



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

A Criação de Valor para o Comprador
em Operações M&A
Caso da Disney-Fox

Marco Leandro Martins Selas

Católica Porto Business School
Outubro, 2020



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

A Criação de Valor para o Comprador em Operações M&A Caso da Disney-Fox

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

por

Marco Leandro Martins Selas

sob orientação do Professor Dr. Luís Pacheco

Católica Porto Business School
Outubro, 2020

Agradecimentos

Aos meus pais e irmão porque sem eles nada seria possível. Por terem permitido a conclusão de uma etapa, por serem os responsáveis pela pessoa que sou hoje e por me terem ensinado as mais valiosas lições para enfrentar o futuro.

Aos meus avós, pelo forte impacto e influência que tiveram no meu crescimento e que representam as mais belas memórias da minha infância.

Aos meus amigos, pelas conversas, conselhos, ajudas e memórias vividas que jamais esquecerei.

Ao professor Luís Pacheco por toda a ajuda e apoio ao longo deste trabalho e sem o qual não seria possível a realização do mesmo.

Obrigado a todos!

Resumo:

Todas as empresas são supostamente movidas pela procura contínua de melhoria do seu valor de mercado. Assim, as fusões e aquisições constituem um meio importante de execução da estratégia que permite às organizações atingir a melhoria de valor que procuram, sendo aparentemente frequente a sua utilização nos últimos anos. Os inúmeros estudos desta temática tem apresentado resultados diversos e a literatura existente parece concordar em discordar.

Neste contexto, esta dissertação tem como objetivo perceber se nas fusões e aquisições existe criação de valor para o adquirente. No âmbito desta questão, foi considerado um caso específico, envolvendo a aquisição da Fox pela Disney. Nesse sentido, procedeu-se a uma revisão de literatura, o que permitiu ter uma perspetiva geral dos conceitos de M&A, as suas motivações e perceber quais as características desejadas de cada envolvente para que uma M&A possa gerar valor para o comprador. Posteriormente, de forma a dar resposta à questão de investigação do trabalho, aplicou-se a metodologia estudo de evento a qual, baseando-se nas expectativas de mercado, mede a geração de retornos anormais como consequência do anúncio de M&A.

Os resultados obtidos indicam que parece ter havido criação de valor para a Disney aquando do anúncio da compra da Fox, refletindo-se nos retornos anormais gerados durante o dia do anúncio e no seguinte. Os retornos obtidos, apesar de estatisticamente significantes, carecem de robustez. Deste modo, apesar de o mercado ter percecionado positivamente os retornos e de se concluir que a aquisição gerou valor para o comprador, a falta de robustez dos resultados conduz a uma interpretação cautelosa dos mesmos.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições; Criação de Valor; Estudo de Evento.

Abstract

All companies are driven by the continuous search to improve their value. Thus, mergers and acquisitions are a valid strategy that allows organizations to achieve the improvement on the value that they are seeking and whose frequency has increased recently. The numerous studies on this subject have presented diverse results and the existing literature seems to agree to disagree.

Therefore, the dissertation aims at understanding whether there is value creation for the buyer in mergers and acquisitions. In the context of this issue, a specific case was considered, involving the acquisition of Fox by Disney. In this sense, a literature review was carried out, which allowed us to have a general perspective of the M&A concepts, motivations and understand what are the desired characteristics of each environment so that an M&A can generate value for the buyer. Subsequently, in order to answer the research question of the work, an event study methodology was applied which, based on market expectations, measures the generation of abnormal returns as a consequence of the M&A announcement.

The results obtained indicate that value was created for Disney at the time of the Fox purchase announcement, reflected in the abnormal returns generated during the day of the announcement and the following day. The returns obtained, although statistically significant, lack robustness. Thus, although the market has perceived the returns positively and that the acquisition generated value for the buyer, the lack of robustness of the results leads to a cautious interpretation of them.

Keywords: Mergers and Acquisitions; Value Creation; Event Study.

Índice

Agradecimentos	iv
Resumo:.....	vi
Abstract	ix
Índice	xii
Índice de Figuras.....	xiv
Índice de Gráficos	xv
Índice de Tabelas	xvi
Abreviaturas.....	xvii
Introdução.....	19
Capítulo 1 Revisão de Literatura.....	21
1.1. Enquadramento	21
1.2. Tipos de M&A.....	23
1.3. Principais Motivações	24
1.3.1. Crescimento	24
1.3.2. Sinergias	25
1.3.3. Aquisição de empresas sub-avaliadas	27
1.3.4. Diversificação	28
1.3.5. Hubris e Over-Confidence	28
1.3.6. Outros motivos económicos.....	28
1.4. Criação de Valor	29
Capítulo 2 Indústria e empresas envolvidas	37
2.1. Análise da Indústria	37
2.1.1. Média e entretenimento:.....	37
2.1.2. Plataformas Over-The-Top.....	40
2.1.3. Netflix.....	41
2.2. Caracterização das Empresas.....	43
2.2.1. The Walt Disney Company:.....	43
2.2.2. Disney +.....	45

2.2.3. 21st Century Fox	46
2.3. F&A – Disney/Fox.....	48
Capítulo 3 Metodologia, Dados e Hipótese de Investigação	49
3.1. Metodologia.....	49
3.1.1. Estudo de Evento	49
3.1.2. Retornos anormais.....	51
3.2. Dados.....	54
3.3. Hipótese de Investigação.....	60
Discussão de resultados.....	61
Conclusão.....	65
Referências Bibliográficas.....	67
Anexos.....	73

Índice de Figuras

Figura 1: Valor das M&A nos EUA.....	30
Figura 2: Número de M&A nos EUA.	30
Figura 3: Valor do mercado de média e entretenimento nos EUA entre 2011 e 2014 e expectativas até 2020.	38
Figura 4: Receitas da indústria (global) de média e entretenimento.	38
Figura 5: Taxa de Crescimento anual entre 2018 e 2023.	39
Figura 6: Número de subscrições global da Netflix desde 3 ^o quarto de 2011 até 3 ^o quarto de 2020.....	42
Figura 7: Número global estimado de subscritores em 2020 e 2025.	43
Figura 8: Receita da Walt Disney desde 2010 até 2020.....	44
Figura 9: Receitas geradas pela 21st Century Fox desde 2011 a 2018.	47

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Evolução dos retornos diários da Disney.....	55
Gráfico 2: Evolução dos retornos diários do SP500.	55
Gráfico 3: Histograma dos retornos diários da Disney.	56
Gráfico 4: Histograma dos retornos diários do SP50.....	57

Índice de Tabelas

Tabela 1: Estatísticas Descritivas dos retornos da Disney e do SP500 em percentagem.....	54
Tabela 2: Estatísticas Descritivas dos retornos diários em percentagem, por ano, da Disney.	58
Tabela 3: Estatísticas descritivas dos retornos diários em percentagem, por ano, do SP500.	59
Tabela 4: Estimações do Modelo na equação 2 a,b.....	61
Tabela 5: Estimação dos Retornos Anormais Diários da Disney em pontos percentuais (14/12/2017 – 15/12/2017).....	62
Tabela 6: Teste de significância sobre os retornos anormais cumulativos.	63
Tabela 7: Teste não paramétrico sobre os retornos anormais cumulativos.....	64

Abreviaturas

AVOD - *Advertising Video on demand*

CAR – *Cumulative abnormal returns*

DVD – *Digital Video Disc*

EMH - *efficient market hypothesis*

ESPN - *Entertainment and Sports Programming Network*

EUA – Estados Unidos da América

F&A – Fusões e Aquisições

M&A - *Mergers and Acquisitions*

NYSE - *New York Stock Exchange*

OTT – *Over-the-top*

PWC – PricewaterhouseCoopers

R – Retorno observado

RA – Retorno anormal

RE – Retorno normal esperado

Rmt – Retorno do índice de mercado

SP500 – *Standard and Poor`s 500*

SVOD - *Subscription Video on demand*

TV - Televisão

TVOD - *Transactional Video on demand*

VR – Realidade virtual

Introdução

A competitividade é, provavelmente, a palavra que melhor caracteriza o mundo em que vivemos. Essa competitividade atinge pessoas singulares nas suas diversas profissões, mas também empresas no seu todo, que se veem obrigadas a atingir níveis de eficiência elevados de forma conseguirem sobreviver e prosperar nesta competição inerente a todas atividades e setores.

A nível global, tem-se verificado um aumento da atividade de operações de M&A, bem como dos montantes envolvidos (Gaughan, 2017). Dessa forma, presume-se que as fusões e aquisições façam parte da realidade atual das organizações, o que leva a questionar se a mesma constitui uma estratégia bem-sucedida na procura de as empresas aumentarem o seu valor.

Assim, surge a questão de investigação abordada neste trabalho: “Existe criação de valor para o comprador em operações de M&A?”. Esta questão de investigação foi desenvolvida no âmbito de um caso específico: A aquisição da Fox pela Disney. De acordo com, por exemplo, Bruner (2004), não há uma resposta consensual pelo que se torna interessante aprofundar o tema e aplicá-lo a um caso específico.

O capítulo 1 diz respeito, essencialmente, à revisão de literatura. Começa com um enquadramento geral, que explica alguns conceitos associados a M&A. Seguidamente, apresentam-se os tipos de fusões e aquisições mais relevantes para o propósito do trabalho, antes de se apresentarem as principais motivações que levam as empresas a avançarem para M&A. Para terminar o capítulo, são apresentados os resultados de estudos similares anteriores, dando conta de quais as características das empresas e das transações que, por norma, são mais prováveis de criar valor para o comprador.

O capítulo 2 permite contextualizar a indústria e as empresas envolvidas neste trabalho. Nesta parte, além de haver uma caracterização da Fox e da Disney,

analisa-se a indústria e as suas tendências, o que permite ter uma visão geral da direção em que a mesma se dirige e perceber se a aquisição se enquadra nas tendências verificadas.

O capítulo 3 contém a metodologia adotada, estudo de evento, que mede a obtenção de retornos anormais fruto do anúncio de uma M&A e também todos os pressupostos adotados para o uso da mesma. Para além disso, explica também como a mesma é utilizada no âmbito do caso específico sobre o qual a dissertação incide. Posteriormente, procede-se a uma análise dos dados que foram utilizados e uma breve revisão da questão de investigação.

Por último, segue-se a discussão de resultados que contém os resultados finais e um olhar crítico sobre os mesmos, culminando com a conclusão onde se enumeram as razões pelas quais a operação poderia ter sucesso e, finalmente, se existiu criação de valor para a empresa compradora, aquando do anúncio da aquisição da Fox pela Disney.

Capítulo 1 | Revisão de Literatura

1.1. Enquadramento

Num mundo globalizado e cada vez mais competitivo compete às empresas desenvolverem estratégias de desenvolvimento que lhes permitam manter-se competitivas e com uma posição sólida no mercado e indústria em que atuam. Sob esse ponto de partida, F&A, sigla usada para designar as fusões e aquisições e que deriva da terminologia *Mergers and Acquisitions* (M&A), apresenta-se como uma solução atraente que permite às empresas manterem a competitividade e o crescimento que procuram.

De acordo, por exemplo, com DePamphilis (2019), existem 3 formas estratégicas de obter crescimento: interno, externo e cooperação empresarial. Crescimento externo envolve adquirir outra empresa ou apenas alguns ativos de forma a ser possível ter acesso a outros produtos, linhas de produção ou mercados geográficos (DePamphilis, 2019). O crescimento interno é atingido quando a empresa opta por desenvolver os próprios recursos e capacidades. Por exemplo, desenvolvendo novos produtos, melhorando os produtos já existentes ou atingindo novos mercados até então não explorados. Como alternativa final, surge a cooperação empresarial que envolve partilhar recursos com outra(s) empresa(s) na procura de uma estratégia comum de desenvolvimento (DePamphilis, 2019).

Segundo Gaughan (2017), os termos fusão e aquisição são termos geralmente confundidos e usados sem distinção para referir qualquer combinação de empresas.

Fusão é uma combinação de duas ou mais empresas onde a empresa compradora passa a deter os ativos, mas também as obrigações da contraparte (Ross et al, 2010). Nesta operação, os conselhos de administração concordam com a transação e procuram a aprovação dos acionistas para a combinação. Uma

consolidação, apesar de semelhante, difere no sentido em que ambas as empresas terminam a sua existência legal e se tornam uma nova empresa, enquanto que numa fusão a empresa compradora mantém a sua identidade original (Gaughan, 2017).

Para Gaughan (2017), uma aquisição pode assumir duas formas: aquisição de ativos (*asset deal*) ou aquisição de títulos/ações (*stock deal*). Uma aquisição de ativos ocorre quando o comprador adquire uma parte considerável ou a totalidade dos ativos do alvo. Neste caso, a empresa que vende continua a existir. Por outro lado, uma aquisição de títulos corresponde à compra de pelo menos 50% das ações do alvo em que podem ser pagos em dinheiro, ações ou ambos. A empresa adquirida pode continuar a existir como uma entidade separada mas agora é detida pelo comprador. Se, neste caso, o conselho de administração da empresa resistir à aquisição, o comprador pode avançar para uma oferta pública. De acordo com Damodaran (2008), numa oferta pública, a empresa compradora oferece-se para comprar as ações do alvo a um preço específico comunicando a oferta aos acionistas. Neste tipo de transação, o conselho de administração é ignorado e não tem poder de decisão.

As aquisições podem ser amigáveis ou hostis (Damodaran, 2008). Numa aquisição amigável, os gestores do alvo não se apõem à transação e nalguns casos, podem até procurá-la. Por sua vez, numa aquisição hostil, os gestores do alvo não pretendem que a empresa seja adquirida, declinando potenciais negociações. Neste caso, o comprador opta pela por fazer uma oferta publica diretamente aos acionistas.

Em ambos os tipos de aquisição, a diferença entre o preço de mercado e o preço de aquisição designa-se *premium* (Damodaran, 2008). De acordo com o autor, o preço de aquisição é o preço pago por cada ação, após negociações. Numa oferta pública, é o preço pelo qual o comprador compra ações suficientes para ganhar o controlo da empresa (Damodaran, 2008).

1.2. Tipos de M&A

As M&A podem ser distinguidas sob um ponto de vista operacional. Geralmente, distinguem-se 3 tipos de transação que se denominam: Vertical, horizontal e conglomerado.

