



Instituto Politécnico de Portalegre
Escola Superior de Tecnologia e Gestão

Mestrado em Gestão de Pequenas e Médias Empresas

**Fusões & Aquisições na Banca Portuguesa: O
Impacto no Desempenho Operacional dos Bancos
Adquirentes**

**Estudo de Caso: Aquisição do Banif por parte do Banco Santander Totta,
S.A.**

João Carlos Borba Cardoso

Orientador: Professor Doutor João Carlos Parente Romacho

Coorientador: Professor Joaquim Manuel Baltazar Vaz

Portalegre

Julho de 2020

“A gestão não tem a ver com a preservação do status quo, mas sim com a manutenção do mais elevado índice de mudança que a organização e as pessoas nela podem suportar”

(John Harvey-Jones)

Agradecimentos

Primeiramente aos meus pais e irmã os quais contribuíram e permitiram que o meu sonho se realizasse, apoiando-me, acreditando em mim e fazendo com que eu nunca desistisse dos meus objetivos, sem eles seria impossível ter chegado até aqui.

Aos Professores Doutores João Romacho e Joaquim Baltazar Vaz pela orientação, ajuda e encorajamento ao longo de todo o processo de elaboração do relatório.

A todos os docentes da Escola Superior de Tecnologia de Gestão, pois sem os conhecimentos transmitidos ao longo destes anos, onde me ensinaram e inspiraram a prosseguir os meus estudos.

A todos os meus colegas com quem ao longo destes anos trabalhei e que enriqueceram o meu percurso académico.

A todos, muito Obrigado.

Resumo

O presente trabalho, pretende investigar através de um estudo de caso, o processo de Fusões e Aquisições (F&A) na Banca Portuguesa. Mais concretamente, o impacto no desempenho operacional dos bancos adquirentes. Assim, foi analisado o processo de F&A do Banif - Banco Internacional do Funchal, S.A., por parte do Banco Santander Totta, S.A, através da análise do impacto que as transações obtiveram no desempenho operacional do Banco Santander Totta S.A.

Para a elaboração do estudo, foram escolhidos cinco indicadores que servem como base para a investigação: *Return on Assets* (ROA), *Return on Equity* (ROE), Valor da Empresa (VAL), a margem financeira e, por fim, numa perspetiva dos acionistas, será também estudado o indicador *Equity Cash Flows Valuation* (ECFV).

Com base na investigação, é possível verificar a evolução do desempenho do banco adquirente, sendo imperioso analisar se o processo de Fusão & Aquisição originou melhoria no desempenho do banco Santander Totta S.A na ótica do desempenho operacional e se, por conseguinte, criou valor para os seus *shareholders*.

Através da análise dos resultados dos principais indicadores de rentabilidade financeira, na globalidade, é possível concluir que o desempenho operacional do banco após o processo de F&A obteve resultados significativos. Tal é visível através da análise dos vários indicadores em estudo, como por exemplo o ROE que cresceu 11% face ao ano anterior ao processo de F&A, indicando que o banco obteve um aumento da rentabilidade sobre o seu património líquido.

Palavras-Chave: Fusões & Aquisições (F&A); *Return on Assets* (ROA); *Return on Equity* (ROE); Valor da Empresa; Margem Financeira; *Equity Cash Flows Valuation* (ECFV).

Abstract

The present work intends to investigate, through a case study, the process of Mergers and Acquisitions (M&A) in Portuguese Banking. More specifically, the impact on the operating performance of acquiring banks. Thus, Banif - Banco Internacional do Funchal, S.A.'s M&A process was analyzed by Banco Santander Totta, S.A, through the analysis of the impact that transactions had on the operational performance of Banco Santander Totta S.A.

For the preparation of the study, five indicators were chosen that serve as a basis for the investigation: Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), Company Value (VAL), the financial margin and, finally, from a perspective of shareholders, the Equity Cash Flows Valuation (ECFV) indicator will also be studied.

Based on the investigation, it is possible to verify the evolution of the acquiring bank's performance, and it is imperative to analyze whether the Merger & Acquisition process led to an improvement in the performance of Santander Totta SA in terms of operational performance and, therefore, created value for the its shareholders.

By analyzing the results of the main financial profitability indicators, overall, it is possible to conclude that the bank's operational performance after the M&A process obtained significant results. This is visible through the analysis of the various indicators under study, such as the ROE, which grew 11% compared to the year before the M&A process, indicating that the bank obtained an increase in return on its net assets.

Key words: Mergers & Acquisitions (M&A); Return on Assets (ROA); Return on Equity (ROE); Company Value; Financial margin; Equity Cash Flows Valuation (ECFV).

Lista de Siglas e Abreviaturas

BANIF - Banco Internacional do Funchal

BBI - Banco Borges & Irmão

BFB - Banco Fonsecas & Burnay

BFE - Banco de Fomento e Exterior

BII - Banco de Investimento Imobiliário

BNC - Banco Nacional de Crédito, SA

BNU – Banco Nacional Ultramarino

BPA - Banco Português Atlântico

BP – Banco de Portugal

BPI - Banco Português de Investimentos

BTA - Banco Totta & Açores

CGD – Caixa Geral de Depósitos

CPP - Crédito Predial Português

CSC - Código das Sociedades Comerciais

U.E. – União Europeia

F&A – Fusões e Aquisições

Índice

Agradecimentos	iii
Resumo	iv
Abstract.....	v
Lista de Siglas e Abreviaturas	vi
Índice	vii
Índice de Figuras	x
Índice de Tabelas	xi
Índice de Anexos	xii
CAPÍTULO I – Introdução.....	1
1.1. Definição, Relevância do Tema e Objetivos do Trabalho	1
1.2. Estrutura.....	3
CAPÍTULO II – O SECTOR BANCÁRIO PORTUGUÊS	4
2.1. Instituições Bancárias	4
2.2. Breve História da Banca em Portugal.....	4
2.3. A Evolução do Sector Bancário em Portugal	6
2.4. A Consolidação no Setor Bancário em Portugal	7
CAPÍTULO III – FUSÕES & AQUISIÇÕES.....	10
3.1. Fusões	10
3.1.1. Tipos De Fusões	11
3.2. Aquisições.....	13
3.3. Razões para a existência de Fusões & Aquisições e as suas teorias.....	14
3.3.1. Modelos Neoclássicos	14
3.3.2. Modelos centrados no comportamento.....	15
3.3.3. Modelos de <i>Market Timing</i>	16
3.4. Economias de Escala e de Gama	17
3.5. Sinergias nas Fusões e Aquisições.....	18
3.5.1. Tipos de Sinergias	18

<i>Fusões & Aquisições na Banca Portuguesa: O Impacto no Desempenho Operacional dos Bancos Adquirentes</i>	
3.6.	Desempenho Operacional 20
3.7.	Cash flow return..... 20
3.8.	Impacto positivo no desempenho das empresas no processo de F&A 21
3.9.	Impacto negativo no desempenho das empresas no processo de F&A 22
3.10.	Fusões & Aquisições no Setor Bancário..... 24
CAPÍTULO IV – METODOLOGIA..... 28	
4.1.	Introdução 28
4.2.	Recolha de Dados 28
4.3.	Indicadores..... 29
4.3.1.	Valor da Empresa 30
4.3.2.	<i>Equity Cash Flow Valuation (ECFV)</i> 35
4.3.3.	ROA (<i>Return on assets</i>)..... 38
4.3.4.	ROE (<i>Return on equity</i>)..... 39
4.3.5.	Margem Financeira..... 40
CAPÍTULO V – ANÁLISE EMPÍRICA 41	
5.1.	Entidades Envolvidas..... 41
5.2.	Amostra..... 41
5.3.	Cálculo do valor da empresa..... 41
5.3.1.	Cálculo das variáveis 42
5.3.2.	Valor da Empresa 45
5.4.	<i>Equity Cash Flow Valuation (ECFV)</i> 47
5.4.1.	Avaliação independente das instituições bancárias 47
5.5.	ROA (<i>Return on assets</i>)..... 49
5.6.	ROE (<i>Return on equity</i>) 49
5.7.	Margem Financeira 50
5.8.	Resultados obtidos e sua análise 51
5.8.1.	Análise dos Resultados – Valor da Empresa 51
5.8.2.	Análise dos Resultados – <i>Equity Cash Flows Valuation</i> 52
5.8.3.	Análise dos Resultados – ROA 53
5.8.4.	Análise dos Resultados – ROE..... 53

Fusões & Aquisições na Banca Portuguesa: O Impacto no Desempenho Operacional dos Bancos Adquirentes

5.8.5. Análise dos Resultados – Margem Financeira	54
CAPÍTULO VI - CONCLUSÃO E LIMITAÇÕES DO TRABALHO	55
6.1. Conclusões	55
6.2. Limitações.....	56
6.3. Sugestões para futura investigação	56
Referências Bibliográficas.....	58
Outras referências bibliográficas	61
Websites Consultados.....	62
ANEXOS	63

Índice de Figuras

Figura 1 - Métodos de cálculo de fluxos de caixa operacional	32
--	----

Índice de Tabelas

Tabela 1 - FCO - método direto de 2011 a 2018	42
Tabela 2 - FCO por ano	42
Tabela 3 - Cálculo do Custo do Capital Alheio.....	43
Tabela 4 - Cálculo da taxa de risco do mercado.....	43
Tabela 5 - Beta das Instituições Bancárias Europeias cotadas em bolsa a operar em Portugal.....	44
Tabela 6 - Cálculo do CAPM	44
Tabela 7 - Cálculo do custo médio ponderado do capital (WACC).....	44
Tabela 8 - Valor do BST antes do processo de F&A do BANIF	45
Tabela 9 - Valor do BST após o processo de F&A com o BANIF	45
Tabela 10 - Equity Cash Flow BST Antes da F&A (valor em milhares de euros)	47
Tabela 11 - Equity Cash Flow BST Depois da F&A (valor em milhares de euros)	47
Tabela 12 - Equity Cash Flow BANIF Antes da F&A (valor em milhares de euros).....	47
Tabela 13 - Equity Cash Flow BANIF Depois da F&A (valor em milhares de euros).....	48
Tabela 14 - Custo da Equidade Grupo BST	48
Tabela 15 - Valor Residual Grupo BST ano 2019	48
Tabela 16 - Equity Value do Grupo BST (Evolução antes e depois do processo de F&A)	49
Tabela 17 - Return on Assets.....	49
Tabela 18 - Return on equity	50
Tabela 19 - Margem Financeira.....	50

Índice de Anexos

Anexo 1 - Balanço Grupo BST Pré- F&A.....	64
Anexo 2 - Balanço Grupo BST Pós - F&A	65
Anexo 3 - Balanço BANIF Pré - F&A	66
Anexo 4 - Balanço BANIF Pós - F&A.....	67
Anexo 5 - Demonstração Resultados Grupo BST Pré - F&A	68
Anexo 6 - Demonstrações de Resultados Grupo BST Pós – F&A.....	69
Anexo 7 - Demonstrações de Resultados BANIF Pré – F&A.....	70
Anexo 8 - Demonstração de Resultados BANIF Pós - F&A	71

CAPÍTULO I – Introdução

1.1. Definição, Relevância do Tema e Objetivos do Trabalho

A estratégia de crescimento por meio do processo de Fusão & Aquisição (F&A) tem sido utilizada por muitas empresas para terem acesso a produtos, entrada em novos mercados, tecnologia, aumento da quota de mercado e *know-how*.

Atualmente, a intensa competitividade das empresas tem um papel importante na reestruturação das indústrias e da economia. Para enfrentar os constantes desafios atuais e explorar as oportunidades de mercado, as empresas optam por estratégias de crescimento inorgânico, como o processo de F&A Kumar & Putman (2008, pp. 24-35).

Os processos de F&A, tornaram-se num fenómeno que provoca inúmeras alterações nas empresas e nos mercados em que estas estão inseridas. São operações que estão a ganhar cada vez mais importância, devido ao aumento da desregulação, privatização, globalização e liberalização que se tem observado em todo o mundo Jayant, et al., (2012, pp. 45-57).

De acordo com Kumar & Putman (2008, pp. 24-35), as F&A são “estratégias mais utilizadas pelas empresas que pretendem alcançar uma vantagem competitiva no mercado.”

Na literatura existem inúmeros estudos que procuram explicar o desempenho destas empresas recorrendo à análise de indicadores de desempenho operacional. Contudo, em Portugal esta ainda é uma temática pouco desenvolvida em termos empíricos. Neste contexto, a relevância do tema deste trabalho, surge associada aos poucos estudos que abordam o mercado das F&A em Portugal.

O processo de F&A é importante para qualquer empresa, no entanto é muito importante quando ocorrem processos de F&A no setor bancário, uma vez que na maioria das vezes o motivo que leva uma instituição a iniciar o processo de F&A sobre outra é o fato de existirem problemas financeiros com a instituição adquirida. Uma vez que o sistema bancário é uma peça relevante na economia de qualquer país, o sucesso e a ocorrência de um processo de F&A é importante, pois não só irá originar mais-valias para a instituição bancária adquirente, bem como evitar perdas para o setor económico do país onde ocorram esses processos. Assim, o objetivo deste estudo é analisar o impacto das aquisições no desempenho da empresa adquirente. Concretamente, procura-se resposta

para a seguinte questão: Em termos empíricos, existiu alteração no desempenho operacional do banco adquirente, face ao processo de F&A sobre a outra instituição bancária?

Vários estudos empíricos apontam no sentido de que o processo de F&A acrescenta valor às empresas envolvidas e/ou aos seus acionistas, já outros indicam que não existem diferenças relevantes no valor pós processo de F&A, sendo, no entanto, em maior número os estudos que apontam para uma destruição de valor após F&A. Existem ainda outros estudos, que apontam para resultados mistos, ou seja, em algumas das variáveis analisadas existe resultados positivos e em outras resultados negativos.

Estão a surgir mais recentemente vários estudos e artigos que concluem pela criação de valor nas F&A ocorridas a partir do ano 2008, curiosamente em plena crise económica e financeira mundial, despoletada pela crise bancária nos EUA, denominada *subprime*.

Assim, com o desenvolvimento deste estudo, pretende-se alcançar um melhor entendimento sobre os processos de F&A, procurando enquadrar como se processam e quais as motivações que levam empresas consolidadas a adquirir empresas com dificuldades financeiras.

No desenvolvimento do trabalho é utilizada a metodologia de estudo de caso empírico, onde é realizada uma análise financeira às duas instituições em estudo, mais concretamente ao Banco Internacional do Funchal, S.A. (BANIF), como instituição adquirida ao Banco Santander Totta, S.A como instituição adquirente. Esta análise é efetuada no período de 2011 a 2018, sendo objeto de análise o antes e depois do processo de F&A.

Para efetuar o estudo e com base na literatura existente, procedeu-se à análise de vários indicadores contabilísticos, mais concretamente indicadores de desempenho operacional e um indicador de análise de desempenho na ótica dos acionistas, onde serão utilizados 5 indicadores: - *Return on equity* (ROE), *Return on assets* (ROA), Valor da Empresa, Margem Financeira e, Equity Cash Flows Valuation (ECFV).

1.2. Estrutura

O presente trabalho está organizado em seis capítulos. No capítulo 1 é apresentada a definição, relevância, objetivos do trabalho e por fim a sua estrutura.

No capítulo 2, dedicado ao setor bancário português, é dada a conhecer uma parte da história, evolução e a consolidação da banca em Portugal.

No capítulo 3 apresenta-se o enquadramento teórico relativo à abordagem conceptual das F&A, onde são apresentadas definições de Aquisição e de Fusão, bem como os vários tipos de modelos existentes. Ainda no mesmo capítulo é analisado o impacto do desempenho operacional nos processos de F&A, através da análise de estudos elaborados por vários autores. Também são mostrados alguns estudos desenvolvidos em Portugal, sobre F&A ocorridas no nosso país.

De seguida no capítulo 4 é apresentada a componente empírica da dissertação, onde é caracterizada a amostra e a metodologia adotada.

No capítulo 5 é feita a apresentação dos resultados obtidos, bem como a sua respetiva análise.

Por fim, no capítulo 6 são apresentadas as principais conclusões obtidas com a realização do presente trabalho e também as suas limitações. São ainda apresentadas reflexões para futuras investigações na área da avaliação dos fundos de investimento.

CAPÍTULO II – O SECTOR BANCÁRIO PORTUGUÊS

2.1. Instituições Bancárias

As Instituições Bancárias ou simplesmente Bancos, como são geralmente mais conhecidos, têm como principal objetivo proporcionar segurança aos seus clientes, onde estes possam depositar e/ou levantar o seu dinheiro, bem como efetuar várias operações financeiras.

De acordo Almekhlafi, et al. (2016, pp. 25 - 30), um banco é “uma instituição financeira que tem como base a intermediação financeira, que consiste na captação de poupança, na forma de depósitos, que são posteriormente utilizados para o financiamento das necessidades dos agentes económicos que dele precisam, na forma de crédito.”

Os bancos desempenham um papel central nas economias dos países onde atuam, pois constituem o principal instrumento financeiro para a riqueza das famílias, e são os principais intermediários em países em desenvolvimento. Considera-se por isso, importante a manutenção da confiança no setor bancário a fim de evitar perturbações no setor financeiro, de modo a ter um crescimento económico saudável. O fraco desempenho do setor bancário pode gerar falência dos bancos, podendo também gerar uma crise no setor financeiro, causando um efeito negativo sobre o crescimento económico do país, algo perceptível no nosso país por diversas vezes nos últimos anos, sendo visível o impacto negativo que originou para a nossa economia.

2.2. Breve História da Banca em Portugal

O desenvolvimento do sistema bancário em Portugal esteve associado ao espírito regenerador presente aquando da introdução do liberalismo nas políticas iniciadas pelos governos de Fontes Pereira de Melo (1851-56 e 1871-86). Desta forma, aliado ao investimento público em infraestruturas e vias de comunicação que foram desenvolvidas no país, foi também neste período que foi dado um impulso ao desenvolvimento empresarial, criando legislação que permitisse a estimular a constituição de sociedades anónimas e, principalmente, estabelecimentos bancários e de crédito à indústria e à

agricultura. Esta intenção estava ligada ao aumento da necessidade de financiamento da parte do Estado português para poder executar a política de obras públicas desse período. Foi neste período que se começou a multiplicar a fundação de bancos emissores no país. O primeiro banco emissor a existir em Portugal foi o Banco de Lisboa, tendo sido fundado no ano de 1821, posteriormente foi substituído em 1846 pelo que hoje é a entidade máxima de regularização bancária no nosso país o Banco de Portugal.

Segundo Mendes (2002, pp. 14) “desde o século XX que o setor bancário português tem sofrido alterações por questões políticas, sociais e tecnológicas.” No período do Estado Novo (1933-1974) existiam cerca de 50 casas bancárias, assim designadas na época, as quais foram reduzindo o seu número devido a fusões e aquisições. Foi também nesta época que o país viveu os anos de ouro da economia e que permitiu desenvolver o tecido empresarial e industrial. Os bancos começaram a estabelecer regras uniformes entre si e para além dos depósitos começaram a desenvolver soluções de crédito. Após a Revolução de Abril de 1974 ocorreu a nacionalização dos bancos de capital português, situação que se manteve ainda durante a entrada de Portugal na União Europeia (1985-86). No entanto, com a crescente abertura do mercado português, para além dos 29 bancos nacionais, mais 30 bancos estrangeiros estavam representados em Portugal, o que levou a uma perda de quota de mercado dos bancos públicos e posteriores privatizações. A concorrência de bancos não-domésticos levou a concentrações de poder em determinados grupos nacionais e estrangeiros. A dispersão geográfica da rede de balcões também sofreu alterações. Os bancos começaram por ter agências, em áreas centrais, com grandes dimensões onde trabalhavam mais de 10 pessoas, face à reduzida informatização.

A partir do século XXI o número de agência bancárias era cada vez maior, pois houve a necessidade de tornar o banco um negócio local estando presente em vilas e aldeias, por forma a captar um maior número de clientes pela proximidade sendo a informatização dos serviços a nível interno uma condição facilitadora pois a necessidade de recursos humanos é menor. Atualmente, face à crescente utilização de canais digitais pelos clientes e os elevados custos decorrentes de uma tão alargada rede de agências, levou à redução do número destas, bem como a várias fusões & aquisições de bancos entre si.

2.3. A Evolução do Sector Bancário em Portugal

O sistema financeiro desempenha um papel importante nos diversos setores económicos existentes, sendo através dele que muitas empresas e contribuintes atingem os seus objetivos e executam o seu dia-a-dia. Este setor basicamente funciona em torno da poupança e do investimento, em que as poupanças são transformadas em financiamento que é canalizado para o mercado financeiro. Além disso, o sistema financeiro também dá uma importante contribuição no controlo da inflação para a redução do défice da balança comercial, para a diminuição do desemprego e também para o desenvolvimento da economia. Solow (1956, pp. 48 - 65) diz que “ao longo da história existiram muitos fatores a influenciar o progresso económico, sendo os mais importantes os tecnológicos, ideológicos e políticos.” Estas mudanças normalmente são acompanhadas de incrementos na produtividade das economias afetadas, sendo que a partir da existência dos mercados financeiros propriamente ditos, o crédito assumiu um papel de catalisador para o crescimento económico. Portugal não foi exceção e nas últimas décadas tem-se assistido a várias transformações profundas que o sistema financeiro português tem ultrapassado, muitas delas que têm modificado substancialmente o quadro jurídico, operacional e concorrencial em que o sistema bancário está a atuar.

