recursos, constitui a última parte da avaliação ambiental, variando de 0 a 100% e é contruído com base na avaliação da capacidade de uma organização de minimizar o consumo de recursos como água, energia, embalagens sustentáveis, entre outros suprimentos ecológicos (Refinitiv, 2022). Por exemplo, selecionar parceiros na cadeia de abastecimento que cumprem as regras e padrões ambientais específicos é um exemplo disso.

Uma constatação de relevância notável reside na probabilidade de uma empresa-alvo receber um prémio mais elevado se melhorar a sua pontuação de utilização de recursos de um desvio padrão do que se melhorar a sua pontuação ESG global de um desvio padrão. Choi et al. (2015) sugerem que essas variações podem ser atribuídas a características de uso de recursos mais evidentes, que podem fornecer aos adquirentes informações mais precisas.

4.4. Variáveis de Controlo

4.4.1. Pontuação Pilar Social

A componente de sustentabilidade mais importante para melhorar o desempenho das F&A é o pilar social com o código do *Datastream*: SOSCORE, que inclui os seguintes elementos: direitos humanos, condições de trabalho, saúde e segurança, e desenvolvimento e formação de carreiras. Isto deve-se à resolução dos problemas de fricção (Huang et al., 2023). A teoria dos *Stakeholders*, afirma que o pilar social é a medida de sustentabilidade mais importante para o desempenho financeiro de uma empresa após a fusão, estes resultados foram

constatados no estudo. Huang et al. (2023) examinou os efeitos de três componentes do desempenho de sustentabilidade e descobriu que o pilar social é a dimensão de sustentabilidade mais importante para melhorar o desempenho de F&A a longo prazo. Notavelmente, três anos após o anúncio da F&A, esta correlação se torna extremamente significativa. A integração cultural pode ser resolvida por elementos sociais, como condições de trabalho, saúde e segurança, direitos humanos, formação e carreira. Esta análise usa o índice social do *Refinitiv*, designado como *Sx*, para medir esses efeitos adicionais do ESG. O *Refinitiv* avalia categorias sociais como comunidade, direitos humanos, responsabilidade do produto e força de trabalho para criar índices sociais (Refinitiv, 2022)

4.4.2. Pontuação Pilar de *Governance*

Trata-se de uma pontuação que avalia a qualidade da governança corporativa, inclui transparência das práticas de negócios, direitos dos *Shareholders* e a estrutura de propriedade. A probabilidade que métodos de gestão sustentáveis sejam mantidos a longo prazo é dependente da governança, o que pode afetar o prémio de F&A. Huang (2023) sugere que os adquirentes que se dedicam às responsabilidades sociais e ambientais podem reduzir os riscos de conflitos culturais e perda de talentos e promover uma integração mais eficaz e duradoura a longo prazo, o que pode resultar em prémios de F&A mais altos. Esta análise usa o índice de governança da *Refinitiv*, conhecido como *Gx*, com o código do *Datastream* CGSCORE, para medir esses efeitos adicionais do ESG.

4.4.3. *Industry Relatedness*

O grau de similaridade entre as atividades de negócio da empresa adquirente e da empresa adquirida é representado por *Indrel*, desempenha um papel crucial nas fusões e aquisições, afetando diretamente o prêmio pago na transação. Quando empresas de setores similares se unem, a integração tende a ser mais fluída, o que possibilita a captura de sinergias. Essas sinergias, por sua vez, podem aumentar os retornos inesperados para os adquirentes, além de impactar positivamente os retornos no mercado de ações das empresas adquirentes. Isso sugere que os auditores podem maximizar os ganhos para os *Shareholders* especializando-se em transações específicas, especialmente as financiadas por ações e sem a participação de bancos de investimento. De acordo com Lee et al. (2015), auditores especializados maximizam os resultados financeiros de fusões e aquisições por meio de maior supervisão e orientação. *Indrel* é uma variável *dummy* que adota dois valores distintos: atribui-se o valor 1 quando há correspondência primária da indústria entre a empresa adquirente e a empresa alvo, e 0 na ausência de correspondência. Esta variável foi retirada do *Eikon Screener*.

4.4.4. Atitude do Negócio

A relação entre fusões e aquisições (F&A) na União Europeia e a probabilidade de conclusão dessas transações é influenciada pela variável *deal attitude*. Esta variável é usada para capturar aquisições amigáveis que são as transações com maior probabilidade de serem concluídas comparativamente as que não são amigáveis, como as hostis, o que facilita a integração e diminui os riscos associado, impactando diretamente o prêmio de F&A. Este fator é particularmente significativo para a conclusão do negócio, mais do que a origem

da transação, o método de pagamento ou a regulação da indústria Moschieri et al. (2014). Esta variável *dummy*, retirada *Eikon Screener*, assume o valor de 1 se a aquisição for hostil e 0 se não.

