

---

# **MESTRADO em CONTABILIDADE E FISCALIDADE EMPRESARIAL**

## **Fusões & Aquisições – Análise do seu Impacto Económico e Social**

**Renato dos Santos Clara**

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de **Mestre em Contabilidade e Fiscalidade Empresarial**, realizada sob a orientação da Professora Doutora Maria de Fátima Cravo Sampaio, co-orientada pela professora Doutora Clara Margarida Pisco Viseu.

**Coimbra**  
**maio de 2019**

## **TERMO DE RESPONSABILIDADE**

Declaro ser o autor desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido a outra Instituição de ensino superior para obtenção de um grau académico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas e que tenho consciência de que o plágio constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação .

*“While deals often fail in practice, they never fail in projections.”*

*Warren Buffett, cited in The Economist, September. 2,1995*

Dedicatória

À memória do meu pai.

## Agradecimentos

À Doutora Maria de Fátima Cravo Sampaio, por ter aceite sem qualquer hesitação a orientação deste trabalho, para o qual deu a sua preciosa colaboração e mostrou sempre disponibilidade e interesse, reveladores da paixão que tem pelo tema e pelo ensino. À Doutora Clara Margarida Pisco Viseu que gentilmente aceitou co-orientar o trabalho e colaborar na parte estatística, fundamental para a análise e sem a qual muito dificilmente teria conseguido, colaboração que efetuou apesar de eu ser um desconhecido, o que revela o seu grande profissionalismo.

A todos os professores do Mestrado pelo contributo que deram neste processo contínuo de aprendizagem, que permitiu a aquisição de conhecimentos essenciais a um melhor desempenho profissional.

À minha Esposa e filha, pelo apoio e motivação que sempre me deram, apesar da privação de tempo a que foram sujeitas durante este percurso.

À minha mãe e aos meus irmãos pelos valores transmitidos e pela paciência que sempre tiveram para comigo.

Aos meus colegas de curso pela colaboração e troca de conhecimentos que enriqueceram as aulas, tornando-as mais interessantes e práticas, o que facilita sempre a aprendizagem.

A todos que de algum modo contribuíram para o enriquecimento dos meus conhecimentos, durante o meu percurso académico e profissional.

## Resumo

As Concentrações empresariais são um tema que suscita muitas dúvidas quanto aos benefícios, que são evidenciadas na literatura. Apesar disto o mercado continua muito ativo o que confere ao tema uma atualidade e interesse acrescido. A reduzida dimensão das empresas portuguesas é apontada como um fator de perda de competitividade internacional, sendo as concentrações empresariais uma forma rápida de ultrapassar esta limitação. Portugal é um país relativamente novo neste tipo de operações e os estudos são praticamente inexistentes. O presente trabalho aborda o tema partindo dos benefícios teóricos que levam a que se inicie um processo de concentração e compara os resultados obtidos a médio prazo, na vertente económica, fiscal e social. A análise, baseada na informação financeira, foi efetuada por tipo de operação e por comparação da empresa pré e pós operação e também com o setor para limitar o impacto da crise económica e financeira que afetou o período em análise. Pretende-se caracterizar o mercado português, analisar o sucesso das operações nas várias vertentes e verificar se existem divergências de resultados consoante o tipo de operação.

Os resultados revelam muitas semelhanças com os mercados internacionais enfrentando a mesma problemática que a literatura evidencia. A concretização dos objetivos esperados é muito difícil de conseguir na prática, sendo em grande parte dos indicadores prejudiciais para a empresa. As operações devem ser por isso preparadas com tempo e analisadas pormenorizadamente antes da decisão.

Palavras chave: Fusões, Aquisições, Concentrações empresariais, consequências económicas e Sociais.

## Abstract

Business Concentrations are a topic that raises many doubts about the benefits, which are evidenced in the literature. In spite of this, the market continues very active and gives to the subject a currentness and increased interest. The small size of Portuguese companies is perceived as a factor of loss of international competitiveness, with corporate concentrations being a quick way of overcoming this limitation. Portugal is a relatively new country in this type of operations and studies are practically non-existent. The present work deals with the topic based on the theoretical benefits that lead to the beginning of a concentration process and compares the results obtained in the medium term, in the economic, fiscal and social aspects. The analysis, based on financial information, was performed by type of operation and by comparison of the pre and post operation company and also with the industry to limit the impact of the economic and financial crisis that affected the period under analysis. It is intended to characterize the Portuguese market, to analyse the success of the operations in the various aspects and to verify if there are divergences of results depending on the type of operation.

The results reveal many similarities with the international markets facing the same problem sustained in the literature. The achievement of the expected objectives is very difficult to accomplish in practice and is in large measure harmful to the company. The operations should therefore be prepared in time and analysed in detail before the decision.

Keywords: Mergers, Acquisitions, mergers, economic and social consequences.

# Índice

Introdução .....	1
Parte I .....	4
Capítulo 1 .....	4
1. As operações de concentração empresarial: Enquadramento teórico .....	4
1.1 Origem histórica .....	8
1.2 Crescimento Interno VS Crescimento externo .....	10
1.3 Operações Hostis e Operações amigáveis .....	11
1.4 Tipologia das Operações e a problemática da sua classificação .....	13
1.5 Vantagens das operações de Concentração Empresarial.....	14
1.6 Inconvenientes das operações de concentração empresarial .....	15
1.7 As ondas de concentrações empresariais.....	16
Capítulo II .....	20
2 Motivos inerentes a uma operação de concentração de atividades empresariais .....	20
2.1 Sinergias .....	21
2.2 Crescimento em volume de negócios e quota de mercado .....	23
2.3 Poder de mercado .....	25
2.4 Economias de escala .....	26
2.5 Consolidação da indústria .....	26
2.6 Obtenção de Recursos complementares .....	27
2.7 Eliminação de ineficiências.....	28
2.7.1 Gestão deficiente .....	28
2.7.2 Problemas de Agência .....	29
2.8 Excedentes de liquidez .....	31
2.9 Diversificação.....	32
2.10 A Criação de Valor.....	33
2.11 A <i>performance</i> .....	37
2.12 As fusões e Aquisições como veículo de captação de Investimento Direto Estrangeiro (IDE) e de acesso a novos mercados .....	40
2.13 Motivos fiscais.....	42
Capítulo III .....	46
3 A operação de Concentração Empresarial .....	46
3.1 A Escolha da empresa alvo para a realização da operação .....	46
3.2 A Avaliação das empresas ou negócios .....	46
3.3 Decisão.....	48
3.4 O Financiamento das operações.....	50
3.5 Processo de integração .....	52
Capítulo IV .....	56
4 A importância dos aspetos sociais numa operação de concentração .....	56

4.1	Recursos Humanos.....	56
4.1.1	O emprego pós a operação de concentração empresarial .....	57
4.1.2	A evolução dos rendimentos .....	59
4.2	Os consumidores.....	60
Capítulo V	.....	62
5	O controlo das Operações .....	62
5.1	Limitações às concentrações empresariais .....	64
Capítulo VI	.....	66
6	O sucesso de uma operação .....	66
6.1	Porque falham as operações .....	68
Capítulo VII – Aspetos contabilísticos e fiscais inerentes à concentração de atividades empresariais	.....	71
7	Contabilização de uma concentração de atividades empresariais .....	71
7.1	Normativo contabilístico .....	72
7.2	Custos da aquisição .....	74
7.3	O Método de Equivalência Patrimonial .....	75
7.4	O <i>Goodwill</i> .....	76
7.5	A credibilização da informação financeira .....	80
8	A fiscalidade.....	82
8.1	Imposto rendimento de pessoas coletivas (IRC) .....	83
8.2	Imposto sobre o valor acrescentado (IVA).....	85
8.3	Imposto municipal sobre as transmissões onerosas de imóveis (IMT) .....	86
8.4	Imposto municipal sobre imóveis (IMI) .....	87
8.5	Imposto de selo (IS).....	87
8.6	Estatuto dos benefícios fiscais (EBE) .....	89
8.7	Os preços de transferência.....	90
Parte II	.....	91
9	As concentrações em Portugal: Estudo Empírico.....	91
9.1	Hipóteses de investigação.....	91
10	A amostra .....	92
10.1	Dificuldades na obtenção da amostra .....	93
10.2	Construção da amostra .....	93
11	O período em análise .....	95
12	Tipologia das Operações na Amostra .....	95
12.1	Classificação quanto ao tipo de concentração.....	97
12.2	Condicionantes .....	97
13	DADOS.....	98
14	INDICADORES SELECIONADOS PARA ANÁLISE .....	99
14.1	Indicadores económicos .....	99

14.1.1	Crescimento.....	99
14.1.2	Sinergias.....	99
14.1.3	Criação de valor.....	101
14.1.4.	Risco e endividamento/ Estrutura financeira.....	101
14.2	Indicadores sociais.....	102
14.2.1	Emprego.....	102
14.2.2	Salários.....	102
15	Metodologia.....	103
16	Resultados.....	104
16.1	Correlações não paramétricas.....	104
16.2	Teste de comparação de médias – amostras emparelhadas.....	104
16.3	Análise descritiva do desempenho da empresa e comparação com o setor.....	105
17	Análise/discussão.....	107
	Conclusões.....	111
18	Limitações.....	112
19	Sugestões para estudos futuros.....	113
	Referências.....	114
20	Anexos:.....	121
	Anexo 1 – lista das empresas adquirentes.....	121
	Anexo 2 – lista das empresas Adquiridas.....	122
	Anexo 3 – Lista das Operações de Fusão.....	125
	Anexo 4 – Distribuição das empresas por CAE e por tipo de Operação.....	130
	Anexo 5 - Teste de postos assinados por Wilcoxon – Adquirentes.....	131
	Anexo 6 - Teste de postos assinados por Wilcoxon – Adquiridas.....	132
	Anexo 7 - Teste de postos assinados por Wilcoxon – Fusões.....	133

## Índice de Gráficos e figuras

Figura 1: Fusões e Aquisições em Portugal 1991 a 2016 .....	18
Figura 2: Número de Processos registados na AdC de 2003 a 2016.....	19
Figura 3: Evolução da taxa de IRC na UE .....	41
Figura 4: Distribuição das empresas da amostra por CAE.....	96
Figura 5: N° médio de empresas por CAE em Portugal entre 2009 e 2012 .....	96

**ÍNDICE DE TABELAS**

Tabela 1 .....	96
Tabela 2 .....	97
Tabela 3 .....	104
Tabela 4 .....	104
Tabela 5 .....	105
Tabela 6 .....	105
Tabela 7 .....	106
Tabela 8 .....	106

## Lista de Abreviaturas

ACE – Agrupamento Complementar de Empresas

AdC – Autoridade da Concorrência

AEIE – Agrupamento Europeu Interesse Económico

AF – Autonomia Financeira

AIMI – Adicional ao Imposto Municipal sobre Imóveis

AIP – Associação Industrial Portuguesa

AT – Autoridade Tributária

BCP – Banco Comercial Português

BES – Banco Espírito Santo

BP – Banco de Portugal

BPA – Banco Português do Atlântico

BPN – Banco Português de Negócios

CAE – Código de Atividade Económica

CCI – Camara de Comercio Indústria

CEO – Chief Executive Office (Presidente executivo Conselho Administração)