Num estudo realizado por Antão (1997, pp. 89 - 93) é demonstrado que, no início dos anos oitenta, a situação de concorrência em quase todos os produtos na atividade bancária encontrava-se longe de ser considerada como ideal. Por sua vez, a diminuição do grau de concorrência observado durante o mesmo período, terá resultado menos do comportamento das instituições de crédito do que da existência de limitações administrativas muito fortes para o funcionamento do mercado. É neste sentido e apoiando-se nas palavras dos autores Caiado & Caiado (2006, pp. 125 - 154), que o setor bancário registou uma série de alterações profundas muito por culpa das forças que as motivaram, tais como:

- A globalização financeira (em que os efeitos deste fenómeno ainda se encontram em difícil situação de serem devidamente quantificados e avaliados, mesmo implementando sistemas de controlo adequados);
- A constante desregulamentação; a liberalização das taxas de juro;
- A revolução dos meios tecnológicos; multiplicação de novos concorrentes do domínio privado;

- Aumento da capacidade dos concorrentes aumentarem a gama de produtos e serviços.

Perante estas alterações, pode dizer-se que atualmente a banca portuguesa continua a sua evolução natural, sendo um sistema maduro que apresenta algumas lacunas como é natural, no entanto, não fica muito atrás dos sistemas bancários dos restantes países da União Europeia (U.E). A banca em Portugal, como não poderia deixar de ser, é influenciada sobretudo pela U.E, onde têm ocorrido alterações profundas nas últimas décadas, nomeadamente ao nível da desregulamentação e da liberalização, fatores estes que caracterizaram os desenvolvimentos recentes na banca portuguesa.

A liberalização e a abertura à iniciativa privada da banca potencializaram os efeitos dos níveis de atividade creditícia, da rentabilidade, da cobertura bancária, da intervenção nos mercados bolsista e cambial e da internacionalização das instituições. Esta situação ocorre, fruto das constantes evoluções do mercado e das necessidades dos consumidores.

A desregulamentação originou o desenvolvimento de novas estratégias ao nível da cooperação e concorrência das instituições financeiras, verificando-se o aparecimento recente de diferentes grupos financeiros, bem como processos de fusões e aquisições que têm ocorrido nas últimas décadas.

2.4. A Consolidação no Setor Bancário em Portugal

Nos anos noventa, o setor bancário português sofreu, por necessidade dos agentes económicos, importantes transformações, tendo sido a partir deste período que se começaram a implementar várias medidas importantes. Exemplo disso foi a racionalização da oferta bancária, que até este momento não existia. Os bancos portugueses passaram, assim, a operar num mercado mais alargado, fruto da entrada de Portugal no mercado europeu, existindo como consequência o confronto com novos concorrentes e novas formas de concorrência. Ao mesmo tempo a nível doméstico, foram encetadas operações de concentração com a finalidade de se obter dimensão e vantagem competitiva.

De acordo com fontes do Banco de Portugal (BP), apesar de o ano de 1999 ter sido caracterizado pela dinamização dos processos de reestruturação dos sistemas bancários europeus, através de F&A e alianças estratégicas, a concentração da atividade do setor

bancário avaliada pela quota de mercado dos cinco maiores grupos bancários europeus, sofreu uma diminuição.

No início do século XX, começou-se a verificar um aumento significativo da concentração da atividade doméstica por consequência das operações de F&A concretizadas. Os principais grupos ou instituições financeiras que na altura operavam em Portugal eram divididos em três segmentos:

- O primeiro segmento assentava principalmente na prestação de serviços: no mercado nacional, numa ótica de banca universal, e à exploração dos mercados externos (era o caso dos grupos Caixa Geral de Depósitos (CGD), Banco Comercial Português (BCP), Banco Espírito Santo (BES) e Santander/Totta (BST));
- O segundo segmento incorporava, também, grupos de banca universal, mas com um peso de serviços específicos importante (como por exemplo o grupo Banco Português de Investimento (BPI) que apostava, e ainda hoje aposta, no segmento do investimento e das empresas exportadoras);
- O terceiro segmento englobava um conjunto de instituições especializadas em mercados, de menor dimensão, desde o crédito imobiliário, casos do Banco Nacional de Crédito (BNC) e Banco de Investimento Imobiliário (BII), ao *merchand banking* e ao *investment banking* (Banco Santander Portugal, SA; Banco ESSI).

O grupo CGD era/é o maior grupo financeiro português, sendo um grupo público que pertence ao estado português e foi criado em 1976. Como não poderia deixar de ser, ao longo da sua existência já ocorreram várias F&A, das quais se destaca a fusão com o BNU e a Fidelidade. As várias F&A fizeram com que o grupo aumentasse a sua quota de mercado quer nos recursos captados, quer no crédito concedido e também a sua internacionalização.

O grupo BCP (BCP, Banco Português do Atlântico (BPA), Expresso Atlântico, Banco Pinto & Sotto Mayor (BPSM) e Banco Mello formou-se no ano de 1985 a partir do BCP, o qual adquiriu o BPA em 1995 e em 2000 o Banco Mello e o BPSM. O grupo conseguiu, desde 1997, o segundo lugar em termos de crédito concedido e de resultados. Como pontos fortes destes processos de F&A pode ser destacado uma boa solidez financeira, uma elevada taxa de rendibilidade e uma presença importante em todas as áreas de negócio.

O grupo Santander resultou da aquisição, por parte do Santander, do BTA no ano de 1999, posteriormente foi feita a F&A por parte do Crédito Predial Português (CPP) em 2005 e já no ano de 2015 o grupo voltou a efetuar uma F&A adquirindo o Banco Internacional do Funchal (BANIF). Mais recentemente, em 2017, volta a existir mais uma F&A desta vez com a aquisição do Banco Popular. Esta última F&A fez com que o grupo reformulasse a sua marca, deixando ao fim de quase 20 anos de conter a marca Totta, passando apenas a designar-se por Santander. Este é o maior grupo estrangeiro a operar no nosso país, tendo um forte posicionamento na vertente de crédito imobiliário e de investimento. Como pontos fortes do grupo, apontam-se a presença em áreas de negócio bancário importantes (com caráter de especialização), as elevadas quotas de mercado no que respeita ao Crédito Concedido e aos Recursos Captados e o grande potencial de crescimento nacional e internacional da atividade decorrente da existência do acionista espanhol (Banco Santander Central Hispano).

O grupo BPI surge na F&A de vários bancos, mais concretamente Banco de Fomento e Exterior (BFE), Banco Borges & Irmão (BBI), Banco Fonseca & Burnay (BFB) e por fim pelo BPI. Este grupo, foi o que avançou mais cedo para um grau de concentração mais elevado no panorama financeiro português e um dos que mais cedo avançou com o processo total de F&A, tendo-se efetivado a plena integração com o BFE, o BBI e o BFB já em 1998, com perda das marcas destes bancos. Basicamente nos dois anos posteriores ao processo de F&A, o grupo conseguiu concentrar e unificar as marcas, recorrendo a espaços físicos comuns, várias das suas atividades, como sejam o apoio informático, a sala de mercados, a corretagem, a gestão comercial dos segmentos de particulares e de empresas, o *leasing* e o *factoring*.

CAPÍTULO III – FUSÕES & AQUISIÇÕES

Nos últimos anos tem-se assistido a um fenómeno, cada vez mais comum de F&A. Vários autores têm-se debruçado sobre o estudo do tema para verificar em que consiste este fenómeno, que segundo um estudo elaborado pela Câmara do Comércio e Indústria Luso Brasileira (2019), tem vindo a crescer de ano para ano em média dez por cento, só em Portugal. A nível global foi anunciado durante a Conferência Mundial da *Baker Tilly International* que decorreu em outubro de 2019 em Singapura, que com base em vários estudos, é esperado que durante o ano de 2020 os processos de F&A continuem a crescer.

Para podermos perceber se as F&A têm sido bem-sucedidas ao longo da história, necessitamos naturalmente de medir os resultados. Para tal, existem normalmente dois tipos de medida:

- O desempenho financeiro, que assenta em estudos de eventos, analisando a evolução da cotação das empresas em bolsa no período em redor do anúncio e da concretização da operação;

- O desempenho operacional, que assenta o seu estudo na evolução de rácios de desempenho das empresas, sendo nesta métrica que será dada maior relevância no presente trabalho.

Neste capítulo irá, então, ser feita a abordagem ao tema das F&A, através de uma revisão bibliográfica.

3.1. Fusões

De uma forma clara e concisa, entende-se por fusão uma combinação de duas ou mais empresas numa só, passando os ativos das duas a serem geridos por apenas uma administração.

Segundo Vieito & Maquieira (2013, pp. 24 - 30),” ... fusão de empresas é o acordo estabelecido entre duas ou mais sociedades pré-existentes para formar uma unidade económica”.

Em termos de legislação portuguesa, de acordo com o artigo 97º do CSC “Duas ou mais sociedades, ainda que de tipo diverso, podem fundir-se mediante a sua reunião numa só. (...) A fusão pode realizar-se: a) mediante a transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra e a atribuição aos sócios daquelas de partes, ações ou quotas desta; ou b) mediante a constituição de uma nova sociedade, para a qual se transferem globalmente os patrimónios das sociedades fundidas, sendo aos sócios destas atribuídas partes, ações ou quotas da nova sociedade”. Por outras palavras, as fusões podem realizar-se mediante a transferência global do património da(s) sociedade(s) adquirida(s) para a sociedade adquirente, a qual deve atribuir aos sócios da(s) sociedade(s) adquirida(s) partes, quotas ou ações; ou podem realizar-se através da constituição de uma nova sociedade.

Bastardo & Gomes (1991, pp. 20 - 45) define ainda fusão como “uma operação que compreende a absorção de uma sociedade por outra, recebendo a empresa absorvente um conjunto de créditos (direitos sobre terceiros e bens ativos) e de débitos (responsabilidades para com terceiros) da empresa absorvida”. O autor distingue juridicamente os conceitos de fusão e de aquisição, correspondendo ambos a duas formas de combinação de empresas.

3.1.1. Tipos De Fusões

Existem diferentes tipos de F&A, sendo por isso muito importante conseguir distinguir os diferentes tipos de F&A existentes, uma vez que as principais razões que explicam devidamente cada operação, assim como as suas consequências, divergem em função do tipo de fusão em análise.

Neste sentido, segundo os autores Brealey, Myers e Allen (2011, pp. 78 - 81) e Ferreira (2002, pp. 37 - 42), as fusões podem ser definidas de acordo com várias perspetivas, nomeadamente sob o ponto de vista económico e jurídico. Numa perspetiva económica são as seguintes:

- **Fusão Horizontal** – Esta fusão resulta da união entre empresas que exercem a mesma atividade ou operam na mesma indústria. Geralmente é a que ocorre mais. Este tipo de fusão cria uma maior preocupação por parte dos governos devido ao efeito negativo que estas originam, uma vez que costuma causar instabilidades no mercado concorrencial. Ao existirem F&A em empresas do mesmo setor, pode existir um efeito negativo sobre outros agentes económicos

uma vez que ao existir uma diminuição do número de empresas presentes num dado segmento de mercado, maior é a probabilidade de existir uma situação monopolística. As razões para avançar com este tipo de fusão prendem-se maioritariamente com o intuito de seguir a teoria da Maximização do Valor e a Teoria da Gestão.

- **Fusão Vertical** – Esta fusão ocorre normalmente entre empresas dentro do mesmo ramo/indústria e permite explorar as atividades afins ou complementares, podendo ser para cima (a montante – em direção aos fornecedores) ou para baixo (a jusante – em direção aos distribuidores/clientes). Os principais motivos que levam a optar pela fusão vertical centram-se na redução dos custos, no aumento da eficiência, obtenção de economias de ordem tecnológica e acesso assegurado aos mercados.
- **Fusão em Conglomerado** – Envolve empresas em que o principal papel das entidades compradoras é o de explorar atividades/mercados não relacionados, procurando, assim, uma diversificação de investimentos. Os objetivos deste tipo de fusões prendem-se essencialmente com o aproveitamento de oportunidades, flexibilidade, versatilidade, segurança e gestão de risco. Numa perspetiva mais económica, o principal motivo reside na redução do risco empresarial através da diversificação.
- **Fusão Concêntrica** – São acordos entre empresas que se situam em ramos de atividades diferentes, mas relacionados pelo mercado ou tecnologia e têm como objetivo a obtenção de ganhos provenientes de situações comuns. As razões surgem com a possível obtenção de ganhos (sinergias) provenientes de exploração e desenvolvimentos em áreas comuns, na entrada em novos mercados, com a ampliação de linha de produtos e com a diversificação do risco.

Numa perspetiva jurídica, os tipos de fusões que envolvem duas ou mais sociedades podem realizar-se por duas formas distintas:

- **Por incorporação** – surge através da transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra que se designa sociedade incorporante. Esta entrega por contrapartida aos sócios ou acionistas das empresas incorporadas, quotas ou ações representativas do seu capital social, na base do valor atribuído durante as

negociações, previamente realizadas, ao património das empresas alvo em relação ao valor da incorporante;

- **Por concentração** – remete para a constituição de uma nova sociedade para a qual se transferem os patrimónios das empresas fundidas e se atribuem aos sócios e acionistas da nova empresa as respetivas partes de capital em função do valor atribuído durante as negociações feitas no período pré-fusão a cada uma das empresas a serem fundidas na nova sociedade. Segundo o autor, e nesta perspetiva jurídica, normalmente as empresas contratantes não sobrevivem havendo, no entanto, um conjunto de alternativas a este processo padrão.

3.2. Aquisições

Com a existência de aquisições a empresa adquirente geralmente pretende alcançar o controlo total ou parcial (parte minoritária) do capital de uma empresa/instituição. Se olharmos para uma perspetiva meramente económica, através da aquisição, a empresa adquirente consegue obter uma posição de controlo na sociedade adquirida e, por essa via, passa a controlar os ativos de ambas as empresas envolvidas, conseguindo assim aumentar a sua quota de mercado. Numa aquisição a empresa adquirente irá assumir automaticamente as políticas financeiras e operacionais da empresa adquirida sempre que detenha mais de 50% do poder de voto ou porque estabeleceu um contrato com outros acionistas que lhe permite eleger um conselho de administração da sua total confiança. Por norma, esta compra dos ativos e passivos ou de participações sociais só pode acontecer quando, previamente, estes são avaliados a justos valores. Posteriormente, surge a fase de negociação que é realizada após uma completa avaliação de ambas as empresas, definindo um intervalo de valores onde se irá colocar um preço final consideravelmente justo.

Segundo Ferreira (2002, pp. 30 - 35), as aquisições “... têm implícito o objetivo de controlar total ou parcialmente uma empresa”. Ainda segundo Ferreira (2002, pp. 36 - 38), as fusões são consideradas “... ações voluntárias de organizações...”, levando “... à criação de uma nova entidade e ao desaparecimento das empresas que lhe deram origem ou à sua transformação em subsidiárias ou divisões.”

O autor defende que uma das principais características das aquisições é a versatilidade que estas permitem, uma vez que as aquisições possibilitam o aumento da

presença e do poder nos mercados onde as empresas adquirentes atuam. Estas também permitem igualmente a entrada em novos mercados e segmentos, obtenção de novos recursos tecnológicos e o desenvolvimento das capacidades de administração.

No que concerne às fusões, têm como principais objetivos a obtenção de sinergias e a expansão das organizações, de modo a que a estas tenham capacidade para fazer face a alterações externas, nomeadamente ao nível concorrencial. Comparando o processo de aquisição com o processo de fusão, podemos verificar que o processo de aquisição é mais moroso que o processo de fusão, uma vez que exige uma maior negociação e estratégias bem definidas.

3.3. Razões para a existência de Fusões & Aquisições e as suas teorias

Existem vários fatores que levam as organizações a iniciarem processos de F&A, no entanto, dois dos principais fatores que originam essa decisão é a criação de valor para os acionistas e o aumento da quota de mercado. No entanto, nem todos os processos de F&A, criam o valor esperado pelos acionistas, embora sejam situações que não ocorrem na maioria das vezes. Para tentar explicar essas razões, existem várias teorias que, segundo os autores Martynova & Renneboog (2005, pp. 43 - 48), tentam explicar o fenómeno cada vez mais crescente de F&A que temos vindo a observar nos últimos anos. Ao longo dos tempos, têm sido desenvolvidos vários modelos que ajudam a perceber o processo de F&A, sendo eles os modelos neoclássicos, modelos centrados no comportamento e os modelos de *market timing*.

3.3.1. Modelos Neoclássicos

Esta teoria tem como principal premissa o facto de as empresas reagirem naturalmente às mudanças do mercado, ou seja, as empresas assistem à evolução dos mercados com normalidade e tentam ajustar-se da melhor maneira possível.

Sudarsanam (2003, pp. 435 - 450), considera que as ondas de F&A são provocadas pela reação das empresas a choques no ambiente que as rodeia, tais como o surgimento de novas tecnologias e mercados, nova legislação e desregulamentação. Foi partir deste

argumento que foi desenvolvido por Rousseau & Jovanovic (2002, pp. 219 - 225), o modelo *Q-Theory of Mergers* que deriva do conhecido “q de Tobin”. Este modelo, afirma que as alterações económicas e tecnológicas acabam por causar uma maior dispersão nas oportunidades de crescimento das empresas (medida pelo rácio Q). Assim, acabam por se tornar num incentivo à realocação de capital às empresas mais produtivas sendo que as empresas com maior Q adquirem as de menor Q.

Posteriormente, ainda dentro do modelo neoclássico, surge o Modelo Político, Económico, Social e Tecnológico (PEST). Este modelo foi proposto por Sudarsanam (2003, pp. 435 - 450), vindo reforçar a teoria neoclássica existente, uma vez que acrescenta à abordagem anterior a análise Política, Económica, Social e Tecnológica (PEST). Apostando também, uma vez mais, no facto das alterações no meio envolvente das empresas poderem dar origem ao início de uma nova onda de F&A.

3.3.2. Modelos centrados no comportamento

Os modelos centrados no comportamento são modelos que surgem para tentar explicar o facto de nos processos de F&A existir evidência empírica de que muitas das operações se revelaram destruidoras de valor. Quer com isto dizer que para alguns autores nem todas as operações criam valor para empresa e pelo contrário até destroem valor. Sendo que muitos autores defendem nas suas análises que um dos fatores para esta situação é o comportamento dos gestores.

Estes modelos dividem-se em três teorias:

- **Teoria de Agência:** esta teoria é um pouco antiga, tendo sido numa primeira fase desenvolvida por Jensen & Meckling, (1976). Posteriormente, Jensen (2004), explica a existência de F&A destruidoras de valor com base nesta teoria, afirmando que os gestores têm incentivo em fazer crescer as empresas que gerem para além da sua dimensão, uma vez que esse crescimento amplia o seu poder, aumentando os recursos sob a sua gestão. O crescimento está geralmente associado ao aumento das remunerações dos gestores, uma vez que estas, estão ligadas ao aumento do volume de negócios das empresas. Esta diferença de interesse entre os gestores e acionistas provoca os chamados custos de agência.

- **Teoria de *Hubris***: esta teoria foi desenvolvida por Roll (1986), onde explica que quando existe orgulho, arrogância ou excesso de confiança por parte dos gestores da empresa adquirentes, estes acabam por efetuar propostas de compra por valores superiores ao valor de mercado, ainda que a empresa alvo esteja já sobrevalorizada. Estes erros de avaliação conduzem a negócios em que a empresa adquirente paga demais pela empresa alvo.
- **Teoria de *Herding***: esta teoria, segundo Scharfstein e Stein (1990), assenta na premissa de que, sob determinadas circunstâncias, os gestores simplesmente imitam as decisões de investimento de outros gestores, ignorando substancial informação privada. Ou seja, ao surgirem as primeiras F&A bem-sucedidas irá fazer com que outras empresas imitem as primeiras efetuando transações idênticas. Ora, uma vez que o seu principal objetivo é imitar o líder, em vez de tomar decisões assentes numa lógica económica, muitas destas decisões sofrerão naturalmente de *herding*.

3.3.3. Modelos de *Market Timing*

Recentemente, surgiram dois novos modelos, que explicam a ocorrência de F&A em que um dos principais fatores de os gestores das empresas tentarem tirar um maior partido do momento em que o mercado acionista esteja a sobrevalorizar as empresas por si geridas, ou seja, tentam tirar partido de alguma ineficiência temporária nos mercados financeiros, para que efetuem operações de F&A.