4.4.5. Concorrência

O cenário de fusões e aquisições é impactado pela variável *Multiple Bidders (Rivals)*, que indica um ambiente mais competitivo para aquisição da empresa-alvo. Quando há presença de um número elevado de *bidders*, indica um valor percebido mais alto da empresa-alvo, o que gera ofertas de aquisição mais altas e indica também um mercado mais atraente ou uma empresa que possui ativos valiosos como tecnologia de ponta. O que desperta na concorrência desejo de adquirir a mesma, para fortalecer as suas próprias posições estratégicas (Uhlenbruck et al., 2017). A variável *dummy "rivals"*, retirada do *Eikon Screener*, assume o valor de 1 se existiu múltiplos licitantes a participar do negócio e 0, caso contrário (Slusky & Caves, 1991).

4.4.6. Alavancagem

Esta variável mede o nível de endividamento da empresa em relação ao seu capital. A capacidade de pagar prémios elevados em transações de F&A, pode ser limitada por restrições financeiras para empresas com alto endividamento. Como observado por Choi et al. (2015) e Gomes et al. (2018), a dívida total mais recente reportada do alvo x antes do anúncio é denominada TDx , com o código do *Datastream* WC03255, é calculado como a soma de todas as obrigações com juros e leasing a curto e longo prazo. Os últimos ativos totais disponíveis do alvo x antes do anúncio denotado por TAx , fornecido com o código do WC02999 *Datastream*.

$$lev_x = \frac{TDx}{TAx} * 100$$

4.4.7. Dimensão

A dimensão da empresa, com o código do *Datastream* WC08001, pode afetar o prémio de F&A e a sua atratividade. Empresas de maior dimensão podem ser consideradas menos arriscadas, o que pode incorrer em prémios maiores. Zhou et al. (2023) realizaram um estudo, no qual se concluíram que a dimensão das empresas que sofrem F&A sustentáveis têm um impacto negativo no ambiente ecológico rural. O que significa, quanto maior a dimensão da empresa, maior o impacto negativo no ambiente. Esta descoberta enfatiza a importância de considerar os efeitos ambientais das atividades empresariais em F&A, e sugere práticas que promovam um equilíbrio entre o desenvolvimento econômico e a preservação do meio ambiente. O logaritmo natural mais recente antes do anúncio dos ativos totais do alvo x é representado pela variável *size_x*, que mede a dimensão do negócio (Hussaini et al., 2021). A dimensão da empresa é crucial para o prémio, pois é mais difícil integrar, tem mais poder de negociação e geralmente tem menos problemas de assimetria de informação (Alexandridis et al., 2013).

4.4.8. Return on Assets

ROA, com o código do *Datastream* WC08326, é uma medida da eficiência operacional de uma empresa, avaliando a maneira como ela usa os seus ativos para gerar resultados. O aumento do ROA pode indicar uma gestão eficaz, o que pode impactar o prémio de F&A. Giannopoulos et al. (2022) examinam como o desempenho financeiro das empresas listadas na Noruega de 2010 a 2019 foi afetado pelas iniciativas de divulgação de ESG. Como demonstra o modelo de regressão que usa o retorno sobre ativos (ROA) como variável dependente, é

evidente que as ações de ESG têm um efeito prejudicial. Existe uma variedade de medidas de desempenho e outros aspetos do ambiente de negócios que podem estar a influenciar o resultado obtido, em vez de serem exclusivamente causados pelas métricas ESG.

4.4.9. *Return on Equity*

Mede a rentabilidade da empresa em relação ao capital próprio, com código do *Datastream* WC08301. Barros et al. (2022) examinam o impacto das transações de F&A no desempenho ESG da empresa. Destacaram a importância de entender como as estratégias das transações podem afetar diretamente a rentabilidade da empresa, o *Return On Equity* (ROE). A análise utilizou dados de 41 países e 12 setores económicos, num período de 18 anos, de 2002 a 2020 e descobriram uma correlação negativa, contudo não significativa, entre F&A e ROE. O que significa que embora haja relação esta não teve impacto mensurável no ROE.

4.5. Modelos Empíricos

O objetivo desta pesquisa é investigar como as iniciativas de sustentabilidade ambiental das empresas-alvo relacionam-se com os prémios pagos pelos compradores em transações de F&A.

O objetivo principal deste estudo é determinar se e em que medida os compradores valorizam os esforços de sustentabilidade ambiental no âmbito de F&A, refletidos no prémio pago sobre o valor de mercado das empresas-alvo. Como resultado, o estudo emprega uma abordagem metodológica rigorosa, usando modelos de regressão que incorporam variáveis dependentes como o prémio de F&A e variáveis independentes, como a pontuação de sustentabilidade ambiental (pontuação *ESG*, a pontuação de emissões e a

pontuação de uso de recursos), bem como variáveis de controlo (Pontuação pilar social, Pontuação Pilar de *Governance, Industry Relatedness* (Indrel), Atitude do Negócio, Concorrência(Rivals), Alavancagem, Dimensão, *Return on Asset* (ROA), *Return on Equity* (ROE).

