



O Advisor nas F&A: **Efeito de certificação ou conflito de interesses?**

Dissertação no âmbito do Mestrado em Finanças
2012/2013

Raquel Alves, pg19368
16 de Abril de 2013



Conteúdo

1. Motivação & Contexto;
2. *O advisor;*
3. Objetivos da investigação;
4. A literatura;
5. Metodologia;
6. Amostra;
7. Análise Univariada & Multivariada;
8. Considerações Finais & Limitações.



Porquê investigar?

1) Taxas pagas aos *advisors* totalizaram US \$ 24,7 milhões em 2012 (Thomson Reuters/Freeman Consultors)

2) Evidência empírica pouco clara.



O advisor...

1) Entidade externa à empresa compradora e empresa alvo, com participação ativa no negócio;

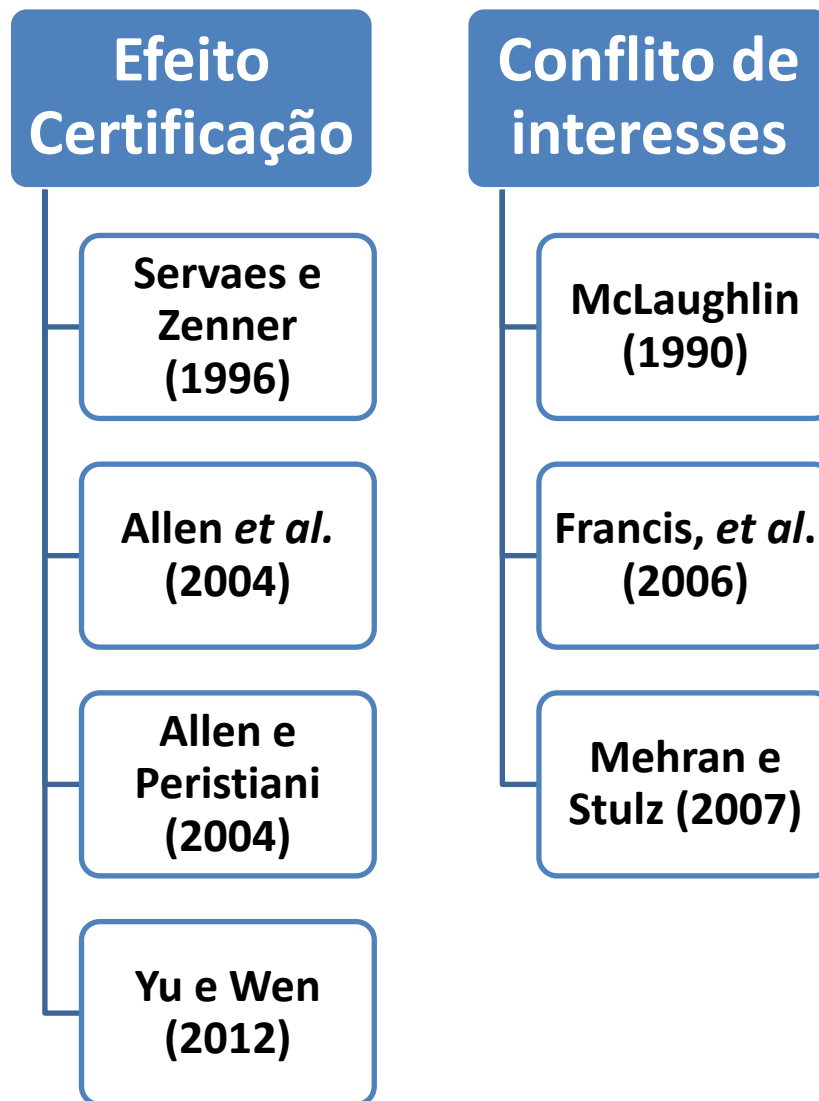
2) Bancos de investimentos são tradicionalmente as instituições que desempenham este papel.

Objetivos da investigação

A existência de relações prévias da empresa compradora ou alvo, com o (s) *advisor* (s) da transação...



O que diz a literatura...





Metodologia

Dois elementos fundamentais:

1) Determinar a existência de relações entre empresas e *advisors*, variáveis *dummy*.

2) Calcular rendibilidades anormais acumuladas, CARs.

Rendibilidades Anormais Acumuladas

$$CAR_{i,t_1,t_2} = \sum_{T=t_1}^{t_2} \text{Rendibilidades anormais}$$

Rendibilidades anormais_i ($\varepsilon_{i,t}$)