CIRC – Código do Imposto Rendimento Pessoas Coletivas

CIRE – Código da Insolvência e Recuperação de Empresas

CMVM – Código do Mercado dos Valores Mobiliários

CP – Capital Próprio

CSC – Código das Sociedades Comerciais

DL – Decreto Lei

EBF – Estatuto dos Benefícios Fiscais

EBIT - Earnings Before Interest Taxes (Resultados antes de Juros e Impostos)

EBITDA – Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortizations (Resultados antes e juros, impostos depreciações e amortizações)

EBT – Earnings Before Taxes (Resultado antes de Impostos)

## *Fusões & Aquisições – Análise do seu Impacto Económico e Social / ISCAC*

EUA – Estados Unidos da América

EUR – Euro

EVA – Economic Value Added (Valor Economico Acrescentado)

F&A – Fusões e Aquisições

IACB – Inquérito Anual Central Balanços

IAS – International Accounting Standard (Normas Internacionais de Contabilidade)

IDE – Investimento Direto Estrangeiro

IES – Informação Empresarial Simplificada

IMAA – Institute for Mergers Acquisitions and Alliances (Instituto para as fusões aquisições e alianças)

IMI – Imposto Municipal Imoveis

IMT – Imposto Municipal sobre as Transmissões onerosas de imóveis

INE – Instituto nacional de estatística

IRC – Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Coletivas

IRS – Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Singulares

IVA - Imposto sobre o Valor Acrescentado

M&A – Mergers & Acquisitions (Fusões e Aquisições)

MB – Margem Bruta

MLP – Médio e Longo Prazo

NCRF – Norma Contabilística Relato Financeiro

OCC – Ordem dos Contabilistas Certificados

OMC – Organização Mundial de Comércio

OPA – Oferta Publica de Aquisição

PIB – Produto Interno Bruto

PME – Pequena e Media Empresa

POC – Plano Oficial de Contabilidade

RETGS – Regime Especial Tributação Grupos Económicos

RITI – Regime de Iva nas Transações Intracomunitárias

RL – Resultado Líquido

RAT – Rotação do Ativo

## *Fusões & Aquisições – Análise do seu Impacto Económico e Social / ISCAC*

ROA – Return On Assets (Retorno dos Ativos)

ROC – Revisor Oficial de Contas

ROE – Return On Equity (Retorno do capital próprio)

SABI – Sistema Analise Balanços Ibéricos (Base de dados da Bureau Van Dijk)

SGPS – Sociedade Gestora de Participações Sociais

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

TIR – Taxa Interna de Rentabilidade

UE – União Europeia

UK – United Kingdom (Reino Unido)

USD – United States Dollar (moeda oficial dos estados Unido da América)

VAB – Valor Acrescentado Bruto

VAL – Valor Atual Líquido

WACC - Weighted Average Cost of Capital (Custo médio ponderado do Capital)

## Introdução

A abertura global da economia proporciona às empresas oportunidades de negócio, mas representa também ameaças para as quais é necessário que estejam devidamente preparadas. Hoje, o mercado de qualquer empresa, por mais pequena que seja, não se limita à área onde se encontra instalada fisicamente. Existe um mundo de potenciais clientes e também de potenciais concorrentes.

Durante a sua existência a empresa pretende crescer e conquistar mercado de modo a cumprir com o seu objetivo principal, a obtenção de lucro. O crescimento interno é a forma natural de crescimento, é viável até um certo ponto, mas exige tempo. Tempo esse que pode ser essencial para o desenvolvimento do negócio, pelo que chega uma altura em que crescer se torna cada vez mais difícil. A concentração de atividades empresariais, seja por aquisição de concorrentes, clientes, fornecedores ou por fusão é a forma mais rápida e fácil de conquistar quota de mercado, mas este método tem um custo que tem de ser muito bem ponderado e avaliado e o resultado não se resume a uma simples operação aritmética. Trata-se de um mercado que em 2018 registou mundialmente cerca de 49.000 operações que totalizaram a valores conhecidos 3,8 triliões de USD, números que evidenciam bem a importância e atualidade do tema.

Portugal, como de resto se verifica um pouco por todo o mundo, não é imune a este fenómeno de concentração empresarial, no entanto a estrutura empresarial portuguesa é composta maioritariamente por pequenas e médias empresas familiares as quais por si só não possuem dimensão que lhes permita afirmarem-se e competirem no mercado internacional, e até mesmo no mercado nacional, face à pressão de concorrentes estrangeiros. A indústria portuguesa sofre de um problema de dimensão que lhe retira competitividade internacional.

Depois de décadas em que Portugal esteve sob o domínio de uma ditadura com uma economia fechada ao exterior, a revolução de 1974 conduziu praticamente à extinção dos grupos económicos no país fruto da onda de nacionalizações que se iniciou após a revolução. O final da década de 80, já com Portugal membro da União Europeia, trouxe o início das reprivatizações das empresas, o que levou a um interesse acrescido dos investidores nacionais e internacionais, nomeadamente os antigos proprietários e investidores internacionais que pretendiam ter acesso ao mercado europeu que o país podia possibilitar. Bastardo & Gomes(1996), referem que o acesso ao mercado Europeu era à data um fator de interesse acrescido por parte dos investidores estrangeiros. Esta

conjugação de fatores levou ao renascimento de grupos económicos de grande dimensão nacional e fez com que Portugal liderasse na Europa em 2002 os valores das operações em percentagem do PIB.

A criação de valor em torno das operações de concentração empresarial é um tema polémico e que suscita muitas dúvidas. Estas dúvidas são ainda agravadas pela quantidade de estudos existentes e pelos resultados contraditórios evidenciados nos mesmos. Porém estes estudos são maioritariamente efetuados pela análise do mercado americano e inglês, realidades completamente diferentes da portuguesa e mesmo da europeia. Por outro lado, a análise dos resultados é efetuada com base no mercado de valores mobiliários e num curto período do mesmo. Este facto é no mínimo estranho, uma vez que o mercado de capitais é um mercado natural de longo prazo, assim como as operações de concentração também o são. Acresce ainda que o mercado bolsista reflete a avaliação que o mercado faz das operações, mas também reflete a especulação e manipulação que existe em torno do mesmo, e esse mercado necessita de informação que não chega a todos os investidores ao mesmo tempo, gerando ineficiências que são aproveitadas por um numero reduzido de investidores que possui informação privilegiada, resumindo, trata-se de um mercado que naturalmente não é perfeito.

A criação de valor pode ser analisada sob várias perspetivas: a da gerência, do acionista, dos investidores, do estado, da própria empresa, dos trabalhadores e também dos consumidores. Aparentemente poderá ser incorreta a utilização do termo criação de valor, sendo por certo mais correto referir uma transferência desse valor, uma vez que o valor ganho será à partida perdido por outros. As transações mutuamente benéficas, apesar de teoricamente existirem, a proporção do benefício é certamente desigual para cada um dos intervenientes, o que em parte até é positivo. Parte deste valor é resultante de supostas sinergias que resultam da concentração, resta saber quem irá reter esse valor.

Apesar da imensa literatura existente em torno dos processos de concentrações empresariais, não existe consenso quanto à concretização dos objetivos que levam as empresas a optar por este processo. É, no entanto, notória a discrepância existente entre os estudos que abordam a questão económica e a questão social, sendo estes últimos, apesar da importância do fator humano no sucesso dos processos, e do impacto que estas operações podem ter no dia-a-dia das pessoas, um pouco descurados pela comunidade científica.

O presente trabalho visa por isso dar um contributo para a extensa literatura sobre o tema que, apesar de amplamente debatido na literatura internacional, ainda possui muito poucos estudos no nosso país. Pretendemos também averiguar se a forma de concentração escolhida conduz a diferentes resultados, situação descurada pela maioria dos estudos, analisamos deste modo, o impacto que as operações têm em cada uma das empresas envolvidas, nos seus trabalhadores e o seu eventual impacto na sociedade.

Atendendo a que o tecido empresarial português é composto maioritariamente por pequenas e médias empresas (PMEs) familiares, a realidade portuguesa conduz-nos a que o estudo não seja feito com base no mercado de capitais, que possui uma dimensão reduzida e um número muito limitado de empresas cotadas, mas tendo por base os elementos económico-financeiros disponíveis, uma vez que é com base neles que serão suportadas as decisões, nomeadamente no que diz respeito ao financiamento das empresas e ao seu valor para efeitos de concretização da operação.

Esperamos contribuir para clarificar um pouco o tema, abordando várias vertentes de forma a dar a conhecer o impacto deste tipo de operações na realidade portuguesa, com um estudo abrangente e inédito que permita despertar o interesse de investigações futuras mais objetivas sobre o mercado português.

O trabalho encontra-se estruturado em duas partes distintas, a primeira onde se abordam diversos aspetos das concentrações empresariais sendo efetuado um enquadramento teórico ao tema em toda a sua envolvente, nomeadamente os conceitos teóricos e aspetos práticos associados, revendo a literatura existente sobre o tema e tentando, sempre que possível, exemplificar com um caso real. A segunda parte composta por um estudo empírico no qual se irá tentar aferir a concretização prática da teoria aplicada ao nosso mercado relativamente às consequências económicas e sociais. Este estudo visa a análise das entidades envolvidas no período anterior e posterior à operação e uma comparação com o setor onde atuam.

## **Parte I**

### **Capítulo 1**

#### **1. As operações de concentração empresarial: Enquadramento teórico**

Um dos grandes problemas existentes na análise teórica e nos estudos empíricos que se encontram sobre o tema das concentrações das atividades empresariais, prende-se com a falta de consenso na definição do conceito e com a sua utilização.

Desta forma, o início da nossa abordagem ao tema não poderia começar sem definir alguns desses conceitos e esclarecer o âmbito e o significado que diversos autores fazem na utilização de termos que em muito pode contribuir para gerar alguma confusão em torno dos estudos realizados.

Uma das definições mais completas de Concentração de atividades empresariais está descrita no regime jurídico da concorrência, o qual considera como operação de concentração<sup>1</sup>, uma mudança duradoura de controlo sobre a totalidade ou parte de uma ou mais empresas através da: aquisição do controlo da totalidade ou de partes do capital social ou de elementos do ativo de uma ou de várias empresas e a criação de uma empresa comum que desempenhe de forma duradoura as funções de entidade económica<sup>2</sup>. Trata-se de um conceito que abrange vários tipos de operações: aquisições de empresas; aquisições de ativos; fusões e *Joint-ventures*. Cada uma destas formas de concentração tem as suas vantagens e os seus inconvenientes, tendo em comum duas características base, o controlo e o caráter duradouro.

Também a NCRF 14 – Concentrações de Atividades Empresariais, norma contabilística baseada na norma internacional IFRS 3 – *Business Combinations*, refere o requisito do controlo e exclui do seu âmbito a aquisição de ativos, caso estes não constituam uma atividade empresarial.

O conceito de controlo ou domínio de outra empresa, resulta, segundo a norma contabilística, do poder de gerir as políticas financeiras e operacionais de uma entidade ou de uma atividade económica a fim de obter benefícios da mesma. Este poder é obtido

---

<sup>1</sup> Art.º 36º da Lei 19/2012 de 8 de maio.