Para testar as hipóteses, é estimada a seguinte equação de regressão:

$$prem_{d(x)} = \beta_0 + \beta_1 em_x + \beta_2 re_x + \beta_3 year + \beta_4 S_x + \beta_5 G_x + \beta_6 lev_x + \beta_7 size_x + \beta_8 indrel_x + \beta_9 hostile_x + \beta_{10} rivals_x + \beta_{11} ROA_x + \beta_{12} ROE_x + \varepsilon_x$$

- Onde $prem_{d(x)}$ representa o prémio ajustado pago em transações F&A. Este é o valor que os compradores estão dispostos a pagar acima do valor de mercado da empresa-alvo, ajustado para refletir condições ou características particulares da transação.
- O coeficiente β_0 na análise de regressão atua como o ponto de interceção com o eixo dos Ys, representando o valor previsto para $prem_{d(x)}$, quando todas as variáveis explicativas assumem o valor de zero. $\beta_1 em_x + \beta_2 re_x$ estes termos evidenciam de que forma as iniciativas de sustentabilidade ambiental influenciam o prémio de F&A.
- " ε_x " representa o erro residual.
- " x " é denotado como o *deal* de F&A.
- "*rex*" refere-se ao uso de recursos, enquanto "*emx*" diz respeito à pontuação de emissões.
- Os coeficientes β_1 e β_2 avaliam, respetivamente, a alteração expectável no prémio de F&A por cada unidade de alteração nas variáveis de sustentabilidade ambiental.

As variáveis de controlo podem afetar o prémio de F&A. Cada termo possui o seu próprio coeficiente (β_3 a β_{12}), que quantifica o impacto independente da variável correspondente sobre o prémio ajustado de F&A. As variáveis de controlo englobam, os Pilares Social (S_x) e de Governança

(*Gx*), para analisar o impacto das políticas sociais e de governança corporativa. Alavancagem (*levx*), Dimensão (*sizex*), *Industry Relatedness* (*Indrel*), Atitude em relação ao negócio (*hostile*), Concorrência (*rivals*). Estas variáveis ajustam-se às características específicas das empresas e ao contexto do mercado que podem influenciar o prémio de F&A. ROA e ROE são indicadores de desempenho financeiro que podem impactar a avaliação por parte dos compradores.

4.6. Estatísticas Descritivas

A Tabela 3 apresenta uma análise descritiva das variáveis recolhidas para a amostra de 242 transações de Fusões e Aquisições (F&A). A análise concentra-se nas variáveis-chave relacionadas às estratégias de sustentabilidade da empresa-alvo, além das variáveis de controlo relevantes para o estudo.

O prémio médio de F&A (*MAPremium*) na amostra é de -80,81, com um desvio padrão de 44,06. Esta média negativa indica que, em muitos casos, as transações foram realizadas com desconto em relação à capitalização de mercado da empresa. A distribuição dos prémios é bastante ampla, variando entre -100 e 144.086, com os percentis 95 e 99 a mostrar valores positivos substanciais, o que sugere que algumas transações envolveram prémios (significativamente acima do valor de mercado ou prémios negativos, existem *outliers* com prémios positivos substanciais).

Em relações às variáveis de sustentabilidade, a pontuação média de ESG (*ESGScore*) para empresas desta amostra é de 44,79 com desvio padrão de 24,11, indicando uma variação considerável nas iniciativas de sustentabilidade entre as empresas. As pontuações de emissões (*EmissionScore*) e de utilização de recursos (*ResourceUseScore*) apresentam médias de 51,04 e 52,93, respetivamente, também

reflete uma gama alargada de práticas de sustentabilidade ambiental das empresas analisadas.

Entre as variáveis de controlo, observamos que a presença de *Industry Relatedness (Indrel)* está representada em 43,39% das transações. Por outro lado, a atitude em relação ao negócio (*DealAttitude*) e a presença de rivais (*Rivals*) estão representadas com frequências mais baixas, de 1,65% para 13,22%. Isto sugere que a maioria das transações não foi marcada por hostilidade ou a forte presença de concorrentes. As pontuações dos pilares sociais (*SocialPillarScore*) e de governança (*GovernancePillarScore*) têm médias de 47,68 e 44,96, respetivamente, indicando um nível moderado de práticas sociais e de governança corporativa entre as empresas da amostra. A alavancagem financeira (*Leverage*) apresenta uma média de 25,59 com uma variação significativa, enquanto a dimensão das empresas (*Size*) mostra uma média elevada de 2.575.177, refletindo a diversidade na dimensão e a estrutura de capital das empresas envolvidas nas transações.