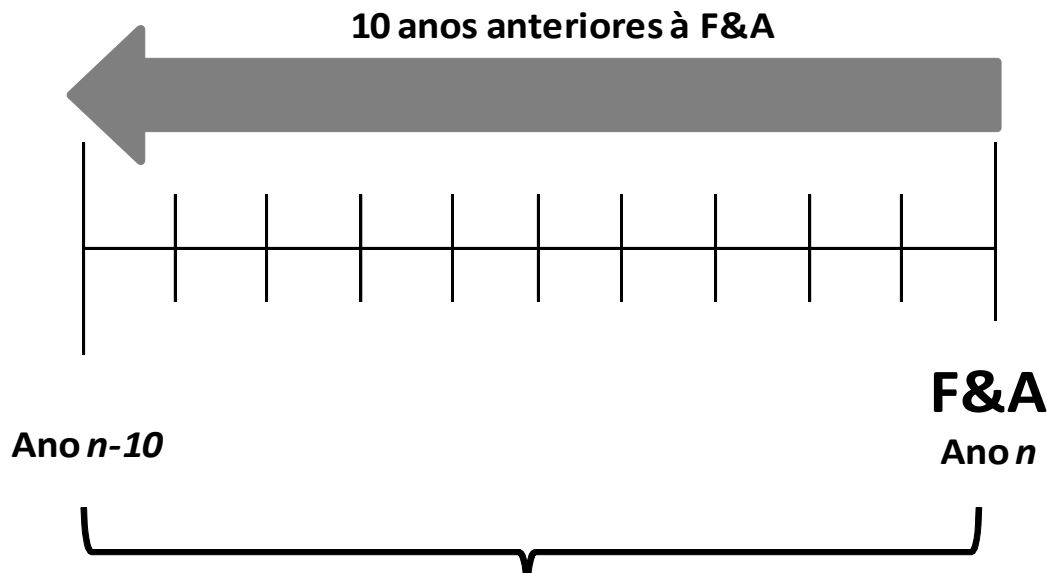
= Rendibilidades realizadas_i ($R_{i,t}$) - Rendibilidades esperadas ($\hat{\alpha}_i + \hat{\beta} R_{m,t}$)

$$R_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta} R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Três janelas de eventos: (-1,+1); (-2,+2); (-5,+5).

Janela de estimação: (-250,-30).

Relações prévias entre empresas e *advisors*



Investigar a existência de...

- 1) Relações com origem em IPOS e SEOs;
- 2) Relações com origem em F&A;
- 3) Relações com origem em empréstimos sindicados.

Amostra

Descrição



- 1) Transações ocorridas entre 1990 e 2011;**
- 2) Empresa compradoras: Continente Europeu;**
- 3) F&A: N=459;**
- 4) Empresas alvo: N= 308;**
- 5) Empresas compradoras: N=424**

Amostra

Frequências absolutas e relativas



		N	%
IPOS & SEOS	Empresa alvo & próprio <i>advisor</i>	90	19,61%
	Empresa alvo & <i>advisor</i> empresa compradora	25	5,45%
	Empresa compradora & próprio <i>advisor</i>	97	21,13%
	Empresa compradora & <i>advisor</i> empresa alvo	39	8,50%
F&A	Empresa alvo & próprio <i>advisor</i>	17	3,70%
	Empresa alvo & <i>advisor</i> empresa compradora	7	1,53%
	Empresa compradora & próprio <i>advisor</i>	177	38,56%
	Empresa compradora & <i>advisor</i> empresa alvo	44	9,59%
Empréstimos Sindicados	Empresa alvo & próprio <i>advisor</i>	23	5,01%
	Empresa alvo & <i>advisor</i> empresa compradora	24	5,23%
	Empresa compradora & próprio <i>advisor</i>	57	12,42%
	Empresa compradora & <i>advisor</i> empresa alvo	35	7,63%

Amostra

Descrição



		N	%
Relações Gerais	Empresa alvo & próprio <i>advisor</i>	124	27,02%
	Empresa alvo & <i>advisor</i> empresa compradora	50	10,89%
	Empresa compradora & próprio <i>advisor</i>	237	51,63%
	Empresa compradora & <i>advisor</i> empresa alvo	98	21,35%
	Empresa alvo & <i>advisors</i>	155	33,77%
	Empresa compradora & <i>advisors</i>	265	57,73%

Amostra

Descrição por ano, país e indústria



1) Distribuição por anos: 1999 (9,2%), finais da quinta vaga de F&A; 2005-2007 (31,8%), sexta vaga de F&A.

2) Empresas alvo: 42,1% Reino Unido e 27,5% EUA. Empresas compradoras: 53,2% Reino Unido. 44,9% das F&A são intra-país.

3) 68,4% das F&A são intra-indústria.

Análise univariada

CARs médios Empresa Alvo: 18,13% ($p < 0.01$)

CARs médios Empresa Compradora: -0.13%

Empresas alvo com relação prévia com o seu atual advisor:

CARS médios de 14,16% (VERSUS 19,47%).

Diferenças entre as médias (5,5%, $p < 0.05$) e medianas (4,5%, $p < 0.05$) dos dois grupos.

Potencial Efeito de certificação? NÃO

Empresas compradoras com relação prévia com o seu atual advisor:

Sem diferenças significativas entre grupos.

Potencial Efeito de certificação? NÃO

Análise univariada

Empresa alvo com relação prévia com advisor da empresa compradora:

Sem diferenças significativas entre grupos.

Potencial conflito de interesses? NÃO

Empresa compradora com relação prévia com advisor da empresa alvo:

CARs médios de 0,65% (VERSUS -0,23%)

Diferenças entre as medianas (-1,7%, $p < 0.1$) dos dois grupos.