Uma M&A horizontal ocorre quando duas empresas concorrentes combinam recursos (Gaughan, 2017). Dessa forma, são, em princípio, empresas que oferecem o mesmo tipo de produtos e que visam o mesmo tipo de clientes, ainda que o possam fazer em mercados geográficos distintos. Um exemplo, foi a mega-fusão de 2009 onde a Pfizer adquiriu a Wyeth, empresas que atuam na indústria farmacêutica, por 68 bilhões de dólares (Gaughan, 2017). No entanto, segundo o mesmo autor, este tipo de transação é controversa uma vez que pode levar a um crescimento na quota de mercado de uma empresa gerando efeitos anti-concorrenciais, indo na direção oposta ao antitrust, conjunto de leis que regulam e controlam o poder económico nos mercados.

No caso de se tratar de uma M&A vertical, então são combinações de empresas que têm uma relação comprador-vendedor (Gaughan, 2017), ou seja, empresas que se encontram em diferentes fases de produção ou operação. Neste tipo de transação, o comprador pode expandir-se adquirindo um fornecedor (*backward integration*) ou na direção oposta, adquirindo um retalhista, permitindo-lhe uma maior proximidade ao consumidor final (*forward integration*).

As fusões e aquisições em conglomerado são caracterizadas por envolverem empresas que não são concorrentes e que não assumem uma relação vendedor-comprador, ou seja, empresas que operam em setores diferentes (Gaughan, 2017). Dessa forma, dá-se a entrada num novo mercado e num segmento de negócio diferente. A General Electric é um bom exemplo desta estratégia uma vez que consegue gerir um portfolio de empresas em indústrias diversas e criar riqueza para os *shareholders* (Gaughan, 2017).

O método de pagamento também deve ser considerado. Segundo Jansen (2016), se uma empresa é comprada numa transação efetuada apenas com dinheiro/liquidez, então a transação designa-se *cash deal*. Se por outro lado a transação envolve financiamento através de ações do comprador, então designa-se *share/stock deal*.

1.3. Principais Motivações

A literatura atual sobre M&A sugere que existem inúmeras razões para que as empresas efetuem este tipo de operações (Gaughan, 2017; DePamphilis, 2019). Tendo em conta a globalização dos negócios atual, as operações de M&A surgem como uma estratégia tentadora para aumentar a competitividade das empresas por serem operações que podem permitir atingir uma quota de mercado mais elevada ou aceder a novos mercados e produtos de forma mais direta comparativamente a estratégias de crescimento interno. Seguem alguns dos motivos mais citados na literatura.

1.3.1. Crescimento

Gaughan (2017) considera que um dos motivos fundamentais de M&A é o crescimento. Empresas que procuram crescer devem escolher entre crescimento interno ou M&A. O crescimento interno é um processo lento e incerto (Gaughan,2017), ao contrário de M&A que, apesar de acarretar custos, é um processo bastante mais rápido. Gaughan (2017) explica que se uma determinada empresa tem uma oportunidade durante um período de tempo limitado, a solução passa por adquirir outra empresa com instalações e gestão em ordem, para além de processos bem definidos. Considerando que a aquisição é sobre uma empresa que desenvolveu um produto ou processo, a sua aquisição permite ao comprador ganhar vantagem temporal sobre os concorrentes. Esta solução apresenta-se como a alternativa mais válida quando uma organização se depara com uma oportunidade que deve ser aproveitada imediatamente.

De acordo com o mesmo autor, quando uma empresa pretende expandir-se para outro mercado geográfico, a forma mais rápida e com menor risco de o fazer é através de aquisições. Esta estratégia permite aceder a todas as nuances do novo mercado e contornar diversos costumes e barreiras.

Com a constante pressão para o crescimento organizacional, as empresas podem deparar-se com algumas dificuldades quando a procura por produtos ou serviços diminui num determinado setor, ou seja, num setor de crescimento lento (Gaughan, 2017). Nestas situações, M&A são uma forma de iniciar o crescimento; espera-se que conduzam não só a crescimento da receita, mas também a uma melhor rentabilidade através de ganhos sinérgicos (Gaughan, 2017).

1.3.2. Sinergias

Muitas aquisições e investimentos estratégicos são geralmente justificados com o argumento de que vão criar sinergias. Para Damodaran (2005), sinergia é o valor adicional que é gerado pela combinação de duas empresas, criando oportunidades que não estariam disponíveis para as empresas caso operassem independentemente. Em finanças, o termo sinergia é representado por $2+2=5$. Em M&A, traduz-se na capacidade de uma combinação de empresas ser mais lucrativa do que individualmente (Gaughan, 2017).

Sinergias operacionais são as sinergias que permitem à empresa aumentar o seu rendimento operacional. Manifestam-se de 4 formas (Damodaran, 2005):

- Economias de escala: Ocorre quando o custo de produção médio diminui enquanto o nível de produção aumenta (Ross et al, 2010), sendo mais prováveis em fusões horizontais.
- Poder de estabelecer preços: A habilidade em estabelecer e manter o preço acima dos níveis competitivos designa-se poder de mercado (Gaughan,2017). O poder de mercado atinge-se a partir de competição reduzida e maior quota de mercado. Esta sinergia traz mais benefícios quando há poucas empresas envolvidas no setor.

- Combinação de forças: Ocorre quando empresas completares se fundem e combinam capacidades.
- Crescimento em novos mercados ou existentes: Damodaran (2005) explica esta sinergia exemplificando o caso em que uma empresa americana de produtos de consumo adquire outra presente em mercados emergentes, com uma rede de distribuição estabelecida.

Para DePhamphilis (2019), sinergias financeiras são o tipo de sinergias que se refletem num aumento dos *cash-flows* e redução do custo de capital da nova empresa combinada. Este tipo de sinergias manifesta-se das seguintes formas (Damodaran, 2005):

- Através da combinação de uma empresa com elevada liquidez que adquire um target com projetos de retornos elevados. O aumento de valor decorre do facto de os projetos poderem ser concretizados com o excesso de liquidez do comprador o que, possivelmente, não seria possível dado que o alvo não os consegue financiar. Nestes casos, trata-se de uma situação “*win-win*”.
- Aumento da capacidade de endividamento: Quando 2 empresas se combinam, os seus ganhos e *cash-flows* tornam-se mais estáveis e previsíveis. Desta forma, a organização é vista com menos risco comparativamente a uma empresa pequena o que permite um melhor acesso aos mercados financeiros, dado que tende a ter custos menores de financiamento (Gaughan, 2017). Assim, as empresas podem aproveitar a maior capacidade de endividamento para enfrentar oportunidades de investimento.
- Benefícios fiscais: Através de uma transação de M&A, a empresa pode enfrentar impostos mais reduzidos (*Tax shield*).

- Diversificação: Para Damodaran (2005), esta sinergia financeira é controversa, uma vez que os investidores podem diversificar a um custo mais reduzido e mais facilmente do que uma empresa.

Há duas formas de avaliar a existência de sinergias (Damodaran, 2005). A primeira baseia-se na análise às reações do mercado na data do anúncio da transação sendo que a segunda consiste em analisar fusões já decorridas e avaliar o seu sucesso.

Bhide (1993) examinou os motivos por detrás de 77 M&A e concluiu que o principal motivo de 1/3 das transações era a obtenção de sinergias. Para a sinergia existir, o valor de mercado da empresa combinada tem de ser maior que a soma dos valores de mercado de ambas as empresas separadas (Damodaran, 2005). Bradley, Desai e Kim (1988), no estudo realizado a transações de M&A, concluíram que o valor combinado das empresas aumentou 7,48% na data de anúncio. Keefe, Bruyette e Woods (1988), analisaram as 8 maiores fusões bancárias em 1995 concluindo que apenas duas superaram o índice de ações bancárias. Uma grande evidencia sobre o resultado de M&A, é o elevado número de aquisições que são invertidas em pouco espaço de tempo. Das M&A ocorridas entre 1982 e 1986, 20% foram desfeitas (Mitchell e Lehn, 1990).

Para Damodaran (2005), é claro que o mercado percebe o potencial para eventuais sinergias no anúncio do acordo, mas também conclui que apenas uma pequena parte das M&A proporciona sinergias substanciais.

1.3.3. Aquisição de empresas sub-avaliadas

Empresas subavaliadas pelo mercado podem tornar-se *target* (Damodaran, 2005). As equipas de gestão do comprador exploram possíveis ineficiências de mercado para adquirir ativos subavaliados. Considerando este cenário, o comprador vai ganhar a diferença entre o valor e o preço da transação como excedente (Damodaran, 2005).

1.3.4. Diversificação

A diversificação reduz a exposição ao *firm-specific risk* (Damodaran, 2005). Ao comprar empresas em outros setores e negócios, a equipa de gestão do comprador acredita que pode reduzir a volatilidade e aumentar o seu valor. Uma razão para a diversificação pode ser o desejo de entrada em indústrias mais rentáveis do que a indústria onde atua o comprador no caso, por exemplo, de a indústria ter atingido a sua maturidade (Gaughan, 2017). Contudo, o problema inerente a esta estratégia é a segurança quanto à duração das oportunidades de lucro decorrentes da diversificação, uma vez que indústrias lucrativas podem não o ser no futuro (Gaughan, 2017).

1.3.5. Hubris e Over-Confidence

Roll (1986) propôs uma teoria para os motivos de M&A. Ele considerou a excessiva auto-confiança ou *hubris* dos gestores do comprador como uma explicação para M&A. A sua teoria implica que os gestores procuram adquirir empresas por motivos pessoais e que os ganhos económicos não são a única motivação para a aquisição. Roll (1986) debruçou-se sobre esta hipótese e no porquê dos gestores pagarem um *premium* por uma empresa corretamente avaliada pelo mercado. Segundo o autor, a *hubris* dos gestores permite-lhes acreditar que a sua avaliação é superior à de mercado. Nesta teoria está subjacente que o mercado é eficiente e o melhor indicador do valor de uma empresa.

1.3.6. Outros motivos económicos

Algumas equipas de gestão não otimizam os recursos que possuem. Dessa forma, algumas M&A são motivadas pelo acreditar de que a gestão da empresa compradora pode melhor gerir e alocar os recursos e *skills* do alvo (Gaughan, 2017). Adquirir empresas com gestão pouco eficiente e remover os responsáveis, torná-las-á mais valiosas, permitindo ao comprador reclamar este aumento de valor, designado, valor de controlo (Damodaran, 2005).

As organizações podem recorrer à integração vertical como forma de assegurarem uma fonte de fornecimento confiável (Gaughan, 2017). Na integração vertical, o importante é a redução dos custos de transação, capacidade que o comprador obtém de prever os custos de fornecimento e evita incertezas quanto à negociação do produto (Gaughan, 2017; Ross et al,2001).

Na maior parte das M&A, é a equipa de gestão do comprador que decide se avança e quanto paga pela transação e não os *shareholders*. Dadas estas circunstâncias, o motivo para algumas aquisições pode não ser a maximização da riqueza dos *shareholders*, mas interesses de gestão (Damodaran, 2005). Uma teoria de aquisições é a de que os gestores do comprador adquirem empresas para aumentar o seu tamanho o que, em troca, lhes permite ganhar mais compensações e benefícios (William Baumol, 1959). O termo *Managerial ego* refere-se à situação onde um alvo tem vários compradores interessados, o que acaba por tornar a aquisição uma questão de ego, uma vez que nenhum dos envolvidos quer perder a disputa (Damodaran, 2005). Em alguns casos, M&A podem surgir de contratos de compensação. Se os ganhos para os gestores resultantes da transação forem elevados, podem desconsiderar potenciais custos para os *shareholders* (Damodaran,2005). Grinstein e Hribar (2004), conduziram um estudo e concluíram que em 39% dos casos, uma das compensações executivas era através de transações completadas.

1.4. Criação de Valor

Analisando o volume de M&A, percebe-se facilmente que existiram diferentes períodos caracterizados por uma grande quantidade de transações e também períodos onde o volume deste tipo de transações foi relativamente reduzido. Nos Estados Unidos, houve um volume elevado de M&A no período de 2003-2007 (Gaughan, 2017). Depois, fruto da grave crise económica que se fez sentir a partir de 2008, esse volume de M&A reduziu-se, com particular destaque para as operações de *buyouts*. Nos anos subsequentes à crise, houve novamente um

aumento do volume deste tipo de transação atingindo recordes em 2015 (Gaughan, 2017).

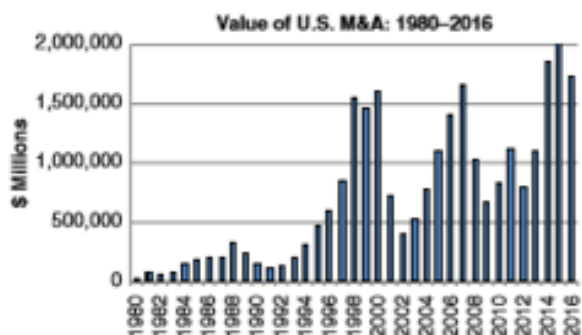


Figura 1: Valor das M&A nos EUA.¹



Figura 2: Número de M&A nos EUA.²

Mediante estes factos, a questão que se impõe é a seguinte: As M&A criam valor? Quais os determinantes que influenciam essa criação de valor? Se por um lado, a literatura parece concordante no que diz respeito à criação de valor para os alvos, por outro, a questão que o trabalho aborda parece mais complexa (Bruner, 2004). As M&A criam valor para o comprador?

A ideia de que a maioria das M&A falham, não é suportada pela recente evidência (DePhamphilis, 2019). Em média, a soma dos ganhos para os

¹ Fonte: (Gaughan, 2017)

² Fonte: (Gaughan, 2017)

shareholders dos alvos e dos compradores é positiva e estatisticamente significativa. Apesar de a maioria dos ganhos ser para os acionistas do alvo, os da empresa compradora também podem experimentar ganhos financeiros em excesso devido à M&A (AHERN, 2012). Porém, 3-5 anos após a aquisição é menos claro se os *shareholders* continuaram a beneficiar da transação. À medida que o tempo passa, outros fatores impactam a performance, tornando-se extremamente difícil determinar o impacto da aquisição nas mudanças na performance. A análise mais comum sobre os retornos antes e depois da transação presume que os investigadores podem aferir o sucesso ou falhanço de uma M&A através do aumento ou diminuição do preço das ações do comprador na data do anúncio (CIRCON et al, 2014). No entanto, há inúmeros fatores que influenciam os resultados (DePhampilis, 2019).