Por último, as métricas de desempenho financeiro, ROA e ROE, têm médias de 0,0027 e 3,024, respetivamente, com uma ampla variação, indicando que as transações abrangeram uma vasta gama de empresas em termos de desempenho financeiro.

De um modo geral, estes resultados ilustram uma visão geral das características das transações de F&A e das empresas envolvidas, destacando a variabilidade nos prémios de F&A, nas práticas de sustentabilidade, e em outras medidas financeiras e não financeiras. A análise mostra tanto a diversidade das empresas-alvo quanto a complexidade dos elementos que impactam os prémios pagos.

Variável	N	Média	dp	Min	p25	p50	p75	Max
MAPremium	242	-80,80747	44,05685	-100	-98,44681	-97,97573	-85,85284	144,086
Indrel	242	0,4338843	0,4966366	0	0	0	1	1
DealAttitude	242	0,0165289	0,1277622	0	0	0	0	1
Rivals	242	0,1322314	0,3394442	0	0	0	0	1
ESGScore	176	44,78591	24,10613	1,86	26,375	44,29	62,045	93,14
Emissionsscore	162	51,03593	29,63545	3,1	27,88	48,025	78,83	99,82
ResourceUseScore	152	52,93434	30,06171	1,12	25,655	52,52	79,7	99,71
SocialPillarScore	175	47,67697	25,29906	0,89	31,66	46,61	68,58	95,52
GovernancePillarScore	176	44,96193	26,90997	1,6	21,15	43,555	68,455	97,17
Leverage	190	25,5891	20,55277	0,1528147	7,142289	23,36258	37,87127	93,18475
Size	208	2575117	6765566	46	36.963,5	224.858,5	1.438.984	3.56e+07
ROA	102	0,0273529	14,20505	-44,8	-3,04	3,52	6,57	26,21
ROE	98	3,024184	31,13762	-113,96	13,21	5,73	14,84	142,09

Tabela 3: Estatísticas Descritivas

Capítulo 5

Resultados

Este capítulo procede à análise dos resultados obtidos dos modelos de regressão que foram usados para investigar a relação entre o prémio pago em transações de fusões e aquisições (F&A), representado pela variável dependente MAPremium, e uma variedade de variáveis explicativas que se concentram nas questões de sustentabilidade ambiental, financeira e estratégica das empresas envolvidas. Foram estimados dois modelos diferentes para representar as várias dimensões dessa relação. Os resultados de cada variável nos modelos (1) e (2) são apresentados abaixo, bem como a interpretação dos coeficientes, a significância estatística e o ajustamento dos modelos.

5.1. Análise dos Fatores Determinantes do Prémio em Transações de F&A

As variáveis, Indrel, DealAttitude, ESGScore e EmissionsScore revelaram efeitos negativos sobre o MAPremium, contudo não alcançaram significância estatística, o que sugere uma potencial influência destes fatores no prémio pago, embora sem a robustez estatística necessária para afirmar uma relação causal definitiva. Concorrência (Rivals) e Alavancagem apresentaram coeficientes negativos significativos de 10%, sugerindo que a presença de concorrentes e a alavancagem financeira podem reduzir o prémio pago, o que pode refletir uma perceção negativa do risco associado à transação. A variável Size

exibiu um efeito positivo com alta significância ($p < 0,01$), indicando que a dimensão da empresa tem uma relação direta com o prémio pago, possivelmente devido à valorização de ativos e potenciais sinergias. ROA mostrou um coeficiente significativamente negativo de 5%, indicando que retornos operacionais mais baixos conduzem a prémios mais baixos, refletindo preocupações com a rentabilidade da empresa-alvo.

5.2. O Impacto dos Critérios ESG no Prémio Pago em F&A

As variáveis Rivals, ResourceUseScore, SocialPillarScore e GovernancePillarScore apresentam coeficientes positivos significativos, com ResourceUseScore, SocialPillarScore e GovernacePillarScore sendo significativos a 10% ou 5%. Isto sugere uma valorização positiva dos esforços de sustentabilidade ambiental, práticas sociais e de governança no prémio pago. A pontuação de emissões (EmissionsScore) teve um impacto significativamente negativo de 10%, sugerindo que pontuações mais altas podem reduzir o prémio pago, possivelmente devido às preocupações com impactos ambientais adversos. O ROA, exibiu um efeito positivo, mas não significativo estatisticamente, sugerindo uma relação menos direta com o prémio de F&A neste modelo.