<sup>2</sup> Estão excluídas as operações realizadas pelo administrador de insolvência no âmbito de um processo de insolvência, as aquisições de participações com meras funções de garantia e as aquisições por instituições de crédito, sociedades financeiras ou empresas de seguros de participações em empresas com objeto distinto daquelas, com caráter meramente temporário e para efeitos de revenda.

com a posse de mais de metade dos direitos de voto, o que se presume acontecer, salvo algumas exceções, quando se detém mais de 50% do capital social da empresa. Desta forma, na análise das operações de concentração, são excluídas as operações que apenas visam adquirir uma parte minoritária do capital social e as que visam a aquisição apenas de ativos<sup>3</sup>, neste caso, torna-se particularmente difícil uma análise à operação de concentração pelas dificuldades em identificar que ativos foram adquiridos e, por conseguinte, saber se estes constituem ou não uma atividade empresarial. Assim, quando no âmbito das operações de concentração, nos referimos a aquisições, está implícito o domínio da sociedade adquirida pela adquirente e um objetivo de médio ou longo prazo. As aquisições representam 95,66% do total das operações comunicadas à AdC (761 operações) sendo que destas 14,97% são relativas à aquisição de ativos

Apesar do controlo poder ser obtido através de uma participação minoritária, nos casos em que os direitos de voto não sejam proporcionais à percentagem de capital social detido, nomeadamente pela existência de ações que não conferem direito de voto, designadas de ações preferenciais sem direito de voto<sup>4</sup>, ou pela existência de ações com direitos especiais também designadas de “*Golden Shares*”<sup>5</sup>. Existe também a possibilidade de a detenção de partes de capital representativas de mais de 50% do capital social não conferirem ao seu detentor o controlo da sociedade<sup>6</sup>.

Outra forma muito utilizada para a realização de concentrações de atividades empresariais é a fusão, que consiste na junção de duas ou mais sociedades numa única entidade, através da transferência do património para uma delas ou através da criação de uma nova sociedade. Esta operação dá origem ao pagamento de valores aos sócios ou à permuta de partes sociais. Grande parte das operações de fusão de empresas ocorre

---

<sup>3</sup> Estratégia muito utilizada pelo Pingo Doce onde existem várias notificações à AdC apenas para aquisição de Ativos.

<sup>4</sup> De acordo com o n.º1 do art.º341 do CSC uma sociedade pode emitir ações preferenciais sem direito de voto até ao montante que represente 50% do seu capital social, o que possibilita o domínio da sociedade com uma percentagem acima dos 25%.

<sup>5</sup> Ações que conferem direitos especiais aos seus detentores, por norma o poder de veto a alterações ao contrato da empresa o que permite bloquear decisões tomadas pela maioria das ações ordinárias. Exemplo as ações que o estado português detinha na PT até 2011 e cujo fim foi imposto pela Troika.

<sup>6</sup> Caso do Banco BPI no qual os estatutos limitavam os direitos de voto de um acionista a 20%. Esta situação revelou-se bastante problemática para o acionista La Caixa que detinha 46% do Capital Social, mas apenas 20% dos direitos de voto o que criou problemas entre acionistas que levaram à intervenção das autoridades governamentais com vista à desblindagem dos estatutos e ao lançamento da OPA com vista ao controlo.

quando já existe o controlo da(s) sociedade(s), normalmente com percentagens muito elevadas o que facilita todo o processo legal.

A terceira forma de concentração, denominada de joint-venture, consiste numa aliança entre duas ou mais entidades, normalmente constituindo uma nova entidade onde partilham o risco e onde as entidades intervenientes possuem muitas vezes recursos complementares e desta forma tentam criar um novo produto ou entrar noutra mercado. Esta tipologia de concentração não implica o controlo por uma entidade podendo haver uma partilha de controlo pelas sociedades intervenientes. Atendendo à pouca expressão na economia portuguesa, desta tipologia, onde nas comunicações à autoridade da concorrência (AdC) apenas foram encontradas 18 operações comunicadas, sendo que esta cooperação na maior parte das vezes termina com a aquisição da posição por um dos intervenientes a médio prazo. Pela sua reduzida expressão e pelo facto de a cooperação ser temporária e ainda pelo facto de nesta tipologia existir uma partilha do controlo, este tipo de concentração empresarial não será analisado no nosso estudo empírico.

Relativamente à terminologia, há ainda que referir os conceitos utilizados na vasta literatura existente sobre o tema, nomeadamente em artigos escritos na língua inglesa, que domina a maioria dos artigos científicos existentes.

A literatura anglo-saxónica é uma referência para qualquer autor que faça pesquisa sobre o tema das concentrações empresariais. Nessa literatura são utilizados termos como *mergers*; *aquisitions*, ou abreviadamente M&A e ainda *takeovers*. A tradução dos termos para português é clara e precisa, referindo-se a fusões; aquisições e tomadas de controlo. Porém, nos estudos, independentemente do país ou do autor, existe uma tendência quase unânime para a utilização do termo *merger*, no qual englobam os três conceitos atrás referidos, *merger* passa desta forma a ser utilizado num sentido lato mais ligado a concentrações empresariais do que fusões propriamente ditas. Matos & Rodrigues(2000) dividem o conceito de fusões em duas abordagens: a abordagem jurídica, que remetem para o art.º 97 do CSC onde o conceito subjacente é o da transferência de património de uma sociedade para outra, fusão por incorporação, com extinção de uma delas ou mediante a constituição de uma nova entidade com extinção das sociedades anteriores, este é o sentido que entendemos ser dado ao termo *merger*, sendo esta a perspectiva adotada no nosso estudo, no entanto, a definição contém uma incorreção, de facto, a fusão não leva à extinção de nenhuma entidade mas sim à perda de identidade de uma ou mais empresas, continuando estas a existir e a exercer a sua atividade mas sobre outra

denominação; a segunda abordagem, denominada de económica, na qual o aspeto considerado é o da transferência de controlo, ficando este sujeito a um único centro de racionalidade económica. Neste conceito enquadram-se as *aquisitions* e *take-overs*. Nesta perspetiva de “fusão” prevalecem as entidades jurídicas independentes, que, no entanto, têm um centro de controlo e de decisão comum. Este conceito distorce um pouco o que de facto é uma fusão, trata-se apenas de uma concentração de atividades empresariais.

Esta segunda abordagem foi a escolhida por Matos & Rodrigues (2000), pelo que quando estes autores se referem a fusões, aplicam um sentido lato, podendo estar perante um caso de apenas aquisição do controlo. Também a AIP/CCI (2013) no seu estudo referem que o termo “fusões & aquisições” (F&A) está relacionado com tomadas de controlo, ou seja, a perspetiva económica. Assunção (2016) acrescenta o conceito contabilístico remetendo para a NCRF 14 – concentração de atividades empresariais, e o conceito de autores e investigadores referindo sete perspetivas diferentes, mas que giram em torno dos dois conceitos inicialmente referidos, esta autora optou também pelo conceito económico.

Weston, Mitchell & Mulherim (2004) referem que a utilização dos termos não é efetuada com precisão, mas essa precisão é necessária para a abordagem do tema.

Pretendendo este trabalho abordar as concentrações empresariais, consideramos ser fundamental dividir a análise a efetuar por tipo de concentração empresarial, aplicando rigor na utilização da terminologia e o sentido restrito dos termos fusão e aquisição, conforme refere o CSC. Este mesmo entendimento é utilizado por Bastardo & Gomes (1991) e Ventura (1999) este último citado por Assunção (2016). Esta nossa opção baseia-se no facto de que os resultados económicos e sociais das concentrações empresariais conduzirem teoricamente a consequências diferentes, resultantes da forma como a concentração se opera, e que nos interessa analisar de forma isolada. Cartwright (2015) refere que os processos de integração entre fusões e aquisições são substancialmente diferentes, nomeadamente em termos de rapidez de implementação e duração do período de incerteza que são significativamente maiores nas fusões.

Espera-se que a fusão em sentido restrito seja mais eficiente, gerando mais sinergias, mas com consequências sociais mais devastadoras. Refira-se que algumas das empresas adquiridas foram a médio prazo fundidas na empresa adquirente. A aquisição é assim, muitas vezes, uma fase de transição num processo de concentração mais complexo que acaba numa fusão, esta decisão de efetuar a fusão terá certamente por base a

existência de maiores vantagens, pelo que se justifica, em nossa opinião, a realização de análises separadas.

### **1.1 Origem histórica**

O fenómeno das concentrações empresariais surgiu por volta de 1890, nos Estados Unidos da América (EUA), com o aparecimento dos grandes *trusts* dando início a uma "fase de gigantismo empresarial, acompanhada de sinais de concentração tentacular e absorvente em diversos ramos da atividade económica"<sup>7</sup>. Na década de 1930, amplia-se acentuadamente este processo, com o surgimento das sociedades multinacionais, e nos anos 50, surgem diversas concentrações económicas mais complexas, devido à proliferação das sociedades anónimas.

Com o passar dos anos aumenta o número de concentrações, tendo em conta a reestruturação das empresas, a busca incessante por competitividade internacional, a constante mutação dos mercados, a necessidade de avultados investimentos a fim de garantir quota de mercado e o volume de negócio das sociedades constituídas.

Neste contexto, Jiménez & Rebull (2004) salientam que a economia atual se caracteriza, por um processo globalizador, que tem sido impulsionado e acompanhado no plano financeiro, por um aumento no número e nas alternativas de negociações nos mercados de capitais, com forte impacto na concentração das empresas a nível internacional.

Os principais motivos das concentrações empresariais destacados pela literatura, referem: a conquista de novos mercados, a eventual eliminação ou redução de concorrentes e a posse de ativos estratégicos, além do poder e domínio de mercado, e as perspectivas de maximização da capacidade produtiva.

No atual contexto económico, existem duas estratégias relevantes que as empresas podem adotar: o crescimento interno ou o crescimento externo. Se as duas estratégias apresentam em comum a mesma finalidade, pois ambas são adotadas com o objetivo de atingir competitividade num cenário atual de constantes imperativos de sobrevivência empresarial, divergem quanto ao cariz da estratégia escolhida, afinal essa deve atender às especificidades inerentes de cada uma das empresas, ao quadro legal vigente, às singularidades dos mercados onde mantém as suas operações, e às vantagens

---

<sup>7</sup> Carreira(1992) pág. 16

correspondentes a cada uma das estratégias. *À priori*, cada estratégia apresenta características próprias, por isso ao tomar a decisão a empresa deve basear-se na ponderação resultante da análise de tais variáveis, pautada pela relação custo *versus* benefício, o que permite uma comparação dos retornos de cada investimento em projetos de aquisição ou reagrupamento com outra empresa. Wright, Kroll & Pernell (2000, p.158) referem que as estratégias de crescimento são “destinadas a aumentar lucros, vendas e/ou participação de mercado”.

Muito do que se sabe hoje acerca das concentrações empresariais é baseado em estudos realizados ao mercado dos EUA, muitos dos quais com pequenas amostras o que pode levar a enviesamentos de resultados e desse facto resultar também as divergências que se encontram na literatura sobre os impactos das fusões e aquisições.