Um dos modelos denominados de *market timing* existentes, foi desenvolvido por Shleifer & Vishny (1991). Os autores defendem que a atividade de F&A tem origem no facto dos gestores aproveitarem uma ineficiência de mercado temporária e que esta assenta no facto dos mercados tendencialmente sobrevalorizarem as ações no curto prazo. Sendo que essa sobrevalorização não é idêntica para todas as ações, criando assim a oportunidade dos gestores das empresas mais sobreavaliadas adquirirem empresas subavaliadas. Estas aquisições são efetuadas utilizando as ações da empresa adquirente como forma de pagamento, aproveitando assim a sobreavaliação das mesmas, que tendencialmente será corrigida no longo prazo. Para além disso, existe outro pressuposto, que assenta principalmente no facto dos gestores das empresas adquiridas maximizarem os seus

próprios benefícios no curto prazo em detrimento dos benefícios dos acionistas a longo prazo.

Já Rhodes-Kropf & Viswanathan (2004), defendem um modelo muito idêntico ao anterior, no entanto, com uma diferença: as motivações dos gestores segundo os autores são diferentes, ou seja, os autores argumentam que os gestores das empresas adquiridas aceitam receber ações das empresas adquirentes como forma de pagamento. Não para maximizar o seu próprio benefício no curto prazo, mas fazem-no no interesse dos acionistas da empresa que gerem. Isto acontece porque os gestores da empresa adquirente tendem a sobreavaliar as sinergias que serão criadas com a aquisição, principalmente quando estamos perante uma expansão de mercado e a incerteza sobre a real valia da empresa adquirida é maior. Ou seja, a sobreavaliação da empresa adquirente acaba por ser compensada, ou mais que compensada, pelo prémio de aquisição.

3.4. Economias de Escala e de Gama

As instituições bancárias, nomeadamente as portuguesas, baseiam a sua política de crescimento, quer internamente quer através do processo de F&A e de acordos de cooperação, na necessidade de adquirirem dimensão suficiente para conseguirem sobreviver no mercado da União Europeia por via de economias de escala. Se o crescimento da escala de produção for baseado num crescimento menor dos fatores de produção, então os consequentes custos mais baixos promoverão, no longo prazo, uma situação tendencialmente de monopólio natural onde surgirão bancos de maior dimensão e mais eficientes.

Economias de escala resultam de uma maior eficiência de custos e são mais expectáveis em operações de concentração horizontais e em operações de concentração do tipo fusão.

3.5. Sinergias nas Fusões e Aquisições

Cox (2006), define sinergias “como uma combinação de dois elementos de forma que o resultado dessa combinação seja maior do que a soma dos resultados que esses elementos teriam separadamente”.

As sinergias representam para a maioria dos autores, a principal motivação para a realização de F&A, sobretudo nas empresas do mesmo setor. Cox (2006) defende que as sinergias podem surgir de diversas formas: devido à amortização de custos fixos num volume de produção superior (o que reduz o custo médio por unidade), devido à existência de economias de escala ou gama, e, por fim, devido à poupança fiscal. No entanto, a possibilidade de aumentar o poder de mercado, através do aumento da quota de mercado, bem como a diversificação de ativos (no caso de empresas de diferentes setores), são também motivações para a realização de fusões, segundo o autor.

Neves (2002, pp.74) refere que “a sinergia ocorre, na fusão e aquisição de empresas, quando estas, em gestão comum, valem mais do que a soma das duas empresas em gestão autónoma.”

O objetivo principal de uma empresa, consiste em maximizar a rentabilidade para os seus acionistas. Muitas das vezes, as organizações para maximizar a rentabilidade para os seus acionistas recorrem ao processo de F&A. A forma de avaliar e quantificar o resultado das F&A incide sobre o apuramento prévio das sinergias que poderão vir a ser alcançadas entre as empresas intervenientes no processo.

3.5.1. Tipos de Sinergias

Vários autores defendem nas suas obras que existem tipos de sinergias que se obtêm nos processos F&A em função do seu estudo, interpretação e análise, verificando-se diferentes expressões e exposição do tema.

De acordo com Neves (2002, pp.76), existem, basicamente, três tipos de sinergias:

- Universais;
- Endémicas;
- Únicas.

De um modo geral, as sinergias universais são as sinergias que qualquer empresa adquirente poderá obter, tendo como pressuposto que detenha a respetiva capacidade de gestão e recursos adequados. Este tipo de sinergia pode ser implementado por todas as organizações adquirentes, pelo que o preço a oferecer poderá absorver uma parte relevante do valor dessa sinergia. Nestas situações, os acionistas da empresa-alvo do processo de F&A serão, essencialmente, os mais beneficiados.

Passando para as sinergias endémicas, estas podem ser obtidas apenas por algumas das empresas adquirentes, ou seja, nem todas as empresas poderão obter este tipo de sinergias. Este tipo de sinergia pretende que exista uma repartição equitativa do valor entre a empresa adquirente e a empresa-alvo.

As sinergias únicas, são sinergias que podem ser obtidas somente por uma empresa adquirente ou por uma empresa-alvo, em função das características particulares que ambas as empresas têm na sua articulação. A empresa beneficiária deste tipo de sinergia será a empresa que for detentora dos recursos que determinam a sinergia única, obtendo assim, uma parte significativa da sinergia.

No entendimento de Neves (2003, pp.80), “o preço de oferta ideal tenderá a incluir nele toda a sinergia universal, parte da sinergia endémica, toda a sinergia única assimilável pelo vendedor e nenhuma sinergia única assimilável pelo comprador.”

Ferreira (2002, pp. 315) estabelece uma relação direta entre os tipos de sinergia e os vários tipos de processos de F&A.

O autor evidencia os seguintes grupos de sinergia:

- Crescimento e de mercado;
- Coligação ou conluio;
- Operacional;
- Administração;
- Financeira.

Nas sinergias de crescimento e de mercado a obtenção de ganhos efetivos de dimensão não se verifica somente pela simples junção entre as duas ou mais empresas. É fundamental que a combinação entre as empresas seja adequada e que a nova empresa possua capacidades e competências que permitam o aumento de dimensão operacional e expansão geográfica com a conquista de novos mercados. Ferreira (2002, pp. 324), evidencia que no extremo do sucesso se possa mesmo “criar uma nova indústria.” Este tipo de sinergia é baseado pelos rendimentos ou proveitos. É nos processos de F&A

Horizontais, Concêntricas e Conglomerados Estratégicos onde ocorrem com maior frequência as sinergias de crescimento ou de mercado.

3.6. Desempenho Operacional

Healy, et al. (1991, pp. 87) defendem que o desempenho operacional “é uma medida utilizada para avaliar o desempenho antes e depois dos processos de F&A, recorrendo à evolução dos rácios contabilísticos das empresas”. Esta medida de avaliação de desempenho foi desenvolvida nos anos 70, sendo Meeks (1977, pp. 40) considerado por diversos autores como o pioneiro na utilização de medidas de desempenho operacional no estudo de processos de F&A.

3.7. Cash flow return

O Cash Flow Return é uma métrica do valor, criada e desenvolvida conjuntamente pelo Boston Consulting Group e pela Holt Value Associates, empresas de consultoria sediadas em Boston e Chicago, respetivamente. A presente metodologia foi criada com o objetivo de se constituir num instrumento de análise de criação de valor.

Esta estratégia, segundo Deimler & Whitehurst (1999, pp. 4-8), é utilizada pelas empresas como um processo de avaliação de como estas aplicam os recursos disponíveis, numa ótica de longo prazo.

Cash flow return (CFR), ou retorno de fluxo de caixa, é obtido através da divisão do fluxo de caixa operacional pelo capital próprio contabilístico, como medida de geração de valor, sendo que o CFR, ao contrário do ROE, não é afetado pelas amortizações nem pelo goodwill.

$$\text{CFR} = \frac{\text{FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL}}{\text{CAPITAL PRÓPRIO CONTABILÍSTICO}} \quad (3.1)$$

~

3.8. Impacto positivo no desempenho das empresas no processo de F&A

Meeks (1977, pp. 32), ao longo das suas pesquisas sobre o tema, conseguiu analisar mais de duzentas fusões no Reino Unido entre 1964 e 1972, levando-o à conclusão de que as empresas, após o processo de F&A, apresentaram sempre uma quebra nos resultados operacionais. Para chegar a esta conclusão, o autor utilizou nas suas pesquisas como principal medida de desempenho o *Return on Assets* (ROA).

Ao longo dos últimos anos, vários autores têm vindo a estudar o impacto do desempenho operacional no processo de F&A. Desses autores, existem 2 que se destacam pela importância dos seus estudos: Ravenscraft & Scherer (1987, pp. 45 - 85). Os autores, no desenvolvimento das suas pesquisas, analisaram um total de 471 ofertas públicas de F&A entre os anos 1950 e 1977. Como principais resultados puderam concluir que na mesma linha de Meeks (1997, pp. 40 - 51), as empresas apresentavam um declínio de resultados após o processo de F&A. No entanto, ao contrário de Meeks, os autores utilizaram como medida de desempenho operacional o *Return on Equity* (ROE). Healey et al. (1992, pp. 25), entre os anos de 1979 e 1984, analisaram as 50 maiores fusões ocorridas na história dos Estados Unidos da América (EUA). Como principais variáveis de análise recorreram à utilização de *cash-flows* operacionais. Os autores conseguiram concluir que o desempenho operacional das empresas adquirentes melhorou significativamente após o processo de F&A.

Também Manson, et al. (2000, pp. 87 - 95) investigaram os 44 maiores processos de F&A ocorridos no Reino Unido entre os anos de 1985 e 1987. Tal como os autores Healy et al. (1991, pp. 102), utilizaram como metodologia de investigação os *cash-flows* operacionais, chegando também à conclusão de que as empresas adquirentes obtiveram um aumento significativo do seu desempenho operacional.

Gugler, et al., (2003, pp. 625-653), analisaram um conjunto de processo de F&A por todo o globo ao longo de 15 anos, efetuando comparações entre a rentabilidade das empresas que foram adquiridas e das que sofreram só processos de fusão. Ao terminarem o seu estudo, os autores concluíram que existiram aumentos significativos nos lucros das empresas, mas com uma redução das vendas.

Abdul & Limmack, (2004, pp. 297-578) analisaram, entre 1988 e 1992, o processo de F&A de 97 empresas adquirentes cotadas em Kuala Lumpur *Stock Exchange* (KLSE). No total, os autores analisaram 117 empresas, das quais 114 não eram cotadas e 3 estavam

cotadas em bolsa. Os autores revelaram uma melhoria do desempenho combinado das empresas após a F&A, sugerindo que o aumento do desempenho é conduzido por um aumento da produtividade dos ativos e também por um maior nível de “*cash-flows*” por unidade vendida.

Powell & Stark, (2005, pp. 293-317) investigaram 191 processos de F&A no Reino Unido que ocorreram entre 1985 e 1993, utilizando como variável de análise a margem financeira. Esta variável trata de ajustar o EBITDA de cada empresa pelas necessidades de fundo de maneo *working capital*. À semelhança dos resultados obtidos por Healy et al. (1991, pp. 103), concluíram pela melhoria significativa ao nível do desempenho operacional.

Rani, et al., (2015, pp. 360-382), num estudo recente, analisaram um conjunto de 383 empresas na Índia, que estiveram envolvidas em processos de F&A, entre 2003 e 2008. A evidência empírica do estudo, revelou que as empresas adquirentes, obtiveram um melhor desempenho financeiro pós-F&A. Segundo os mesmos, as empresas adquirentes beneficiam das sinergias resultantes da operação, tais como maior controlo dos gastos, especialmente no custo da mercadoria vendida e da matéria consumida, gastos com pessoal e outros gastos operacionais.

3.9. Impacto negativo no desempenho das empresas no processo de F&A

O processo de F&A é um processo complexo e nem sempre existe o sucesso pretendido pelas empresas adquirentes. Nessa perspetiva, vários autores chegaram a várias conclusões negativas nos seus estudos acerca do processo de F&A.

Martynova & Renneboog, (2005, pp. 425 - 432) foram uns dos autores que chegaram a essa conclusão, quando estudaram 155 processos de F&A entre os anos de 1997 e 2001. No entanto, estes autores não se dedicaram a estudar empresas do mesmo país, efetuaram comparações entre empresas da Europa e dos EUA. Os autores empregaram essencialmente 2 medidas de *cash flow*: *cash flow return* e o *cash flow return to equity valuation*. Por forma a ajustar as diferenças de tamanho entre as empresas, os autores dividiram as medidas de desempenho pelo total dos ativos e pelo total das vendas. Para isso, utilizaram a metodologia de Healy et al. (1992, pp. 104), de forma a isolar o efeito da indústria e, alternativamente, foi feita uma comparação da amostra por setor, tamanho dos

ativos e por medida de desempenho. Assim, os autores analisaram a evolução do desempenho das empresas 3 anos antes e 3 anos após as F&A e verificaram que não existiam alterações significativas no desempenho das empresas. Constataram que tanto as empresas adquirentes como as empresas adquiridas apresentavam um melhor desempenho antes das atividades de F&A e a rentabilidade das empresas combinadas diminuiu significativamente após estas operações. Verificaram ainda que as F&A que envolviam empresas adquiridas relativamente grandes tiveram um impacto negativo no desempenho operacional das empresas.

Pazarskis, et al., (2011, pp. 211-229) estudaram o impacto das F&A no desempenho operacional de 50 empresas gregas com operações ocorridas entre 1998 e 2002, no entanto, estes autores apenas efetuaram um estudo empírico. Para isso, recorreram a rácios de rentabilidade para medir o sucesso operacional das empresas, a rácios de liquidez para avaliar a capacidade de, no curto prazo, as empresas pagarem as suas dívidas e atenderem às necessidades inesperadas e, por último, a rácios de solvabilidade para medir a capacidade das empresas em cumprir com os compromissos de longo prazo. Analisaram a evolução do desempenho e os resultados indicavam que o desempenho operacional das empresas diminuiu no período pós-aquisição.

Mantravadi & Aileni, (2008, pp. 345-351) analisaram 118 processos de F&A ocorridos entre empresas Indianas de 1991 a 2003. O objetivo deste estudo era avaliar o desempenho operacional das empresas antes e depois das atividades de fusão. Com recurso a 6 índices financeiros e operacionais: margem de lucro operacional; margem de lucro bruto; margem de lucro líquido; retorno sobre o património líquido; retorno do capital empregado; e por fim, rácio dívida-capital, analisaram a evolução do desempenho das empresas. Os resultados obtidos levaram os autores a concluir que existiu uma deterioração do desempenho após os processos fusões.

Grigorieva & Petrunina , (2015, pp. 377-403) analisaram um total de 80 processos de F&A ocorridos em mercados de capitais emergentes entre os anos de 2003 e 2009. Os autores tinham como objetivo verificar se o desempenho das empresas melhorava no período pós-F&A. Para tal, utilizaram como indicador de desempenho o retorno do ativo, retorno das vendas, retorno do ativo e o retorno das vendas ajustado pelo ativo corrente. Como *benchmarking* calcularam o desempenho mediano da indústria. Pela análise à evolução do desempenho operacional durante 2 anos verificaram uma deterioração no

período pós-F&A. Contudo, as operações realizadas em períodos de crise apresentavam um impacto positivo no desempenho das empresas.

Rao-Nicholson, et al., (2016, pp. 373-387) num estudo mais recente, estudaram 57 processos de F&A nos países da Associação de Nações do Sudeste Asiático no período de 2001 a 2012. O objetivo da investigação era perceber qual o desempenho destas empresas após as operações de F&A. Para tal, empregaram uma medida de *cash flow*, o EBITDA, e deflacionaram-na pelo total do ativo e pelas vendas das empresas. A fim de isolar o impacto das F&A no desempenho, os autores utilizaram 2 medidas de *benchmarks*, uma com base na indústria (sugerido por Healy et al. (1992, pp. 105) e a outra com base na indústria, no tamanho e no desempenho pré-F&A das empresas. Começaram por analisar a evolução do desempenho operacional 3 anos antes e 3 anos após a aquisição e verificaram uma deterioração do desempenho no período pós-aquisição. Posteriormente, recorreram a um modelo de regressão linear e concluíram que as operações realizadas durante as crises estavam associadas a um melhor desempenho.

Em Portugal existem vários estudos sobre o processo de F&A no setor industrial. Temos, por exemplo, estudos no setor das Telecomunicações onde o autor desenvolveu um estudo sobre 4 empresas. Chegou à conclusão de que as empresas adquirentes conseguiram aumentar o seu desempenho operacional. Para isso, o autor desenvolveu um estudo de caso onde analisou o impacto do processo de F&A a nível interno na empresa, mais propriamente no ganho de sinergias e no aumento da quota de mercado.

3.10. Fusões & Aquisições no Setor Bancário

Os estudos sobre o setor bancário são naturalmente mais reduzidos, dado tratar-se de um setor específico de atividade. No entanto, mesmo assim ainda existe um número considerável de estudos nesta área, sendo que a maioria deles se baseia na análise financeira, existindo alguns que se focam apenas no desempenho como a eficiência de custos e de proveitos. Muitas vezes é difícil separar os resultados obtidos pelas medidas de eficiência de custos e/ou proveitos dos resultados obtidos pelos rácios contabilísticos, ocorrendo algumas vezes que os autores no mesmo artigo cheguem a conclusões contraditórias.

Segundo Becalli & Frantz, (2009, pp. 203-226), a evidência empírica sugere que os processos de F&A na banca dos EUA não tiveram influência positiva no desempenho operacional dos mesmos. Na generalidade, os estudos apresentam resultados mistos e muitos não conseguem sequer demonstrar uma clara relação entre os processos de F&A e o desempenho. Os mesmos autores afirmam que em relação ao impacto das operações na banca europeia a evidência empírica é muito escassa, apresentando também resultados mistos. Se forem utilizados apenas os rácios contabilísticos como medida de desempenho, é possível verificar em alguns artigos de relevo relacionados tanto com a banca dos EUA, como com a banca europeia, a existência de resultados mistos.

Em relação aos EUA, segundo Rhoades, (1993, pp. 411-422), que em 1990 estudou operações de concentração de bancos entre 1981 e 1986 e em 1993 estudou 13 processos de F&A, tendo que concluído os processos de F&A não influenciaram o desempenho operacional dos bancos. O mesmo autor, também estudou os processos de F&A na Europa, ao analisar 14 processos no Reino Unido. Olhando externamente para o processo, na ótica do desempenho operacional, o autor chegou à conclusão de que os bancos adquirentes obtiveram ganhos consideráveis com a operação.

Em Portugal, apesar de já terem sido elaborados alguns trabalhos sobre o tema, os resultados não têm sido conclusivos.

Humphrey & Akhavein, (1997, pp. 173-179) analisaram 25 processos de F&A, ocorridos nos EUA na década de 1980, sendo que para isso usaram uma técnica paramétrica. Os resultados sugeriram que os processos de F&A bancários ocorridos na década de 1980 nos EUA melhoraram significativamente a eficiência do lucro das empresas adquiridas. Analisando a medida da eficiência do lucro dos bancos adquirentes, existiu um aumento de 74% para 90% do lucro, resultados bem superiores àqueles associados à eficiência de custo. Os autores apresentam como explicação o facto de as medidas de eficiência de lucro incluírem tanto os efeitos no custo devido às mudanças nos insumos, bem como os efeitos na receita devido às mudanças nos produtos que ocorrem após uma fusão.

Tripe, (2001, pp. 147-152) utilizou um modelo não-paramétrico ao estudar impacto de 6 processos de F&A bancárias na Nova Zelândia entre os anos de 1989 e 1998. Para isso, os autores utilizaram a técnica Análise Envoltória de Dados (DEA). Esta técnica conjugou 5 rácios contabilísticos de três formas diferentes. Os resultados mostram que nem todos os bancos compradores foram mais eficientes que seus bancos adquiridos.

Berger, (2002, pp. 287-297) investigou vários processos de F&A no EAU; para isso, analisou os efeitos sobre a eficiência de custo e sobre a eficiência de lucro dos bancos adquirentes. Para isso, utilizaram a abordagem *Stochastic Frontier Approach* (SFA), estimando as eficiências de custo e de lucro para uma amostra de 1640 bancos, alvos do processo de F&A num período de 1986 a 2000. A técnica não-paramétrica DEA foi usada para avaliar a estrutura de produção dos bancos que participaram e dos bancos que não participaram de fusões. Os resultados mostram que, a eficiência de custo dos bancos que participaram do processo de fusão (89%) foi maior, em média, que a dos que não participaram (82%). Quanto à eficiência de lucro, os primeiros obtiveram um valor de 67% contra 52% dos bancos que não participaram do processo de fusões.

Gandur, (2003, pp. 458-462) utilizou uma estimativa de custo para quantificar o nível de ineficiência do setor bancário colombiano entre 1992 e 2002. O autor analisou os vários determinantes da ineficiência da indústria bancária, uma vez que esta sofreu grandes transformações durante esse período, como resultado de mudanças regulatórias e da crise financeira do final do século XX. Para desenvolver este estudo, o autor utilizou o método paramétrico DFA. Assim, contruiu uma fronteira estocástica de custo e o modelo de efeitos na ineficiência, a partir de um painel de dados, com informações trimestrais de junho de 1992 a setembro de 2002. Ao analisar os dados de 28 instituições que sofreram processos de F&A, os resultados mostraram uma melhoria da eficiência de custo no período estudado de cerca de 63%.