Potencial conflito de interesses? ?

Empresa alvo VERSUS Empresa compradora

CARs (empresa compradora) < CARs (empresa alvo)

Diferenças na médias e medianas, $p < 0,01$ na generalidade das relações .

Análise multivariada



1) Variáveis relação;

2) Variáveis de controlo das características das empresas e da transação:

2.1) Reputação relativa dos *advisors*;

2.2) Valor da transação e dimensão relativa;

2.3) % da transação paga em dinheiro;

2.4) Hostil, =1 se a atitude da empresa alvo é classificada como hostil ;

2.5) Medidas anti-aquisição, =1 se a empresa tem medidas anti-aquisição;

3) Variáveis para os efeito fixos do país, indústria e ano.

Análise multivariada

		* p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,001	CARs empresa compradora	CARs empresa alvo
IPOs & SEOs	[1] Empresa alvo & próprio <i>advisor</i>		-0,005	-0,050*
	[2] Empresa alvo & <i>advisor</i> empresa compradora		0,005	-0,000
	[3] Empresa compradora & próprio <i>advisor</i>		-0,015**	0,027
	[4] Empresa compradora & <i>advisor</i> empresa alvo		-0,001	-0,073**
F&A	[5] Empresa alvo & próprio <i>advisor</i>		-0,003	0,070
	[6] Empresa alvo & <i>advisor</i> empresa compradora		-0,0019	0,126
	[7] Empresa compradora & próprio <i>advisor</i>		0,010*	-0,007
	[8] Empresa compradora & <i>advisor</i> empresa alvo		0,003	-0,014
Empréstimos Sindicados	[9] Empresa alvo & próprio <i>advisor</i>		-0,004	-0,05
	[10] Empresa alvo & <i>advisor</i> empresa compradora		0,024*	0,002
	[11] Empresa compradora & próprio <i>advisor</i>		0,001	-0,086***
	[12] Empresa compradora & <i>advisor</i> empresa alvo		-0,010	0,046
Variáveis de controlo + Efeitos Fixos			Sim	Sim



1) Quais os efeitos da intensidade da relação entre empresa e *advisor*?

Agrava ou melhora o efeito da relação?

- Bharath, Dahiya, Saunders & Srinivasan (2007);

- Empresa alvo: quanto mais intensa for a relação da empresa compradora com o seu próprio *advisor*, mais negativos serão os CARs da empresa alvo ($-0,2$; $p < 0,05$).

2) Qual o impacto da crise financeira (anos 2008-2009)?

- Análise univariada revela diferenças para as empresa alvo: CARs gerados nos anos de crise mais elevados (+ 9,92%, $p < 0,05$).

- Análise multivariada não revela impactos significativos.

3) Qual o impacto do *Gramm-Leach-Bliley-Act*? (GLBA)?

- Análise univariada e multivariada, não revelam qualquer impacto do GLBA sobre os CARS da empresa alvo e compradora, assim como sobre o efeito da relações nos CARs.

Considerações finais



1) Não existe evidência que suporte a hipótese de efeito de certificação para a empresa alvo (Allen *et al*, 2004). O mesmo para a empresa compradora;

2) A evidência de potencial conflito de interesses é pouco clara;

3) Intensidade da relação tende a agravar efeitos de relações empresa-*advisor* com impacto negativo.

Limitações à análise



1) Para estabelecer as relações foram considerados todos os *Managers* da transações (IPO/SEO, F&A, Empréstimo Sindicado) e não apenas o *Lead Manager*;

2) Sistematização e agrupamento dos *advisors* sob a mesma designação.

Referências Bibliográficas



- Allen, L., & Peristiani, S. (2004). Conflicts of interest in merger advisory services. Working Paper. City University of New York and Federal Reserve Bank of New York.
- Allen, L., Jagtiani, J., Peristiani, S., & Saunders, A. (2004). The role of bank advisors in mergers and acquisitions. *Journal of Money, Credit & Banking*, 36 (2) , 197-224.
- Bharath, S., Dahiya, S., Saunders, A., & Srinivasan, A. (2007). So what do I get? The bank's view of lending relationships. *Journal of Financial Economics* , 368-419.
- Francis, B., Hasan, I., & Sun, X. (2006). How do firms choose financial advisors in mergers and acquisitions and why they switch. Working paper. Rensselaer Polytechnic Institute.
- McLaughlin, R. (1990). Investment - banking contract in tender offers: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 28 (1) , 209-232.
- Mehran, H., & Stulz, R. (2007). The economics of conflicts of interest in financial institutions. *Journal of Financial Economics*, 85 , 267-296.
- Servaes, H., & Zenner, M. (1996). The role of investment banks in acquisition. *The Review of Financial Studies*,9 (3) , 787-815.
- Yu, J., & Wen, S. Y. (2012). International evidence on relationship banking in Mergers and Acquisitions. *International Research Journal of Finance and Economics*, 89 (1) , 32-45.



OBRIGADA PELA ATENÇÃO !

Raquel Alves, pg19368
19 de Abril de 2013