Segundo Vazirani (2015) este fenómeno é estudado por 4 escolas de pensamento: escola de mercado de capitais (Goldberg, 1983; Ravenscraft & Scherer 1987); escola de gestão estratégica (Healy, Palepu & Ruback, 1997) e (Morosini, Shane & Singh, 1998) ; escola de comportamento organizacional (Buono & Bowditch, 1989; Marks & Mirvis, 1985, 2001; Harris & Sutton, 1986; Buono, Bowditch, & Lewis, 1985; Schweiger & Walsh, 1990) e na perspetiva do processo (Hunt, 1990; Shrivastava, 1986; Birkinshaw, Bresma & Hakanson, 2000), cada linha de pensamento procura estudar um determinado aspeto do fenómeno das concentrações.

Os estudos efetuados aos mercados americano e inglês, servem também de referencial teórico para outros estudos. Estes países, no entanto, possuem mercados de capitais muito desenvolvidos sendo este o grande financiador da atividade económica. Estas condições não existem em grande parte dos países, nomeadamente em Portugal onde o mercado de capitais não tem expressão significativa e o financiamento da atividade económica é baseado na banca, à semelhança do que acontece em grande parte da Europa Continental.

Em Portugal foram encontrados apenas 2 estudos sobre a performance, realizados ambos com estudos de 5 casos, mas nenhum estudo sobre as consequências reais das operações de concentração empresarial. A pouca literatura que existe é basicamente sobre teorias económicas. Este facto poderá ser o resultado de um país relativamente novo neste tipo de operações quando comparado com EUA e o Reino Unido.

## **1.2 Crescimento Interno VS Crescimento externo**

Uma organização procura durante a sua vida crescer e conquistar quota de mercado, este é um processo natural que pode durar mais ou menos tempo dependendo de vários fatores, como a situação da economia, o mercado do produto, a inovação, o investimento feito, entre outros. Este tipo de crescimento, denominado de crescimento interno exige tempo para ser alcançado. Em alternativa a este crescimento interno a empresa pode optar pelo denominado crescimento externo, que consiste na aquisição de outra(s) unidades de negócio no mesmo setor, na fusão da empresa ou através da realização de parcerias e acordos.

Existem dois fatores que influenciam fortemente o mercado das concentrações e a forma de crescimento de uma empresa, o tempo e o dinheiro, sendo que ambos são recursos escassos. A existência de oportunidades de mercado não é compatível com tempos de espera longos, pelo que terá de ser aproveitada rapidamente. A necessidade de decisões rápidas pode levar a precipitações, mas se a decisão for demorada pode ser tarde para a oportunidade de mercado. Havendo dinheiro que necessita de ser rentabilizado há que aproveitar as oportunidades, se estas forem efetivamente vantajosas, não havendo há que recorrer a capital alheio, ponderando o seu custo. Ferreira (2002) citado por Assunção (2016) refere que taxas de juro baixas incentivam o investimento e as aquisições, e nunca como hoje o dinheiro esteve tão barato.

A forma de crescimento da atividade de uma empresa pode ser efetuada via investimento de raiz, com a criação de uma nova unidade, expansão da unidade atual via investimento, parcerias com outras empresas ou através de fusões ou aquisições. Nas duas primeiras hipóteses o crescimento é autónomo enquanto que nas seguintes existe a interligação e a coordenação entre duas ou mais empresas.

A opção entre crescimento interno/investimento de raiz deve ser tomada considerando a necessidade de maior produção para o mercado, ou seja, em mercados em que a procura supera a oferta, tendo ainda em consideração o investimento necessário em termos de capital e o tempo necessário para colocar esse incremento de produção no mercado. No mercado atual a inovação é tão rápida que o tempo poderá ser um risco demasiado elevado para alguns negócios uma vez que a chamada “janela de oportunidade” é demasiado pequena, o que pode conduzir um avultado investimento ao fracasso.

Devido a este fator as operações de aquisição, em mercados que não apresentem crescimento e em que a oferta é suficiente para a procura, é uma opção válida. Estas operações possuem um duplo efeito, para além de permitirem conquistar quota de mercado, eliminam pelo menos um concorrente sendo este efeito quase imediato.

### **1.3 Operações Hostis e Operações amigáveis**

A maioria das operações de concentração ocorre por via de negociações amigáveis entre os gestores ou detentores do capital das empresas envolvidas. Um acordo de interesses entre as partes envolvidas, em que cada uma tende naturalmente a defender os interesses próprios, é sempre preferível a um negócio forçado. Conyon, Girma, Thompson & Wright (2002) verificaram que as operações hostis provocam mais reduções de pessoal, mas apresentam mais ganhos de eficiência.

A abertura de capital das empresas e a consequente dispersão e cotação em bolsa possibilitou o surgimento de outros fenómenos, como a separação entre propriedade e gestão, e o acesso ao mercado de capitais onde as empresas se podem financiar a menor custo. Mas trouxe também a possibilidade da perda do controlo. Uma das formas de perder o controlo de uma empresa cotada e cujo fenómeno surgiu de forma mais acentuada na quarta vaga de fusões ocorrida nos Estados Unidos na década de 80, referida por Vazirani (2015) e Matos & Rodrigues (2000), é a aquisição hostil, por via de uma oferta pública de compra, denominada por OPA ou *Takeover*. Portugal também não é imune a este fenómeno e o BCP foi um dos primeiros protagonistas deste tipo de operações quando em 1990 lança uma OPA sobre a CISF e mais tarde em 1994 sobre o BPA, esta última, à data foi bastante polémica dada a existência de um núcleo duro de acionistas do BPA do qual fazia parte a Sonae que se opôs fortemente, mas sem sucesso, à operação. Mais tarde, já no ano 2000 o BPA foi fundido no BCP, perdendo nesta data a sua identidade. Nem todas as OPA(s) são hostis, pode previamente haver acordo com os acionista maioritários ou pode inclusive a OPA ser imposta ao adquirente por via legal, tornando-se obrigatória<sup>8</sup> quando um acionista disponha direta ou indiretamente mais de 1/3 ou mais de metade dos direitos de votos ou do capital social de uma sociedade aberta, sendo que quando a participação atingir os 90% um acionista minoritário é obrigado a

---

<sup>8</sup> N.º 1 do art.º 187 do DL 486/99 de 13 de novembro – Código dos Valores Mobiliários

vender desde que o preço seja justo<sup>9</sup>, caso da BRISA em 2012 na sequência do acordo entre o Grupo José de Melo e a Appolo. Recentemente a EDP lançou uma OPA sobre a EDP Renováveis para tentar obter 90% da empresa e retirá-la da Bolsa.

Existem, no entanto, algumas estratégias defensivas que podem ser utilizadas pela administração/acionistas com vista a proteger a empresa de uma aquisição hostil, as quais são vulgarmente denominadas de “*poison-pills*”. Breal, Myers, Stuart & Allen (2011) referem que a existência desta estratégia numa empresa adquirida pela Oracle, originou que o preço por ação tivesse de passado de 16\$ (6% acima da cotação em Bolsa) para 26,5\$.

As OPAs são também uma das formas de efetuar uma concentração de atividades empresariais que dinamiza o mercado de capitais e faz oscilar a cotação dos títulos, contribuindo para alterar o mercado e desta forma influenciar o cálculo de retornos anormais nos estudos realizados em torno da data do evento baseados na cotação de mercado do título. Esta situação é ainda mais grave quando o adquirente tem de subir o preço da oferta, situação que acontece com frequência. Bradley, Desai & Kim (1988) referem que a existência de competição para a compra produz benefícios para os acionistas da empresa alvo às custas dos acionistas da empresa adquirente.

As operações hostis são, pelas diversas razões referidas, aquelas que maiores benefícios trazem para os acionistas da empresa alvo, devido ao prémio que é necessário pagar para obter o controlo, tal como referem Franks & Mayer (1996) gerando assim elevados prémios e *goodwill*. Estes autores referem que as aquisições hostis são uma má forma de governo das sociedades citando várias afirmações tais como “não há absolutamente nenhuma dúvida de que as aquisições hostis são más para a economia” (Drucker, 1986); “são uma solução tremendamente cara e imprecisa.” (Herzel & Shepro 1990, p.3); “veem as aquisições hostis como destruições de valiosas culturas corporativas ... extremamente graves consequências alocativas” (Shleifer & Summers 1988, p.37) . Apesar de toda esta conotação negativa atribuída às operações hostis, elas continuam a acontecer um pouco por todo o mundo, havendo também quem defenda que elas são uma maneira de corrigir deficiências de gestão (Rapport 1996).

---

<sup>9</sup> N.º 1 do art.º 194 do DL 486/99 de 13 de novembro – Código dos valores Mobiliários

#### **1.4 Tipologia das Operações e a problemática da sua classificação**

A generalidade da literatura sobre o tema das concentrações empresariais, refere a existência de 3 tipos de operações: horizontais; verticais e conglomerais (Ross, Westerfield & Jaffe, 1995). Existem, no entanto, autores que referem 4 tipos (Cartwright & Cooper, 1992), (Weston & Brigham 2000) estes últimos citados por Camargos & Barbosa (2003) e mesmo 5 tipos. O quarto tipo resulta da subdivisão das operações do tipo conglomeral em operações em que não há sinergias e que são as conglomerais puras e as operações em que existem algumas sinergias que são denominadas concêntricas ou congêneres. Neste tipo poderemos enquadrar empresas que não sendo concorrentes atuam no mesmo mercado, como por exemplo uma empresa que fabrica sabonetes com outra que fabrica shampoo. Matos & Rodrigues (2000) e Sayao (2005), referem também, a expansão geográfica ou extensão de mercado, que ocorre quando uma empresa incorpora/adquire unidades de produção, ou faz alianças em locais distantes, muitas vezes fora do país de origem, com o objetivo de reduzir custos e adquirir novos mercados, Matos & Rodrigues (2000) designam-nas de estratégias de diversificação.

A classificação da tipologia da concentração efetua-se com base em dois parâmetros: o mercado do produto e o mercado geográfico. Desta forma temos as operações horizontais nas quais as empresas atuam no mesmo mercado de produto e mesmo mercado geográfico. Nos EUA, Vazirani (2015) refere que este tipo de fusão predominou na primeira vaga de fusões de 1893 a 1904, uma época de grande expansão económica. Uma concentração horizontal possui o mercado de produto e mercado geográfico coincidentes, caso contrário é uma extensão de mercado ou conglomeral, este é o critério usado pela AdC e referido por Matos & Rodrigues (2000). As concentrações horizontais são também as que teoricamente criam mais sinergias (Cho & La, 2014).

Já a concentração vertical, segundo Matos & Rodrigues (2000), tem de possuir o mesmo mercado geográfico e o produto estar integrado na mesma linha, ou seja, a integração é feita com uma empresa a montante ou a jusante (fornecedor ou cliente).

As concentrações conglomerais, nas quais incluímos as concêntricas, envolvem empresas em linhas não relacionadas de negócio. Breal, Myers, Stuart & Allen (2011), referem que a maioria das operações de concentração realizadas nos EUA na década de 60-70 foram deste tipo, no entanto 20 anos mais tarde, ou seja, na década de 80-90 assistiu-se precisamente ao abandono destas concentrações, sendo atualmente nos EUA e nas economias desenvolvidas operações muito menos frequentes.