Régis, (2001) utilizou também a técnica DEA para analisar a eficiência de custo dos bancos no Brasil. O autor no seu estudo utilizou uma amostra de 160 bancos que representavam 96,62% do total de ativos do sistema bancário do país. Como variáveis foram utilizados capital próprio, ativo líquido, depósitos e outras fontes de recursos (empréstimos, títulos, etc.). Todos os dados são referentes a dezembro de 1999. Os resultados mostram um nível médio de eficiência de custo de 60,53%. Com este estudo o autor também pode chegar à conclusão de que os bancos com capital estrangeiro apresentavam níveis superiores aos bancos nacionais brasileiros. Os resultados mostraram um aumento contínuo do nível de eficiência de custo, à medida que se avaliou a eficiência dos grupos de pequena, média e grande dimensão.

Silva & Neto, (2002, pp. 577-619) investigaram a existência de economias de escala no setor bancário brasileiro no período de 1995 a 1999, fruto dos processos de F&A. Ao todo, analisaram os processos de F&A de 59 instituições bancárias. Os autores também

analisaram a evolução da eficiência de custo no tempo, comparando-a entre bancos conforme a estrutura de propriedade. Calcularam as economias de escala para todos os processos em análise e os resultados obtidos mostraram que a ocorrência de economias de escala nos bancos revela que, independentemente do tamanho dos bancos, existiu o aumento de economias de escala.

Scholes & Williams, (1977, pp. 309-327) investigaram se o lucro financeiro das instituições bancárias pode ser explicado pelos processos de F&A e se isso ocorreria só em instituições privadas ou públicas. Assim, os autores utilizaram um modelo de regressão logística, onde analisaram uma amostra de 192 bancos entre os anos de 1992 a 2005, tendo classificado os bancos em 2 categorias: bancos nacionais e bancos estrangeiros. Os resultados mostram que os bancos com piores resultados financeiros e mais pequenos têm tendência a serem alvos de F&A por parte de bancos com maior capacidade.

Jensen & Meckling, (1976, pp. 5-50) efetuaram uma série de pesquisas empíricas, realizadas nos EUA nas últimas décadas, sobre o efeito do processo de F&A no valor das empresas adquiridas. As pesquisas consistiram em estudos de eventos que procuraram obter estimativas sobre variações anormais ocorridas nos preços das ações das empresas envolvidas em processos de F&A. Os autores concluíram que os acionistas das empresas adquirentes obtêm, em média, retornos anormais significativamente inferiores aos alcançados pelos acionistas das empresas adquiridas.

CAPÍTULO IV – METODOLOGIA

4.1. Introdução

Ao analisar a literatura, é possível encontrar diversas abordagens relacionadas com os processos de F&A de empresas em geral, mas também existe literatura só focada nas F&A ocorridas no setor bancário. No geral, o que se pretende é avaliar o comportamento de indicadores face às realidades criadas pelo processo de F&A. O processo de escolha de indicadores é condicionado pela natureza do estudo que se pretende efetuar, pela realidade que se pretende compreender e principalmente pela capacidade de obter os dados necessários para a realização do estudo.

O objetivo do presente estudo empírico consiste na análise dos impactos no desempenho operacional que o processo de F&A, levado a cabo pelo Santander sobre o Banif, teve no grupo Santander. A escolha deste caso baseia-se no facto de esta ser uma aquisição relativamente recente no setor bancário. Numa primeira fase, recorreu-se à identificação das partes envolvidas neste processo e posteriormente foi feita uma análise dos resultados obtidos. Com este intuito, irá ser utilizada a análise de rácios contabilísticos que medem o desempenho operacional das empresas e do setor.

4.2. Recolha de Dados

Para ser possível esta investigação, irão ser utilizados dados retirados dos relatórios de conta das respetivas instituições bancárias.

Segundo os autores Altunbaş & Marqués, (2007, pp. 78-105), serão considerados os três anos anteriores ao processo de F&A considerado o ano -3 , -2 e -1 ($n-3$, $n-2$ e $n-1$).

Posteriormente, será feita uma comparação com os três anos após a concretização da F&A em que serão considerados os anos 1, 2 e 3 ($n1$, $n2$ e $n3$).

O ano 0 ($n0$) será considerado o ano da aquisição, dado que os elementos contabilísticos do ano 0 ainda incorporam a atividade desenvolvida por ambas as instituições bancárias antes e depois do processo de F&A.

4.3. Indicadores

Para efetuar o presente estudo, foi necessário recorrer a vários indicadores que meçam o desempenho operacional das empresas do setor bancário. Com base na literatura disponível, irão ser utilizados vários rácios, uma vez que estes têm sido os mais utilizados nos recentes estudos sobre o setor bancário e, mais concretamente, para estudos similares ao que vai ser desenvolvido. Assim, os indicadores utilizados, serão baseados nos autores DeLong & DeYoung, (2007) e em Becalli & Frantz (2009, pp. 14-35),

Com base nos primeiros autores, serão utilizados os indicadores de desempenho operacional e na linha de estudos anteriores são utilizados os seguintes rácios:

- Rendibilidade dos ativos (*return on assets* – ROA), obtido através da divisão do resultado líquido pelo ativo total, como medida produtividade;
- Rendibilidade dos capitais próprios (*return on equity* – ROE)¹, obtido através da divisão do resultado líquido pelo capital próprio; este rácio tem com objetivo analisar o desempenho económico das instituições em estudo;
- De acordo com Blackburn, et al., (2005, pp. 257-491), dos vários modelos existentes para estudar o impacto do desempenho operacional, só 2 modelos são aplicáveis a empresas do setor bancário: o do método dos Cash Flows Descontados (Discounted Cash Flows, DCF) e o Economic Value Added (EVA). Assim, para ser feita a avaliação de criação de valor da empresa vai ser utilizado como indicador de estudo o VAL, isto porque, de acordo com Becalli & Frantz, (2009), o VAL conduz a melhores decisões de investimento, do que qualquer outro critério de avaliação.
- Margem financeira, este rácio é obtido através da divisão do resultado líquido dos juros pelo ativo total, como medida de rendibilidade.
- De acordo com o Copeland et al. (2000:261) e Koller et al. (2005: 664-669), deve-se utilizar o método de Equity Cash Flow Valuation (ECFV) no estudo de instituições financeiras, nos processos de F&A. Desta forma ao ser utilizado o indicador ECFV será possível verificar se o processo de F&A originou ou não mais valias na ótica dos acionistas do grupo Santander.

¹ Embora na generalidade dos setores de atividade o ROE não seja propriamente um indicador de desempenho operacional, no setor bancário é possível, uma vez que a estrutura de capitais é muito idêntica.

4.3.1. Valor da Empresa

De acordo com Blackburn, et al., (2005, pp. 257-491), dos vários modelos existentes para estudar o impacto do desempenho operacional, só 2 modelos são aplicáveis a empresas do setor bancário: o do método dos *Cash Flows* Descontados (*Discounted Cash Flows*, DCF) e o *Economic Value Added* (EVA).

Assim, para ser feita a avaliação de criação de valor da empresa vai ser utilizado o VAL, isto porque, de acordo com Becalli & Frantz, (2009), o VAL conduz a melhores decisões de investimento, do que qualquer outro critério de avaliação.

Para Copeland & Murrin (1996), o cálculo do valor da empresa pelo método dos DCF, pode ser dividido em dois fluxos de caixa: o primeiro correspondente ao valor presente dos fluxos de caixa do período em análise e o segundo ao valor presente após esse período. Isto é,

Valor da empresa =

$$\begin{aligned} & \text{Valor presente dos fluxos de caixa durante o período de análise} + \\ & \text{Valor presente dos fluxos de caixa após esse período} \end{aligned} \quad (4.1)$$

Assim, o valor da empresa será dado pela fórmula:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FC_{tn}}{(1+k)^t} + \frac{FC_{tn+1}}{k-g} * \frac{1}{(1+k)^n} \quad (4.2)$$

Em que:

FC_{tn} = Fluxo de Caixa da empresa no período n (da projeção)

FC_{tn+1} = Fluxo de Caixa da empresa no período $n + 1$ (mantido até à perpetuidade)

k = Taxa de atualização (desconto)

g = Taxa de Crescimento esperado até à perpetuidade

O valor da empresa (V) depende de dois fatores determinantes:

1. dos fluxos de caixa gerados pelos ativos e passivos da companhia;
2. do risco (ou “volatilidade”) desses fluxos. Este risco reflete-se no custo do capital.

4.3.1.1. Os fluxos de caixa

Dependendo da perspectiva da avaliação, são dois os tipos de fluxos de caixa utilizados: o fluxo de caixa livre para os acionistas Jensen, (1986, pp. 323-329), se utilizado na ótica dos sócios ou acionistas, ou o fluxo de caixa operacional (FCO) se utilizado na ótica da entidade Neves (2002, pp. 25-45).

Assim, segundo Neves (2011, pp. 73-85), quando está em “apreciação o valor criado pelos negócios atuais da empresa, o conceito de fluxo de caixa a utilizar deverá ser o fluxo de caixa operacional”. Ainda segundo o autor, os fluxos de caixa operacionais são a base de cálculo do valor de uma empresa, “pois evidenciam se a exploração da empresa é geradora ou absorvedora de dinheiro.”

Os fluxos de caixa podem ser apurados por dois métodos – o método direto e o método indireto. O método direto obriga as entidades a uma organização contabilística própria, de modo a registar todos os movimentos que passam por “caixa e depósitos à ordem”. Por sua vez, o método indireto, que não é aceite para efeitos de relato financeiro, tem como ponto de partida os resultados líquidos da empresa.

A NCRF 2 classifica as atividades da empresa em três tipos: atividades operacionais, atividades de investimento e atividades de financiamento. Sobre as atividades operacionais refere a NCRF que são “um indicador-chave da medida em que as operações da entidade geraram fluxos de caixa suficientes para pagar empréstimos, manter a capacidade operacional da entidade, pagar dividendos e fazer novos investimentos, sem recurso a fontes externas de financiamento”.

O FCO pode ser calculado a partir das demonstrações financeiras (método indireto).

Deste modo,

FCO = $RO(1-t)$ + depreciações e amortizações do período + variação de provisões e

imparidades – variação de necessidades de fundo de maneiio – investimentos de substituição (4.3)

em que:

RO = resultado operacional

t = taxa efetiva de imposto sobre os lucros

Qualquer que seja o método utilizado (direto ou indireto), os fluxos de caixa são, obviamente, iguais.

Figura 1 - Métodos de cálculo de fluxos de caixa operacional

Método direto	Método indireto
Atividades operacionais:	Atividades operacionais:
+ Recebimentos de clientes	+ Resultados operacionais
+ Outros recebimentos operacionais	+ Amortizações do exercício
- Pagamentos a fornecedores	+ Provisões do exercício
- Pagamentos ao pessoal	- Acréscimo das NFM
- Outros pagamentos operacionais	- Investimentos de substituição
- Investimentos de substituição	
= Fluxos de caixa operacional	= Fluxos de caixa operacional

Fonte: Neves, 2011

No cálculo do valor da empresa (V) vamos utilizar apenas o método direto, uma vez que as instituições bancárias em análise dispõem de todos os dados necessários nos seus relatórios de contas.

O resultado operacional corresponde ao “resultado técnico” da demonstração de resultados e de acordo com Neves (2011, pp. 45-75), corresponde ao “resultado da atividade técnica”, sendo “um dos indicadores mais firmes e significativos para aferir da segurança oferecida pelas seguradoras em matéria de cobertura das suas responsabilidades”.

4.3.1.2. O custo do capital

A taxa de atualização ou o custo de oportunidade do capital não é mais do que a rendibilidade que o acionista exige para implementar um projeto de investimento, constituindo a sua determinação o fator crítico na avaliação da empresa.

Damodaran (2012, pp. 45-50), define risco em finanças como a probabilidade de se receber um retorno inesperado sobre um investimento, o que inclui não apenas os maus resultados, ou abaixo do esperado, mas também os bons, acima do esperado. A taxa de atualização a utilizar deve corresponder ao risco associado aos fluxos de caixa.

Como refere Castro (2010, pp. 58-98), diversos autores argumentam que do ponto de vista do retorno, para que uma empresa ou projeto obtenha retorno positivo e, portanto, crie valor para o acionista, a taxa de atualização usada deve ser, no mínimo, a taxa equivalente ao custo do capital, indo ao encontro de Brealey et al. (2011, p.709), que referem que o custo de capital é uma taxa mínima para as decisões de investimento.

O custo de capital ou a taxa de atualização deve representar o custo global do capital da empresa (alheio e próprio), correspondendo, assim, a uma média ponderada entre o custo de capital de terceiros e o custo de capital próprio, ao qual denominamos de WACC – *Weighted Average Cost of Capital*, como sugere Damodaran (2012, pp. 45-50). Assim, o WACC, para além de incorporar os riscos associados ao negócio desenvolvido pela empresa, reflete igualmente os custos de oportunidade dos detentores de capital (acionistas e terceiros) que financiam as atividades operacionais da empresa.

$$WACC = K_A = \left(\frac{S}{S + D} * K_S \right) + \left(\frac{D}{S + D} * K_D * (1 - t) \right) \quad (4.4)$$

Em que:

S = valor do mercado do capital próprio;

D = valor do mercado da dívida;

K_S = taxa (custo) de retorno esperada e ou exigida capitais próprios (acionistas);

K_D = taxa (custo) de retorno da dívida (capital alheio);

t = taxa de imposto efetiva sobre os lucros.

A estimativa do custo do capital alheio (K_D) tem por base os dados contabilísticos do Banco Santander Totta, S.A.

O custo dos capitais próprios (K_S), foi calculado através do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), já que este indica de uma forma direta a relação entre o risco e a rentabilidade exigida pelos acionistas.

$$K_S = r_f + (r_m - r_f) * \beta_S \quad (4.5)$$

Em que:

K_S = taxa (custo) de retorno esperada e ou exigida dos capitais próprios (acionistas);

r_f = taxa de retorno de uma aplicação isenta de risco;

r_m = taxa de retorno de índice de mercado;

$(r_m - r_f)$ = prémio de risco de mercado;

β = medida do risco sistemático (ou do mercado) do título em relação à carteira em que está inserido.

A taxa de juro sem risco (r_f) reflete a remuneração de ativos isentos de risco. As obrigações de dívida pública (dívida soberana), embora não sendo totalmente isentas de risco, financeiramente, e de um modo geral, consideram-se como um indicador fiável de ativos sem risco.

Tendo presente a recente crise financeira associada à dívida soberana de alguns países da zona euro, entre os quais Portugal, optou-se pela utilização das *bund* alemãs com maturidade a 10 anos, como aproximação à taxa de juro sem risco. A escolha prendeu-se com o facto de a dívida pública alemã manter uma notação AAA. As *yields to maturity* utilizadas foram disponibilizadas pela www.pt.investing.com e pela Federal Reserve Bank of St. Louis.

A taxa de retorno do risco do mercado (r_m) foi obtida a partir da capitalização do índice bolsista de Portugal, o PSI20, através da seguinte fórmula:

$$R_m \left[\left(\frac{PSI20\ 30 - 11 - 2019}{PSI20\ 31 - 12 - 1992} \right)^{\frac{1}{n}} - 1 \right] \quad (4.6)$$

Relativamente ao coeficiente do risco (r_f) sistémico, uma vez que o grupo Santander não está cotado na bolsa portuguesa, optou-se, para o período em análise, por efetuar uma estimativa do valor β , a partir dos β de outras instituições bancárias, que operam em Portugal e que estão cotadas no mercado europeu.

Na falta de valor de mercado, atendendo a que o grupo Santander atualmente não é cotado na bolsa portuguesa, foi considerado para valor dos capitais próprios (S) e do valor da dívida (D) os respetivos valores contabilísticos.

4.3.2. Equity Cash Flow Valuation (ECFV)

Quando as organizações tentam medir a existência de sinergias, durante o processo de F&A, necessitam efetuar algumas previsões e premissas que permitam obter o valor da empresa que se pretende adquirir. No caso em estudo, uma vez que o processo de F&A já ocorreu, vai ser determinado o valor financeiro de cada instituição, antes do processo de F&A e depois compará-lo com o valor real do grupo. Para efetuar uma boa avaliação da F&A, deve-se utilizar o método do *Discounted Cash Flow* (DCF). Como indica a literatura revista, a maioria dos estudos para organizações não financeiras utiliza o *Free Cash Flow to the Firm* e o *Free Cash Flow to Equity*.

De acordo com o Copeland et al. (2000:261) e Koller et al. (2005: 664-669), deve-se utilizar o método de ECFV no estudo de instituições financeiras. O maior produto das

instituições financeiras é o dinheiro que os clientes depositam nas suas contas. Este dinheiro posteriormente é convertido em vários produtos, como por exemplo empréstimos. Estas operações, em que as instituições financeiras utilizam dinheiro de depósitos para efetuarem empréstimos a outros clientes, causam confusão entre o resultado financeiro e o operacional das instituições. Para simplificar e evitar este problema, irá ser assumido que os *cash flows* estão em modo *Equity* (uma vez que não se consegue separar o valor das operações das entradas e despesas). Para além disso, numa ótica empresarial usa-se o conceito de investimento de capital, onde o principal foco são os ativos da empresa e não como a empresa é financiada. Mais, numa instituição financeira o seu *core business* é tomar decisões financeiras, de modo a que os bancos consigam gerar ganhos (Koller et al., 2005). Portanto, em vez de usar a abordagem dos DCF do ponto de vista empresarial, deverão ser utilizados do ponto de vista de *Equity Cash Flow*:

Equity Cash Flow = Resultado Líquido – Aumento do Património + Outros Resultados (4.7)

A fórmula anterior começa com o Resultado Líquido, uma vez que este representa os ganhos disponíveis para os *shareholders* da instituição, após retiradas todas as despesas, incluindo os pagamentos a débito. No entanto, deve-se ter em conta o conceito de *cash flows* e não o do resultado líquido.

É importante considerar o facto de estarmos a trabalhar com variações *Equity*, uma vez que com o crescimento das instituições financeiras o nível de *Equity* irá alterar-se, assim de uma outra forma o rácio *debt-to-equity* aumentaria. Aumentos no *Equity* reduzem os *Equity Cash Flow*, uma vez que isso significa que a empresa está a colocar de lado os seus ganhos para que os possa entregar aos seus *shareholders* (Koller et al., 2005). É complicado efetuar conclusões acerca da quantidade de *equity* necessária para que a empresa cresça, mas ao mesmo tempo possa manter o equilíbrio em relação às variações nos balanços. Uma vez que os ativos de uma instituição financeira podem aumentar ou diminuir no decurso das suas operações diárias, a seguinte operação representa essa aproximação, onde se podem verificar os efeitos dos *equity cash flow* (Koller et al. 2005):

Equity Cash Flow = Resultado Líquido – Variação dos Ativos + Variação do Passivo (4.8)

De modo a poderem ser feitos os cálculos das sinergias associadas ao processo de F&A das instituições financeiras em estudo, deve ser feito o cálculo do valor *Equity* do ano de 2014, para cada uma das instituições em estudo. Para efetuar o cálculo do *Equity Cash Flow* devem ser considerados 2 períodos diferentes (como descrito na literatura).

O cálculo inicia-se retirando os dados necessários dos relatórios de contas das instituições financeiras em estudo. Para isso, foram recolhidos dados financeiros entre os anos 2011 e 2018, ou seja, 4 anos antes da fusão das 2 instituições e 3 anos após o processo de F&A, os dados foram recolhidos dos balanços consolidados de cada instituição.

Tendo em conta o histórico, os *Equity Cash Flows* vão ser calculados para cada empresa individualmente, num período de 5 anos, de 2011 a 2016.

De modo a manter o nível de equilíbrio dos ativos e o equilíbrio dos passivos inalterados, a taxa de crescimento nominal usada será com base na seguinte equação:

$$(1 + g_n) = (1 + g_{real}) * (1 + \text{inflação}). \quad (4.9)$$

Em que:

g_n = *crescimento do resultado líquido no período residual;*

g_{real} = *taxa de crescimento da economia*

Uma vez já estando as duas instituições unidas, ou seja, estando o processo de F&A terminado, vão ser analisados os dados do grupo Santander, de modo a serem recolhidos dados reais entre os anos 2016 e 2018.

Para o valor residual, irá ser considerado o ano de 2018. De modo a conseguir uma boa aproximação de equilíbrio e de forma a ser corretamente calculado, irá seguir-se a seguinte fórmula:

$$\text{Valor Residual} = \frac{\text{Resultado Líquido} (1 - \frac{g_n}{rone})}{(re - g_n)} \quad (4.10)$$

Em que:

g_n = *crescimento do resultado líquido no período residual;*

$rone$ = *valor incremental do valor de equilíbrio no período residual;*

re = *custo do equilíbrio alavancado*

Para manter os cálculos constantes, é assumido que o incremento do retorno do novo valor do *equity* é igual ao valor do retorno do *equity* no valor residual, sendo usado como um valor *proxy*. Para calcular os descontos dos *equity cash flows*, será usado o custo do *equity*. Assim, é proposto usar a fórmula do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM):

$$E(r_i) = r_f + \beta_1 * (E(r_m) - r_f) \quad (4.11)$$

Em que:

r_f = taxa de retorno de uma aplicação isenta de risco;

β_1 = medida do risco sistemático (ou do mercado) do título em relação à carteira em que está inserido;

r_m = taxa de retorno do índice de mercado;

$r_m - r_f$ = prémio de risco do mercado.