Chang (1998) analisou os efeitos de curto prazo de anúncios de compradores considerando também como estes efeitos diferem para *cash offers* e *stock offers*. Usando uma amostra de 281 transações, encontrou que os retornos anormais eram aproximadamente 0 e estatisticamente insignificantes para M&A financiadas através de dinheiro, enquanto que os retornos para *stock offers* eram positivos e estatisticamente significantes de 2,64%, considerando a aquisição de empresas públicas. Para a aquisição de empresas privadas, os retornos não eram estatisticamente significantes para *cash offers* e no caso de se tratar de *stock offers*, negativos no valor de 2,46% e significantes.

Loughran e Vijh (1997) contradizem as conclusões de Chang para os retornos nulos de *cash offers*. Estes autores, encontram retornos anormais positivos no longo prazo para aquisições de *cash offers* e negativos para *stock offers*. A diferença entre os estudos, é que estes autores olham para os resultados numa perspectiva de longo prazo. Também o estudo de Ghosh (2001), corrobora as conclusões anteriores. A performance, medida através do *turnover* dos ativos totais, melhorou para aquisições de *cash offers* ao contrário do verificado para *stock offers*.

Gosh (2001) atribui as melhorias ao maior tamanho das transações em *cash* após a aquisição comparativamente as transações de *stock offers*, que envolveram empresas combinadas relativamente menores. Para DePhampilis (2019), esta metodologia que mede a performance nos anos subsequentes à transação, apresenta algumas fragilidades uma vez que, quanto mais longo o período de análise, maior a probabilidade de outros fatores influenciarem os resultados. Para além disso, estes estudos de longo prazo não conseguem medir o quão bem o comprador teria desenvolvido a sua atividade sem a aquisição.

Analisando a criação de valor no curto prazo, surgiram também estudos com conclusões contraditórias relativamente a Chang (1998). Para Eret et al (2012), numa investigação envolvendo empresas dos EUA e estrangeiras, os retornos para os *shareholders* do comprador são geralmente positivos por volta da data de anúncio, exceto para as M&A envolvendo grandes empresas públicas que usam ações para financiar a transação. Este trabalho documenta que os *shareholders* beneficiam de um retorno anormal entre 1% e 1,5%. Enquanto que outros estudos mostram estes retornos como nulos ou ligeiramente negativos (Ex: Chang, 1998), este foca-se exclusivamente em compradores públicos e de grandes dimensões. Uma falha mais significativa em medir o sucesso ou falhanço usando retornos financeiros na data de anúncio é que a M&A não é vista no contexto de uma estratégia de negócio mais ampla.

O discutido até então, prevê um cenário negativo nos efeitos da riqueza para os *shareholders* do comprador quando a M&A é financiada com ações. No entanto, Shleifer e Vishny (2003) apontam que empresas sobreavaliadas tem incentivos para usar o seu capital próprio como forma de adquirir alvos valiosos. Ao fazerem-no, eles convertem as suas ações sobreavaliadas em ativos. Quando uma empresa está sobreavaliada, é normal que o mercado corrija. Isto cria um problema quando alguém estuda o sucesso de uma M&A de empresas compradoras sobreavaliadas, uma vez que é normal que o preço das ações do

comprador reduza após a transação, devido à correção do mercado. Savor e Lu (2009) analisaram uma amostra de M&A, focando-se no que as empresas sobreavaliadas fazem concluindo que quanto maior a sobrevalorização, maior o incentivo para M&A. Também compararam 2 conjuntos de empresas que envolviam empresas que completaram as transações, mas também empresas que falharam as transações devido a questões regulatórias. Com base nos preços das ações, concluíram que os efeitos foram mais negativos para as organizações que falharam a M&A. Para as empresas bem-sucedidas, que converteram ações sobre avaliadas em ativos, o mercado respondeu positivamente.

O tamanho do alvo ou dos ativos comprados é visto como um fator importante na criação de valor resultante de M&A. Para DePamphilis (2019), gestores de grandes empresas tendem a sobre pagar mais do que empresas pequenas. Este fenómeno é referido como efeito tamanho. Os retornos financeiros para o comprador na data de anúncio tendem a ser três vezes maiores para aquisições envolvendo pequenos alvos relativamente a transações que envolvem alvos de dimensões consideráveis (Vijh e Yang, 2013). Para Hackbarth e Morellec (2008), transações maiores tendem a expor mais risco para os compradores, decorrente da dificuldade em integrar alvos de grande dimensão. No entanto, existem exceções. Empresas que adquirem alvos de grandes dimensões ganham retornos mais positivos em setores de crescimento mais lento (Rehm et al, 2012), uma vez que nestes setores a integração é menos disruptiva do que em setores de crescimento acelerado. Por outro lado, Sicherman e Pettway (1992) consideram que os retornos para o comprador tendem a aumentar com o tamanho relativo dos ativos comprados. Em adição, é importante referir que a criação de valor se encontra dependente da conclusão da aquisição. Hite, Owers e Rogers (1987) mostram que os retornos são positivos nos casos em que a transação é completada, mas insignificantes para os compradores cuja transação falha.

Dutta e Raman (2001) consideram também o papel que a remuneração dos gestores tem nas reações de mercado. O estudo envolvia uma amostra de aquisições durante o período de 1993-1998, caracterizado por grandes aumentos na compensação dos gestores que dependiam das melhorias nos preços das ações, tratando-se de um excelente período para testar as reações de mercado. Concluíram que empresas com gestores compensados mediante a performance das ações tendem a receber respostas positivas do mercado no valor das ações após o anúncio da aquisição, enquanto que as empresas cujos gestores não são compensados mediante a performance das ações tendem a ter resultados negativos. Dutta (2001) teve em consideração o *premium* pago em M&A. Para empresas com remuneração baseada em ações o *premium* pago tende a ser mais baixo. Ou seja, quando os gestores investem o próprio dinheiro, tendem a ser mais racionais. Dutta (2001) também percebeu que os gestores remunerados com base em ações tendem a adquirir alvos com maiores oportunidades de crescimento e, por sua vez, com maior probabilidade de gerar ganhos em ações. O estudo de Dutta (2001) demonstra que se os interesses dos *shareholders* e gestores estiverem alinhados, estes tendem a fazer melhores negócios e a pagar menos, dado que procuram M&A que criem valor. O mercado reflete isso e reage mais positivamente quando estes tipos de empresas anunciam aquisições.

A hipótese do *bidder anticipation* estabelece que os retornos do comprador estão relacionados com a duração do período em que não há M&A numa dada indústria. Um estudo de 3389 aquisições encontrou evidências para esta hipótese (Cai, Song e Walkling, 2011). Demonstrou que quanto maior a surpresa, maior o retorno para o comprador. Os autores encontraram que o primeiro comprador numa indústria sem transações de M&A no período de 1 ano teve retornos anormais de 0,69%. Os retornos de todos os outros eram muito mais baixos (0,18%) e estatisticamente insignificantes.

Dado que muitos compradores acabam por ter performances baixas em M&A, Rau e Vermaelen (1998) analisaram uma amostra de 3517 transações no sentido de perceberem que tipo de empresas apresentam os piores resultados. Eles compararam empresas com baixo *book-to-market* e performance passada elevada (*glamour firms*) com empresas que apresentam um elevado *book-to-market* e performances baixas no passado (*Value firms*). Os resultados demonstraram que *glamour firms* tiveram uma performance mais baixa comparativamente com as *value firms*. Eles atribuíram a pior performance a fatores como *hubris* e notaram que as *glamour firms* tendem mais frequentemente a pagar com ações.

Conforme referido anteriormente, uma M&A vai criar valor se os ativos valerem mais para o comprador relativamente ao valor do seu uso atual. A empresa compradora pode ter sinergias substanciais ou *skills* de gestão superior (Eckbo e Thorburn, 2013). John e Ofek (1995) dizem que os retornos do anúncio da aquisição são superiores quando o comprador tem alguma vantagem comparativa em possuir os ativos, como por exemplo, atuar na mesma indústria. Datta, Iskandar-Datta e Raman (2003) estudaram a eficiência da realocação de ativos em M&A. Definiram um rácio entre o valor de mercado e o custo de reposição dos ativos como estimativa para a capacidade de gerir esses ativos e concluíram que os retornos do anúncio são superiores para transações onde o comprador tem um rácio alto e o *target* um rácio relativamente baixo, possivelmente, porque os ativos foram adquiridos para uma empresa com melhor capacidade de gestão. Concluíram que as M&A criam valor através da transferência dos ativos para empresas com melhor valorização.

Avaliar o sucesso de uma M&A é relativo. Tal como descrito, existem inúmeros fatores que podem influenciar a criação de valor e estratégias das empresas que não são do conhecimento de quem avalia (DePampilis, 2019). Os estudos mencionados não consideram, por exemplo, o benefício potencial de aquisições defensivas, ou seja, quando os compradores sobrepagam

racionalmente o alvo no caso desse custo ser inferior ao custo incorrido caso o percam para um concorrente (Akdogu, 2011). Os retornos financeiros anormais positivos na data da transação podem ser um bom indicador da criação de valor de aquisições para o comprador (DePhampilis, 2019). No entanto, retornos anormais negativos na data da transação são indicadores menos fiáveis porque os investidores geralmente tomam decisões baseadas em informação incompleta (DePhampilis, 2019). A falta de consenso nos investidores pode resultar em volatilidade substancial do preço das ações do comprador tornando difícil a tarefa de avaliar a transação (Bargenon et al, 2013).

Capítulo 2 | Indústria e empresas envolvidas

2.1. Análise da Indústria

2.1.1. Média e entretenimento:

A indústria de média e entretenimento compreende empresas que produzem e distribuem conteúdo cinematográfico, rádio, jogos de vídeo, publicidade e programas televisivos. A indústria pode ser descrita como um sistema onde operam 3 intervenientes: produtores de conteúdo; empresas que agregam conteúdo e distribuidores.

Produtores de conteúdo criam conteúdo original e fazem dinheiro ao licenciar os seus produtos para as empresas agregadoras. Estas, agrupam os produtos licenciados em canais de transmissão, como a DISNEY's ESPN e a 21st Century Fox entre outras. Os agregadores geram receitas ao fornecerem pacotes de canais para os distribuidores sob contratos de longa duração, através de publicidade e vendendo conteúdo diretamente aos consumidores através de DVD's , Blu-rays e plataformas de internet. Os distribuidores, como operadoras de tv por satélite ou cabo, fornecem os meios/infraestruturas pelos quais o conteúdo alcança os consumidores e vendem pacotes de canais através de contratos de assinatura.

De acordo com o departamento de comércio americano, a indústria de média e entretenimento é considerada a maior do mundo e representa um terço da indústria global (selectusa, 2020).

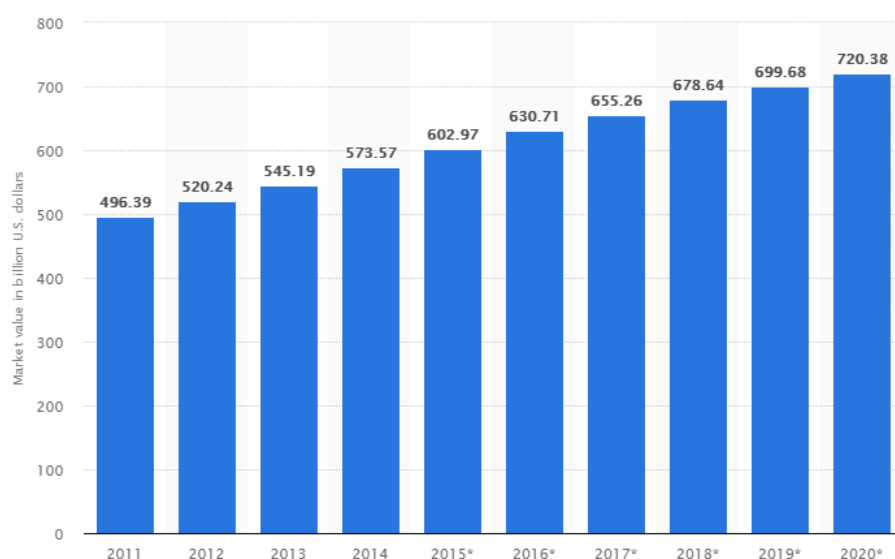


Figura 3: Valor do mercado de mídia e entretenimento nos EUA entre 2011 e 2014 e expectativas até 2020.³

O gráfico apresentado reflete o valor da indústria de 2011 a 2014. Durante esses 4 anos, é possível constatar o aumento do valor da indústria. Mas, algo que é importante referir, são as expectativas futuras relativamente à mesma, em 2014. Esperava-se que houvesse um crescimento de aproximadamente 120 bilhões de dólares até 2020, o que acabou por se verificar uma vez que, segundo departamento de comércio americano, em 2019 o valor de mercado da indústria era de 717 bilhões de dólares.

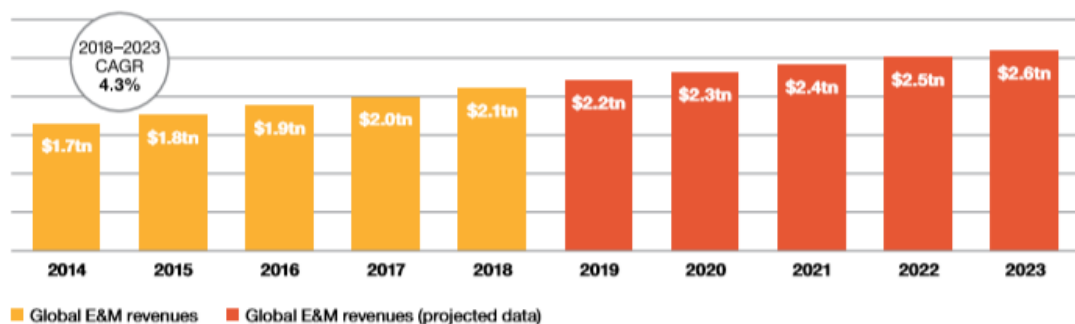


Figura 4: Receitas da indústria (global) de mídia e entretenimento.⁴

³ Fonte: (Statista, 2015)

⁴ Fonte: (PwC Global Entertainment & Media Outlook, 2019-2023)

De acordo com o relatório sobre a indústria da PwC, espera-se que a indústria americana atinja mais de 825 bilhões de dólares em 2023 e que, de forma global, as receitas cheguem a 2,6 trilhões de dólares em 2023. Apesar de a indústria dos Estados Unidos ser, neste momento, líder em termos de receitas, a PwC projeta que, dentro dos próximos 5 anos, a China se torne líder em gerando o maior volume de receitas da indústria (anexo 1).