Fenómeno semelhante encontramos em Portugal na década de 90 e seguinte com a banca a criar grupos conglomerados, casos do BCP, BES, BPN, o resultado foi catastrófico e hoje assiste-se a que as empresas e os grupos se dediquem ao seu *Core-Business*.

O desenvolvimento tecnológico e a globalização da economia, alteraram o paradigma de mercado geográfico nos últimos anos. Atualmente definir o mercado de uma empresa à sua presença física é utilizar uma visão muito redutora do mercado, até porque cada vez mais existe uma desmaterialização das empresas, as quais não existindo fisicamente possuem uma oferta e clientes em termos globais. Considerando esta nova realidade o mercado potencial de uma empresa é o mundo inteiro, e este facto leva-nos a questionar a consideração do fator mercado geográfico na classificação do tipo de concentração. Desta forma podemos considerar que se uma empresa de um determinado setor adquire outra do mesmo setor noutro ponto do país, consideramos uma operação horizontal, e neste campo há que considerar não só a atividade principal da empresa, mas também eventualmente as atividades secundárias. Um outro aspeto a considerar é que grande parte das aquisições são efetuadas via SGPS que por vezes adquirem outras SGPS, neste caso, poderemos estar a falar da aquisição de dezenas de empresas com atividades em vários setores, sendo que a classificação torna-se mais difícil devendo ter em conta, o setor principal de atuação do grupo adquirente face ao setor de atividade do grupo adquirido ou em alternativa os setores de atividades em que cada grupo empresarial actua e fazer a classificação ao nível de cada empresa pertencente a essas SGPS. Nas aquisições a classificação, sendo feita empresa a empresa, não levanta problema de maior, para além do que se acabou de referir. Situação bem diferente resulta das operações de fusão, quando estamos perante uma operação que envolve várias empresas de diversos setores. Para estas operações multi-setor não se encontrou qualquer referência na literatura consultada nem nenhuma denominação para a tipologia que não se enquadra em nenhuma das anteriormente referidas, podendo inclusive abranger todas as classificações.

### **1.5 Vantagens das operações de Concentração Empresarial**

A realização de uma operação de concentração tem subjacente a obtenção de vantagens competitivas definidas nos objetivos que a organização pretende atingir. Este tipo de operações permite às empresas um alargamento do seu campo de ação e simultaneamente aumenta a sua competitividade no mercado nacional e internacional.

Sendo o tecido empresarial português constituído, como já referimos, por pequenas e médias empresas familiares, o que aumenta a dificuldade de atuação destas empresas no mercado global por falta de dimensão. Este problema é frequentemente apontado como a causa das dificuldades sentidas na afirmação das mesmas nos mercados internacionais e mesmo no mercado nacional, face à pressão de concorrentes estrangeiros. O recurso às operações de concentração poderá ser uma das formas de ultrapassar essa dificuldade.

Muitas são as vantagens apontadas pela literatura, sendo de referir apenas algumas delas:

- (i) Procura de sinergias entre empresas do mesmo setor de atividade, no sentido de aumentar o seu poder de negociação, aproveitando eventuais economias de escala e os canais de distribuição;
- (ii) Diversificação e obtenção de *Know-how* e de tecnologia entre entidades de diferentes setores de atividade.
- (iii) Redução da concorrência
- (iv) Aumento do poder negocial
- (v) Aumento das margens de lucro;
- (vi) Redução do número de obrigações legais e por conseguinte dos custos do seu cumprimento devido a ser apenas uma entidade.
- (vii) Acesso a novos mercados
- (viii) Crescimento mais rápido

### **1.6 Inconvenientes das operações de concentração empresarial**

Como em tudo, não existem só vantagens, há que considerar também diversos inconvenientes que podem comprometer o sucesso de uma operação ou até a sobrevivência das empresas envolvidas. Drucker(n.d.) referiu que “cada decisão é arriscada: ela é um comprometimento de recursos presentes com um futuro incerto e desconhecido.” Uma operação de concentração exige um avultado investimento que se traduz no assumir de um risco que pode comprometer o futuro da empresa.

Várias são as dificuldades ou inconvenientes que devem ser ponderados antes da realização de uma operação de concentração, das quais indicamos algumas:

- i) É um processo complexo que tem implicações diretas na cultura empresarial e compreende mudanças organizacionais dos recursos humanos, técnicos, financeiros e outros.
- ii) Não são processos pacíficos e implicam grande parte das vezes reduções de pessoal nomeadamente chefias superiores e intermédias podendo originar entraves à operação, originando o pagamento de indemnizações e eventualmente processos em tribunal.
- iii) Aumentam as necessidades de controlo por força da maior dimensão, implicando um aumento da complexidade da gestão.
- iv) Necessidade de acompanhamento e negociação cuidada com clientes e fornecedores de forma a manter os relacionamentos comerciais. Os clientes e fornecedores poderão nesta fase procurar outros parceiros comerciais, sobretudo se passarem a ter uma dependência muito grande da nova entidade.
- v) Aumento dos preços para o consumidor resultante da redução da concorrência resultante das concentrações empresariais horizontais;
- vi) Possibilidade da redução dos investimentos em investigação e desenvolvimento de novos produtos, resultante da redução da competitividade no setor.
- vii) O esforço financeiro criado pela operação pode não ser compensado pelas sinergias e retornos esperados pelos investimentos e desta forma gerar encargos insustentáveis.

### **1.7 As ondas de concentrações empresariais**

Nos EUA, o fenómeno das concentrações empresariais remonta ao final do século XIX, possuindo por este facto um historial que dificilmente se encontra em qualquer outro País. O histórico de operações realizadas e a forte atividade deste mercado, despertou o interesse para a realização de estudos sobre o tema. Alguns destes estudos visaram precisamente a análise da atividade das operações de concentração, tendo evidenciado que o fenómeno ocorre em vagas. Morgan (1977) e Vazirani (2015) referem que tipicamente os processos de fusões evidenciam uma fase de muita atividade seguida de uma fase menos ativa. Este facto é referido por historiadores e especialistas em M&A que identificaram 6 vagas de fusões de 1893 a 2007. Morgan (1977) nas três vagas que

identificou, para além do incremento da atividade que geram as ondas de concentrações, refere que as características de vaga para vaga são diferentes, deste modo a primeira vaga, é constituída por operações horizontais com a criação de monopólios, a segunda (1925 a 1931)<sup>10</sup> por operações também horizontais mas que levaram à criação de oligopólios, sendo esta uma alteração em consequência da aplicação do *Sherman Act* que tinha terminado com a primeira vaga e uma terceira vaga (1955 a 1968)<sup>11</sup> que originou a criação de conglomerados.

A quarta vaga de fusões acontece já posteriormente ao estudo de Morgan (1977) e segundo Vazirani (2015), terá ocorrido entre 1981 e 1989, esta vaga ditou o fim de grande parte dos conglomerados criados na vaga anterior e levou ao surgimento de um fenómeno raramente visto até à data que consistiu no surgimento dos compradores financeiros e nas tomadas de controlo de forma hostil. A quinta vaga ocorre de 1992 a 2000 e esta é a era das megaoperações, onde predomina a grande dimensão, a criação de empresas globais onde apenas o tamanho conta. Esta quinta vaga termina com o surgimento da bolha do milénio e dos primeiros escândalos financeiros, como o da Enron. A sexta e última onda referida, ocorre entre 2002 e 2007 e tem por base o surgimento dos fundos de investimento *private equity*, sindicatos financeiros e a emissão de complexos títulos de dívida por forma a financiarem as operações, e que são posteriormente comercializados junto dos investidores. Assunção (2016) refere que esta onda foi talvez a primeira de dimensão global e para isso muito contribuiu a existência de taxas de juro baixas. Esta autora cita ainda Lascher (2014) que refere que atualmente estamos numa 7ª onda de concentrações empresariais.

Estas ondas terão como origem fatores como o ambiente económico de expansão ou de recessão, o ambiente político com a imposição de restrições às operações ou a regulamentação/desregulamentação de sectores específicos, o ambiente financeiro como o preço do dinheiro necessário à concretização da operação e por último o ambiente tecnológico.

Em Portugal este fenómeno é mais recente e os dados sobre este tipo de operações são escassos, pelo que se torna mais difícil de analisar a existência destas vagas. No

---

<sup>10</sup> Vazirani (2015) considera que a segunda vaga foi motivada pela entrada dos USA na 1ª guerra mundial e teve o seu termo com a grande recessão, deste facto resulta que para este autor a segunda vaga é entre 1916 e 1929 e as operações foram também maioritariamente horizontais.

<sup>11</sup> Vazirani (2015) considera a 3ª vaga de 1965 a 1969.

entanto poderemos constatar que com o início das reprivatizações, no final do século XX, assistimos a uma vaga de operações que conduziram ao renascimento de alguns grupos económicos que terão criado a primeira vaga de operações de concentração em Portugal. No gráfico da fig. 1, elaborado com base nos dados do Institute for Mergers Acquisitions & Alliances (IMAA), este crescimento é perfeitamente visível nos anos 1998 a 2000, sendo de destacar os setores financeiro, energia e telecomunicações, setores onde se verificaram reprivatizações e desregulamentações. Existe também um crescimento significativo de 2007 a 2008 e a partir deste ano, talvez devido ao surgimento da crise financeira, verificou-se uma queda significativa. É também evidente que os valores acumulados das transações nem sempre coincidem com os valores em número de transações o que evidencia em alguns anos a realização de operações de valores avultados, casos de 2006, 2007 e 2014. Em sentido oposto temos os anos de 2008 e 2015, nos quais um aumento do número de transações se traduziu num decréscimo do valor.

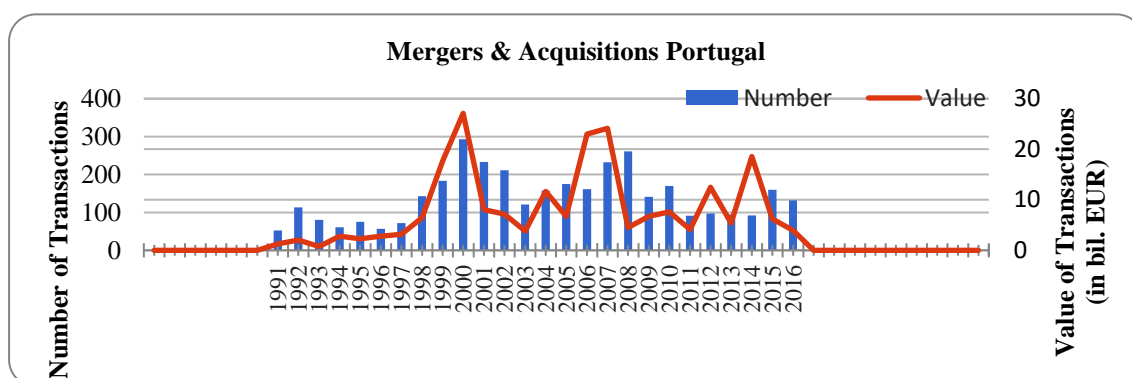


Figura 1: Fusões e Aquisições em Portugal 1991 a 2016

Fonte: IMAA-Institute for Mergers Acquisitions & alliances

Comparando os dados das operações comunicadas à AdC com o número de operações que consta do IMAA, verificamos um grande diferencial, que indica que grande parte das operações de concentração são de empresas de menor dimensão e que, por esse facto, passam despercebidas quer ao comum dos cidadãos quer à comunicação social.