O cálculo da taxa de risco foi calculado com base no PSI-20, entre os anos de 2011 a 2019.

4.3.3. ROA (*Return on assets*)

Segundo Silva (2012), o indicador de Retorno sobre o Ativo (*Return on Asset* – ROA) indica a lucratividade que a empresa propicia em relação aos investimentos totais (ativo total), representados pelo ativo total médio.

Damodaran (2004) afirma que o ROA de uma empresa mensura a sua eficiência operacional em gerar lucros a partir dos seus ativos, anteriormente aos efeitos do financiamento.

Para Assaf Neto (2012) a avaliação do desempenho também pode ser processada por meio do retorno sobre o ativo total, promovendo importantes informações adicionais sobre a evolução da situação económica da empresa. Desta forma, Assaf Neto (2012) define o ROA, pela seguinte equação:

Return on assets (ROA), ou rendibilidade do ativo, é obtido através da divisão do resultado líquido pelo ativo total, como medida de produtividade. Este indicador, mostra

como os ativos estão a ser rentabilizados pelo negócio. Quanto maior o valor do ROA, melhor será o desempenho da empresa no que diz respeito à utilização dos seus recursos (ativos). É um indicador muito utilizado em estudos e comparações sobre a eficiência e o desempenho operacional dos bancos.

$$\mathbf{ROA} = \frac{\mathbf{Resultado\ Líquido}}{\mathbf{Ativo\ Líquido\ Total}} \quad (4.12)$$

4.3.4. ROE (*Return on equity*)

Padoveze e Benedicto (2010) enfatizam que a análise financeira de balanço considera essa abordagem de rentabilidade como a principal, uma vez que está voltada para a figura dos proprietários do capital da empresa, os quais esses autores chamam, genericamente, de acionista.

Segundo Silva (2012), o indicador de Retorno sobre o Património Líquido (*Return on Equity* – ROE) indica quanto de prémio os acionistas ou proprietários da empresa estão recebendo em relação a seus investimentos no empreendimento. Dessa forma, o autor define que o lucro é o prémio do investidor pelo risco do seu negócio.

Damodaran (2004) enfatiza que o Retorno sobre o Património Líquido (ROE) examina a rentabilidade a partir da perspectiva do investidor em ações, relacionando lucros ao investidor em ações (lucro líquido após os impostos e despesas de juros) com o valor contabilístico do investimento em ações. Cabe salientar que para Padoveze e Benedicto (2010) a análise de rentabilidade sob a ótica do acionista toma como referência o património líquido do balanço patrimonial como o investimento do acionista.

Return on equity (ROE), ou rendibilidade dos capitais próprios, é obtido através da divisão do resultado líquido pelo capital próprio contabilístico, como medida do desempenho económico. Este indicador representa a rendibilidade dos recursos investidos pelos investidores.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}} \quad (4.13)$$

4.3.5. Margem Financeira

Demirgüç-Kunt & Huizinga, (2010, pp. 626-650), definem a margem financeira, como o valor da margem líquida dos juros sobre o produto bancário. A margem financeira calcula os resultados gerados pelos empréstimos.

A margem financeira reflete o efeito das decisões associadas às receitas e despesas com os juros e expressa-se calculando a diferença entre a receita gerada com os juros e os juros pagos dividida pelo ativo total. Um valor reduzido ou mesmo negativo indica que as despesas com juros são quase idênticas ou mesmo maiores do que a receita em juros proveniente dos empréstimos concedidos. Ao existir um rácio de valor elevado informamos que a receita retirada dos juros referentes a empréstimos origina à empresa uma fonte valiosa de resultados. Caso a margem financeira seja negativa, a despesa com os juros é superior à receita. Esta pode ocorrer através de rendimentos com os empréstimos e os títulos. Por outro lado, as despesas com os juros são resultantes do pagamento de juros de depósitos de clientes e de juros de empréstimos obtidos. O total dos ganhos com os ativos (produto bancário) inclui todos os ativos que podem produzir rendimentos como, por exemplo, o investimento em ações, títulos, serviços prestados, etc.

Neste estudo, a margem financeira é utilizada como uma variável, sendo calculada pelo rácio seguinte:

$$\text{Margem Financeira} = \text{Juros Líquidos} / \text{Ativo Total} \quad (4.14)$$

CAPÍTULO V – ANÁLISE EMPÍRICA

5.1. Entidades Envolvidas

Em dezembro de 2015 o grupo Santander apresentou uma oferta ao estado português sobre a sua parte das ações que detinha do grupo Banif, uma vez que este último estava em fase de resolução devido a problemas financeiros. Sendo a única oferta em cima da mesa, o estado português aceitou prontamente a oferta, ficando o grupo Santander com o designado ativo “bom” do Banif. O ativo denominado “tóxico”, ficou dividido em várias empresas, criadas para o efeito. O grupo Santander ao adquirir o Banif, passou a ser o segundo banco privado português, uma vez que o Banif detinha uma quota de mercado de cerca de 2,5%. O montante total da participação no capital desta sociedade atingiu 150 milhões de euros.

5.2. Amostra

Como amostra para o desenvolvimento do presente trabalho, foram utilizados os dados financeiros disponíveis nos relatórios de contas do grupo Santander entre os anos 2012 e 2018, uma vez que foi durante este período que ocorreu o processo de F&A entre o grupo Santander e o antigo BANIF.

Seguindo a metodologia já abordada nos capítulos anteriores, uma vez que o objetivo é analisar o impacto do desempenho operacional no banco adquirente, será necessário recorrer a indicadores que nos permitam obter essa informação.

5.3. Cálculo do valor da empresa

Na presente análise o ano de transação foi excluído, por este ser afetado por vários fatores associados à operação de F&A, nomeadamente pelo facto de a mesma ter ocorrido a 31 de dezembro de 2005.

5.3.1. Cálculo das variáveis

5.3.1.1. Fluxos de Caixa Operacionais

Como referido no capítulo anterior, os FCO foram calculados pelo método direto, uma vez que nos relatórios de contas do Grupo Santander estão disponibilizados os dados.

Na tabela seguinte é possível verificar o cálculo dos FCO consolidados publicados nas demonstrações financeiras do banco.

Tabela 1 - FCO - método direto de 2011 a 2018

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Actividades Operacionais								
Juros e comissões recebidas	1 932 731,00 €	1 862 203,00 €	1 490 692,00 €	1 314 804,00 €	1 163 003,00 €	1 388 282,00 €	1 324 661,00 €	1 582 012,00 €
Pagamentos de juros e comissões	-1 024 562,00 €	-1 065 914,00 €	-738 522,00 €	-708 278,00 €	-490 393,00 €	-508 168,00 €	-411 980,00 €	-395 620,00 €
Pagamentos ao pessoal e fornecedores	-435 372,00 €	-430 528,00 €	-414 641,00 €	-429 371,00 €	-497 390,00 €	-581 437,00 €	-507 160,00 €	-640 448,00 €
Contribuições para o fundo de pensões	-245 000,00 €	-12 023,00 €	-56 000,00 €	-79 200,00 €	-1 943,00 €	-37 707,00 €	-59 329,00 €	-46 534,00 €
Resultados cambiais e outros resultados operacionais	-269,00 €	-14 081,00 €	-41 654,00 €	21 405,00 €	648,00 €	21 278,00 €	-4 817,00 €	-22 015,00 €
Recuperação de créditos incobráveis	15 371,00 €	8 638,00 €	7 457,00 €	5 403,00 €	2 765,00 €	2 446,00 €	12 890,00 €	9 176,00 €
Resultados Operacionais antes das alterações nos activos e passivos operacionais	242 899,00 €	348 295,00 €	247 332,00 €	124 763,00 €	176 690,00 €	284 694,00 €	354 265,00 €	486 571,00 €
(Aumentos) diminuições de activos operacionais								
Aplicações em instituições de crédito	447 588,00 €	-403 229,00 €	-171 659,00 €	2 053 709,00 €	-54 636,00 €	949 003,00 €	-200 867,00 €	148 512,00 €
Activos financeiros detidos para negociação	-12 084,00 €	-257 082,00 €	433 845,00 €	-341 611,00 €	586 155,00 €	-8 102,00 €	265 298,00 €	299 507,00 €
Crédito a clientes	3 135 205,00 €	981 684,00 €	556 972,00 €	466 738,00 €	-367 707,00 €	333 821,00 €	-2 728 445,00 €	260 010,00 €
Activos e passivos ao justo valor através de resultados	43 916,00 €	-32 618,00 €	-14 399,00 €	-277 517,00 €	168 722,00 €	-41 962,00 €	-56 975,00 €	-31 112,00 €
Activos não correntes detidos para venda	-60 074,00 €	-108 330,00 €	-55 204,00 €	-15 112,00 €	7 330,00 €	54 340,00 €	-23 843,00 €	37 851,00 €
Propriedades de Investimento	0,00 €	0,00 €	0,00 €	8 870,00 €	26 805,00 €	16 919,00 €	17 503,00 €	56 332,00 €
Outros activos	61 480,00 €	-28 209,00 €	-55 098,00 €	27 300,00 €	-41 802,00 €	-456 763,00 €	142 883,00 €	436 046,00 €
Total:	3 616 031,00 €	152 216,00 €	694 457,00 €	1 922 377,00 €	324 867,00 €	847 256,00 €	-2 584 446,00 €	1 207 146,00 €
Aumentos (diminuições) de passivos operacionais:								
Recursos de instituições de crédito	-4 862 303,00 €	-723 734,00 €	2 588 358,00 €	-1 938 176,00 €	-2 971 975,00 €	-4 020 051,00 €	414 202,00 €	-841 247,00 €
Recursos de clientes e outros empréstimos	1 742 489,00 €	1 585 956,00 €	-734 970,00 €	925 831,00 €	1 094 426,00 €	1 455 243,00 €	-306 594,00 €	1 815 322,00 €
Passivos financeiros detidos para negociação	350 311,00 €	385 444,00 €	-428 975,00 €	375 251,00 €	-296 475,00 €	45 073,00 €	-253 763,00 €	-291 285,00 €
Outros passivos	-238 461,00 €	20 553,00 €	-1 457,00 €	-1 848,00 €	-128 332,00 €	168 104,00 €	101 780,00 €	-241 788,00 €
Total:	-3 007 964,00 €	1 268 219,00 €	1 422 956,00 €	-638 942,00 €	-2 302 356,00 €	-2 351 631,00 €	-44 375,00 €	441 002,00 €
Caixa Líquida das actividades antes dos impostos sobre o rendimento	850 966,00 €	1 768 730,00 €	2 364 745,00 €	1 408 198,00 €	-1 800 799,00 €	-1 219 681,00 €	-2 274 556,00 €	2 134 719,00 €
Impostos Pagos	-33 949,00 €	-19 588,00 €	-31 459,00 €	-31 362,00 €	51 800,00 €	-62 396,00 €	-38 046,00 €	-75 030,00 €
Fluxo de Caixa Operacional	817 017,00 €	1 749 142,00 €	2 333 286,00 €	1 376 836,00 €	-1 748 999,00 €	-1 282 077,00 €	-2 312 602,00 €	2 059 689,00 €

Fonte: Relatório de Contas do Santander. Elaboração Própria

Em resumo:

Tabela 2 - FCO por ano

	Período Anterior à F&A				Ano da F&A	Período Posterior à fusão		
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
FCO	817 017 €	1 749 142 €	2 333 286 €	1 376 836 €	-1 748 999 €	-1 282 077 €	-2 312 602 €	2 059 689 €

Fonte: Relatório de Contas do Santander. Elaboração Própria

5.3.1.2. Custo de Capital

Os dados referentes ao custo de financiamento (k_D), foram retirados da nota 23 – Custos de financiamento das notas do Balanço. Por sua vez, a taxa de imposto efetiva sobre os lucros foi retirada das demonstrações financeiras do Santander, tendo sido calculada dividindo o imposto sobre o rendimento pelos resultados positivos antes de impostos.

O resultado poderá ser verificado na seguinte tabela.

Tabela 3 - Cálculo do Custo do Capital Alheio

	Antes da F&A do BANIF				Após a F&A do BANIF			
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Custos (euros)	€ 36 009,00	€ 10 905,00	€ 16 388,00	€ 19 607,00	199 339,00 €	28 714,00 €	€ 26 144,00	1 057,00 €
Dívida (euros)	€ 7 683 454,00	€ 4 256 936,00	€ 2 827 061,00	€ 2 904 658,00	€ 5 112 754,00	€ 2 603 598,00	€ 4 650 263,00	€ 4 856 766,00
k_D	0,47%	0,26%	0,58%	0,68%	3,90%	1,10%	0,56%	0,02%
T	62,64%	16,70%	-55,25%	-42,30%	-20,78%	-38,96%	-37,49%	27,94%
$k_D (1 - T)$	0,75%	1,53%	-1,05%	-1,60%	-18,76%	-2,83%	-1,50%	0,08%
Fonte: Relatórios de Contas. Elaboração: Própria								
Custos rúbrica 22 e 21								

Fonte: Relatório de Contas Santander. Elaboração Própria

Para a obtenção de uma boa *proxy* da taxa de juro sem risco (r_f), foi calculado a taxa das obrigações alemãs a 10 anos, por ser um dos países mais sólidos da U.E.

A taxa de retorno do risco do mercado (r_m), foi calculada a partir do índice de PSI20, tendo-se obtido uma taxa de 2,01%.

Tabela 4 - Cálculo da taxa de risco do mercado

	Data	Cotação	Nº Anos
PSI20	31/12/1992	3 000,00 €	26,9
	30/11/2019	5 127,43 €	

$$R_m \left[\left(\frac{PSI20_{30-11-2019}}{PSI20_{31-12-1992}} \right)^{\frac{1}{n}} - 1 \right] = 2,01\%$$

Fonte: www.pt.investing.com. Elaboração própria

Após os cálculos do custo do capital alheio e da taxa de risco do mercado, vai ser então efetuado o cálculo do valor β .

O valor de β foi estimado a partir das instituições bancárias que operam em Portugal e que são cotadas em bolsa no mercado europeu. Foram então escolhidas 4 instituições bancárias com capital estrangeiro. O valor β resulta da média ponderada pelas respetivas quotas de mercado do negócio em Portugal.

Tabela 5 - Beta das Instituições Bancárias Europeias cotadas em bolsa a operar em Portugal

Deutsche Bank AG	8,55%	6,544%	- Frankfurt	DAX	1,490%
BNP Paribas SA	7,35%	50,97%	- Paris	CAC40	1,390%
Bankinter	6,05%	6,348%	- Madrid	IBEX 35	0,950%
BBVA SA	3,47%	4,782%	- Madrid	IBEX 35	1,580%
β estimado					1,35%

Fonte: www.pt.investing.com. Elaboração própria

Após feita a análise às variáveis, a taxa de retorno esperada/exigida dos capitais próprios, pelos acionistas (k_s), será:

Tabela 6 - Cálculo do CAPM

	Antes da F&A do BANIF					Após a F&A do BANIF			
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
R_f	1,93%	1,30%	1,80%	0,59%	0,49%	0,21%	0,30%	0,34%	
R_m	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%	
β	1,35250	1,35250	1,35250	1,35250	1,35250	1,35250	1,35250	1,35250	
K_s	2,038%	2,260%	2,084%	2,511%	2,546%	2,645%	2,613%	2,599%	

Fonte: Elaboração própria

Uma vez calculadas as várias componentes, o custo médio ponderado do capital será, em cada um dos anos, o seguinte:

Tabela 7 - Cálculo do custo médio ponderado do capital (WACC)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
S	€ 656 723,00	€ 656 723,00	€ 656 723,00	€ 656 723,00	€ 956 723,00	€ 1 256 723,00	€ 1 256 723,00	€ 1 256 723,00
D	€ 7 683 454,00	€ 4 256 936,00	€ 2 827 061,00	€ 2 904 658,00	€ 5 112 754,00	€ 2 603 598,00	€ 4 650 263,00	€ 4 856 766,00
S+D	€ 8 340 177,00	€ 4 913 659,00	€ 3 483 784,00	€ 3 561 381,00	€ 6 069 477,00	€ 3 860 321,00	€ 5 906 986,00	€ 6 113 489,00
K_s	2,04%	2,26%	2,08%	2,51%	2,55%	2,64%	2,61%	2,60%
K_D	0,47%	0,26%	0,58%	0,68%	3,90%	1,10%	0,56%	0,02%
T	62,64%	16,70%	-55,25%	-42,30%	-20,78%	-38,96%	-37,49%	27,94%
WACC = K	0,322%	0,487%	1,123%	1,246%	4,368%	1,895%	1,164%	0,547%

Fonte: Elaboração própria

5.3.1.3. Taxa de crescimento

A taxa de crescimento (g) é calculada a partir da média geométrica dos fluxos de caixa operacionais, ou seja:

Equação 1 - Cálculo da Taxa de Crescimento

$$g = \left(\frac{FCO_n}{FCO_o} \right) - 1$$

Fonte: Elaboração própria

Ao utilizar esta equação, foi tido em conta a volatilidade dos FCO.

5.3.2. Valor da Empresa

Definidas as variáveis, procedeu-se ao cálculo do valor da empresa no ano de 2014 (ano anterior à fusão). O resultado foi o seguinte:

Tabela 8 - Valor do BST antes do processo de F&A do BANIF

	2011	2012	2013	2014	∞
FCO	€ 817 017,00	€ 1 749 142,00	€ 2 333 286,00	€ 1 376 836,00	€ 1 376 836,00
Ka	0,324%	0,383%	1,167%	0,832%	0,832%
g					19,00%
Valor atual por ano	- 8 351 304,98 €	- 7 268 557,30 €	- 6 684 413,30 €	- 7 640 863,30 €	- 7 640 863,30 €
Valor total da empresa					- 37 586 002,17 €

Fonte: Elaboração Própria

De igual modo, foi calculado o valor da empresa para o período após o processo de F&A, localizado no ano de 2016, tendo-se obtido o seguinte resultado:

Tabela 9 - Valor do BST após o processo de F&A com o BANIF

	2016	2017	2018	2018	∞
FCO	-€ 1 282 077,00	-€ 2 312 602,00	€ 2 059 689,00	€ 2 059 689,00	€ 2 059 689,00
Ka	0,825%	0,685%	0,090%	0,090%	0,090%
g					-217,12%
Valor atual por ano	-€ 331 275,013	-€ 1 363 500,823	€ 3 008 790,177	€ 3 008 790,177	€ 3 008 790,177
Valor total da empresa					7 331 594,69 €

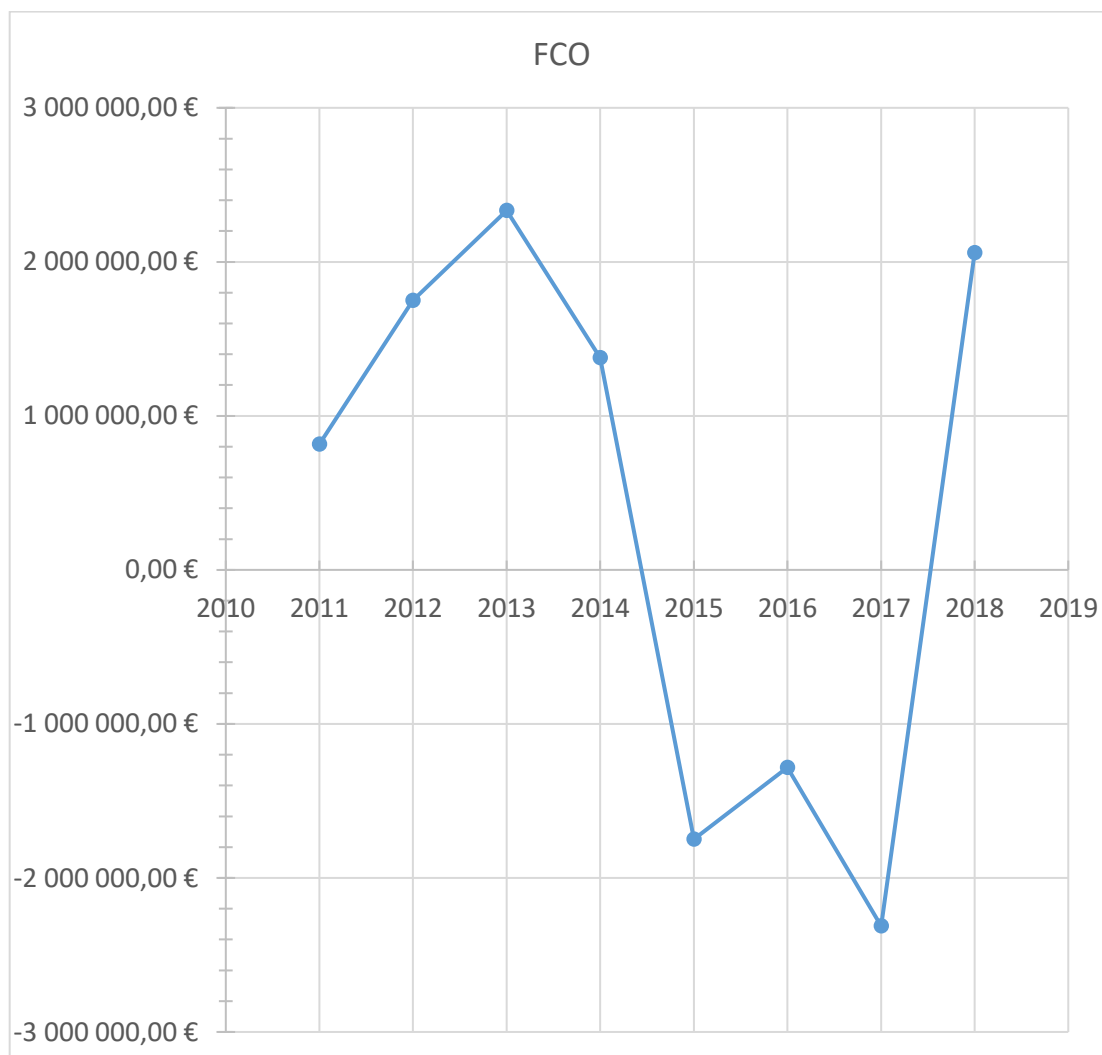
Fonte: Elaboração Própria

Como pode ser observado nas tabelas anteriores, no primeiro exercício completo após o processo de F&A do BANIF os FCO do grupo BST passaram para valores negativos que se mantiveram por mais um exercício.