5.3. Observações Gerais e Ajustamentos

O modelo 1 mostra uma proporção moderada da variabilidade do MAPremium com o R-quadrado de 0,443, indica que as variáveis incluídas contribuem para uma parte da complexidade na determinação dos prémios pagos em transações de F&A. O Modelo 2 mostra um ajustamento quase perfeito (R-quadrado de 0,998), o que pode indicar sobre

ajuste, particularmente considerando a complexidade e a diversidade das transações de F&A. Este ajustamento perfeito deve ser interpretado com precaução, dado que pode não se generalizar adequadamente para outras amostras ou contextos.

Os resultados mostram a complexidade e a diversidade dos elementos que impactam os prémios pagos em transações de F&A. As questões de sustentabilidade ambiental, práticas sociais e de governança, bem como as questões financeiras e estratégicas tradicionais, como a dimensão da empresa e alavancagem, são muito consideradas. Estes resultados melhoram a literatura existente e enfatizam o valor crescente da sustentabilidade e da RSE em F&A.

VARIÁVEL DEPENDENTE	MAPremium		
	(1)	(2)	
Indrel	-14,74 (0,263)	-2,290 (0,667)	
DealAttitude	-5,801 (0,884)	-0,368 (0,962)	
Rivals	-28,52 (0,0812)	8,455 (0,146)	*
ESGScore	0,374 (0,363)	-1,275 (0,100)	
Emissionsscore	-0,234 (0,285)	-0,900 (0,0557)	*
ResourceUseScore	-0,0185 (0,940)	1,489 (0,0705)	*
SocialPillarScore	-0,407 (0,207)	-3,096 (0,0148)	**
GovernancePillarScore	0,215 (0,506)	1,723 (0,0305)	**
ROA	-2,412 (0,0244)	3,681 (0,107)	**
Leverage	-0,569 (0,0858)		*
Size	2,30e-06 (0,00572)		***
ROE	0,318 (0,335)		
Constante	-56,71 (0,00351)	-1,365 (0,964)	***
Observações	53	62	
R-quadrado	0,443	0,998	

p-val entre parênteses

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tabela 4: Modelo MQO – Impacto do ESG no MAPremium

Capítulo 6

Conclusão

O principal propósito desta dissertação foi examinar a predisposição dos investidores em oferecer um prêmio superior por empresas com um compromisso evidente com a sustentabilidade ambiental no contexto de F&A.

Ao enquadrar a pesquisa nas teorias, como a Teoria da Maximização do Valor dos *Stakeholders*, a Teoria dos *Shareholders* e a Teoria da Agência e Custos da mesma, a análise destacou a complexidade dos fatores que influenciam a avaliação dos esforços de sustentabilidade ambiental no mercado de F&A.

Os resultados indicam variações significativas nos prêmios pagos, sugerindo uma avaliação diferenciada dos esforços de sustentabilidade pelos adquirentes. Fatores como a relação da empresa com a indústria, a atitude em relação ao negócio e a presença de rivais também afetam esta valorização.

À medida que o mercado evolui, é evidente que as transações de F&A sustentáveis estão a ganhar destaque. A integração de avaliações ambientais, sociais e de governança (ESG) nos processos de *Due Diligence* reflete não apenas uma mudança na forma como as empresas são avaliadas, mas também um compromisso mais amplo com a criação de valor sustentável a longo prazo.

Conclui-se que, embora os esforços de sustentabilidade ambiental sejam cada vez mais valorizados nas transações de F&A, essa valorização é complexa e está sujeita a uma variedade de fatores contextuais e estratégicos. Assim, é necessária uma compreensão

mais profunda das dinâmicas envolvidas nas transações de F&A e é essencial considerar aspetos ambientais, sociais e de governança ao avaliar o valor corporativo.

6.1. Limitações

Esta tese enfrenta várias limitações que moldam a interpretação e as generalizações dos seus resultados. A primeira e mais notável limitação advém da ausência ou insuficiência de variáveis de controlo. Devido à complexidade das operações de fusão e aquisição (F&A) e aos efeitos dos esforços de sustentabilidade, um modelo cuidadoso deve levar em consideração uma variedade de variáveis de controlo. Isto é feito para identificar os impactos específicos do interesse. A quantidade de notações ESG decompostas disponíveis simultaneamente é limitada. A confiabilidade das pontuações ESG é outra preocupação importante, especialmente quando essas notações são derivadas de uma única fonte. A consistência e comparabilidade dessas ações podem ser comprometidas, se não houver um padrão internacional para a notação ESG. Isto é particularmente preocupante para uma análise que visa avaliar o impacto do desempenho ambiental nas negociações de prémios de F&A.

A análise pressupõe uma relação linear entre os prémios de aquisição e os seus determinantes, um pressuposto que pode não captar adequadamente a complexidade e a dinâmica destas relações. Há também dúvidas sobre a adequação do período de 28 dias para avaliação dos prémios e o potencial de viés no uso de informações privilegiadas durante esse período.