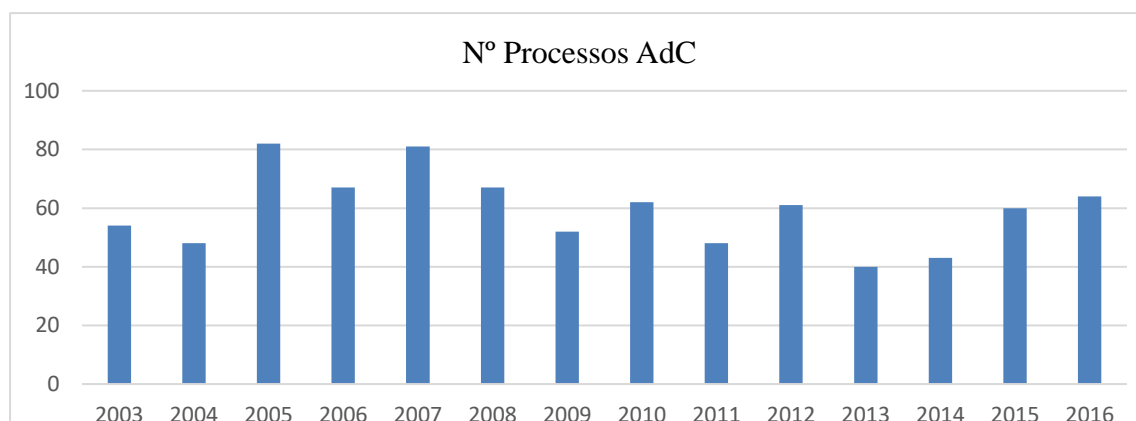


Figura 2: Número de Processos registados na AdC de 2003 a 2016

Nos dados existentes na AdC, cuja base de dados se inicia em 2003, pela análise do número de pedidos de autorização que dela constam, não nos parece existirem variações suscetíveis de evidenciar vagas, sendo que os picos de atividade em termos de numero de operações registados na IMAA não coincidem com a AdC., o que significa que grande parte das transações diz respeito a empresas cuja dimensão não está sujeita a comunicação a esta entidade.

O mercado português é ainda relativamente recente e não possui dados que permitam analisar a evidência das vagas, eventualmente pelos dados da IMAA terá existido uma vaga 1997 A 2000. Esta situação, com o tempo será colmatada, o que irá possibilitar certamente a realização de estudos futuros que irão analisar este fenómeno das vagas.

## **Capítulo II**

### **2 Motivos inerentes a uma operação de concentração de atividades empresariais**

Os motivos que levam uma empresa a efetuar uma operação de concentração, são diversos, podendo existir um único objetivo ou, como acontece na maior parte das vezes, podemos estar perante vários objetivos ou na combinação de vários fatores. Nguyen, Yung & Sun (2012) referem, num estudo que efetuaram nos EUA que envolveu uma amostra de 3.520 empresas domésticas<sup>12</sup>, que 80% das operações analisadas possuíam múltiplos motivos. Estes autores verificaram que 73% das operações foram motivadas com o *timing* de mercado, 59% com motivos de agência e 3% como resposta da indústria a choques económicos. Face a estas conclusões, estes autores consideram que é muito difícil identificar claramente qual a motivação subjacente à decisão de concentração.

Vazirani (2015), analisou os motivos pelos quais as empresas realizam operações de concentração e na literatura consultada pelo autor, destacou 7 motivos: gestão ineficiente; sinergias; diversificação; problemas de agência; motivos fiscais; expansão de mercado e compra de ativos abaixo do preço de substituição (oportunidade de negócio).

Segundo Damodaran(2015) existem apenas 3 motivos que são consistentes com o valor intrínseco da empresa e que justificam o investimento: a empresa subavaliada, a obtenção do controlo e sinergias. No primeiro caso o valor real da empresa é maior do que o seu preço de mercado devido a uma ineficiência deste, no segundo caso a empresa possui uma gestão deficiente que lhe provoca uma performance inferior e algumas mudanças podem conduzir a melhorias que compensem o valor de aquisição e o valor necessário para as alterações. No terceiro caso existem sinergias que podem ser potenciadas com negócios que já existem e cujo valor é superior ao preço da compra.

O estudo efetuado pela AIP & CCI(2013), refere dois motivos principais para os processos de F&A que são o aumento da quota de mercado e o aumento do alcance geográfico de atuação. Neste estudo os empresários consideraram muito relevantes dois aspetos num processo de F&A e que são a atuação no mesmo segmento de

---

<sup>12</sup> Empresa doméstica é uma empresa cujo capital e mercado de atuação é o seu próprio país. As operações de concentração que envolvem este tipo de empresas são também denominadas de operações domésticas, em oposição às operações transfronteiriças nas quais a adquirente é estrangeira.

mercado/similar/complementar (52%) e o outro a qualidade dos quadros executivos (31%). Os dados revelados neste estudo indicam uma tendência para a predominância de operações do tipo horizontal, o que coincide com a tipologia por nós encontrada nos pedidos efetuados à AdC (2003 a 2015) onde 63,08 % foram por nós consideradas desta tipologia, 30,22% conglomeral e 6,7% Vertical. Resulta claramente da análise à literatura sobre os motivos das concentrações que as operações não têm um motivo específico, mas sim uma conjugação de vários fatores entre os quais se destacam as sinergias, o crescimento, a obtenção de quota e poder de mercado e a oportunidade de mercado, pelo que iremos abordar apenas alguns dos que são mais referidos.

## **2.1 Sinergias**

Para Kui & Chang (2011) as sinergias não são só um importante motivo para a realização de operações de concentração, mas também uma medida *standard* de avaliação do seu sucesso ou fracasso. Uma operação que não gere sinergias é desta forma classificada como insucesso.

Segundo Damodaran (2005) sinergia é o valor adicional criado quando se conjugam duas empresas, criando oportunidades que não estariam disponíveis se estas atuassem de forma isolada. Este autor classifica as sinergias de uma F&A em dois tipos, operacionais e financeiras. As sinergias operacionais são: economias de escala, poder de mercado e aumento do potencial de crescimento. As sinergias financeiras são: benefícios fiscais e capacidade de endividamento. Para este autor a análise das sinergias pode ser efetuada prospectivamente, através da reação do mercado em torno da data do anúncio da operação ou através da análise da operação após a sua conclusão e verificar se essas sinergias foram realizadas. Se as sinergias criadas tiverem um valor inferior ao prémio pago na operação, significa que a operação destruiu valor para o adquirente. O valor pago é facilmente identificado no caso de operações com empresas cotadas, no entanto em PMEs de cariz familiar o valor real dificilmente será conhecido. Bhide (1993) numa análise a 77 operações de aquisição refere que o principal motivo indicado para a operação destas operações de concentração por 1/3 das empresas foi a obtenção de sinergias.

Devos, Kadapakkam & Krishnamurthy (2008) analisaram as sinergias teóricas evidenciadas na literatura tais como o nível dos impostos, poder de mercado e eficiência produtiva e com base numa amostra de 264 concentrações de grandes dimensões verificaram que os ganhos globais de sinergia foram de 10.03% sendo 8,38% em sinergias

operacionais e 1,64% em sinergias de impostos. Sendo que as sinergias operacionais são maiores nas operações relacionadas enquanto que as sinergias fiscais são maioritariamente nas operações não relacionadas. Verificaram ainda os mesmos autores que as sinergias operacionais são obtidas maioritariamente à custa de cortes nas despesas de investimento e não no incremento dos proveitos operacionais. Segundo aqueles autores, as sinergias de impostos aparentemente não representam um motivo suficientemente forte para incentivar a realização de concentrações empresariais.

Alhenawi & Krishnaswami (2015) analisaram 316 operações de F&A ocorridas nos EUA entre 1998 e 2007 em empresas de capital aberto, num horizonte temporal de médio prazo. A análise foi efetuada aos 5 anos seguintes à data da realização, tendo concluído, que relativamente às sinergias, elas são mais significativas em operações não relacionadas do em operações relacionadas, diferença que justificam pela intervenção das autoridades de concorrência que atenuam os efeitos esperados das sinergias nas operações relacionadas. Globalmente as concentrações geraram sinergias provenientes mais da realocação dos recursos do que provenientes de impostos ou do aumento do poder de mercado.

A combinação de diferentes pontos fortes operacionais de diferentes companhias poderá levar ao aproveitamento desses pontos fortes, desde que os mesmos sejam transversais a essas indústrias, conduzindo a um elevado crescimento em novos mercados ou em mercados existentes, como por exemplo uma empresa com bons produtos adquirir uma empresa com uma boa linha de distribuição.

As sinergias operacionais conduzem a melhorias nas margens, resultados e crescimento e por isso afetam positivamente o valor das empresas, no entanto, as sinergias operacionais não aparecem imediatamente num processo de F&A. Matos & Rodrigues (2000) referem que os estudos empíricos têm mostrado que a concretização de economias de escala é mais problemática do que se poderia supor.

As sinergias financeiras conduzem a maiores fluxos de caixa, menores custos financeiros ou a ambas as situações. A obtenção de sinergias financeiras poderá ocorrer através da aquisição, por uma empresa com excesso de fundos e sem projetos, de uma empresa com excelentes projetos, mas que não tem fundos para os desenvolver, desta forma existem sinergias financeiras duplamente vantajosas. Para além deste facto, quando duas empresas se combinam, os seus resultados e fluxos tornam-se mais estáveis e previsíveis, o que se traduz numa melhoria da capacidade de financiamento e na melhoria

das condições desse financiamento, levando a uma poupança por via da redução dos custos de financiamento, estando assim também subjacente uma diminuição do risco de crédito.

Quanto à poupança fiscal, esta pode ser conseguida através da dedução de prejuízos fiscais existentes na empresa adquirida e ainda através das amortizações dos ativos transferidos da empresa adquirida, tendo deste modo uma economia em impostos e um aumento do valor da empresa.

Apesar dos retornos dos preços das ações sugerirem que as concentrações destroem valor, as evidências retiradas dos elementos contabilísticos sugerem a criação de sinergias pelo que os resultados do mercado e da contabilidade são aparentemente contraditórios. Dargenidou, Gregory & Hua (2016) mostraram que os retornos anormais pós-aquisição estão, no entanto, associados com notícias de benefícios sinérgicos veiculados nas demonstrações financeiras.

Kui & Chang (2011) alertam para o “fantasma” das sinergias que levam por vezes empresas a entrar em processos de fusão e aquisição não só no seu setor, mas também noutros setores numa busca cega por economias de escala e sinergias ignorando os limites da propriedade corporativa e os riscos que assumem na diversificação. A entrada em ramos de negócio dos quais não se tem um conhecimento profundo poderá ter um preço que não justifique o risco assumido com a operação.