No terceiro exercício o grupo já apresenta FCOs positivos, fruto da taxa de variação média calculada de -217,12%. Uma vez que matematicamente a taxa é negativa, economicamente significa que os FCO têm vindo a tornar-se positivos. Tendo em conta que a taxa de variação é anormalmente grande e que temos FCO positivos e negativos, utilizando a fórmula do cálculo da empresa (4.1), é possível verificar que para o cálculo da perpetuidade temos um numerador positivo e um denominador negativo.

Assim, no gráfico seguinte é feita a análise da evolução dos FCO.

Gráfico 1 - Evolução dos FCO no período de 2010 - 2019



Fonte: Elaboração Própria

5.4. *Equity Cash Flow Valuation (ECFV)*

5.4.1. *Avaliação independente das instituições bancárias*

De acordo com os dados históricos das instituições bancárias em análise recolhidos através dos seus respetivos relatórios e contas, bem como as taxas de crescimento nominal, explicadas na metodologia, será possível calcular os ECFV (equação 4.8).

Tabela 10 - Equity Cash Flow BST Antes da F&A (valor em milhares de euros)

	2011	2012	2013	2014
Variação do Passivo	-€ 8 791 763,00	-€ 1 949 687,00	-€ 121 987,00	-€ 178 181,00
Variação do Ativo	-€ 8 581 650,00	-€ 1 588 071,00	€ 283 285,00	€ 49 834,00
Ativo Líquido	€ 40 115,00	€ 38 527,00	€ 38 811,00	€ 38 860,00
<i>Equity Cash Flow</i>	- 169 998,00 €	- 323 089,00 €	-366 461,00 €	-189 155,00 €

Fonte: Relatório de Contas do BST. Cálculos elaboração Própria

Tabela 11 - Equity Cash Flow BST Depois da F&A (valor em milhares de euros)

	2015	2016	2017	2018
Variação do Passivo	€ 7 614 176,00	-€ 3 804 394,00	€ 7 268 722,00	€ 756 229,00
Variação do Ativo	€ 8 068 606,00	-€ 3 951 546,00	€ 7 664 612,00	€ 646 982,00
Ativo Líquido	€ 36 996,00	€ 42 977,00	€ 50 642,00	€ 51 281,00
<i>Equity Cash Flow</i>	- 417 434,00 €	190 129,00 €	- 345 248,00 €	160 528,00 €

Fonte: Relatório de Contas do BST. Cálculos elaboração Própria

Tabela 12 - Equity Cash Flow BANIF Antes da F&A (valor em milhares de euros)

	2011	2012	2013	2014
Variação do Passivo	€ -	-€ 2 290 267,00	-€ 892 218,00	-€ 401 911,00
Variação do Ativo	€ -	-€ 2 733 566,00	-€ 388 801,00	-€ 477 998,00
Ativo Líquido	-€ 15 699,00	-€ 576 353,00	-€ 470 273,00	-€ 295 361,00
<i>Equity Cash Flow</i>	- 15 699,00 €	- 133 054,00 €	-973 690,00 €	-219 274,00 €

Fonte: Relatório de Contas do BANIF. Cálculos elaboração Própria

Tabela 13 - Equity Cash Flow BANIF Depois da F&A (valor em milhares de euros)

	2015	2016	2017	2018
Variação do Passivo	-€ 11 506 948,00	€ 30 993,00	€ -	€ -
Variação do Ativo	-€ 13 074 153,00	€ 16 704,00	€ -	€ -
Ativo Líquido	-€ 3 288 359,00	-€ 14 288,00	€ -	€ -
Equity Cash Flow	- 1 721 154,00 €	1,00 €	- €	- €

Fonte: Relatório de Contas do BANIF. Cálculos elaboração Própria

Como explicado na equação 4.8 na metodologia, o custo da equidade (*Cost of Equity*) para o grupo BST, já com a integração do BANIF é mostrado na seguinte tabela.

Tabela 14 - Custo da Equidade Grupo BST

	Antes da F&A do BANIF				Após a F&A do BANIF					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018		
β	1,3525%	1,3525%	1,3525%	1,3525%	1,3525%	1,3525%	1,3525%	1,3525%		
R_f	1,93%	1,30%	1,80%	0,59%	0,49%	0,21%	0,30%	0,34%		
R_m	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%		
Country Risk Premium [$1*(rm-rf)$]	0,080%	0,710%	0,210%	1,420%	1,520%	1,800%	1,710%	1,670%		
Equity Risk Premium [$Beta*(rm-rf)$]	0,001%	0,010%	0,003%	0,019%	0,021%	0,024%	0,023%	0,023%		
Cost of Equity (re)	1,931%	1,310%	1,803%	0,609%	0,511%	0,234%	0,323%	0,363%		

Fonte: Fonte: www.pt.investing.com. Elaboração própria

Para calcular o valor residual foi usada a equação 4.10, explicada na metodologia. Para o cálculo da taxa de crescimento nominal foi considerado o valor da taxa no ano de 2018, assumindo que a taxa irá manter-se igual.

Tabela 15 - Valor Residual Grupo BST ano 2019

GRUPO BST	2019
Ativo Líquido	52 305,00 €
Taxa de Crescimento no Período Residual	3,65%
ROE	13,23%
<i>Cost of Equity</i>	0,560%
Valor Residual (em milhares de euros) 2018	- 1 225 652,57 €

Fonte: Elaboração Própria. Retirado de Mapa Indicadores - Relatório e Contas Santander

Ao descontar o valor dos *Equity Cash Flows* ao custo do *Equity*, foi possível apurar para cada ano o *Equity Value*.

Tabela 16 - Equity Value do Grupo BST (Evolução antes e depois do processo de F&A)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Residual
Equity Cash Flow	€ 169 998,00	-€ 323 089,00	-€ 366 461,00	-€ 189 155,00	-€ 417 434,00	€ 190 129,00	-€ 345 248,00	€ 160 528,00	-€ 1 225 652,57
Equity Value	-€ 3 282,80	-€ 4 231,18	-€ 6 606,71	-€ 1 152,34	-€ 2 131,24	€ 445,56	€ 1 115,59	€ 582,05	-€ 6 862,21

Fonte: Elaboração Própria

5.5. ROA (*Return on assets*)

O indicador ROA, como já referido na metodologia, é um indicador que permite avaliar se os processos de F&A foram ou não bem-sucedidos, na ótica no desempenho operacional das organizações.

A conclusão a retirar do indicador é bem simples: se o valor do ROA for positivo, quer dizer que existiu criação de valor; caso o indicador, seja negativo, quer dizer que o processo de F&A não criou valor para a empresa adquirente. Para se poder calcular o ROA de cada uma das F&A dos bancos, teve-se em conta o período antes e após o processo de F&A entre as instituições em estudo, mais concretamente entre o período de 2011 a 2018.

Depois de efetuados os cálculos, obtiveram-se os seguintes resultados:

Tabela 17 - Return on Assets

	Antes da F&A do BANIF				Após a F&A do BANIF			
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ROA	0,117%	0,229%	0,230%	0,425%	0,100%	0,205%	0,176%	0,322%

Fonte: Elaboração Própria

5.6. ROE (*Return on equity*)

O indicador ROE tem como objetivo analisar e medir a capacidade das empresas em criar mais-valias para os seus acionistas. Esta é também uma forma de analisar se o processo de F&A foi ou não positivo, uma vez que uma peça fundamental das empresas são os seus investidores. Neste caso, o ROE indica-nos qual o retorno total líquido do investimento feito pela organização.

Para se poder calcular o ROE de cada uma das F&A dos bancos, teve-se em conta o período antes e após o processo de F&A entre as instituições em estudo, mais concretamente entre o período de 2011 a 2018.

Depois de efetuados os cálculos, obtiveram-se os seguintes resultados:

Tabela 18 - Return on equity

	Antes da F&A do BANIF					Após a F&A do BANIF			
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
ROE	2,400%	3,788%	3,266%	5,583%	16,654%	11,637%	11,502%	13,229%	

Fonte: Elaboração Própria

5.7. Margem Financeira

Tabela 19 - Margem Financeira

GRUPO SANTANDER								
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Margem Financeira	€ 543 533,00	€ 541 534,00	€ 507 268,00	€ 543 539,00	€ 559 963,00	€ 734 187,00	€ 699 380,00	€ 866 728,00
Total Ativo	€ 40 115 314,00	€ 38 527 243,00	€ 38 810 528,00	€ 38 860 362,00	€ 46 928 968,00	€ 42 977 422,00	€ 50 642 034,00	€ 51 289 016,00
NIM	1,355%	1,406%	1,307%	1,399%	1,193%	1,708%	1,381%	1,690%
GRUPO BANIF								
	2011	2012	2013	2014	2015	2016		
Margem Financeira	197 437,00 €	134 598,00 €	81 901,00 €	84 527,00 €	9,00 €	30 841,00 €		
Total Ativo	15 823 114,00 €	13 992 293,00 €	13 603 492,00 €	13 125 494,00 €	51 341,00 €	68 045,00 €		
NIM	1,248%	0,962%	0,602%	0,644%	-0,018%	-45,324%		
Margem Financeira (Média)								
	2011	2012	2013	2014	2015	2016		
Margem Financeira	370 485,00 €	338 066,00 €	294 584,50 €	314 033,00 €	279 977,00 €	351 673,00 €		
Total Ativo	27 969 214,00 €	26 259 768,00 €	26 207 010,00 €	25 992 928,00 €	23 490 154,50 €	21 522 733,50 €		
NIM	1,301%	1,184%	0,955%	1,021%	0,588%	-21,808%		

Fonte: Relatório de Contas do BANIF e SANTANDER. Cálculos elaboração Própria

Como já foi descrito na metodologia, a margem financeira mostra-nos o efeito das decisões associadas às receitas e despesas com os juros. É obtida através da diferença entre a receita gerada com os juros e os juros pagos dividida pelos ativos que geram esses juros.

Ao considerar a Margem Financeira como a variável dependente, fez-se a respetiva análise ao período pré e pós processo de F&A, como se pode observar na tabela 15. Analisando a margem financeira, pode-se verificar que antes do processo de F&A, a margem financeira do Grupo Santander, durante os 4 anos anteriores, estava em crescimento. No ano em que se verificou o processo de F&A, decresceu cerca de 0,20%,

no entanto, no ano seguinte ao processo a margem financeira cresceu para valores bem acima daqueles verificados antes do processo de F&A ocorrer.

5.8. Resultados obtidos e sua análise

5.8.1. Análise dos Resultados – Valor da Empresa

Após análise dos dados, pode-se verificar que os FCO estavam a aumentar até ao momento da F&A, no entanto, nos 2 exercícios posteriores ao processo de F&A estes foram negativos, fruto do esforço financeiro que o grupo BST teve de suportar para aquisição do BANIF.

Ao analisar os FCO, quando estes sofrem uma deterioração, isto diz-nos que a criação de valor da empresa está em causa. FCO positivos significa que as atividades operacionais estão a gerar meios financeiros que serão usados para o normal funcionamento da empresa, para esta efetuar pagamentos de impostos, encargos financeiros, itens extraordinários, etc.

Caso os meios não sejam suficientes, há necessidade de recorrer a fluxos de caixa de atividades de investimento ou de financiamento, sendo que ao recorrer aos fluxos de caixa de financiamento implica alterações de estrutura de capitais da empresa. Assim, ao analisar o processo de F&A pelo processo dos DCF, pode-se afirmar que nos 2 períodos após o processo o grupo BST necessitou de recorrer ao financiamento de terceiros através da emissão de obrigações subordinadas.

Já no exercício de 2018, pode-se verificar que o grupo já tinha recuperado o valor dos FCO para valores similares ao período pré-fusão, isso quer dizer que o grupo não só recuperou o seu investimento, como já se encontra novamente em crescimento, fruto das mais-valias adquiridas no processo de F&A, como por exemplo a quota de mercado do BANIF.

De acordo com Brealey, et al., (2011, pp. 25-28), o valor do grupo BST seria dado pela fórmula:

$$VAL = \text{património após fusão} - \text{património antes do processo de F\&A } (V_L)$$

$$= (V_{(L+R)} - \text{pagamento em dinheiro à empresa alvo (R)}) - V_L$$

Uma vez que, atendendo ao facto de os FCO serem negativos nos 2 primeiros exercícios após a consolidação e de apresentarem uma taxa de decrescimento significativa, o seu cálculo não apresenta sentido económico.

Após a análise, pode-se afirmar que o processo de F&A não originou melhorias substanciais para a empresa adquirente, apenas conseguiu um ligeiro aumento da quota de mercado.

5.8.2. Análise dos Resultados – *Equity Cash Flows Valuation*

Os ECFV, são em regra geral utilizados para análise de F&A, na ótica dos acionistas, ou seja, através da análise dos ECFV é possível analisar se o processo de F&A criou ou não valor para os acionistas das empresas.

No método dos FCFE, o *cash flow* para os acionistas é o que resta, uma vez cumpridas todas as obrigações financeiras e efetuados os investimentos, em capital fixo e em fundo de manei necessário de exploração, indispensáveis para sustentar o crescimento dos *cash flows* futuros.

O *Free Cash Flow to Equity* ou fluxo de caixa livre para o acionista é um modelo que determina o valor da empresa disponível para o acionista, uma vez que considera que os detentores de capital têm um direito residual sobre os *cash flows* da empresa depois de serem honradas todas as obrigações, nomeadamente fiscais operacionais, de investimento em necessidades de fundo de manei e de serviço da dívida.

O objetivo do FCFE é o apuramento dos *cash flows* descontados a uma taxa, denominada de custo médio ponderado do capital (WACC). Segundo os autores, os FCFE serão a melhor forma de perspetivar um valor de uma empresa no seu futuro.

Com base nos cálculos efetuados, efetuando uma análise ao pós e pré Fusão, é possível verificar que o Grupo Santander não estava a criar valor para os seus acionistas, no entanto, no ano após o processo de F&A, o valor do *Equity Cash Flow*, pela primeira vez nos anos em análise, é positivo.

Isto ocorre devido à variação do passivo e do ativo serem ambas negativas, já no ano de 2018 voltamos a ter um resultado positivo, o que demonstra que para os anos em estudo, a F&A veio criar valor para os acionistas do grupo.

5.8.3. Análise dos Resultados – ROA

Como pode ser observado na tabela 13, a variação da rentabilidade do ativo (ROA) é positiva, no entanto com um crescimento mais baixo. Assim, pode-se afirmar, que a rentabilidade do ativo do banco adquirente diminuiu, quando comparada com o ano anterior à aquisição. Todas as variações são positivas e estatisticamente significantes para todos os anos em análise. Tratando-se de um indicador que mede a produtividade, os valores apresentados indicam-nos que aparentemente o banco adquirente neste processo de F&A teve, no ano da F&A e no ano seguinte, uma produtividade inferior ao que possuíam antes da operação demonstrando um pior desempenho do banco adquirente.

Os resultados obtidos para o ROA, são coincidentes, por exemplo, com os estudos de Berger e Humphrey (1992, pp. 232 - 243) e Beccalli e Frantz (2009, pp. 124 - 172), que concluem pelo decréscimo do ROA após uma fusão ou aquisição.

5.8.4. Análise dos Resultados – ROE

Ao analisarmos a evolução do ROE, podemos verificar que o desempenho do Grupo Santander, que antes do processo de F&A apresentava uma evolução discreta, no ano da F&A e nos anos posteriores apresentou valores bastantes positivos em comparação com os anos anteriores, tendo crescido 11,071% face ao anterior ao processo de F&A. Perante esta análise, pode-se verificar que o processo de F&A fez com que o património líquido do Grupo Santander crescesse. Assim, pode-se afirmar que o processo de F&A na ótica da variável em análise ROE foi positivo, tendo sido criado valor na ótica dos acionistas.

Esta análise vai de encontro com os autores Batista et al. (2014, pp. 125 - 148), uma vez que ao realizar a análise do impacto das fusões e aquisições na rentabilidade das empresas adquirentes no setor bancário do Brasil. Os autores afirmam que durante a análise de vários processos de F&A conseguiram observar que a variável ROE, na maioria

dos estudos, foi sempre positiva, mostrando que os processos de F&A teriam sido positivos.

Também Pessanha (2010, pp. 67 - 78) e Araújo et al. (2007, pp. 25 - 43), analisaram o setor bancário, tendo também verificado que a variável ROE apresentou, na sua grande maioria, retornos superiores aos valores anteriores ao processo de F&A.

5.8.5. Análise dos Resultados – Margem Financeira

Ao analisar a rúbrica Margem Financeira, pode-se verificar que esta apresentou um crescimento ao longo dos anos posteriores ao processo de F&A. Verificou-se um crescimento mais significativo no 1º ano após o processo de F&A, ano em que a margem financeira do banco adquirente cresceu 1.70%, face ao ano anterior à F&A. No 2º e 3º anos posteriores ao processo de F&A a margem financeira continuou a crescer, mas a um ritmo mais moderado quando comparado com o ano anterior ao processo de F&A. Em conclusão, tratando-se a margem financeira de um indicador que mede a rendibilidade, os valores apresentados sugerem que o banco adquirente sofreu um ganho de rendibilidade após o processo de F&A. Apenas se verificou um decréscimo mais acentuado no ano da própria F&A (ano 0), porventura em resultado do processo. Nos anos posteriores a Margem Financeira, exceto o 2º ano após o processo de F&A, é sempre superior ao verificado antes da aquisição. Os resultados obtidos vão de encontro aos alcançados por DeLong & DeYoung, (2007, pp. 47-85), em que os autores concluíram que a margem financeira dos bancos adquirentes cresce após os processos de F&A, o que origina uma melhoria da performance operacional para o mesmo.

CAPÍTULO VI - CONCLUSÃO E LIMITAÇÕES DO TRABALHO

6.1. Conclusões

O presente trabalho teve como objetivo a análise da criação de valor em processos de F&A, mais concretamente o Impacto no Desempenho Operacional na Empresa Adquirente.

Dos vários tipos de F&A existentes, o estudo incidiu sobre o processo de F&A horizontal. Este processo de F&A ocorre quando as duas empresas operam e competem no mesmo setor e atuam no mesmo mercado. Para este tipo de fusões o principal objetivo natural é a obtenção de economias de escala. No entanto, foi possível verificar que, para além desta sinergia operacional, o aumento da quota do mercado também é um dos principais motivos de consolidação das organizações adquirentes.

Existe atualmente um vasto número de estudos que têm sido realizados em torno dos processos de F&A, incidindo particularmente sobre os efeitos na riqueza dos acionistas envolvidos. Porém, existem poucos trabalhos que se focam no impacto que o processo de F&A tem no desempenho operacional das empresas adquirentes, tendo sido esse o principal objetivo do presente trabalho. Também deve ser feita a ressalva de que ainda hoje existem muitas questões em aberto sobre se estes processos de F&A são ou não positivos para as empresas adquirentes, fazendo com que existam conclusões muito inconsistentes.

Para efetuar a análise do impacto do desempenho operacional, foi feito um estudo de caso que tem como objeto de estudo o processo de F&A do Grupo BANIF pelo Grupo Santander em 2015. O período em análise abrange os anos de 2011 a 2018, ou seja, 3 anos antes e 3 anos após o processo de F&A. Para isso, foram utilizados vários indicadores de medição de desempenho: Valor da Empresa, ROA, ROE, Margem Financeira numa ótica do desempenho operacional, já na ótica dos acionistas, uma vez que são parte importante nas organizações, foi utilizado o método do *Equity Cash Flow Valuation* (ECFV).