Tendo por base o *Outlook* de 2019 da Deloitte sobre a indústria, existem duas tendências que têm surgido e que suscitam interesse:

- O crescimento rápido de *streaming* e vídeo móvel.
- Redução no consumo dos serviços tradicionais de pacotes de TV pagos.

De acordo com o mesmo relatório, 55% das famílias americanas optam por pagar serviços de *streaming* e os consumidores utilizam cada vez mais estes serviços, usando *smartphones* e *tablets* para o efeito.

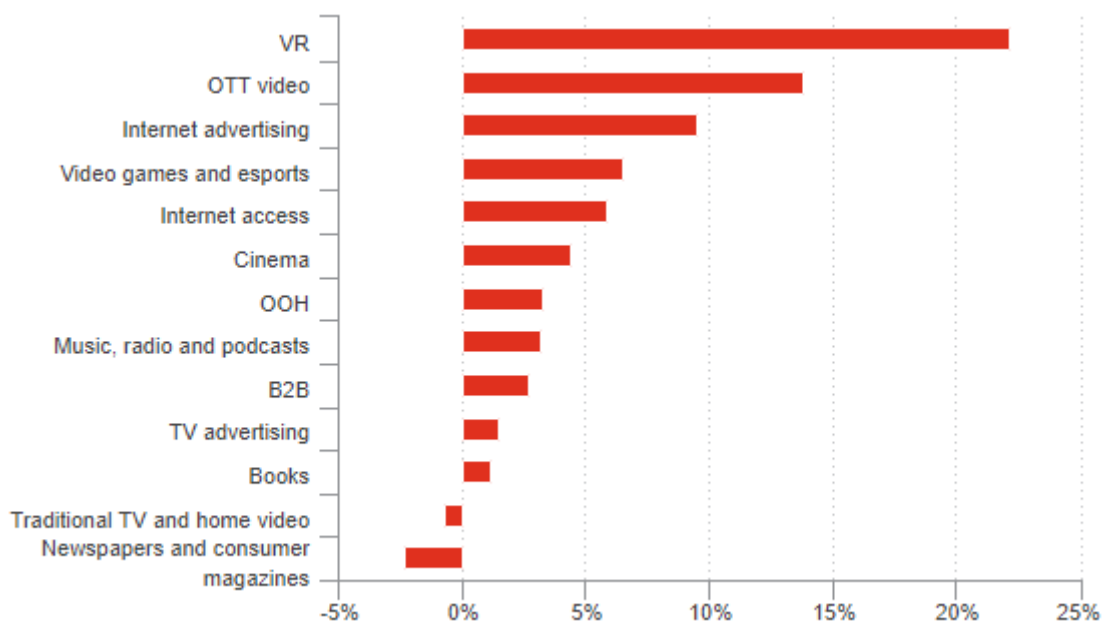


Figura 5: Taxa de Crescimento anual entre 2018 e 2023.⁵

⁵ Fonte: (PwC Global Entertainment & Media Outlook, 2019-2023)

Em convergência com o referido acima (*Outlook Deloitte*), a PwC apresenta um gráfico com o tipo de serviços que vão apresentar um crescimento mais elevados durante os próximos anos. A tecnologia de vídeo *over-the-top* como por exemplo, plataformas de *streaming* como Netflix e Amazon, apresenta uma taxa de crescimento perto dos 15 %, apenas superado pela realidade virtual (VR). Por outro lado, com uma taxa de crescimento negativo, estão os serviços tradicionais de TV, indicando que o consumo dos mesmos vai continuar a diminuir ao longo dos anos que se avizinham.

A transformação digital tem tido um forte impacto no entretenimento e média (widerfunnel, 2020):

- Em 2012, o tempo diário gasto em entretenimento em dispositivos moveis era de 1,6 horas/dia. Em 2018, esse tempo aumentou para 3,3 horas/dia.
- Em 2018, o número de espetadores de TV diminuiu em 297,7 milhões ao invés do que ocorreu com o número de utilizadores de plataformas OTT, onde se verificou um aumento que permitiu atingir os 198,6 milhões de utilizadores.

Desta forma, começa a estabelecer-se um padrão nos consumidores, o qual deverá tornar-se mais acentuado no futuro, tal como previsto.

2.1.2. Plataformas Over-The-Top

Plataformas OTT são distribuidores de conteúdo que distribuem entretenimento e média através da internet. Estas plataformas oferecem acesso a filmes e conteúdos televisivos que adquirem ou que produzem. Existem 3 tipos de OTT: SVOD (*subscription vídeo on demand*), que utiliza um modelo por subscrição; TVOD (*transactional vídeo on demand*), onde os utilizadores pagam por cada conteúdo individualmente; AVOD (*advertising vídeo on demand*) onde os utilizadores não pagam por verem conteúdos mas onde são sujeitos a anúncios de publicidade.

Conforme referido, espera-se que as plataformas OTT atinjam as taxas de crescimento mais elevadas da indústria. De acordo com o *Global and Entertainment Outlook 2019-2023* da PwC, as receitas do mercado de OTT representavam apenas 18,6% do tamanho da receita das subscrições globais de TV; por volta de 2023 espera-se que representem 35,4%. As receitas globais de OTT vão, segundo a mesma fonte, aumentar a uma taxa de 13,8% para os 72,8 bilhões de dólares em 2023, um crescimento que é suportado pelo crescente interesse dos utilizadores por serviços de *streaming* e uma rápida expansão para regiões menos desenvolvidas (anexo 2). De acordo com a mesma fonte, o mercado OTT dos Estados Unidos mantém-se como o maior, contabilizando cerca de 56% das receitas do mercado OTT global. Se, nos últimos dois anos, a taxa de crescimento foi de 15,5%, espera-se que esta taxa diminua durante os próximos anos, à medida que o mercado se torne mais maduro e competitivo, para valores a rondar os 10,3%.

2.1.3. Netflix

Sabe-se que a maior empresa de *streaming* e que representa o maior rival para as empresas de entretenimento tradicionais é a Netflix. É uma plataforma que não só compra conteúdo de outros estúdios, mas também produz e vende diretamente aos utilizadores. Torna-se claro que as empresas tradicionais de entretenimento tendem a moldar-se e a seguir nesta direção, de forma a que possam competir. Dessa forma, a Disney adquiriu a 21st Century Fox o que lhes permitiu, de entre muitos benefícios, assumir o controlo maioritário da HULU, um serviço de *streaming* (Negócios, 2018). A Netflix era o único serviço que fazia *streaming* do conteúdo Disney e um distribuidor de todos os espetáculos Marvel, pertencentes à Disney. Em 2017, a Disney manifestou a intenção de retirar todos os seus conteúdos da plataforma de maneira a alocarem para o serviço de *streaming* próprio. É necessário ter em conta que a Netflix depende ainda bastante

de criadores de conteúdo, muitos dos quais podem lançar os seus serviços de *streaming* e parar de fornecer conteúdo à mesma.

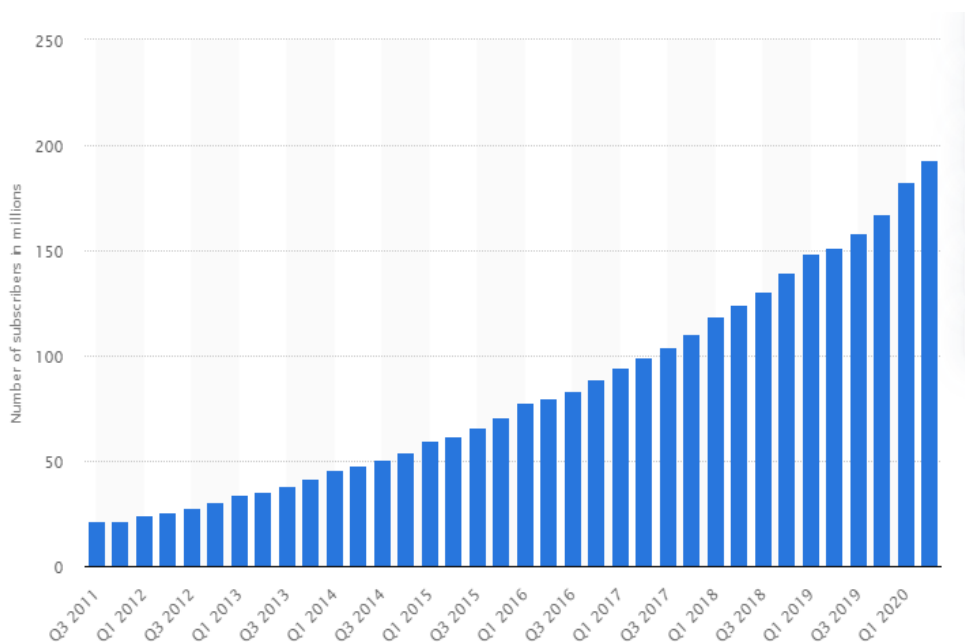


Figura 6: Número de subscrições global da Netflix desde 3.º quarto de 2011 até 3.º quarto de 2020.⁶

Como referido anteriormente, o crescimento do mercado OTT é obviamente acompanhado por um aumento de subscrições na maior empresa de *streaming* do mercado. Se o crescimento era assente num alterar do paradigma das preferências dos utilizadores, em 2020, esse crescimento tornou-se mais acentuado. O confinamento obrigatório a que a população foi sujeita, juntamente com o cancelamento de eventos e espetáculos culturais e desportivos fez com que a empresa registasse 15 milhões de novos utilizadores nos primeiros 3 meses de 2020 (Dinheiro Vivo, 2020). Este aumento no número de subscritores representa o maior aumento registado pela empresa e o dobro relativamente às expetativas dos analistas.

⁶ Fonte: (Statista, 2020)

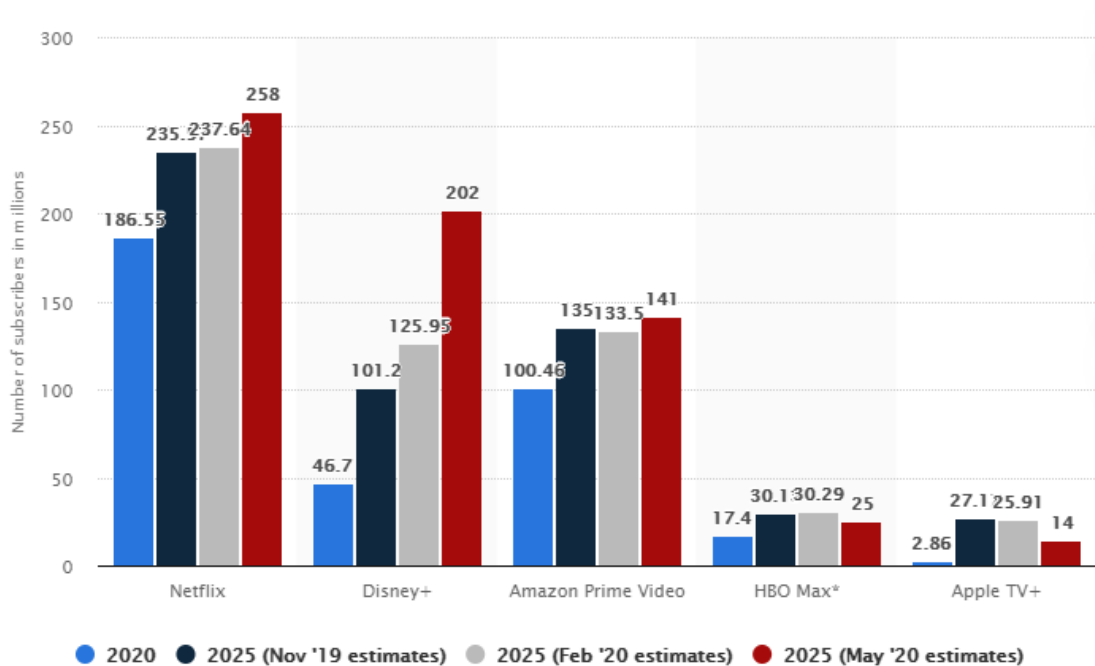


Figura 7: Número global estimado de assinantes em 2020 e 2025.⁷

De acordo com os dados fornecidos pelo gráfico anterior, espera-se que a Netflix se mantenha como a líder em termos de assinaturas, com uma diferença considerável para as restantes. Contudo, o número de assinaturas não permite retirar conclusões quanto à quota de mercado uma vez que uma pessoa pode subscrever diversos serviços de *streaming* ao mesmo tempo. O importante a ter em conta, é o crescimento deste tipo de serviços em detrimento do entretenimento mais tradicional, algo que tem marcado a indústria e que tem contribuído para que a mesma evolua numa direção diferente.

2.2. Caracterização das Empresas

2.2.1. The Walt Disney Company:

The Walt Disney Company é um dos maiores conglomerados de entretenimento do mundo, globalmente conhecida. Fundada em 1923 pelos irmãos Walt Disney e Roy Disney e atualmente sediada em Burbank (Califórnia), nos Estados Unidos, a Disney atua dentro de 4 segmentos de negócio: Média;

⁷ Fonte: (Statista, 2020)

Parques Disney; Produtos de consumo e Experiências; Entretenimento e, por último, *Direct-To-Consumer and International* (The Walt Disney, 2020).

Média inclui uma quantidade considerável de canais de transmissão e por cabo, estações de rádio, para além de produção e distribuição de conteúdo de TV. Este segmento inclui o American Broadcast Company (ABC) e o canal Disney (Disney Channel). O grupo também detém 80% do ESPN Inc. Outros canais como National Geographic fazem também parte do grupo.

Parques Disney, produtos e experiências são os serviços Disney que trazem as histórias e personagens Disney à realidade através de parques, resorts, produtos como brinquedos e vídeo jogos. Inclui as lojas Disney e resorts em múltiplas localizações.

Entretenimento refere-se aos estúdios Walt Disney. Estes, são responsáveis pela criação de filmes, música e peças de teatro. Inclui o The Walt Disney Studios, Pixar Animation Studios, Marvel Studios, entre outros.

Direct-To-Consumer and International engloba todos os serviços de *streaming*, distribuição de média e publicidade. As plataformas Disney+, ESPN + e Hulu são exemplo disso.