Estas limitações sublinham a necessidade de cautela na interpretação dos resultados e sugerem direções para futuras pesquisas, que podem incluir a ampliação das fontes de dados para as notações ESG, e um modelo mais refinado que considere a complexidade das relações entre os prémios de F&A e os seus determinantes.

Lista de Referências

- Alexandridis, G., Fuller, K. P., Terhaar, L., & Travlos, N. G. (2013). Deal size, acquisition premia and shareholder gains. *Journal of Corporate Finance*, 20, 1-13. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.10.006>
- Appelbaum, S. H., Cameron, A., Ensink, F., Hazarika, J., Attir, R., Ezzedine, R., & Shekhar, V. (2017). Factors that impact the success of an organizational change: a case study analysis. *Industrial and Commercial Training*, 49(5), 213-230. <https://doi.org/10.1108/ICT-02-2017-0006>
- Arouri, M., Gomes, M., & Pukthuanthong, K. (2019). Corporate social responsibility and M&A uncertainty. *Journal of Corporate Finance*, 56, 176-198. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.02.002>
- Barros, V., Matos, P. V., Sarmiento, J. M., & Vieira, P. R. (2022). M&A activity as a driver for better ESG performance. *Technological Forecasting and Social Change*, 175, 121338. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2021.121338>
- Berg, F., Koelbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315-1344. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3438533>
- Bernow, S., Klempner, B., & Magnin, C. (2017). From 'why' to 'why not': Sustainable investing as the new normal.
- Bouaddi, M., Basuony, M. A., & Noureldin, N. (2023). The heterogenous effects of carbon emissions and board gender diversity on a firm's performance. *Sustainability*, 15(19), 14642. <https://doi.org/10.3390/su151914642>
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance research letters*, 38, 101716.

- Caiazza, S., Galloppo, G., & Paimanova, V. (2021). The role of sustainability performance after merger and acquisition deals in short and long-term. *Journal of Cleaner Production*, 314, 127982. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.127982>
- Campa, J. M., & Hernando, I. (2004). Shareholder value creation in European M&As. *European financial management*, 10(1), 47-81. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2004.00240.x>
- Cardillo, G., & Harasheh, M. (2023). Stay close to me: What do ESG scores tell about the deal timing in M&A transactions?. *Finance research letters*, 51, 103498. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103498>
- Carroll, A. B. (1999). Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct. *Business & society*, 38(3), 268-295. <https://doi.org/10.1177/000765039903800303>
- Chen, E., & Gaviious, I. (2015). Does CSR have different value implications for different shareholders?. *Finance Research Letters*, 14, 29-35.
- Choi, G., Petra, C., & Guar, A. (2015). Target CSR as a signal in acquisitions: Its effect on acquisition premium. In *Academy of management proceedings* (Vol. 17621). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management. <https://doi.org/10.5465/AMBPP.2015.17621abstract>
- Cooper, C. L., & Finkelstein, S. (2023). *Advances in mergers and acquisitions*. Emerald Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/S1479-361X20230000022012>
- Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, S. T., & Dalton, C. M. (2007). 1 the fundamental agency problem and its mitigation: independence, equity, and the market for corporate control. *Academy of Management annals*, 1(1), 1-64. <https://doi.org/10.1080/078559806>

- Datar, S., Frankel, R., & Wolfson, M. (2001). Earnouts: The effects of adverse selection and agency costs on acquisition techniques. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 17(1), 201-238.
- Dathe, T., Dathe, R., Dathe, I., & Helmold, M. (2022). *Corporate social responsibility (CSR), sustainability and environmental social governance (ESG): approaches to ethical management*. Springer Nature. https://doi.org/10.1007/978-3-030-92357-0_8
- Deng, X., Kang, J. K., & Low, B. S. (2013). Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 110(1), 87-109. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.04.014>
- Denison, D. R., & Ko, I. (2016). Cultural due diligence in mergers and acquisitions. In *Advances in mergers and acquisitions* (pp. 53-72). Emerald Group Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/S1479-361X20160000015004>
- Dimopoulos, T., & Sacchetto, S. (2014). Preemptive bidding, target resistance, and takeover premiums. *Journal of Financial Economics*, 114(3), 444-470. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.07.013>
- Drumwright, M. E. (1994). Socially responsible organizational buying: environmental concern as a noneconomic buying criterion. *Journal of marketing*, 58(3), 1-19.
- Du, S., Bhattacharya, C. B., & Sen, S. (2010). Maximizing business returns to corporate social responsibility (CSR): The role of CSR communication. *International journal of management reviews*, 12(1), 8-19. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2009.00276.x>
- Efimova, O. V. (2018). Integrating sustainability issues into investment decision evaluation. *Journal of Reviews on Global Economics*, 7(495), 668-681.

- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global finance journal*, 38, 45-64.
- Fatemi, A. M., Fooladi, I., & Garehkoolchian, N. (2017). Gains from mergers and acquisitions in Japan. *Global Finance Journal*, 32, 166-178.
- Feng, X. (2021). The role of ESG in acquirers' performance change after M&A deals. *Green finance*, 3(3), 287-318.
- Feldman, E. R., & Hernandez, E. (2022). Synergy in mergers and acquisitions: Typology, life cycles, and value. *Academy of Management Review*, 47(4), 549-578. <https://doi.org/10.5465/amr.2018.0345>
- Ficery, K., Herd, T., & Pursche, B. (2007). Where has all the synergy gone? The M&A puzzle. *Journal of business Strategy*, 28(5), 29-35. <https://doi.org/10.1108/02756660710820802>
- Freeman, R. E., & Dmytriiev, S. (2017). Corporate social responsibility and stakeholder theory: Learning from each other. *Symphonya. Emerging Issues in Management*, (1), 7-15. <https://doi.org/10.4468/2017.1.02freeman.dmytriiev>
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., & De Colle, S. (2010). Stakeholder theory: The state of the art. <https://doi.org/10.1080/19416520.2010.495581>
- FTI Consulting. (2019). Global survey: Injection of esg builds corporate value. <https://www.fticonsulting.com/insights/fti-journal/global-survey-injection-esg-builds-corporate-value>
- Gao, N., & Mohamed, A. (2018). Cash-rich acquirers do not always make bad acquisitions: New evidence. *Journal of Corporate Finance*, 50, 243-264.
- Giannopoulos, G., Kihle Fagernes, R. V., Elmarzouky, M., & Afzal Hossain, K. A. B. M. (2022). The ESG disclosure and the financial performance of Norwegian listed firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(6), 237. <https://doi.org/10.3390/jrfm15060237>

- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889.
- Gomes, M., & Marsat, S. (2018). Does CSR impact premiums in M&A transactions?. *Finance Research Letters*, 26, 71-80. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.12.005>
- Haunschild, P. R. (1994). How much is that company worth?: Interorganizational relationships, uncertainty, and acquisition premiums. *Administrative Science Quarterly*, 391-411. <https://doi.org/10.2307/2393296>
- Hiltunen, L. (2024). Value creation through sustainable deals: Incorporation of ESG criteria in M&A.
- Hong, X., Lin, X., Fang, L., Gao, Y., & Li, R. (2022). Application of machine learning models for predictions on cross-border merger and acquisition decisions with ESG characteristics from an ecosystem and sustainable development perspective. *Sustainability*, 14(5), 2838.
- Huang, C. J., Ke, W. C., Chiang, R. P. Y., & Jhong, Y. C. (2023). Which of environmental, social, and governance pillars can improve merger and acquisition performance?. *Journal of cleaner production*, 398, 136475. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.136475>
- Huang, Q., Jiang, F., & Wu, S. Y. J. (2018). Does short-maturity debt discipline managers? Evidence from cash-rich firms' acquisition decisions. *Journal of Corporate Finance*, 53, 133-154.
- Hussaini, M., Hussain, N., Nguyen, D. K., & Rigoni, U. (2021). Is corporate social responsibility an agency problem? An empirical note from takeovers. *Finance Research Letters*, 43, 102007. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102007>
- Hung, C. (2021). Three Reasons Why CSR And ESG Matter To Businesses. *Forbes*: <https://www.forbes.com/sites/forbesbusinesscouncil/2021/09/23/three-reasons-why-csr-and-esg-matter-to-businesses>

- Jennings, R. H., & Mazzeo, M. A. (1993). Competing bids, target management resistance, and the structure of takeover bids. *The Review of Financial Studies*, 6(4), 883-909.
- Jensen, M. C. (2002). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business ethics quarterly*, 235-256.
<https://doi.org/10.2307/3857812>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate governance* (pp. 77-132). Gower. <https://doi.org/10.1002/9780470752135.ch17>
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. *Journal of business ethics*, 103, 351-383.
- Kengelbach, J., Friedman, D., Samtani, K., Pot, L., Ruska, T., Keienburg, G., & Degen, D. (2022). Dealmaking Remains Active as Dark Clouds Form.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The accounting review*, 91(6), 1697-1724.
- Krishnamurti, C., Shams, S., & Chowdhury, H. (2021). Evidence on the trade-off between corporate social responsibility and mergers and acquisitions investment. *Australian Journal of Management*, 46(3), 466-498.
<https://doi.org/10.1177/0312896220950394>
- Krüger, P. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of financial economics*, 115(2), 304-329.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.09.008>
- Li, K., He, C., Dbouk, W., & Zhao, K. (2021). The value of CSR in acquisitions: evidence from China. *Sustainability*, 13(7), 3721.
<https://doi.org/10.3390/su13073721>
- Li, T. T., Wang, K., Sueyoshi, T., & Wang, D. D. (2021). ESG: Research progress and future prospects. *Sustainability*, 13(21), 11663.

- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *the Journal of Finance*, 72(4), 1785-1824.
- Ma, R., Pan, X., & Suardi, S. (2023). Shareholder value maximization via corporate ESG performance: evidence from mergers and acquisitions in China. *Applied Economics*, 1-17. <https://doi.org/10.1080/00036846.2023.2291095>
- Malhotra, S., Zhu, P., & Reus, T. H. (2015). Anchoring on the acquisition premium decisions of others. *Strategic Management Journal*, 36, 1866–1876. <https://doi.org/10.1002/smj.2314>
- McWilliams, A., & Siegel, D. S. (2011). Creating and capturing value: Strategic corporate social responsibility, resource-based theory, and sustainable competitive advantage. *Journal of management*, 37(5), 1480-1495.
- Melé, D. (2008) Corporate social responsibility theories. *The Oxford handbook of corporate social responsibility*, 47-82. <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199211593.003.0003>
- Mervelskemper, L., & Streit, D. (2017). Enhancing market valuation of ESG performance: is integrated reporting keeping its promise?. *Business Strategy and the Environment*, 26(4), 536-549.
- Moschieri, C., & Campa, J. M. (2014). New trends in mergers and acquisitions: Idiosyncrasies of the European market. *Journal of Business Research*, 67(7), 1478-1485. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.07.018>
- Nirino, N., Santoro, G., Miglietta, N., & Quaglia, R. (2021). Corporate controversies and company's financial performance: Exploring the moderating role of ESG practices. *Technological Forecasting and Social Change*, 162, 120341.
- Pareek, S., & Pasumarti, S. S. (2021). ESG reporting practices in India, UK and USA: An international comparison. *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education (TURCOMAT)*, 12(6), 2984-3006.

- Parmar, B. L., Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Purnell, L., & De Colle, S. (2010). Stakeholder theory: The state of the art. *Academy of Management Annals*, 4(1), 403-445. <https://doi.org/10.5465/19416520.2010.495581>
- Refinitiv. (2022). Environmental, social and governance (esg) scores from refinitiv. https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf
- Reuer, J. J. (2005). Avoiding lemons in M&A deals. *MIT Sloan Management Review*, 46(3), 15.
- Reuer, J. J., & Ragozzino, R. (2008). Adverse selection and M&A design: The roles of alliances and IPOs. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 66(2), 195-212.
- Roychowdhury, S., Shroff, N., & Verdi, R. S. (2019). The effects of financial reporting and disclosure on corporate investment: A review. *Journal of Accounting and Economics*, 68(2-3), 101246. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2019.101246>
- Rydell, A., & Leucht, A. (2020). Looking behind the curtain: Exploring the role and content of ESG in M&A Due Diligence.
- Slusky, A. R., & Caves, R. E. (1991). Synergy, agency, and the determinants of premia paid in mergers. *The Journal of Industrial Economics*, 277-296. <https://doi.org/10.2307/2098520>
- Tampakoudis, I., Noulas, A., Kiosses, N., & Drogalas, G. (2021). The effect of ESG on value creation from mergers and acquisitions. What changed during the COVID-19 pandemic?. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(6), 1117-1141.
- Teti, E., & Spiga, L. (2023). The effect of environmental, social and governance score on operating performance after mergers and acquisitions. *Business Strategy and the Environment*, 32(6), 3165-3177.

- Uhlenbruck, K., Hughes-Morgan, M., Hitt, M. A., Ferrier, W. J., & Brymer, R. (2017). Rivals' reactions to mergers and acquisitions. *Strategic Organization*, 15(1), 40-66. <https://doi.org/10.1177/1476127016630526>
- Wang, Z., Lu, W., & Liu, M. (2021). Corporate social responsibility overinvestment in mergers and acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, 78, 101944. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101944>
- Wickert, C., Vaccaro, A., & Cornelissen, J. (2017). "Buying" corporate social responsibility: organisational identity orientation as a determinant of practice adoption. *Journal of Business Ethics*, 142, 497-514. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2740-z>
- Zhang, Y., Navone, M., Michayluk, D., & Wu, E. (2017). The impact of corporate social responsibility concerns on shareholder's wealth: new evidence from mergers. Working Paper.
- Zhou, L., Li, W., Teo, B. S. X., & Yusoff, S. K. M. (2023). The impact of green M&A listed companies' size on the rural ecological environment – Digitalization as moderating effect. *Sustainability*, 15(7), 6068.