Os resultados obtidos evidenciam um aumento considerável da dimensão do banco adquirente após a operação, no entanto no que consta ao valor da empresa este não apresentou melhorias. A nível de desempenho operacional analisado através do indicador ROA, o banco adquirente após o processo de F&A teve uma diminuição do seu desempenho produtivo. Em sentido inverso, ao analisarmos o aumento do património líquido através do indicador ROE, o banco adquirente após o processo de F&A tem um crescimento significativo face ao que tinha anteriormente. Também ao analisar margem

financeira que nos indica a rentabilidade do processo de F&A, foi possível constatar que existiu um aumento nos anos após o processo de F&A, fator este que mais uma vez nos indica que o processo foi positivo para o banco adquirente. Na ótica dos acionistas utilizando o indicador ECFV, é possível analisar que no período anterior ao processo de F&A a instituição estava a perder valor para os acionistas, no entanto após o processo de F&A no 1º e 3º ano a empresa já apresentou valores positivos, o que demonstra que o processo de F&A, foi positivo na ótica dos acionistas. Estes resultados vão de encontro com alguns estudos já efetuados por vários autores, o que demonstra que existe já uma aprendizagem sobre o processo de F&A.

6.2. Limitações

Ao realizar o presente trabalho, existiram algumas limitações, sendo uma das principais o acesso à informação, uma vez que todos os dados foram retirados dos relatórios e contas das instituições bancárias; possíveis eventuais ajustamentos contabilísticos não foram efetuados por falta de elementos. Por outro lado, de um modo geral, a dificuldade de informação não permitiu alargar o objeto de estudo a outras instituições. O facto de atualmente o Santander não ser cotado em bolsa portuguesa, bem como a dimensão da própria bolsa, levou a algumas dificuldades no cálculo do custo do capital. Assim, pelas dificuldades apontadas, os resultados do presente trabalho, devem ser considerados com prudência, constituindo uma oportunidade de investigação futura.

6.3. Sugestões para futura investigação

Seria importante abordar dentro da presente temática dos processos de F&A no setor bancário, duas linhas de pesquisa futuras, uma quantitativa e outra qualitativa. No primeiro caso, a pesquisa pode aferir com o maior número provável de situações, os impactos desta tática de crescimento das instituições no desempenho operacional/financeiro das organizações, extrapolando para diferentes instituições dentro do mesmo setor e, se possível, uma comparação entre países que apresentam experiências no processo de F&A.

A segunda linha de pesquisa pode ser uma avaliação dos impactos das F&A na empresa adquirida ou incorporada, através da perceção das pessoas abrangidas.

Já dentro do Grupo Santander, uma vez que já passou por vários processos de F&A, seria também interessante em investigações futuras fazer uma comparação entre os recentes processos de F&A do Grupo Santander com os anteriores já efetuados pelo grupo e verificar se existe alguma evolução nas mesmas.

Referências Bibliográficas

- Abdul , R. R. & Limmack, R. J., 2004. Corporate Acquisitions and the Operating Performance of Malaysian Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(3-4), pp. 297-578.
- Almekhlafi, E., Almekhlafi, K. & Peiltu, M. K., 2016. A Study Of Credit Risk and Commercial Banks Performace in Yemen: Panel Evidence.. *Journal of Managment Policie Practicas*, pp. 57-69.
- Altunbaş, Y. & Marqués, D., 2007. Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities.. *Journal of Economics and Business*..
- Antão, P., 1997. Poder de mercado e Ajustamento sde Preços no Setor Bancário Portugues - Uma abordagem com o mecanismo corretor do erro. Março.
- Bastardo, C. & Gomes, A. R., 1991. *Fusões e aquisições de empresas: uma abordagem de avaliação de empresas*. 3ª ed. Lisboa: Texto Editora.
- Becalli, E. & Frantz, P., 2009. M&A operations and performance in banking. *Journal of Financial Services Research*, Volume 36, pp. 203-226.
- Berger, C. . R., 2002. Strategic and Nonstrategic Information Acquisition. *Human Communication Research*, 28(2), pp. 287-297.
- Blackburn, W. E., Derek, A. J., Schwartzman, J. A. & Siegman, D., 2005. The Application of Fundamental Valuation Principles to Property/Casualty Insurance Companies.. *Proceedings of the Casualty Actuarial Society-Arlington*, Volume XCII, pp. 257-491.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F., 2011. *Principles of Corporate Finance*.. 11º ed. s.l.:McGraw-Hill/Irwin.
- Caiado, A. C. & Caiado, J., 2006. *Journal of Finance*. Lisboa: Edições Sílabo, Lda..
- Castro, D. M., 2010. *Criação de Valor em Fusões e Aquisições*., São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de S. Paulo.
- Copeland, K. T. & Murrin, J., 1996. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 2º ed. s.l.:McKinsey & Company, Inc..
- Damodaran, A., 2012. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. 3º ed. Oxford: John Wiley & Sons, Inc..
- Deimler , M. S. & Whitehurst, J. . M., 1999. Manage Your Value. *Opportunities for Action in Consumer Markets*, pp. 3-12.
- DeLong, G. & DeYoung, R., 2007. Learning by observing: Information spillovers in the execution and valuation of commercial bank M&As. *Journal of Finance*, Volume 62, pp. 181-216.
- Demirgüç-Kunt, A. & Huizinga, H., 2010. Bank activity and funding strategies: The impact on risk and returns.. *Journal of Financial Economics*, 98(3), pp. 626-650.

Demirgüç-Kunt, A. & Huizinga, H., 2010. Bank activity and funding strategies: The impact on risk and returns.. *Journal of Financial Economics*, 98(3), pp. 626-650.

Ferreira, D., 2002. *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas - Volume I.* Lisboa: Edições Sílabo.

GANDUR, M. J., 2003. Eficiencia en costos, cambios en las condiciones generales del mercado y crisis en la banca colombiana: 1992-2002.. *Borradores de Economia* 260, pp. 458-462.

Grigorieva, S. & Petrunina, T., 2015. The performance of mergers and acquisitions in emerging capital markets: new angle. *Journal of Management Control: Zeitschrift für Planung und Unternehmenssteuerung*, 26(4), pp. 377-403.

Gugler, K., Mueller, D., Yurtoglu, B. & Zulehner, C., 2003. The Effects of Mergers: An International Comparison. *International Journal of Industrial Organization*, vol. 21(5), pp. 625-653.

Healy, P. M., Palepu, K. G. & Ruback, S. R., 1991. Does corporate performance improve after mergers?. *Journal of Financial Economics*, 31(2), pp. 135-175.

Humphrey, D. . B. & Akhavein, J., 1997. The effects of megamergers on efficiency and prices: evidence from a bank profit function. *Finance and Economics Discussion Series*, pp. 173-179.

Jayant, A., Gupta, P. & Garg, S., 2012. Perspectives in Reverse Supply Chain management (R-SCM): A State of the Art Literature Review. *Jordan Journal of Mechanical and Industrial Engineering*, Volume 6, pp. 87-102.

Jensen, , M. C., 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers.. *American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329.

Kumar, S. & Putman, V., 2008. *Cradle to cradle: Reverse logistics strategies and opportunities across three industry sectors.* *International Journal of Production Economics*. s.l.:115.

Mantravadi, P. & Aileni, V. . R., 2008. Post-Merger Performance of Acquiring Firms from Different Industries in India. *International Research Journal of Finance and Economics*, Volume 28, pp. 345-351.

Martynova, M. . & Renneboog, L., 2005. Takeover waves: Triggers, performance and motives. *TILEC Discussion paper*, pp. 1-56.

Meeks, G., 1977. Disappointing marriage: A study of the gains from mer. *Occasional paper* 51.

Mendes, J. A., 2002. *A empresa bancária em Portugal no séc. XX: evolução e estratégias.* 11º ed. s.l.:Gestão e desenvolvimento.

Neves, J. C., 2002. *Avaliação de Empresas e Negócios.* 2 ed. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal, Lda..

Neves, J. C., 2011. *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa..* 2 ed. Lisboa: Texto Editores, Lda..

Pazarskis, M., Christodoulou, P., Vogiatzoglou, M. & Drogalas, G. A., 2011. Exploring the improvement of corporate performance after mergers—the case of Greece. *International Journal of Financial Services Management*, 5(2), pp. 211-229.

Powell, R. G. & Stark, A. . W., 2005. Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks. *Journal of Corporate Finance*, pp. 293-317.

Rani, N., Yadav, S. S. & Jain, P. K., 2015. Impact of Cross-Border Acquisitions' Announcements on Shareholders' Wealth: Evidence from India. *Global Business and Economics Review*, Vol. 17(No. 4), pp. 360-382.

Rao-Nicholson, R., Salaber, J. & Cao, T. H., 2016. Long-term performance of mergers and acquisitions in ASEAN countries.. *Research in International Business and Finance*, Volume 36, pp. 373-387.

Ravenscraft, D. J. & Scherer, F. M., 1987. Mergers, sell-offs, & economic efficiency.

Régis, A. P. F., 2001. *Eficiência de custo no setor bancário brasileiro.*, Recife: Universidade Federal de Pernambuco.

Rhoades, S. A., 1993. Efficiency effects of horizontal (in-market) bank mergers. *Journal of Banking & Finance*, 17(2-3), pp. 411-422.

Rhodes-Kropf, M. & Viswanathan, V., 2004. Market valuation and merger waves. *Journal of Finance*, 59(6), pp. 245-287.

Roll, R., 1986. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59(2), pp. 197-216.

Rousseau, P. & Jovanovic, B., 2002. The Q-Theory of mergers. *American Economic Review*, 92(2), pp. 198-204.

Scharfstein, D. & Stein, J., 1990. Herd behavior and investment. *American Economic Review*, 80(3).

Scholes, M. & Williams, J., 1977. Estimating betas from nonsynchronous data.. *Journal of Financial Economics*, 5(3), pp. 309-327.

Shleifer, A. & Vishny, R. W., 1991. Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and implications. *Strategic Management Journal*, 12(2).

SILVA, T. L. & NETO, J. P. M., 2002. Economia de escala e eficiência nos bancos brasileiros após o Plano Real.. *Estudos Econômicos*, 32(4), pp. 577-619.

Solow, R. M., 1956. *The Quarterly Journal of Economics*. 1 Fevereiro, 70(1), pp. 65-94.

Sudarsanam, S., 2003. Creating value from mergers and acquisitions: The challenges. *Prentice Hall/Financial Times*.

TRIPLE, L. B., 2001. D. New Zealand bank mergers and efficiency gains.. *ANNUAL AUSTRALASIAN FINANCE AND BANKING CONFERENCE*, Volume 14, pp. 147-152.

Vieito, J. P. & Maquieira, C. P., 2013. *Finanças Empresariais: Teoria e Prática*. 2ª ed. Lisboa: Escolar Editora.

Outras referências bibliográficas

Jensen, M. C., 2004. Agency costs of overvalued equity. Harvard NOM Working Paper, 4(26).

Jensen, M. C. & Meckling, W. H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.

Jensen, M. & Ruback, R. S., 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), pp. 5-50.

Websites Consultados

<https://www.cgd.pt/Institucional/Patrimonio-Historico-CGD/Estudos/Documents/Desenvolvimento-Banca-Portuguesa.pdf> (consultado a 16/06/2019)

<https://ccilb.pt/portugal-regista-numero-recorde-de-fusoes-e-aquisicoes-em-2019/> (consultado a 18/07/2020)

<https://administradores.com.br/artigos/mercado-de-fus%C3%B5es-e-aquisi%C3%A7%C3%B5es-deve-crescer-em-2020-de-acordo-com-pesquisa-mundial> (consultado a 18/07/2020)

ANEXOS

Anexo 1- Balanço Grupo BST Pré- F&A

RUBRICAS	NOTAS	DATAS			
		2011	2012	2013	2014
ACTIVO					
Caixa e disponibilidades em bancos centrais		387 837,00 €	352 365,00 €	337 841,00 €	830 474,00 €
Disponibilidade em outras instituições de crédito		356 962,00 €	385 323,00 €	552 921,00 €	229 154,00 €
Activos financeiros detidos para negociação		1 995 784,00 €	2 265 495,00 €	1 949 115,00 €	2 210 882,00 €
Outros activos financeiros ao justo valor através de resultados		80 121,00 €	93 735,00 €	- €	7 249 464,00 €
Activos financeiros disponíveis para venda		4 439 605,00 €	3 489 864,00 €	4 382 253,00 €	1 836 610,00 €
Aplicações em instituições de crédito		2 692 911,00 €	3 097 422,00 €	3 270 970,00 €	25 624 330,00 €
Crédito a clientes		28 372 027,00 €	26 979 649,00 €	26 107 521,00 €	194 644,00 €
Derivados de cobertura		167 302,00 €	284 850,00 €	199 427,00 €	206 767,00 €
Activos não correntes detidos para venda		141 163,00 €	206 840,00 €	206 943,00 €	19 000,00 €
Activos tangíveis		365 415,00 €	336 084,00 €	467 949,00 €	269 740,00 €
Activos intangíveis		74 230,00 €	65 842,00 €	318 662,00 €	28 380,00 €
Investimentos em associadas		133 052,00 €	142 994,00 €	52 468,00 €	580 691,00 €
Activos para impostos correntes		17 632,00 €	4 246,00 €	147 730,00 €	9 901,00 €
Activos para impostos diferidos		714 817,00 €	631 578,00 €	17 458,00 €	448 911,00 €
Outros activos		176 456,00 €	190 956,00 €	540 675,00 €	255 476,00 €
Propriedades de Investimento		- €	- €	258 595,00 €	- €
Total do activo		40 115 314,00 €	38 527 243,00 €	38 810 528,00 €	39 994 424,00 €
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO					
Capital próprio					
Capital		656 723,00 €	656 723,00 €	656 723,00 €	656 723,00 €
Prémios de emissão		193 390,00 €	193 390,00 €	193 390,00 €	193 390,00 €
Outros instrumentos de capital		135 000,00 €	135 000,00 €	135 000,00 €	135 000,00 €
Reservas de revalorização		- 1 008 461,00 €	- 699 202,00 €	- 573 189,00 €	- 287 805,00 €
Outras reservas		1 404 582,00 €	1 421 512,00 €	1 477 217,00 €	1 088 420,00 €
Resultados transitados		- 42 400,00 €	- 42 560,00 €	- 43 312,00 €	- 1 561,00 €
Resultado consolidado do exercício atribuível aos accionistas BST		47 121,00 €	88 068,00 €	89 164,00 €	134 473,00 €
Capital próprio atribuível aos accionistas BST		1 385 955,00 €	1 752 931,00 €	1 934 993,00 €	1 918 640,00 €
Interesses minoritários		577 520,00 €	572 160,00 €	795 370,00 €	- €
Total do capital próprio		1 963 475,00 €	2 325 091,00 €	2 730 363,00 €	1 918 640,00 €
PASSIVO					
Recursos de bancos centrais		4 913 234,00 €	5 837 242,00 €	6 241 410,00 €	4 406 312,00 €
Passivos financeiros detidos para negociação		1 663 299,00 €	2 048 743,00 €	1 619 768,00 €	1 995 017,00 €
Recursos de outras instituições de crédito		3 611 532,00 €	1 949 574,00 €	4 175 058,00 €	4 419 551,00 €
Recursos de clientes e outros empréstimos		19 844 104,00 €	21 497 174,00 €	20 707 001,00 €	21 597 821,00 €
Responsabilidades representadas por títulos		7 393 865,00 €	3 953 519,00 €	2 534 161,00 €	1 971 007,00 €
Derivados de cobertura		282 889,00 €	455 911,00 €	370 684,00 €	1 967 945,00 €
Provisões		75 482,00 €	72 271,00 €	62 039,00 €	133 297,00 €
Passivos por impostos correntes		6 545,00 €	4 687,00 €	14 313,00 €	250 378,00 €
Passivos por impostos diferidos		66 972,00 €	75 303,00 €	58 524,00 €	10 539,00 €
Passivos subordinados		4 328,00 €	4 311,00 €	4 307,00 €	99 375,00 €
Outros passivos		289 589,00 €	303 417,00 €	292 900,00 €	933 651,00 €
Passivos Financeiros associados a activos transferidos		- €	- €	- €	290 891,00 €
Total do passivo		38 151 839,00 €	36 202 152,00 €	36 080 165,00 €	38 075 784,00 €
Total do capital próprio e do passivo		40 115 314,00 €	38 527 243,00 €	38 810 528,00 €	39 994 424,00 €

Fonte: Relatório e Contas. Elaboração Própria

Anexo 2 - Balanço Grupo BST Pós - F&A

RUBRICAS	NOTAS	DATAS			
		2015	2016	2017	2018
ACTIVO					
Caixa e disponibilidades em bancos centrais		3 134 032,00 €	877 917,00 €	1 039 554,00 €	1 655 730,00 €
Disponibilidade em outras instituições de crédito		463 898,00 €	288 734,00 €	658 155,00 €	845 003,00 €
Activos financeiros detidos para negociação		1 750 694,00 €	1 709 338,00 €	1 515 236,00 €	1 215 956,00 €
Outros activos financeiros ao justo valor através de resultados		6 467 813,00 €	6 640 342,00 €	4 537 143,00 €	176 878,00 €
Activos financeiros disponíveis para venda		1 535 436,00 €	1 099 851,00 €	826 367,00 €	5 246 157,00 €
Aplicações em instituições de crédito		31 780 965,00 €	32 808 297,00 €	39 633 212,00 €	675 031,00 €
Crédito a clientes		- €	243 954,00 €	108 809,00 €	39 582 109,00 €
Derivados de cobertura		130 292,00 €	32 700,00 €	15 349,00 €	73 464,00 €
Activos não correntes detidos para venda		190 595,00 €	88 054,00 €	- €	56 511,00 €
Outros activos tangíveis		387 193,00 €	278 379,00 €	76 602,00 €	61 481,00 €
Activos intangíveis		300 194,00 €	32 694,00 €	353 957,00 €	297 625,00 €
Investimentos em associadas		31 054,00 €	578 777,00 €	353 305,00 €	346 733,00 €
Activos para impostos correntes		42 957,00 €	8 088,00 €	34 299,00 €	28 478,00 €
Activos para impostos diferidos		16 458,00 €	363 754,00 €	467 406,00 €	661 395,00 €
Outros activos		418 317,00 €	750 445,00 €	935 371,00 €	336 443,00 €
Propriedades de Investimento		279 070,00 €	- €	87 269,00 €	30 022,00 €
Total do activo		46 928 968,00 €	45 801 324,00 €	50 642 034,00 €	51 289 016,00 €
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO					
Capital próprio					
Capital		956 723,00 €	1 256 723,00 €	1 256 723,00 €	1 256 723,00 €
Prémios de emissão		193 390,00 €	193 390,00 €	193 390,00 €	193 390,00 €
Outros instrumentos de capital		135 000,00 €	135 000,00 €	135 000,00 €	135 000,00 €
Reservas de revalorização		- 322 046,00 €	- 578 711,00 €	- 277 225,00 €	- 238 470,00 €
Outras reservas		1 603 610,00 €	1 493 675,00 €	1 975 354,00 €	1 778 808,00 €
Resultados transitados		- 43 561,00 €	- €	- 43 991,00 €	- 44 022,00 €
Resultado consolidado do exercício atribuível aos accionistas BST		568 377,00 €	- 1 738,00 €	421 157,00 €	469 951,00 €
Capital próprio atribuível aos accionistas BST		3 091 493,00 €	2 498 339,00 €	3 660 408,00 €	3 551 380,00 €
Interesses minoritários		321 315,00 €	336 500,00 €	1 138,00 €	919,00 €
Total do capital próprio		3 412 808,00 €	2 834 839,00 €	3 661 546,00 €	3 552 299,00 €
PASSIVO					
Recursos de bancos centrais		4 952 679,00 €	2 450 694,00 €	1 533 760,00 €	1 242 475,00 €
Passivos financeiros detidos para negociação		1 721 691,00 €	1 761 435,00 €	3 080 538,00 €	3 050 040,00 €
Recursos de outras instituições de crédito		3 545 229,00 €	2 203 649,00 €	4 351 086,00 €	3 539 844,00 €
Recursos de clientes e outros empréstimos		27 126 313,00 €	29 094 675,00 €	32 137 468,00 €	33 937 757,00 €
Responsabilidades representadas por títulos		5 043 445,00 €	2 557 832,00 €	4 581 237,00 €	4 611 944,00 €
Derivados de cobertura		170 133,00 €	3 641 271,00 €	39 275,00 €	176 206,00 €
Provisões		323 090,00 €	81 655,00 €	- €	90 556,00 €
Passivos por impostos correntes		37 747,00 €	219 386,00 €	167 550,00 €	10 399,00 €
Passivos por impostos diferidos		122 920,00 €	5 914,00 €	232 481,00 €	286 446,00 €
Passivos subordinados		69 309,00 €	45 766,00 €	69 026,00 €	244 822,00 €
Outros passivos		4 302,00 €	347 088,00 €	788 067,00 €	69 560,00 €
Passivos Financeiros associados a activos transferidos		399 302,00 €	557 120,00 €	- €	476 668,00 €
Total do passivo		43 516 160,00 €	42 966 485,00 €	46 980 488,00 €	47 736 717,00 €
Total do capital próprio e do passivo		46 928 968,00 €	45 801 324,00 €	50 642 034,00 €	51 289 016,00 €