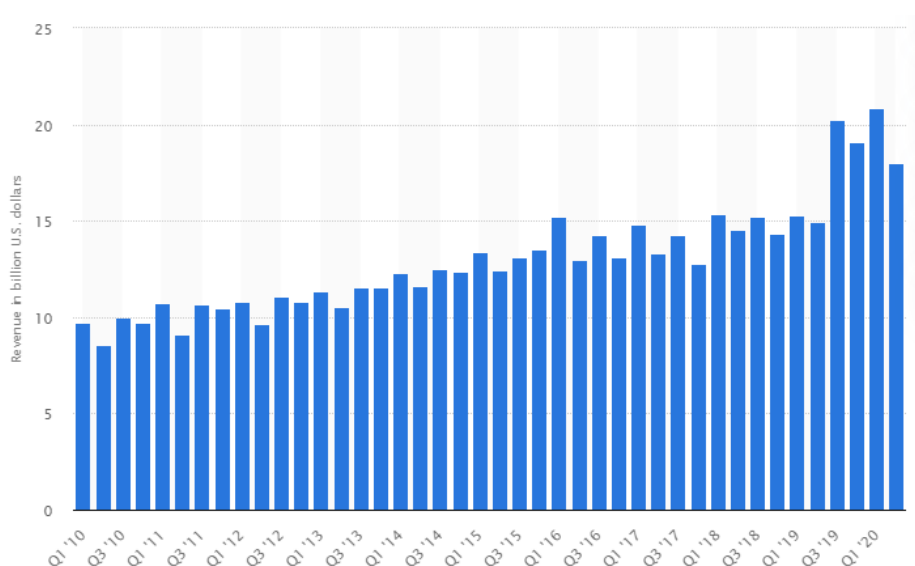


Figura 8: Receita da Walt Disney desde 2010 até 2020.⁸

⁸ Fonte: (Statista, 2020)

No último quarto de 2020, a empresa gerou cerca de 18 bilhões de dólares em receitas. Ambos os períodos de 2020 foram elevados em termos de receitas, algo que é atribuído ao sucesso do novo serviço de *streaming* Disney +. No entanto, os resultados obtidos através do licenciamento e venda de produtos bem como o entretenimento foram afetados negativamente, como resultado da pandemia relativa ao corona vírus (Statista, 2020).

No que diz respeito somente a receitas, as áreas mais lucrativas da empresa são a média e os parques, produtos e experiências.

Em 2019, a Disney anunciou uma receita recorde de 69,57 bilhões de dólares, um aumento de 10 bilhões relativamente ao valor mais elevado anterior. Desta receita, 24,83 bilhões de dólares foram gerados através do segmento de média e 26,23 bilhões de dólares devem-se aos parques e resorts que a empresa detém (Statista, 2020).

Apesar de possuir uma marca forte, com uma imagem e conteúdo reconhecidos mundialmente, as aquisições sempre foram uma parte importante da estratégia da empresa. Em 2006, comprou a Pixar Animation Studios por 7,4 bilhões de dólares. Três anos depois, em 2009, seguiu-se a aquisição da Marvel Entertainment por 4,2 bilhões de dólares acontecendo o mesmo em 2012, quando ocorreu a aquisição da Lucasfilm por 4,06 bilhões de dólares. Em 2019, a mais recente aquisição ocorreu quando, por 71 bilhões de dólares adquiriu a 21st Century Fox. Desta forma, percebe-se a tendência da Disney em comprar marcas que possam acrescentar valor à empresa. Esse acréscimo de valor, resulta do facto de, consumadas as aquisições, a empresa poder criar conteúdo mais diversificado utilizando as personagens/programas das empresas adquiridas.

2.2.2. Disney +

Em Novembro de 2019, a Disney lançou no mercado norte americano e holandês o serviço de *streaming* Disney + (Statista, 2020). A aquisição da 21st

Century Fox, deu à Disney acesso à conteúdo diversificado e que melhorou a qualidade/oferta do serviço. Com isso, a líder de mercado Netflix perdeu, por exemplo, os direitos da série “Friends”.

Em 2020, deu-se uma expansão considerável do *streaming* e conseqüentemente, um aumento de subscritores. A Disney + passou a estar disponível na Austrália, Nova Zelândia, Porto Rico, Europa e Índia, atingindo os 54 milhões de subscritores em todo o mundo (Statista, 2020), superando as expectativas dos analistas.

O mercado de *streaming* está propenso a sofrer alterações. O rápido crescimento da Disney + em 2020 está positivamente relacionado com a pandemia mundialmente vivida, período onde as audiências e subscritores de plataformas *streaming* aumentou globalmente, o que pode indicar que o crescimento acentuado no longo prazo pode não ocorrer (Statista, 2020).

Em termos concorrenciais, é reconhecido que a Disney + tem ainda um longo caminho a percorrer para poder competir com a Amazon e Netflix nomeadamente ao nível de conteúdo, embora seja também reconhecido que o crescimento da plataforma seja notável dado que o catálogo é substancialmente mais reduzido (Statista, 2020). Por enquanto, o futuro da plataforma parece risonho, tendo-se destacado como uma das apps líderes na Apple App Store, tendo uma boa prestação em termos de receita e downloads (anexo 3).

2.2.3. 21st Century Fox

A 21st Century Fox foi um conglomerado multinacional de média existente desde 2013, fruto de um *spin-off* com a News Corporation Assets. Esta, foi formada em 1980 por Rupert Murdoch e que acabou por dar origem à 21st Century Fox (Statista, 2019).

A empresa sediada em Manhattan atuava em segmentos como Tv por cabo, televisão e entretenimento/filmes. Desta forma, produzia e licenciava conteúdo de média e entretenimento como documentários e notícias para os diversos

canais televisivos. O segmento de Tv por cabo incluía os canais National Geographic, Fx Networks e Fox News Group. Por outro lado, também detinha 28 estações televisivas que atuavam 17 mercados tendo uma presença líder nos Estados Unidos, abrangendo cerca de 99% das famílias nos EUA. No segmento do entretenimento e filmes, a empresa produzia e adquiria filmes para distribuição e licenciamento, através da Fox Entertainment Group.

A empresa ocupava o 4º lugar na lista das maiores empresas de média nos Estados Unidos até ser comprada pela Disney em 2019.

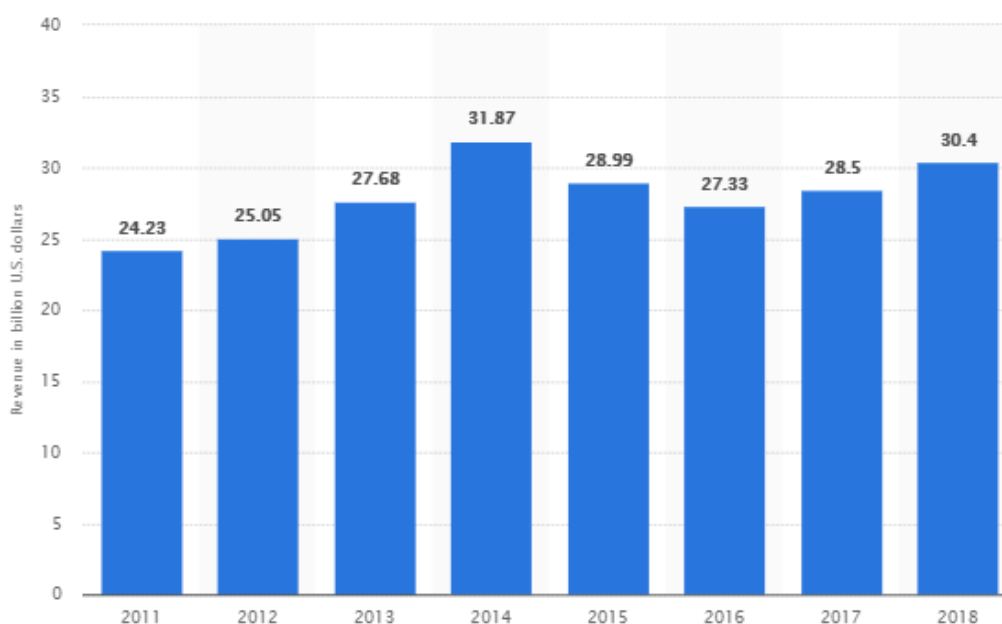


Figura 9: Receitas geradas pela 21st Century Fox desde 2011 a 2018.⁹

Em 2018 a empresa gerou cerca de 30,4 bilhões de dólares em receitas, um resultado ligeiramente acima relativamente aos anos anteriores e que se estabeleceu como o 2º melhor ano em termos de receitas da empresa. Deste valor, mais de metade foi resultado dos serviços de TV por cabo e 8,75 bilhões foi derivado do segmento de entretenimento e filmes (Statista, 2019).

⁹ Fonte: (Statista, 2019)

2.3. F&A – Disney/Fox

Os primeiros rumores de uma eventual aquisição da Fox pela Disney surgem a 7 de Novembro de 2017 (Negócios, 2017). Nesse dia, as ações da Fox dispararam no mercado americano (9%), avaliando a empresa acima dos 49 mil milhões de dólares. Também a Disney sofre alterações subindo cerca de 2%, colocando a empresa com um valor de 155 mil milhões de dólares. A 14 de Dezembro, a Disney anuncia a compra da Fox por 52 mil milhões de dólares. A transação inclui os estúdios de produção, os canais FX e National Geographic e também 39% da cadeia televisiva SKY. No entanto, a COMCAST ofereceu posteriormente 65 mil milhões de dólares o que obrigou a Disney a subir a oferta (Negócios, 2018). A 27 de Julho de 2018, os acionistas aprovaram a compra pela Disney dos ativos de entretenimento por 71,3 mil milhões de dólares. A oferta é dividida em partes iguais em dinheiro e ações (Negócios, 2018). Nesta transação, a Disney adquire os estúdios de cinema e televisão da Fox (20th CENTURY FOX), os canais por cabo FX e National Geographic, uma participação de 39 % na SKI e também uma posição de controlo no serviço de *streaming* HULU (Negócios, 2018). As ações da FOX valorizaram 31,2 % enquanto que as da Disney acumularam ganhos de 5,2% desde o início do ano. No dia 19 de Março de 2019, a Disney “fechou” a aquisição, após aprovação dos diversos reguladores (Negócios, 2019). A transação permite que o serviço de assinatura Disney + rivalize com a líder de mercado, Netflix.

A razão pela qual a Fox era tão atrativa para a Disney era sobretudo pelos seus conteúdos originais o que, inevitavelmente, iria contribuir para a expansão dos bens e serviços oferecidos pela Disney, nomeadamente no seu serviço de *streaming*. A juntar a isto, embora não fosse a razão primordial, a capacidade de produção da Fox que seria de grande utilidade na produção também de conteúdo (Negócios, 2019). O comunicado da empresa referia que a compra dos ativos da Fox iria permitir contruir relações mais diretas com os consumidores em todo o mundo permitindo uma experiência mais interessante e completa (Negócios,

2017). De acordo com o diretor executivo da Disney, Bob Iger, esta operação “permitiria à Disney a criação de uma empresa de entretenimento global, bem posicionada para liderar a indústria numa era incrivelmente dinâmica e transformadora” (Negócios, 2019).

Considerando o portfólio da 21st Century Fox, a Disney poderá ser capaz de transmitir maior diversidade de conteúdo de forma a responder às novas tendências que se tem verificado na indústria, ter um maior impacto internacional e crescer.

Capítulo 3 | Metodologia, Dados e Hipótese de Investigação

3.1. Metodologia

3.1.1. Estudo de Evento

De forma a perceber se existe perceção de criação de valor pelo mercado acionista associado ao anúncio de uma operação de M&A, optou-se pela metodologia “estudo de evento”. Esta metodologia permite avaliar se um determinado evento influencia a perceção do valor de mercado de uma empresa pelo mercado, pela análise dos retornos efetivos da ação em comparação com os retornos esperados ajustados ao risco. Neste trabalho, o evento é o anúncio da operação de aquisição da Fox pela Disney.

Para se adotar a metodologia mencionada, é necessário assumir alguns pressupostos, tal como a hipótese da eficiência de mercados. Fama (1970) enunciou o conceito de eficiência de mercado (EMH ou *efficient market hypothesis*) propondo três graus de eficiência: fraca, semi-forte e forte. Segundo o primeiro tipo, os preços de mercado incorporam toda a informação histórica pública. Na

forma semi-forte, os preços refletem toda a informação pública relevante para além de séries históricas, estatísticas oficiais, etc. Por último, a forma forte pressupõe que os preços refletem toda a informação disponível relevante, incluindo informação privilegiada.

Assim, de acordo com o conceito e tipos de eficiência propostos por Fama, espera-se que o comportamento e evolução dos preços de qualquer ativo financeiro seja aleatório, ou seja, que toda a informação seja instantaneamente e integralmente refletida nos preços. Desta forma, para Fama (1970), num mercado eficiente todos os investidores têm acesso instantâneo a informação completa e as cotações são sempre iguais aos seus supostos valores justos de mercado.

Tendo por base o referido, a metodologia “estudo de evento” deve ser utilizada para testar a hipótese “semi-forte” e para averiguar possíveis retornos resultantes das M&A (Fama, 1991).

A metodologia “estudo de evento”, considerando os pressupostos enunciados, assume que caso haja alterações nas cotações durante o período do evento, tendo por base a evolução que seria expectável de acordo com o seu risco, estas devem ser consideradas como resultado do anúncio do evento (Fama, 1969).

Estas alterações são denominadas retornos anormais. Para MacKinlay (1997), retornos anormais correspondem aos retornos em excesso obtidos relativamente aos retornos que se obteriam caso o anúncio não ocorresse.

De forma a captar possíveis alterações, deve ser definida uma “janela de evento” dentro da qual os retornos anormais vão ser analisados. Esta “janela”, não pode ser demasiado reduzida sob pena de excluir informação relevante que tenha influência nos retornos, mas também não deve ser demasiado longa de forma a captar efeitos resultantes de outros eventos não relacionados com a M&A (Peterson, 1989). Neste trabalho, considerou-se um período de dois dias com início na data do anúncio uma vez que, por norma, as notícias são divulgadas num determinado dia, mas apenas são publicadas no dia seguinte, o que leva a

que possíveis alterações possam ocorrer no dia do anúncio. A data de anúncio considerada é 14 de Dezembro de 2017, uma vez que é nesta data que é anunciada, pela 1ª vez, a aquisição da Fox pela Disney. Assim, o efeito do evento deverá surgir em qualquer destes dias.