Claramente nos processos de fusão e aquisição existem potenciais sinergias que podem valorizar as empresas e criar valor para os acionistas. A questão passa pela avaliação do valor dessas previsíveis sinergias de forma a estimar o valor que poderá ser pago e também do tempo que demoram a ser visíveis essas potenciais sinergias, tendo sempre presente o valor temporal do dinheiro.

## **2.2 Crescimento em volume de negócios e quota de mercado**

O crescimento é apontado como um dos principais motivos, senão o principal, para as concentrações empresariais. Com o crescimento, teoricamente, vêm sinergias, economias de escala ou de gama, poder de mercado e consequentemente melhores margens e melhor desempenho.

O crescimento pode, no entanto, ter objetivos totalmente distintos dos referidos, Gorton, Kahl & Rosen (2009) referem duas estratégias baseadas no crescimento. Uma

defensiva<sup>13</sup> e outra ofensiva, a primeira tem como objetivo ganhar dimensão para não ser adquirido, enquanto que a segunda tem um objetivo oposto, ganhar dimensão para ser atrativo, ambas visam o crescimento, mas têm objetivos totalmente opostos. A última estratégia referida, crescer para ser atrativo, contrariamente à anterior revela-se proveitosa, uma vez que cria valor para o acionista e possibilita desta forma uma venda em “alta” ao tornar-se um “alvo apetecível”. Outro aspeto a considerar, relativamente à dimensão da adquirente, referido por estes autores é a de que as grandes empresas tendem a pagar mais pelas aquisições, ao passo em que as empresas menores realizam operações mais rentáveis. Este aspeto é revelador do efeito da separação entre propriedade e gestão, sendo que o gestor não sócio não lhe custa muito pagar mais, situação bem diferente nas empresas onde os gestores são sócios da empresa e que não estão na disposição de pagar um valor muito superior ao valor real da empresa adquirida.

Arvanitis & Stucki (2013) realizaram um estudo baseado em PME`S suíças que efetuaram operações de concentração entre 2006 e 2008, o qual evidenciou que as empresas adquirentes, por norma, possuem maior dimensão do que as empresas adquiridas. Neste estudo a maior parte das empresas (53%) aumentaram as vendas e 63% aumentaram a quota de mercado). No entanto a percentagem de empresas onde não houve impacto foi de (44% e 34%) sendo os restantes 2-3% com redução.

Associado ao crescimento no âmbito das operações de concentração empresarial, é frequente a utilização da expressão  $2+2=5$ , ou similar, expressão que se baseia na realização de sinergias e por conseguinte cria valor para o acionista. A realidade evidenciada em grande parte dos estudos, revela que  $2+2=3$ , ou seja, existe uma destruição de valor que é reveladora da dificuldade em concretizar as sinergias expectáveis da operação e que revela também o fracasso da operação na concretização dos objetivos. Existem pelo menos dois motivos para que  $2+2=3$ , a existência de operações entre as empresas envolvidas e a fuga de clientes motivada pela operação, resultante do facto de existir uma excelente relação com a empresa adquirida, mas não tão boa com a adquirente ou pelo facto de ficarem menos fornecedores este último é um fator crítico que deve ser acautelado no acordo da transação.

---

<sup>13</sup> A compra da Monsanto pela Bayer iniciada em 2016 e concretizada em 2018 foi uma compra defensiva para evitar ser comprada. Esta polémica compra levou à saída de diversos investidores da Bayer, à perda de valor em bolsa e à aquisição involuntária de milhares de processos judiciais que podem comprometer seriamente o futuro da empresa.

Considerando alguns dos valores envolvidos nas operações de fusão e aquisição, a nível mundial, poderemos concluir que nenhuma empresa será demasiado grande<sup>14</sup> para ser adquirida e que o resultado da operação não será tão linear quanto se perspectiva. Empresas de maior dimensão são mais propensas a problemas de agência e talvez por este facto pagam mais e realizam piores negócios do que empresas de menor dimensão. O mercado das operações de concentração empresarial é sem qualquer margem de dúvida muito ativo e envolve valores muito elevados, pagos com a convicção de que esse valor será recuperado a curto ou médio prazo.

### **2.3 Poder de mercado**

Associado ao motivo anteriormente analisado está a o aumento de poder através da conquista de uma quota de mercado significativa, que permita incrementar as margens, por via de redução de custos de produção ou pelo incremento dos preços de venda. Matos & Rodrigues (2000) referem que as operações de fusões alteram a estrutura de mercado no sentido de uma maior concentração, levando a uma transferência do excedente do consumidor para o produtor, conduzindo a uma diminuição do bem-estar, podendo este facto acontecer quer em operações horizontais, verticais ou conglomerais. De facto, uma fusão horizontal reduz pelo menos um concorrente, e quanto menor o número de concorrentes maiores as probabilidades de abuso de posição dominante.

O poder de mercado obtido pela redução da concorrência e aumento da quota de mercado, pode conduzir a maiores margens e melhores resultados operacionais. Também estas são mais expectáveis em operações horizontais podendo levar à criação de oligopólios. Talvez por este facto Pinto Jr. & Iotti (2005) encontraram melhorias de performance nas operações de consolidação da indústria de energia realizadas um pouco por todo o mundo na década de 90, por via do aumento das vendas, lucros, dividendos, mas menos evidentes nas margens, o que poderá evidenciar a realização de poucas sinergias. O setor da energia, pelo investimento necessário é tipicamente um setor com poucos operadores onde existem fortes possibilidades de criação de oligopólios, havendo,

---

<sup>14</sup> A título de exemplo refira-se a polémica compra da gigante Monsanto pela Bayer(2018), operação com um valor de 57,7 Biliões de Euros ou a compra da Mannesmann AG pela Vodafone PLC(1999) por um valor de 204,79 Biliões de Euros (maior negócio em valor até 04/2019)

no entanto, em grande parte o controle do mercado pelas entidades estatais que desta forma tentam regular o mercado.

#### **2.4 Economias de escala**

As concentrações empresariais possibilitam também a redução de custos e a obtenção de economias de escala, alcançar essas economias é o objetivo natural das fusões horizontais. Mas tais economias, segundo Brealy, Myers, Stuart & Allen (2011) têm sido verificadas também em operações conglomeradas, o que eventualmente pode justificar a subdivisão das operações conglomeradas em dois tipos. Os estratégias das operações apontam para economias que proveem da partilha de serviços centrais, como a parte administrativa, contabilidade, parte financeira e gestão. Nas operações verticais estas economias possuem ainda uma outra característica que consiste no facto da empresa poder controlar melhor o processo produtivo, que é obtido pela aquisição de um fornecedor ou de um cliente. Este controlo é especialmente importante no caso de haver muito poucos fornecedores de matéria prima, o que origina uma dependência muito grande. Este processo não pode, no entanto, ser levado ao extremo em virtude de tornar o processo demasiado complexo e ineficiente.

Atualmente os processos de integração vertical não são muito comuns, o surgimento do conceito de *outsourcing* levou a que muitas empresas subcontratem diversos serviços essenciais, os quais são obtidos de forma mais vantajosa e conseguem ser geridos de acordo com as necessidades da empresa.

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.

#### **2.5 Consolidação da indústria**

A consolidação da indústria surge em mercados saturados onde existem muitas empresas e que por este facto origina uma concorrência muito elevada entre os operadores. A sobrevivência do setor passa muitas vezes pela redução do número de operadores com vista a preservar a sua rentabilidade. Segundo Brealy, Myers, Stuart & Allen (2011) as maiores oportunidades de investimento surgem em indústrias consolidadas onde existe demasiada capacidade instalada o que origina a que algumas empresas entrem em dificuldade. Desta forma surgem oportunidades de mercado que

podem ser aproveitadas pelos concorrentes servindo as aquisições como operações de salvamento, mas que conduzem a enormes reestruturações, redução da capacidade instalada e eliminação significativa de postos de trabalho. A situação atual da banca em Portugal é um caso típico de consolidação da indústria.

Numa análise a 7 operações de concentração na indústria de cimentos da Índia, setor que passou por um período de consolidação da indústria, e com dados de 2000 a 2013, Soni (2014) baseado nos 3 anos anteriores e posteriores<sup>15</sup> às operações de concentração, concluiu que a performance da adquirente não teve alterações significativas. O resultado obtido neste estudo, segundo o autor, poderá ter sido afetado pela crise financeira que afetou o setor no período pós operação e que impediu a concretização dos objetivos da estratégia.

## **2.6 Obtenção de Recursos complementares**

Muitas pequenas empresas são adquiridas por outras de maior dimensão, que podem fornecer os meios necessários para o seu sucesso. Arvanitis & Stucki (2013) evidenciaram este facto num estudo realizado na Suíça com PMEs. A pequena empresa pode ter um produto único, mas falta a engenharia e organização de vendas necessárias para produzir e comercializá-lo em grande escala, ou até mesmo a capacidade financeira para desenvolver o negócio rapidamente. A empresa poderia desenvolver engenharia e talento de vendas a partir do zero, mas pode ser mais rápido e mais barato fundir-se com uma empresa que já tem essas capacidades desenvolvidas. As duas empresas têm recursos complementares - cada uma tem o que a outra precisa e assim pode fazer sentido para ambas a sua fusão. Além disso, a fusão pode abrir oportunidades que nenhuma das empresas iria isoladamente conseguir obter.

Nos últimos anos temos assistido no setor farmacêutico a diversas operações de concentração nas quais são adquiridas empresas de biotecnologia<sup>16</sup>, nomeadamente empresas que desenvolvem medicamentos para doenças graves. Neste tipo de operações o interesse reside essencialmente no capital humano e nos produtos que esses pequenos

---

<sup>15</sup> As 7 operações deste estudo realizado em 2014, foram concretizadas entre 2004 e 2013 sendo que as duas últimas operações da amostra foram realizadas em 2012 e 2013 as quais não tiveram um período de 3 anos após a operação.

<sup>16</sup> Em 2017 a Americana Johnson & Johnson adquiriu a Actelion Pharmaceuticals, maior empresa de biotecnologia da Europa, por 30 bilhões de USD.

laboratórios estão a desenvolver e que são essenciais para o êxito das grandes empresas farmacêuticas. Segundo, Leite (2010) a indústria farmacêutica requer muito investimento em I&D sendo que os produtos são rapidamente imitáveis, e apesar de estarem protegidos por registos de patentes, este registo é por um período limitado de proteção sendo de seguida disputados por outros tipos de medicamentos, nomeadamente genéricos. A referida autora refere que as mudanças na tecnologia de investigação e o aumento dos riscos devido à pressão competitiva criaram um estímulo para as grandes empresas através das operações de F&A.

No âmbito dos recursos complementares refira-se a aquisição do controlo da Glint pela Associação Nacional de Farmácias (ANF) que lhe permite o controlo dos terminais de pagamento automático possibilitando que os associados detenham condições muito mais vantajosas do que as oferecidas pela Banca, para este serviço e também o desenvolvimento de software específico para o setor.