Fonte: Relatório e Contas. Elaboração Própria

Anexo 3 - Balanço BANIF Pré - F&A

RUBRICAS	NOTAS	DATAS			
		2011	2012	2013	2014
ACTIVO					
Caixa e disponibilidades em bancos centrais		288 078,00 €	184 109,00 €	152 343,00 €	113 805,00 €
Disponibilidade em outras instituições de crédito		183 769,00 €	210 089,00 €	186 777,00 €	102 878,00 €
Activos financeiros detidos para negociação		251 614,00 €	214 725,00 €	40 086,00 €	65 082,00 €
Outros activos financeiros ao justo valor através de resultados		160 138,00 €	79 287,00 €	73 686,00 €	48 814,00 €
Activos financeiros disponíveis para venda		561 488,00 €	755 566,00 €	1 782 041,00 €	1 960 821,00 €
Aplicações em instituições de crédito		648 671,00 €	367 520,00 €	117 487,00 €	250 767,00 €
Crédito a clientes		11 183 823,00 €	9 815 981,00 €	7 969 025,00 €	6 854 997,00 €
Investimentos detidos até à maturidade		53 506,00 €	36 284,00 €	12 081,00 €	5 461,00 €
Activos com acordo de recompra		72 347,00 €	26 223,00 €	- €	26 901,00 €
Activos não correntes detidos para venda		267 678,00 €	403 134,00 €	1 606 951,00 €	2 154 661,00 €
Propriedades de Investimento		844 026,00 €	924 357,00 €	827 576,00 €	736 544,00 €
Activos tangíveis		369 192,00 €	307 025,00 €	247 689,00 €	207 345,00 €
Activos intangíveis		27 456,00 €	26 264,00 €	17 076,00 €	13 413,00 €
Investimentos em associadas		155 670,00 €	118 630,00 €	129 630,00 €	146 308,00 €
Activos para impostos correntes		25 067,00 €	17 216,00 €	3 417,00 €	1 578,00 €
Activos para impostos diferidos		151 179,00 €	248 598,00 €	240 447,00 €	266 204,00 €
Outros activos		579 412,00 €	257 285,00 €	197 180,00 €	169 915,00 €
Total do activo		15 823 114,00 €	13 992 293,00 €	13 603 492,00 €	13 125 494,00 €
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO					
Capital próprio					
Capital		570 000,00 €	570 000,00 €	1 582 195,00 €	1 720 700,00 €
Prémios de emissão		104 114,00 €	104 565,00 €	199 765,00 €	199 765,00 €
Outros instrumentos de capital		95 900,00 €	95 900,00 €	- €	- €
Acções próprias		- 1 086,00 €	- 124,00 €	- 6,00 €	- 3,00 €
Reservas de reavaliação		- 52 004,00 €	- 2 141,00 €	- 18 774,00 €	- 61 458,00 €
Outras reservas de reavaliação e Resultados Transitados		276 471,00 €	100 100,00 €	- 483 031,00 €	- 952 246,00 €
Resultado do exercício		- 161 583,00 €	- 576 353,00 €	- 470 273,00 €	- 295 361,00 €
Dividendos Antecipados					- €
Interesses que não Controlam		103 104,00 €	84 209,00 €	69 697,00 €	69 173,00 €
Total do capital próprio		934 916,00 €	376 156,00 €	879 573,00 €	803 486,00 €
PASSIVO					
Recursos de bancos centrais		2 484 286,00 €	2 804 084,00 €	3 077 603,00 €	1 493 682,00 €
Passivos financeiros detidos para negociação		89 048,00 €	116 204,00 €	28 785,00 €	30 423,00 €
Outros passivos financeiros ao justo valor através de resultados		80 946,00 €	14 017,00 €	12 393,00 €	12 795,00 €
Recursos de outras instituições de crédito		1 088 515,00 €	689 101,00 €	348 651,00 €	882 564,00 €
Recursos de clientes e outros empréstimos		8 030 692,00 €	7 750 430,00 €	6 303 280,00 €	6 499 287,00 €
Responsabilidades representadas por títulos		2 349 156,00 €	1 706 431,00 €	1 258 070,00 €	1 645 607,00 €
Passivos financeiros associados a activos transferidos		- €	- €	- €	- €
Derivados de cobertura		130,00 €	- €	- €	- €
Passivos não correntes detidos para venda		- €	- €	994 338,00 €	1 130 021,00 €
Provisões		15 405,00 €	31 285,00 €	13 365,00 €	10 925,00 €
Provisões Técnicas		- €	- €	- €	- €
Passivos por impostos correntes		14 290,00 €	5 854,00 €	5 366,00 €	3 857,00 €
Passivos por impostos diferidos		51 687,00 €	63 059,00 €	48 369,00 €	66 216,00 €
Instrumentos representativos de capital		43 891,00 €	2 009,00 €	260 058,00 €	130 158,00 €
Passivos subordinados		218 540,00 €	228 114,00 €	154 318,00 €	181 557,00 €
Outros passivos		421 612,00 €	205 549,00 €	219 323,00 €	234 916,00 €
Total do passivo		14 888 198,00 €	13 616 137,00 €	12 723 919,00 €	12 322 008,00 €
Total do capital próprio e do passivo		15 823 114,00 €	13 992 293,00 €	13 603 492,00 €	13 125 494,00 €

Fonte: Relatório e Contas. Elaboração Própria

Anexo 4 - Balanço BANIF Pós - F&A

Anexo	RUBRICAS	NOTAS	DATAS	
			2015	2016
	ACTIVO			
	Disponibilidade em outras instituições de crédito		10 153,00 €	6 405,00 €
	Activos financeiros detidos para negociação		- €	414,00 €
	Outros activos financeiros ao justo valor através de resultados		- €	- €
	Activos financeiros disponíveis para venda		- €	- €
	Aplicações em instituições de crédito		- €	1 080,00 €
	Activos não correntes detidos para venda		5 130,00 €	5 130,00 €
	Investimentos em filiais, associadas e empreendimentos conjuntos		77,00 €	- €
	Activos para impostos correntes		- €	1,00 €
	Activos para impostos diferidos		35 981,00 €	- €
	Outros activos		- €	55 015,00 €
	Total do activo		51 341,00 €	68 045,00 €
	CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO			
	Capital próprio			
	Capital		3 616 581,00 €	3 616 581,00 €
	Prémios de emissão		199 765,00 €	199 765,00 €
	Outras reservas de reavaliação e Resultados Transitados		- 1 291 706,00 €	- 4 580 066,00 €
	Resultado do exercício		- 3 288 359,00 €	- 14 288,00 €
	Dividendos Antecipados		- €	- €
	Interesses que não Controlam		- €	- €
	Total do capital próprio		- 763 719,00 €	- 778 008,00 €
	PASSIVO			
	Passivos financeiros detidos para negociação		885,00 €	852,00 €
	Recursos de outras instituições de crédito		53 855,00 €	66 006,00 €
	Recursos de clientes e outros empréstimos		166,00 €	166,00 €
	Provisões		20 290,00 €	20 485,00 €
	Passivos por impostos correntes		- €	2,00 €
	Instrumentos representativos de capital		10 000,00 €	10 000,00 €
	Ouros passivos subordinados		240 226,00 €	258 753,00 €
	Outros passivos		489 638,00 €	489 789,00 €
	Total do passivo		815 060,00 €	846 053,00 €
	Total do capital próprio e do passivo		51 341,00 €	68 045,00 €

Fonte: Relatório e Contas. Elaboração Própria

Anexo 5 - Demonstração Resultados Grupo BST Pré - F&A

Demonstração de Resultados da Posição Financeira 2021-2014 – período pré-fusão					
UNIDADE MONETÁRIA (1)					
RENDIMENTOS E GASTOS	NOTAS	PERÍODOS			
		2011	2012	2013	2014
Juros e rendimentos similares		1 692 694,00 €	1 648 148,00 €	1 271 127,00 €	1 194 168,00 €
Juros e encargos similares		- 1 149 161,00 €	- 1 106 614,00 €	- 763 859,00 €	- 650 629,00 €
Margem Financeira		543 533,00 €	541 534,00 €	507 268,00 €	543 539,00 €
Rendimentos de instrumentos de capital		1 278,00 €	1 698,00 €	1 313,00 €	1 222,00 €
Rendimentos de serviços e comissões		397 185,00 €	384 701,00 €	370 626,00 €	335 187,00 €
Encargos com serviços e comissões		- 54 326,00 €	- 53 893,00 €	- 55 116,00 €	- 58 311,00 €
Resultados de activos e passivos avaliados ao justo valor através de resultados		1 895,00 €	37 183,00 €	20 326,00 €	- 244 097,00 €
Resultados de activos financeiros disponíveis para venda		- 77 237,00 €	- 2 696,00 €	4 534,00 €	308 722,00 €
Resultados de reavaliação cambial		5 295,00 €	5 652,00 €	4 039,00 €	5 458,00 €
Resultados de alienação de outros ativos		1 006,00 €	85 689,00 €	2 476,00 €	17 568,00 €
Outros resultados de exploração		- 14 044,00 €	- 12 760,00 €	- 34 431,00 €	- 14 314,00 €
Resultados		261 052,00 €	445 574,00 €	313 767,00 €	351 435,00 €
Produto Bancário (Margem Financeira + Resultados)		804 585,00 €	987 108,00 €	821 035,00 €	894 974,00 €
Custo com o Pessoal		- 296 634,00 €	- 257 636,00 €	- 269 577,00 €	- 281 592,00 €
Custos Gerais Administrativos		- 146 857,00 €	- 137 496,00 €	- 137 159,00 €	- 143 744,00 €
Amortizações do Exercício		- 63 362,00 €	- 63 873,00 €	- 59 777,00 €	- 61 857,00 €
Provisões líquidas de reversões e recuperações		- 14 297,00 €	- 22 821,00 €	- 6 930,00 €	- 46 416,00 €
Imparidade do crédito líquida de reversões e recuperações		- 227 826,00 €	- 378 147,00 €	- 197 039,00 €	- 111 206,00 €
Imparidade e outros activos financeiros líquida de reversões e recuperações		- 10 439,00 €	- 16 504,00 €	- 3 155,00 €	- 1 131,00 €
Imparidade de outros activos líquida de reversões e recuperações		- 40 478,00 €	- 49 137,00 €	- 36 827,00 €	- 33 780,00 €
Resultados Associados		12 893,00 €	11 864,00 €	14 069,00 €	19 791,00 €
Resultados		- 787 000,00 €	- 913 750,00 €	- 696 395,00 €	- 659 935,00 €
Resultado antes de impostos e de interesses minoritários (Produto Bancário + Resultados)		17 585,00 €	73 358,00 €	124 640,00 €	235 039,00 €
Impostos Correntes		- 11 201,00 €	- 29 593,00 €	- 35 321,00 €	- 40 700,00 €
Impostos Diferidos		40 684,00 €	44 303,00 €	- 9 037,00 €	- 29 171,00 €
Resultado antes de impostos e de interesses minoritários		47 068,00 €	88 068,00 €	80 282,00 €	165 168,00 €
Interesses minoritários		53,00 €	- €	8 882,00 €	6,00 €
Resultado consolidado do exercício atribuível aos accionistas do BST		47 121,00 €	88 068,00 €	89 164,00 €	165 174,00 €

Fonte: Relatório e Contas. Elaboração Própria

Anexo 6 - Demonstrações de Resultados Grupo BST Pós – F&A

Demonstração de Resultados Consolidados da Posição Financeira 2021-2014 – período pré-fusão					
UNIDADE MONETÁRIA (1)					
RENDIMENTOS E GASTOS	NOTAS	PERÍODOS			
		2015	2016	2017	2018
Juros e rendimentos similares		1 027 468,00 €	1 136 435,00 €	1 061 488,00 €	1 229 348,00 €
Juros e encargos similares		- 467 505,00 €	- 402 248,00 €	- 362 108,00 €	- 362 620,00 €
Margem Financeira		559 963,00 €	734 187,00 €	699 380,00 €	866 728,00 €
Rendimentos de instrumentos de capital		1 178,00 €	4 198,00 €	2 911,00 €	1 601,00 €
Rendimentos de serviços e comissões		321 712,00 €	372 789,00 €	391 600,00 €	453 770,00 €
Encargos com serviços e comissões		- 59 199,00 €	- 69 484,00 €	- 65 298,00 €	- 77 574,00 €
Resultados de activos e passivos avaliados ao justo valor através de resultados		84 452,00 €	- 38 477,00 €	- 11 814,00 €	- 37 929,00 €
Resultados de activos financeiros disponíveis para venda		147 877,00 €	112 601,00 €	81 915,00 €	25 287,00 €
Resultados de reavaliação cambial		6 137,00 €	10 148,00 €	8 377,00 €	9 524,00 €
Resultados de alienação de outros ativos		61 685,00 €	47 665,00 €	40 429,00 €	- 14 533,00 €
Outros resultados de exploração		- 13 783,00 €	552,00 €	- 14 240,00 €	- 21 838,00 €
Resultados		550 059,00 €	439 992,00 €	433 880,00 €	338 308,00 €
Produto Bancário (Margem Financeira + Resultados)		1 110 022,00 €	1 174 179,00 €	1 133 260,00 €	1 205 036,00 €
Custo com o Pessoal		- 275 609,00 €	- 284 691,00 €	- 308 675,00 €	- 352 873,00 €
Custos Gerais Administrativos		- 207 202,00 €	- 216 184,00 €	- 176 495,00 €	- 215 804,00 €
Amortizações do Exercício		- 40 116,00 €	- 36 176,00 €	- 37 092,00 €	- 41 322,00 €
Provisões líquidas de reversões e recuperações		- 99 441,00 €	- 32 127,00 €	- 32 317,00 €	- 251 025,00 €
Imparidade do crédito líquida de reversões e recuperações		- 119 389,00 €	- 44 284,00 €	- 38 760,00 €	3 008,00 €
Imparidade e outros activos financeiros líquida de reversões e recuperações		- 10 416,00 €	- 34 978,00 €	- 168,00 €	- €
Imparidade de outros activos líquida de reversões e recuperações		- 13 011,00 €	- 11 479,00 €	33 036,00 €	- 30 831,00 €
Resultado na compra da actividade do BANIF		327 159,00 €	- €	- €	- €
Diferenças de consolidação negativas		- €	599,00 €	- €	- €
Resultados Associados		14 498,00 €	13 226,00 €	6 277,00 €	7 188,00 €
Resultados de ativos não correntes detidos para venda		- €	- €	- €	21 107,00 €
Resultados		- 423 527,00 €	- 646 094,00 €	- 554 194,00 €	- 860 552,00 €
Resultado antes de impostos e de interesses minoritários (Produto Bancário + Resultados)		686 495,00 €	528 085,00 €	579 066,00 €	338 468,00 €
Impostos Correntes		- 67 658,00 €	- 51 321,00 €	- 157 909,00 €	131 265,00 €
Impostos Diferidos		- 50 465,00 €	- 96 732,00 €	- €	- €
Resultado antes de impostos e de interesses minoritários		568 372,00 €	380 032,00 €	421 157,00 €	469 733,00 €
Interesses minoritários		5,00 €	- €	- €	218,00 €
Resultado consolidado do exercício atribuível aos accionistas do BST		568 377,00 €	380 032,00 €	421 157,00 €	469 951,00 €

Fonte: Relatório e Contas. Elaboração Própria

Anexo 7 - Demonstrações de Resultados BANIF Pré – F&A

RENDIMENTOS E GASTOS	NOTAS	PERÍODOS			
		2011	2012	2013	2014
Juros e rendimentos similares		762 753,00 €	653 386,00 €	435 769,00 €	369 374,00 €
Juros e encargos similares		- 565 316,00 €	- 518 788,00 €	- 353 868,00 €	- 284 847,00 €
Margem Financeira		197 437,00 €	134 598,00 €	81 901,00 €	84 527,00 €
Rendimentos de instrumentos de capital		26 273,00 €	1 771,00 €	2 447,00 €	788,00 €
Rendimentos de serviços e comissões		98 315,00 €	96 419,00 €	83 974,00 €	81 407,00 €
Encargos com serviços e comissões		- 17 093,00 €	- 24 463,00 €	- 20 894,00 €	- 16 756,00 €
Resultados de activos e passivos avaliados ao justo valor através de resultados		- 8 163,00 €	- 2 176,00 €	- 5 764,00 €	- 12 799,00 €
Resultados de activos financeiros disponíveis para venda		- 64,00 €	- 752,00 €	37 820,00 €	114 198,00 €
Resultados de reavaliação cambial		976,00 €	1 028,00 €	- 833,00 €	- 2 538,00 €
Resultados de alienação de outros ativos		- 1 808,00 €	1 450,00 €	- 13 741,00 €	25 491,00 €
Outros resultados de exploração		39 270,00 €	10 522,00 €	- 24 342,00 €	- 66 330,00 €
Resultados		137 706,00 €	83 799,00 €	58 667,00 €	123 461,00 €
Produto Bancário (Margem Financeira + Resultados)		335 143,00 €	218 397,00 €	140 568,00 €	207 988,00 €
Custo com o Pessoal		- 115 337,00 €	- 121 457,00 €	- 119 596,00 €	- 128 195,00 €
Custos Gerais Administrativos		- 62 586,00 €	- 64 153,00 €	- 67 527,00 €	- 55 394,00 €
Amortizações do Exercício		- 14 241,00 €	- 14 668,00 €	- 25 117,00 €	- 18 717,00 €
Provisões líquidas de reversões e recuperações		21 142,00 €	- 42 892,00 €	190,00 €	1 264,00 €
Correcções de valor associadas ao crédito a clientes e valores a receber de outros devedores		- 133 557,00 €	- 171 902,00 €	- 295 888,00 €	- 171 837,00 €
Imparidade e outros activos financeiros líquida de reversões e recuperações		- 43 626,00 €	- 87 861,00 €	- 7 652,00 €	- 41 951,00 €
Imparidade de outros activos líquida de reversões e recuperações		- 11 722,00 €	- 172 638,00 €	- 61 014,00 €	- 59 314,00 €
Resultados de associadas e empreendimentos conjuntos		- €	- €	826,00 €	- 22 391,00 €
Resultados		- 359 927,00 €	- 675 571,00 €	- 576 158,00 €	- 496 535,00 €
Resultado antes de impostos e de interesses minoritários (Produto Bancário + Resultados)		- 24 784,00 €	- 457 174,00 €	- 435 590,00 €	- 288 547,00 €
Impostos Correntes		- 4 249,00 €	- 4 402,00 €	- 9 969,00 €	- 7 780,00 €
Impostos Diferidos		13 334,00 €	55 200,00 €	50 672,00 €	20 293,00 €
Resultado antes de impostos e de interesses minoritários		- 15 699,00 €	- 406 376,00 €	- 394 887,00 €	- 276 034,00 €
Resultado de operações descontinuadas		- €	- €	- 75 137,00 €	- 18 252,00 €
Interesses minoritários		- €	- €	249,00 €	- 1 075,00 €
Resultado consolidado do exercício atribuível aos accionistas do BST		- 15 699,00 €	- 406 376,00 €	- 470 273,00 €	- 295 361,00 €

Fonte: Relatório e Contas. Elaboração Própria

Anexo 8 - Demonstração de Resultados BANIF Pós - F&A

RENDIMENTOS E GASTOS	NOTAS	PERIODOS	
		2015	2016
Juros e rendimentos similares	-	9,00 €	32,00 €
Juros e encargos similares		- €	- 30 873,00 €
Margem Financeira		- 9,00 €	- 30 841,00 €
Rendimentos de serviços e comissões		- €	15,00 €
Encargos com serviços e comissões		- €	- 1,00 €
Resultados de reavaliação cambial		- €	446,00 €
Outros resultados de exploração		953,00 €	860,00 €
Resultados		953,00 €	1 320,00 €
Produto Bancário (Margem Financeira + Resultados)		944,00 €	- 29 521,00 €
Custo com o Pessoal		- €	- 339,00 €
Custos Gerais Administrativos		- €	- 2 462,00 €
Amortizações e Depreciações do Exercício		- €	- €
Provisões líquidas de reversões e recuperações		9 687,00 €	390,00 €
Imparidade e outros activos financeiros líquida de reversões e recuperações		- 100 802,00 €	15,00 €
Resultados		- 91 115,00 €	- 2 396,00 €
Resultado antes de impostos e de interesses minoritários (Produto Bancário + Resultados)		- 90 171,00 €	- 31 917,00 €
Impostos Correntes		- €	- 1,00 €
Impostos Diferidos		- €	17 630,00 €
Resultado antes de impostos e de interesses minoritários		- 90 171,00 €	- 14 288,00 €
Resultado Líquido de operações descontinuadas do exercício de 2014		- 3 198 188,00 €	- €
Resultado consolidado do exercício atribuível aos accionistas do BST		- 3 288 359,00 €	- 14 288,00 €

Fonte: Relatório e Contas. Elaboração Própria