3.1.2. Retornos anormais

Os retornos anormais (RA) correspondem à diferença entre o retorno observado (R) e o retorno normal esperado (RE) (MacKinley, 1997).

$$1. RA = R - RE$$

Para a determinação dos retornos anormais é necessária a estimação prévia dos retornos normais esperados, utilizando-se o modelo de mercado que é, de acordo com MacKinley (1997) e Peterson (1989), o procedimento mais utilizado na literatura. Consiste em relacionar a taxa de retorno das ações com a taxa de retorno do índice de mercado o que nos dá o retorno normal esperado, através da seguinte equação:

$$2. RE_t = \alpha + \beta * R_{m_t} + \epsilon_t$$

onde:

- RE_t representa o retorno esperado das ações da Disney no período t ;
- R_{m_t} é a taxa de retorno do índice de mercado no período t ;
- α o termo independente;
- β o coeficiente de risco sistemático da equação;
- ϵ_t o erro no período t ;

Os parâmetros do modelo de mercado foram estimados considerando uma janela de estimação de 200 dias, de acordo com o período aconselhado por Peterson (1989), sendo que o período considerado termina 20 dias antes do evento [-220; -21]. Não se inclui na janela de estimação o período do evento, de forma a evitar que os efeitos resultantes do evento influenciem o cálculo dos retornos normais, originando parâmetros enviesados.

Depois de serem estimados os retornos normais esperados diários (RE_t), estima-se os retornos anormais diários (RA_t) através da seguinte equação:

$$3. RA_T = R_T - (\alpha + \beta * R_{mT})$$

Onde:

- RA_T representa os retornos das ações da Disney em excesso em relação ao seu retorno normal esperado;
- α e β representam as estimativas dos parâmetros do modelo de mercado obtidas pelo método OLS;
- R_T representa o retorno observado das ações da Disney;

Se o evento não tivesse ocorrido, a diferença entre o retorno observado e o esperado seria zero. No caso de os retornos anormais não estarem à volta de zero, conclui-se que a M&A teve impacto no preço das ações (MacKinley, 1997).

Após esta estimação, procedeu-se à agregação dos retornos anormais diários, de forma a testar-se a significância do seu valor. Os retornos anormais acumulados (CAR) para as ações da Disney são definidos como a soma dos retornos anormais diários dentro da janela de evento.

$$4. CAR = \sum_{T=k} RA_T$$

Dado que k representa o nº de dias correspondente à janela de evento estipulada.

Considerando que a Disney está cotada bolsa de valores de Nova Iorque (NYSE), o índice usado como referência ao mercado é o S&P 500, ou seja, considerado como retorno de mercado.

Para calcular os retornos observados e o retorno de mercado, usa-se logaritmos.

- O retorno observado através de um logaritmo que divide a cotação da ação no dia T pela cotação da ação no dia anterior (T-1).
- O retorno do índice de mercado calcula-se através de um logaritmo que divide o valor do índice no dia T pelo valor do índice no dia anterior (T-1).

Outro método existente é o método do modelo ajustado ao mercado, onde se assume que $\alpha=0$ e $\beta=1$ (MacKinley, 1997). Assim, este método não considera o risco específico da empresa uma vez que assume que o impacto do mercado é similar em todos os ativos financeiros.

Nesta dissertação, a estimação dos retornos foi obtida através do modelo de mercado.

De forma a avaliar se os retornos anormais acumulados são estatisticamente significantes, efetuaram-se testes paramétricos e não paramétricos para o efeito. Conforme Peterson (1989) sugere, usou-se o teste paramétrico para averiguar se os retornos anormais acumulados são significativamente diferentes de zero. Se rejeitarmos a hipótese nula; $H_0: CAR=0$, então concluímos que o anúncio da aquisição teve impacto na criação de valor para o comprador. Desta forma, assumindo os pressupostos adotados no cálculo dos retornos e considerando a hipótese nula de que os retornos anormais não são diferentes de zero, assume-se que os retornos anormais seguem uma distribuição normal e que são independentemente distribuídos, pelo que o teste para a hipótese nula tem uma distribuição *t-student* (Peterson, 1989).

Como forma de dissipar as dúvidas, adicionalmente, é utilizado um teste não paramétrico, *sign test*, de maneira a testar a robustez das conclusões do teste anterior (MacKinley, 1997).

3.2. Dados

A base de dados inclui observações diárias do preço das ações da Disney e do índice representativo do Standard & Poor's 500 (SP500) entre 5 janeiro de 2015 e 30 dezembro 2019. Estas duas variáveis permitem estimar os retornos anormais diários da Disney, como representado nas equações 2 e 3. Estes dados foram retirados do Yahoo Finance.

A tabela 1 apresenta algumas estatísticas descritivas (média, desvio-padrão, mínimo e máximo) dos retornos diários das duas séries temporais, dados pela diferença diária do logaritmo do preço.

Variável	Observações	Média	Desvio- Padrão	Mínimo	Máximo
Rt	1255	0,0004	0,0125	-0,0962	0,1092
Rmt	1255	0,0004	0,0085	-0,0418	0,0484

Tabela 1: Estatísticas Descritivas dos retornos da Disney e do SP500 em percentagem.

Como a Tabela 1 indica, os retornos diários das ações da Disney seguiram de perto a performance dos retornos do mercado (SP500), tendo em conta que as médias dos retornos diários são semelhantes. Apesar da performance ser semelhante, as ações da Disney demonstraram ter mais volatilidade, como se pode ver pelo desvio-padrão dos retornos ou pelo diferencial entre o máximo e o mínimo diário.

Após esta análise descritiva, é oportuno olhar com mais detalhe para a evolução dos retornos diários das duas séries temporais. Neste sentido, os gráficos 1 e 2 apresentam a evolução dos retornos diários das ações da Disney e do SP500, respetivamente.

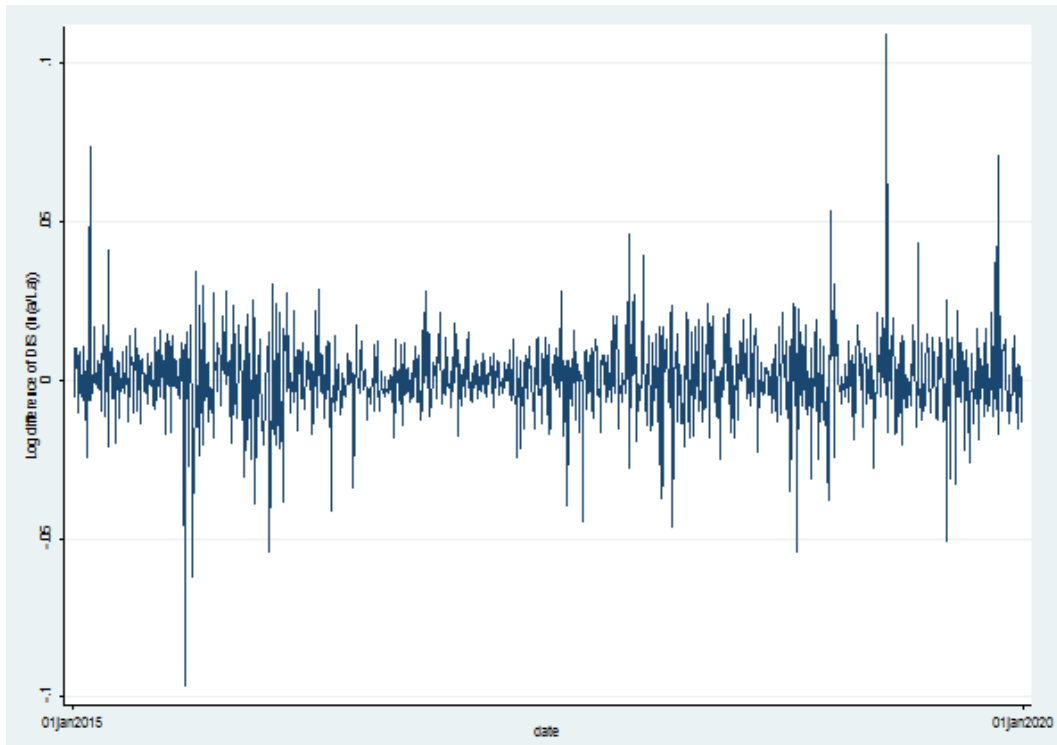


Gráfico 1: Evolução dos retornos diários da Disney.

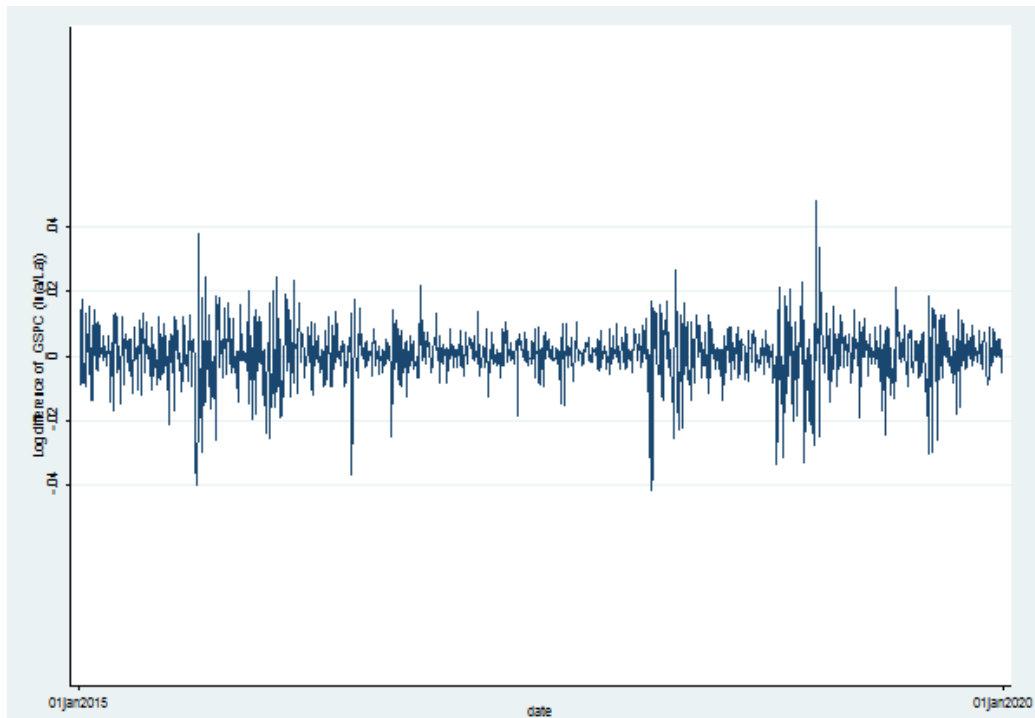


Gráfico 2: Evolução dos retornos diários do SP500.

Através da comparação dos dois gráficos, é possível concluir que o diferencial de volatilidade entre as duas séries temporais de retornos diários também pode ser detetado visualmente.

Após a análise da evolução dos retornos diários, para complementar a análise descritiva ao nível de outros momentos estatísticos como, por exemplo, a *kurtosis*, é importante olhar para a distribuição dos retornos diários. Nesse sentido, os gráficos 3 e 4 apresentam o histograma dos retornos diários da Disney e do SP500, respetivamente.

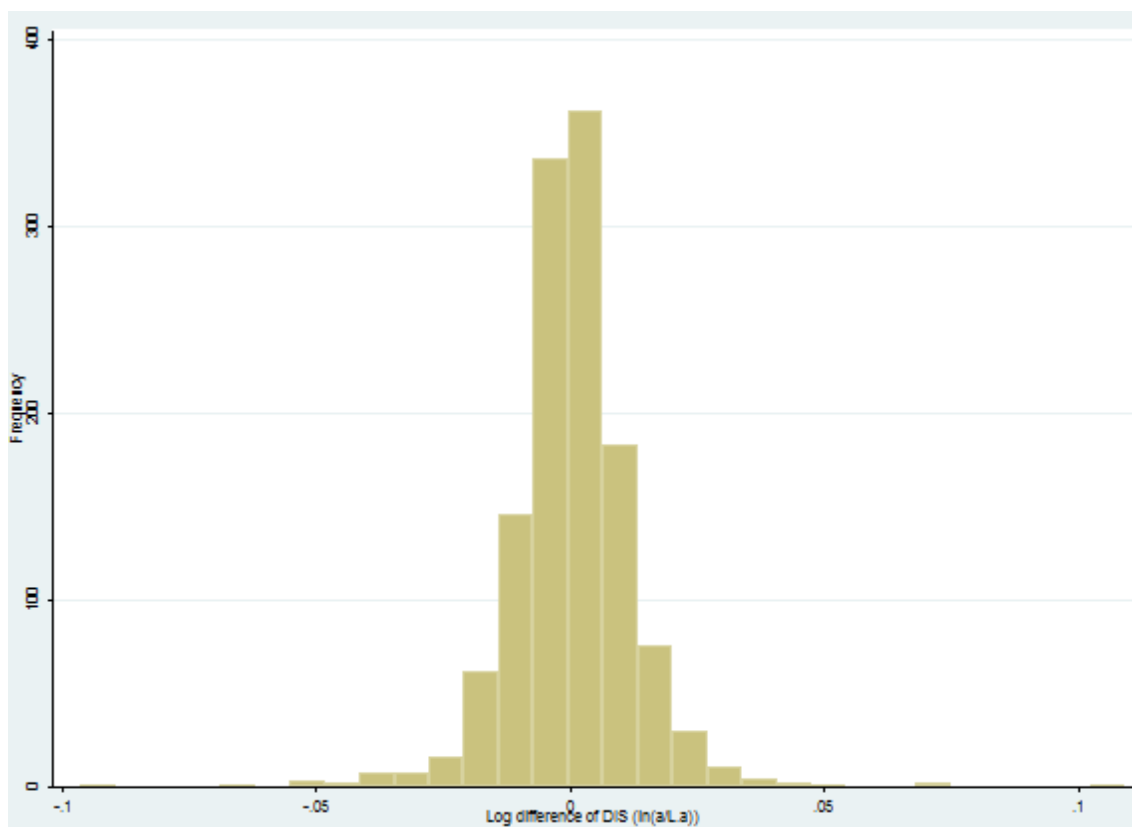


Gráfico 3: Histograma dos retornos diários da Disney.

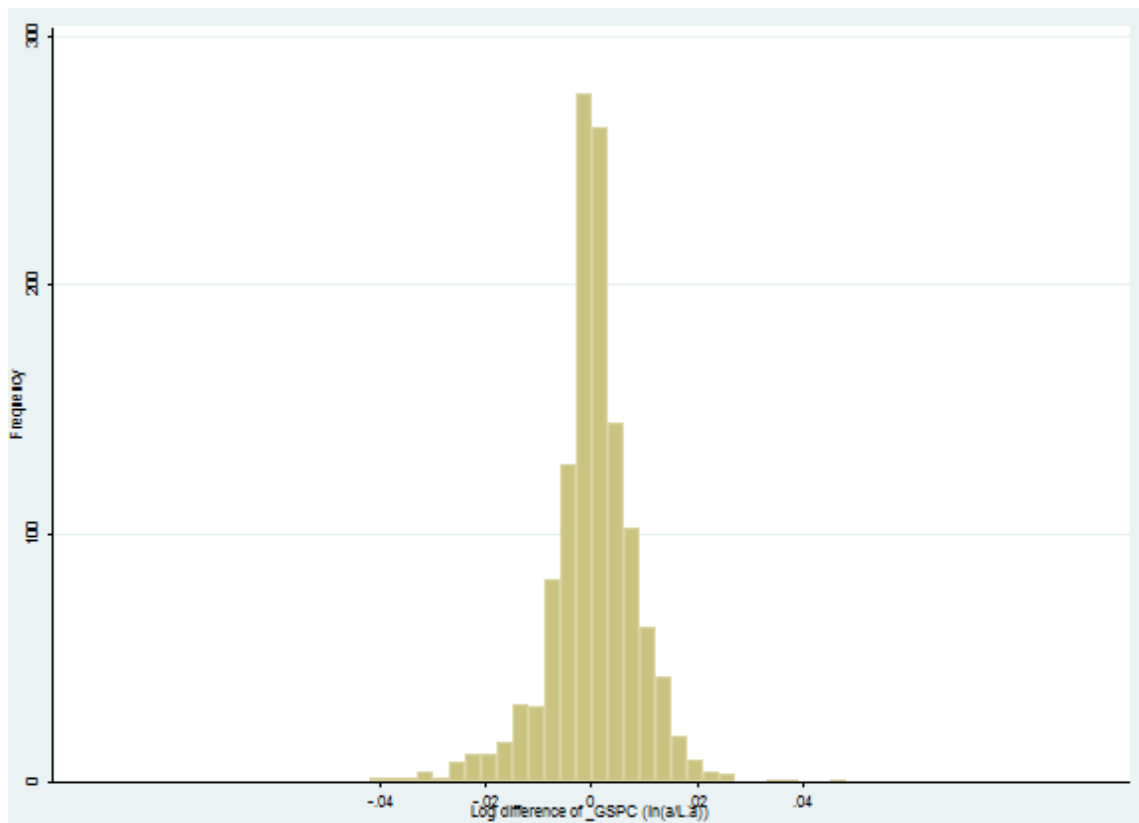


Gráfico 4: Histograma dos retornos diários do SP50.

Através da comparação dos dois histogramas, é possível concluir um pequeno enviesamento positivo da distribuição, bem como mais uma vez notar a maior volatilidade dos retornos da Disney face aos retornos do SP500. Neste caso, este resultado consegue-se perceber através da comparação do peso relativo das caudas de cada distribuição. Como se pode ver nas duas figuras, o histograma dos retornos diários da Disney tem umas caudas mais pronunciadas, enquanto que o histograma dos retornos diários do SP500 tem uma distribuição mais pronunciada no centro.

Apesar de todos estes resultados sugerirem um comportamento relativamente semelhante entre os retornos diários dos dois índices para toda a amostra disponível, é de realçar que o estudo de evento será feito apenas utilizando uma janela de estimação de 200 dias anteriores à data do anúncio (14 de dezembro de 2017). Por esse motivo, será também pertinente analisar com

mais detalhe a performance dos dois índices por ano, com especial atenção para os anos de 2017 e 2018.

Neste sentido, as tabelas 2 e 3 apresentam algumas estatísticas descritivas (média, desvio-padrão, mediana, mínimo e máximo), por ano, dos retornos diários da Disney e do SP500, respetivamente.

Ano	Média	Desvio- Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
2015	0,0006	0,0143	0,0018	-0,0962	0,0735
2016	0,0000	0,0108	-0,0004	-0,0540	0,0302
2017	0,0002	0,0096	-0,0002	-0,0447	0,0461
2018	0,0001	0,0133	0,0006	-0,0544	0,0532
2019	0,0011	0,0140	0,0009	-0,0507	0,1092
Total	0,0004	0,0125	0,0005	-0,0962	0,1092

Tabela 2: Estatísticas Descritivas dos retornos diários em percentagem, por ano, da Disney.

Ano	Média	Desvio- Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
2015	0,0000	0,0097	-0,0003	-0,0402	0,0383
2016	0,0004	0,0083	0,0002	-0,0366	0,0245
2017	0,0007	0,0042	0,0006	-0,0183	0,0136
2018	-0,0003	0,0108	0,0004	-0,0418	0,0484
2019	0,0010	0,0079	0,0010	-0,0302	0,0338
Total	0,0004	0,0085	0,0005	-0,0418	0,0484

Tabela 3: Estatísticas descritivas dos retornos diários em percentagem, por ano, do SP500.

Apesar de no total a performance dos dois índices ser muito semelhante, através da análise das tabelas 2 e 3, é possível detetar performances diferentes ao longo dos anos. Por exemplo, enquanto que a Disney nunca teve um ano com um retorno diário médio negativo, o SP500 teve um ano negativo em 2018. Aliás, este facto pode ser relevante para a nossa análise já que o anúncio da aquisição se deu no final de 2017. Para além disso, comparando os anos 2018 e 2019 nas duas tabelas, podemos concluir que a performance da Disney bateu a performance do SP500. Isto é, desde o anúncio de aquisição, a Disney conseguiu bater sempre a performance do mercado.

Apesar destes resultados, é importante também realçar a contínua superioridade na volatilidade dos retornos diários da Disney face aos retornos do SP500. Mesmo num ano mau para o SP500, este mercado teve um desvio-

padrão dos retornos diários inferior ao desvio-padrão dos retornos diários da Disney (0,0108 vs. 0,0133).

Em suma, esta análise descritiva aponta duas grandes tendências de resultados. Em primeiro lugar, apesar das performances dos índices ao longo dos anos ser relativamente semelhante, a performance da Disney após o anúncio da aquisição é, em média, superior à do mercado. Em segundo lugar, as ações da Disney têm muito mais volatilidade do que o índice de mercado.

3.3. Hipótese de Investigação

A pertinência da questão de investigação “Existe criação de valor para o comprador em operações de M&A?” prende-se com o facto de, até à data, não haver uma resposta consensual. Assim, esta dissertação pretende avaliar se o anúncio da aquisição da Fox pela Disney criou ou destruiu valor ($CAR > 0$ ou $CAR < 0$) ou então, se não houve impacto, ou seja, se os retornos gerados não são significativamente diferentes de 0 ($CAR = 0$).

Nesse sentido, a hipótese a ser testada é: $H_0: CAR = 0$.

Esta hipótese reflete a ausência de efeitos de criação de valor na perspetiva do comprador, pelo que se a mesma for rejeitada, se conclui que os retornos gerados são significativamente diferentes de 0 e, assim, a operação teve impacto na criação de valor para o comprador. Por outro lado, no caso de a hipótese não se rejeitar, então os retornos gerados não são significativamente diferentes de 0, pelo que não houve impacto na criação de valor para o comprador.

A partir destes procedimentos e das conclusões retiradas, este trabalho irá contribuir para a evidência empírica sobre os efeitos de criação de valor em M&A, na perspetiva do comprador.

Discussão de resultados

Esta secção aplica a metodologia descrita na Secção 2.4 aos dados descritos na secção anterior. Começando pela estimação dos retornos esperados, a Tabela 4 apresenta as estimações para o modelo de mercado explicitado na equação 2, aplicando a janela de estimação de 200 dias anteriores ao evento.

Variáveis	RE (Disney)	(Estatística-t)
Rmt	1,6670***	(10,39)
Constante	0,0010	(0,41)
Estatísticas		
R ²	0,3776	
Estatística-F	180,00***	
Observações	180	

^a estatísticas-t entre parênteses

^b *, **, e *** correspondem aos níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Tabela 4: Estimações do Modelo na equação 2 a,b.

A tabela 4 mostra alguns resultados que já tinham sido inferidos através da análise de estatística descritiva. Por um lado, a estimativa da constante

(0,0010) não é significativa, o que implica que não há diferenças significativas nas médias dos retornos diários da Disney e do SP500. Por outro lado, o beta da Disney é igual a 1,667 (e estatisticamente significativo), ou seja, superior a 1, o que implica que as ações da Disney tendem a reagir de forma amplificada a flutuações do mercado, criando mais volatilidade nos seus retornos face aos retornos do mercado. Estes dois resultados estão de acordo com a análise descritiva na secção anterior. Para além destes resultados, é de realçar o R^2 relativamente elevado da regressão (0,3776), o que significa que os retornos diários da Disney tendem a ser muito influenciados pelos retornos do mercado.

Depois da estimação dos retornos normais esperados diários, passou-se para o cálculo dos retornos anormais diários. A Tabela 5 apresenta o cálculo desses retornos anormais, aplicando a metodologia representada na equação 3, no dia do evento e no dia a seguir ao evento. Esta tabela tem três colunas: na coluna (1), apresentam-se os retornos diários da Disney no dia do anúncio da aquisição e no dia seguinte; na coluna (2), são apresentados os retornos normais esperados para a Disney, isto é, a partir dos parâmetros estimados apresentados na tabela 4, infere-se qual deveria ser o retorno normal esperado da Disney com base nos retornos diários do SP500; na coluna (3), apresentam-se os retornos diários anormais da Disney, isto é, a diferença entre os retornos diários e o que seria o retorno normal esperado para aquele dia.

Dia	Retorno Diário (1)	Retorno Normal Esperado (2)	Retorno Anormal (3) = (1) – (2)
14/12/2017	0,0648	0,0387	0,0261
15/12/2017	0,0547	0,0351	0,0196

Tabela 5: Estimação dos Retornos Anormais Diários da Disney em pontos percentuais (14/12/2017 – 15/12/2017).

Como a tabela 5 indica, no dia do evento e no dia a seguir ao evento, a Disney obteve retornos anormais positivos (0,0261 e 0,0196), o que parece indicar uma reação positiva ao anúncio da aquisição. Ainda assim, para se perceber se esta reação é significativa, procede-se à agregação dos retornos anormais diários (equação 4) e aplica-se o teste paramétrico para averiguar se os retornos acumulados diários são significativamente diferentes de zero. A tabela 6 apresenta o cálculo da estatística-t para aferir se a aquisição teve um impacto significativo nos retornos e, conseqüentemente, na criação de valor para o comprador.

Retornos Anormais Cumulativos	Desvio-padrão dos Retornos Anormais Cumulativos	Estatística-t
0,0457	0,0046	7,0046***

a *, **, e *** correspondem aos níveis de significância de 10%, 5% e 1%,
respetivamente.

Tabela 6: Teste de significância sobre os retornos anormais cumulativos.

Como a tabela 6 indica, a hipótese nula de que os retornos anormais cumulativos são iguais a zero foi rejeitada. Ou seja, pode-se afirmar que os dados sugerem que os retornos anormais cumulativos são significativamente diferentes de zero. Este resultado implica que o anúncio da aquisição parece ter tido impacto (neste caso, positivo) na criação de valor para o comprador.

α	<i>p-value</i>	Conclusão
5 %	25 %	Não rejeição H_0

Tabela 7: Teste não paramétrico sobre os retornos anormais cumulativos.

A utilização do teste não paramétrico apresenta resultados contraditórios relativamente ao teste t. A hipótese nula de que não há evidência estatística de retornos anormais positivos nos 2 dias não pode ser rejeitada ($p\text{-value} > \alpha$). É importante salientar que a amostra é bastante reduzida e a precisão deste teste é inferior à do teste t, que resultou em retornos anormais significativamente positivos.

Assim, constata-se que os resultados do teste de significância carecem de robustez, devido à reduzida dimensão da amostra.

Conclusão

Nesta dissertação, analisou-se a criação de valor para o comprador em operações de fusões e aquisições. Mais particularmente, analisou-se o impacto que o anúncio da aquisição da Fox pela Disney teve na criação de valor para o comprador.

Do ponto de vista geral, a dissertação pode ser dividida em três secções gerais. Na primeira secção, fez-se uma revisão de literatura sobre fusões e aquisições, realçando os diferentes tipos de operações e motivações, e culminando num debate sobre as possibilidades de criação de valor resultante deste tipo de operações. Retirou-se, através de estudos passados, resultados diversos, denotando a dificuldade em obter uma resposta consensual quanto à criação de valor para o comprador. No entanto, concluiu-se que o mercado pode perceber positivamente as fusões e aquisições se estas forem movidas pelas motivações certas e se o alvo apresentar características que possam servir positivamente o adquirente.

Na segunda secção, houve uma preocupação central: perceber a direção que a indústria está a tomar, analisar as empresas envolvidas e, a partir daqui, tentar perceber o contexto e as razões pelas quais esta operação poderia ter sucesso. Concluiu-se que a indústria se encontra numa fase de mudança, com os consumidores a alterarem as suas preferências e consumirem cada vez mais serviços móveis de *streaming*, em detrimento dos serviços mais tradicionais. Por sua vez, a aquisição da Fox pela Disney segue a tendência verificada na indústria, através da criação de serviços de *streaming* que permitem competir com os já existentes e porque permite ao comprador enriquecer o seu catálogo de conteúdos bem como aumentar a capacidade de produção, tornando o serviço da Disney muito mais completo.

Por último, e de forma a dar resposta ao objetivo primordial deste trabalho, estudar se o anúncio da operação teve algum impacto para o comprador no mercado financeiro.

Para se estudar o impacto que a operação teve no mercado financeiro, aplicou-se a metodologia de estudo de evento, em que se estimou a geração de retornos anormais causados pelo anúncio e se percebeu se estes retornos anormais cumulativos geraram um valor significativamente diferente de zero.

A partir dos dados de retornos diários da Disney e do índice de mercado Standard and Poor's 500, foi possível concluir que o anúncio da aquisição da Disney gerou retornos anormais cumulativos significativamente positivos no dia do anúncio e no dia a seguir ao anúncio, o que sugere que o anúncio da aquisição da Disney parece ter gerado valor para o comprador. No entanto, estes resultados devem ser interpretados com a devida precaução dada a falta de robustez dos mesmos, que pode ser explicada pela reduzida dimensão da amostra.

Para futuras investigações aconselha-se a ter em conta mais exemplos de M&A de forma a contrariar a principal limitação do trabalho que se prende com a reduzida dimensão da amostra. Desta forma, conjugando os estudos de evento com a análise de opiniões e expectativas de analistas de mercado durante o período em análise, os resultados obtidos serão mais robustos o que permitirá conclusões mais precisas acerca da criação de valor para o adquirente.

Referências Bibliográficas

Ahern, K., Daminelli, D. & Fracassi, C. 2012. Lost in Translation? The Effect of Cultural Values on Mergers Around the World. *Journal of Financial Economics*, 117, 165–189.

Akdogu, E. 2011. Gaining a competitive edge through acquisitions: Evidence from the telecommunications industry. *Journal of Corporate Finance*, 15, 99-112.

Baumol, W. J. 1959. *Business Behavior, Value and Growth* (2nd ed.). New York: Macmillan.

Bhide, A. 1993. Reversing Corporate Diversification, in D.H. Chew Jr. (Ed.), *The New Corporate Finance Where Theory meets Practice*. McGraw Hill.

Bradley, M., Desai, A. & Kim, E.H. 1988. Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, 21, 3-40.

Bruner, R. F. 2004. *Applied Mergers and Acquisitions*. New York: Wiley.

Cabrita-Mendes, A. 2017. Walt Disney paga 44 mil milhões de euros por parte do império de Rupert Murdoch. [jornaldenegocios.pt](https://www.jornaldenegocios.pt/empresas/media/detalhe/walt-disney-paga-44-mil-milhoes-de-euros-por-parte-do-imperio-de-rupert-murdoch)
<https://www.jornaldenegocios.pt/empresas/media/detalhe/walt-disney-paga-44-mil-milhoes-de-euros-por-parte-do-imperio-de-rupert-murdoch>. Dezembro 14.

Cai, J., Song, M. H. & Walkling, R. A. 2011. Anticipation, Acquisitions, and Bidder Returns: Industry Shocks and the Transfer of Information across Rivals. *Review of Financial Studies*, 7, 2242–2285.

Chang, S. 1998. Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns. *Journal of Finance*, 53, 773–784.

Circon, J., Clarke, J., Ferris, S. P. & Jayaraman, N. 2014. Managerial Expectations of Synergy and the Performance of Acquiring Firms: The Contribution of Soft Data. *Journal of Behavioral Finance*, 15:3, 161-175.

Damodaran, A. 2005. *The Value of Synergy*. Working Paper, New York University Stern School of Business.

Damodaran, A. 2008. Handbook of Finance. In F.J. Fabozzi (Ed.), *Acquisitions and Takeovers*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Datta, S., Iskandar-Datta, M., & Raman, K. 2003. Value creation in corporate asset sales: The role of managerial performance and lender monitoring. *Journal of Banking and Finance*, 27, 351-375.

Deloitte. 2019. *Media & Entertainment Industry Outlook*. Disponível em <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/technology-media-andtelecommunications/articles/media-and-entertainment-industry-outlook-trends.html> .

DePamphilis, D. M. 2019. *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities* (10th ed.). California: Elsevier.

Dinheiro Vivo. 2020. *Confinamento faz duplicar lucros da Netflix no primeiro trimestre*. Disponível em <https://www.dinheirovivo.pt/economia/confinamento-faz-duplicar-lucros-da-netflix-no-primeiro-trimestre-12691371.html> . (2020/05/08 10H 24M).

Dutta, S., Iskandar-Dutta, M. & Raman, K. 2001. Executive Compensation and Corporate Acquisition Decisions. *Journal of Finance*, 56, 2299–2336.

Eckbo, B. E. & Thorburn, K. S. 2013 Foundations and Trends in Finance. In Sheridan Titman (Ed.), **Corporate Restructuring**: 159-288. Austin: University of Texas.

Fama, E. F. 1970. **Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work**. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

Fama, E., Fisher, L., Jensen, M. & Roll, R. 1969. The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 10, 1-21.

Fama, E.F. 1991. Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46, 1575-1617.

Gailen, L., Owers, J. E. & Rogers, R. C. 1987. The market for interfirm asset sales: Partial sell-offs and total liquidations. *Journal of Financial Economics*, 18, 229-252.

Gaughan, P. A. 2017. *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings* (7th ed.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Ghosh, A. 2001. Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions?. *Journal of Corporate Finance*, 7, 151-178.

Grinstein, Y. & Hribar, P. 2004. CEO Compensation and Incentives: Evidence from M&A Bonuses. *Journal of Financial Economics*, 73, 119-143.

Hackbarth, D. & Morellec, E. 2008. Stock Returns in Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 63, 1213-1252.

Hite G., Owers, J. & Rogers, R. 1987. The Market for Interfirm Asset Sales: Partial Selloffs and Total Liquidations. *Journal of Financial Economics* 18, 229-252.

John, K. & Ofek, E. 1995. Asset sales and increase in focus. *Journal of Financial Economics*, 37, 105-126.

Jornal de Negócios. 2017. *Disney negocia compra da maioria dos activos da 21st Century Fox*. Disponível em

<https://www.jornaldenegocios.pt/empresas/media/detalhe/disney-negoceia-compra-da-maioria-dos-ativos-da-21st-century-fox>. (2020/05/27 13H58M).

Jornal de Negócios. 2018. *Accionistas aprovam venda à Disney de activos de entretenimento da Fox*. Disponível em <https://www.jornaldenegocios.pt/empresas/media/detalhe/accionistas-aprovam-venda-a-disney-de-ativos-de-entretenimento-da-fox>. (2020/07/09 11H06M).

Jornal de Negócios. 2019. *Disney conclui compra da 21st Century Fox por 71,3 mil milhões de dólares*. Disponível em <https://www.widerfunnel.com/blog/future-of-media-and-entertainment/>. (2020/07/30 12H 32M).

Lehn, K. & Mitchell, M. L. 1990. Do Bad Bidders Become Good Targets?. *Journal of Political Economy*, 98, 372–398.

Loughran T. & Vijh, A. M. 1997. Do Long Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?. *Journal of Finance*, 52, 1765–1790.

MacKinlay, A. C. 1997. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35, 13-39.

Peterson, P. 1989. Event Studies: A Review of Issues and Methodology. *Journal of Business and Economics*, 28, 36-66.

PwC. 2019. *Perspectives from the Global Entertainment & Media Outlook 2019-2023*. Disponível em <https://www.pwc.com/gx/en/entertainment-media/outlook-2019/entertainment-and-media-outlook-perspectives-2019-2023.pdf>.

Rau, P. & Vermaelen, T. 1998. Glamour Value and The Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, 49, 223-253.

Rehm, W., Uhlener, R., & West, A. 2012. *Taking a longer-term look at M&A value creation*. McKinsey Quarterly.

Rogers, R. C. 1987, The market for interfirm asset sales: Partial sell-offs and total liquidations. *Journal of Financial Economics*, 18, 229–252.

Roll, R. 1986. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, *The Journal of Business*, 59, 197-216.

Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jaffe, J. 2010. *Corporate Finance* (9th ed.). New York: McGrawHill Irwin.

Savor, P. G. & Lu, Q. 2009. Do Stock Mergers Create Value for Acquirers?. *Journal of Finance*, 64, 1061–1097.

Selectusa. 2020. *About*. Disponível em <https://www.selectusa.gov/media-entertainment-industry-united-states> (2020/08/05; 14H 02M).

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

Sicherman, N. W. & Pettway, R. H. 1992, Wealth effects for buyers and sellers of the same divested assets. *Financial Management*, 21, 119–128.

Sicherman, N. W. & Pettway, R. H. 1992. Wealth effects for buyers and sellers of the same divested assets. *Financial Management*, 21, 119–128.

Statista. 2019. *Resultados Consolidados a 9 de agosto de 2019*. Disponível em <https://www.statista.com/statistics/262513/21st-century-foxs-annual-revenue/>.

Statista. 2020. *Resultados Consolidados a 16 de junho de 2020*. Disponível em <https://www.statista.com/statistics/1052770/global-svod-subscriber-count-by-platform/>.

Statista. 2020. *Resultados Consolidados a 17 de julho de 2020*. Disponível em <https://www.statista.com/statistics/250934/quarterly-number-of-netflix-streaming-subscribers-worldwide/>.

Statista. 2020. *Resultados consolidados a 20 de Abril de 2020*. Disponível em <https://www.statista.com/statistics/237769/value-of-the-us-entertainment-and-media-market/>.

Statista. 2020. *Resultados Consolidados a 28 de agosto de 2020*. Disponível em <https://www.statista.com/statistics/224397/quarterly-revenue-of-the-walt-disney-company/>.

The Walt Disney Company. 2020. Disponível em <https://thewaltdisneycompany.com/>.

Vijh, A., & Yang, K. 2013. Are small firms less vulnerable to overpriced stock offers?. *Journal of Financial Economics*, 110, 61-86.

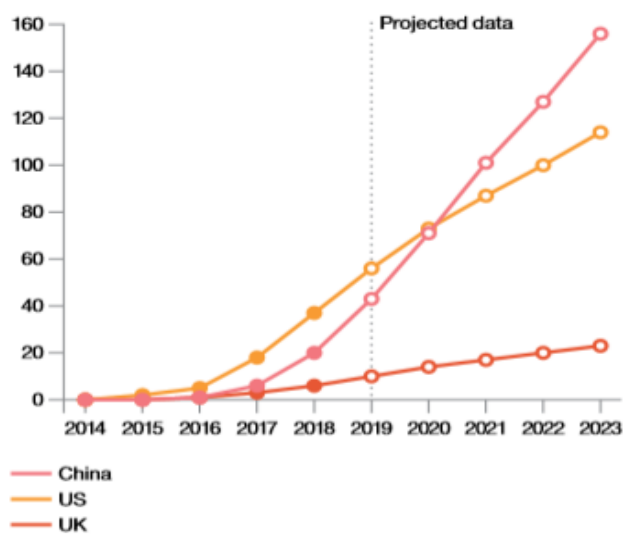
Wahid, N. 2020. The future of media and entertainment: Tackling digital transformation through experimentation. **Widerfunnel.com** <https://www.widerfunnel.com/blog/future-of-media-and-entertainment/>, August 26.

Watson, A. 2019. Disney Plus - Statistics & Facts. **Statista.com**. <https://www.statista.com/topics/6410/disney-plus/>. May 26.

Yahoo Finance. 2020. Disponível em <https://finance.yahoo.com/>.

Anexos

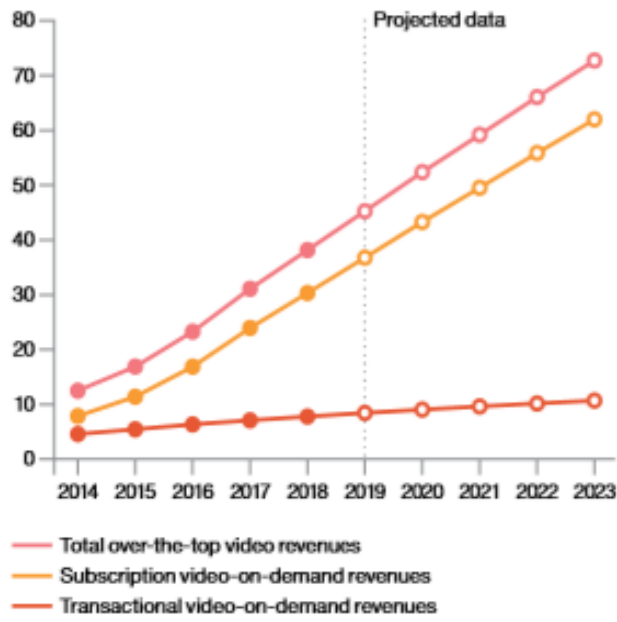
Anexo 1 | Mercados líderes da indústria de Média e Entretenimento¹⁰



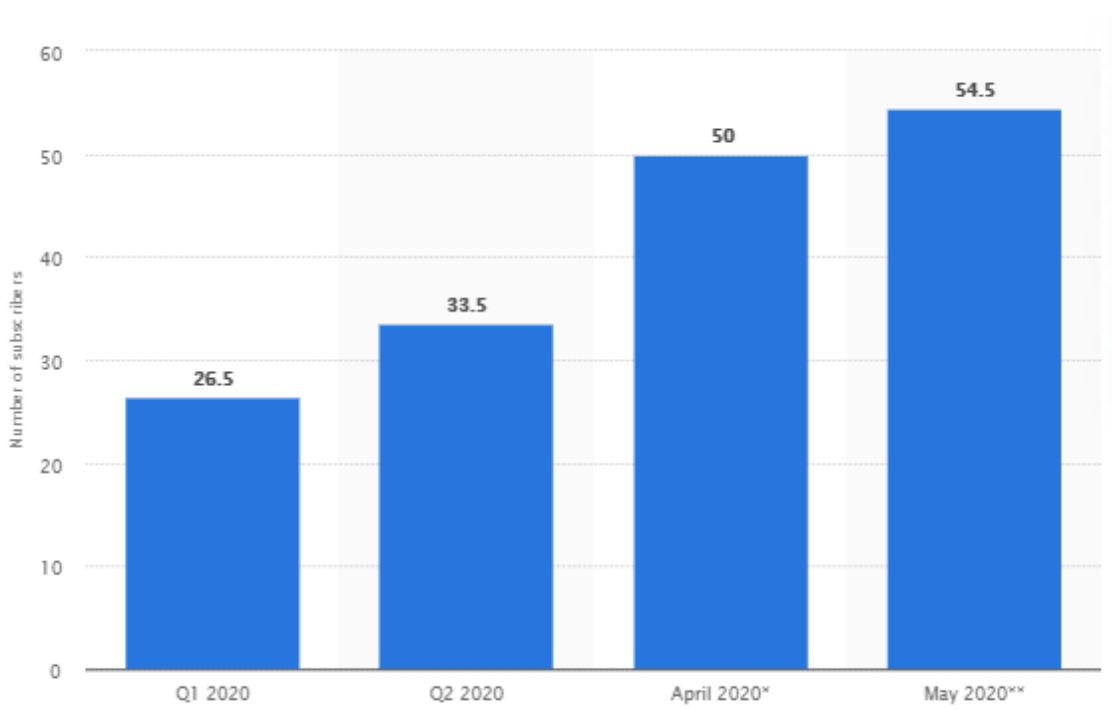
Anexo 2 | Receitas globais de OTT¹¹

¹⁰ Fonte: (PwC Global Entertainment & Media Outlook 2019-2023)

¹¹ Fonte: (PwC Global Entertainment & Media Outlook 2019-2023)



Anexo 3 | N° de subscritores da Disney + ¹²



¹² Fonte: (Statista,2020)