A obtenção de recursos complementares é muitas vezes essencial para o sucesso do negócio. Em Portugal, no início do século XXI existiam duas empresas que comercializam o mesmo produto, água de nascente, e cujas captações distam pouco uma da outra (Água Serra da Estrela e Glaciar) a primeira marca efetuou uma operação de concentração com uma grande rede de distribuição (Sumol-Compal) onde se fundiu em 2010 tendo sempre boa saúde financeira. Por seu lado a Glaciar, possuía um produto de boa qualidade, mas atuando sozinha e sem uma rede de distribuição não conseguia ser competitiva dado que o baixo preço do produto, não permitia margem suficiente para cobrir os encargos com a distribuição, tendo entrado em insolvência em 2013.

## **2.7 Eliminação de ineficiências**

A existência em setores rentáveis e em crescimento de empresas que apresentam desempenhos muito abaixo da média desse setor pode indiciar problemas ao nível operacional ou ao nível da gestão. Com o tempo a empresa irá apresentar dificuldades tornando-se um bom investimento para outras empresas do mesmo setor que beneficiando do *know-how* necessária conseguem rapidamente ultrapassar a situação.

### **2.7.1 Gestão deficiente**

O gestor tem por missão a criação de valor para o acionista, mas esta criação de valor pode não existir ou ser inferior ao das restantes empresas do setor. Este facto pode gerar descontentamento nos acionistas e também o despertar do interesse de outras

empresas que veem nesta uma oportunidade de negócio. A conjugação destes dois fatores pode levar ao surgimento de uma operação de concentração através de uma aquisição ou Fusão.

Segundo Brealy, Myers, Stuart & Allen (2011) o dinheiro não é o único recurso que pode ser desperdiçado pela gestão deficiente. Existem empresas com oportunidades por explorar, nomeadamente através do corte de custos ou do aumento de vendas e consequentemente dos lucros. Tais empresas são candidatas naturais para serem adquiridas por outras empresas com uma gestão mais eficiente. Por vezes basta simplesmente determinação para proceder a cortes dolorosos e ao realinhamento do negócio da empresa. A aquisição nestes casos é simplesmente o mecanismo pelo qual uma nova gerência substitui a anterior. É uma maneira simples e prática de melhorar a performance.

Empresas cotadas com as ações a um preço subavaliado tornam-se apetecíveis para tomadas de controlo<sup>17</sup>, tais aquisições conduzem normalmente à substituição da equipa de gestão. Martin & McConnel (1991) citados por Brealy, Myers, Stuart & Allen,(2011) referem que a probabilidade de substituição da equipa de gestão da empresa adquirida é quatro vezes maior no ano da aquisição do que nos 5 anos seguintes. As empresas que estes autores estudaram tinham geralmente baixo desempenho nos quatro anos antes da aquisição. As cotações das suas ações evidenciavam um diferencial de 15% abaixo de outras empresas na mesma indústria. Muitas destas empresas foram salvas, ou reestruturadas por um processo de concentração, configurando esta situação operações de salvamento que são referidas na literatura por Kubo & Saito (2012). No entanto a gestão deficiente não é por si só justificação para a alteração, Franks & Mayer (1996) não encontraram evidência de que a substituição da gestão se devesse a má *performance* anterior.

### **2.7.2 Problemas de Agência**

Os problemas vulgarmente designados de problemas de Agência, relacionados ou não com gestão deficiente, resultam de um conflito de interesses entre os interesses dos gestores e o interesse dos acionistas, sendo um dos inconvenientes, e talvez o mais

---

<sup>17</sup> Apesar deste facto ser uma realidade, antes e durante a crise financeira, várias foram as empresas cotadas no PSI20 que teoricamente estariam subavaliadas, no entanto, não houve qualquer OPA.

importante, resultante da separação entre propriedade e gestão. Esta separação pode originar a que sejam tomadas decisões pela gestão contrárias ao interesse dos acionistas e que visam sobretudo a defesa dos interesses dos gestores.

No âmbito deste conflito de interesses encontram-se também as operações de concentração empresarial uma vez que estas estão normalmente associadas a alterações na gestão. Franks & Mayer (1996) evidenciam no seu estudo a existência de uma rotação nos membros da administração das empresas alvo, sendo essa situação particularmente visível nos casos em que existem entraves à tentativa de aquisição por parte dos gestores.

Teoricamente a empresa adquirente possui maior dimensão do que a empresa alvo, característica evidenciada no estudo de Arvanitis & Stucki (2013). Existem, no entanto, exceções que no caso português podemos indicar a aquisição do BPA pelo BCP em que o adquirente era consideravelmente de menor dimensão.

Desta forma os gestores poderão ser levados a efetuar operações de concentração com o intuito de ganhar dimensão e reforçar o seu poder e a sua remuneração e tentar evitar que as empresas que gerem se tornem num alvo, e que o seu lugar fique em perigo.

Gorton, Kahl & Rosen (2009) argumentam que o fator dimensão da empresa é um determinante importante que motiva dois tipos de operações de concentração em indústrias com economias de escala. Um destes tipos surge como uma medida defensiva, ganhando tamanho e evitar ser adquirido, estas operações defensivas estão relacionadas com problemas de agência e revelam-se não proveitosas, sendo apenas efetuadas para os gestores preservarem a sua posição.

A somar a este facto há que considerar que gerir uma empresa maior traz associado mais poder e prestígio o que conduz a maiores vantagens económicas potenciais para os gestores. Desta forma os gestores para além de salvaguardarem a sua posição obtêm também recompensas, pelo que podem ser tentados a enveredar por processos de concentração.

Nos casos em que existe uma grande separação entre propriedade e gestão torna-se necessário a existência de contratos com os gestores que salvaguardem os interesses dos acionistas, isto pode ser conseguido através de um ponto de equilíbrio entre a remuneração e os prémios onde estes últimos sejam atribuídos a objetivos de médio-longo prazo.

Wright, Kroll & Elenkov (2002) num estudo que realizaram com base em 171 aquisições nos EUA realizadas entre 1993 e 1998 referem a existência de uma relação

entre as recompensas dos gestores e o nível de monitorização ou de controle que incide sobre eles. Onde a monitorização externa é ativa, as recompensas são influenciadas pelo retorno das aquisições, por outro lado quando a monitorização é passiva, ou seja, fraca, a compensação é influenciada por aumentos no tamanho da empresa que são resultado de aquisições, neste último caso o retorno da aquisição não depende do seu êxito.

Recuando no tempo, quando a PT foi alvo de uma OPA da Sonae a gestão procurou salvaguardar a sua posição e para tal comprometeu-se a pagar elevados dividendos aos acionistas, o que comprometeu a capacidade de investimento futuro da empresa, mas levou a que os acionistas recusassem a OPA. A ambição da gestão e aliança a um dos acionistas levou mais tarde a uma estratégia ruinosa culminando com a fusão na OI, operação que levou à quase destruição de uma das maiores e melhores empresas portuguesas.

Casos com o da PT, exemplificam na perfeição as consequências que podem ter os problemas de agência, mesmo quando estamos na presença de gestores considerados como dos melhores gestores do setor das telecomunicações a nível mundial, mas que na comissão de inquérito realizada pela assembleia da República revelou graves problemas de memória.

Portugal sendo um País onde predominam as pequenas e médias empresas de cariz familiar, a questão dos problemas de agência tem uma probabilidade de ocorrência muito reduzida, sendo suscetível de acontecer em empresas de grande dimensão, como foi o caso referido.

## **2.8 Excedentes de liquidez**

Em indústrias ditas maduras, nas quais o crescimento tende a desacelerar, existem empresas com excesso de fundos para os quais não conseguem taxas de retorno interessantes. O investimento numa empresa de outro setor com potencial de crescimento e de retorno muito elevado, ou em alternativa, adquirir uma empresa concorrente e desta forma ganhar quota de mercado e melhorar as margens são algumas das hipóteses a considerar e podem configurar uma alternativa à distribuição dessa liquidez pelos acionistas. Este motivo também se aplica às aquisições efetuadas por fundos de investimento, que procuram desta forma rentabilizar capitais.

Em Portugal dadas as carências de capital com que grande parte das empresas se debate, não cremos que este seja um motivo com grande expressão, no entanto, poderá haver empresas, que atuando em mercados que evidenciem alguma decadência sejam levadas a procurar soluções noutras áreas de negócio, aplicando desta forma eventuais excedentes, ou tentando mudar um pouco o setor de atividade de forma a tentar sobreviver.

## **2.9 Diversificação**

Grande parte dos investidores são avessos ao risco, por isso sempre que um empresário efetua um investimento, que envolve naturalmente riscos, o retorno esperado do mesmo terá necessariamente de incorporar uma taxa de retorno que contemple esse risco, pelo que, quanto mais arriscado for uma opção de investimento o prémio de risco a pagar será proporcionalmente maior.

Em empresas já implantadas no mercado, esse risco continua a existir, embora numa fase de consolidação da atividade empresarial seja substancialmente menor do que na fase de arranque. Este risco no âmbito dos grupos empresariais pode ser reduzido através da diversificação, esta diversificação pode ocorrer de várias formas, através da diversificação do setor de atividade, através do mercado geográfico do Produto ou de ambas.

A diversificação deverá ser uma estratégia de qualquer grupo empresarial, e deve ser pensada e ponderada antecipadamente e não como uma reação a dificuldades de mercado, que geralmente leva as empresas a procurar novos mercados, de forma a ultrapassar a crise. As empresas pró-ativas andarão sempre um passo à frente das empresas reativas.

Brealy, Myers, Stuart & Allen (2011) integram o motivo diversificação nos motivos dúbios, para estes autores apesar da diversificação reduzir o risco, esta surge na sequência dos excessos de liquidez, por outro lado a experiência dos EUA dos conglomerados da década de 60 e 70 desfeitos duas décadas depois, poderá ser uma prova de que não serão boa opção. Lopes (2010) baseada no mesmo autor refere que este motivo não acrescenta valor para o acionista.

Vazirani (2015) refere que a diversificação reduz a volatilidade dos fluxos de caixa, constituindo este facto uma vantagem para os credores das empresas envolvidas,

sendo também uma maneira pela qual as empresas procuram ir para mercados com taxas de crescimento mais elevadas.

## **2.10 A Criação de Valor**

A criação de valor é analisada em grande parte dos estudos na perspetiva do acionista. Efetivamente o acionista é o principal interessado no valor da empresa, será ele que maior remuneração exige dos capitais investidos. No entanto o valor pode ser analisado de várias perspetivas, nomeadamente do ponto de vista da própria empresa, dos trabalhadores, estado, consumidores e todas as restantes entidades com interesse na empresa.

Caves (1987) refere que os estudos demonstram que os ganhos dos acionistas das adquirentes andam próximo de zero, enquanto que os ganhos nas tomadas de controle através da aquisição para os acionistas da adquirida chegam a 30% e por via da fusão a 20% citando Jensen & Ruback (1983).

Brealey, Mayers & Allen (2011) referem que uma fusão apenas acrescenta valor se as empresas valerem mais juntas do que separadas.

Nos países mais desenvolvidos verifica-se uma tendência natural para analisar as operações de grandes dimensões. Estas grandes empresas que realizam operações de grandes dimensões que envolvem naturalmente enormes investimentos, e que por esse facto têm maior impacto mediático, são assessoradas e acompanhadas por equipas altamente especializadas e dedicadas exclusivamente a esse processo. Perante a qualidade “teórica” das quadros e técnicos envolvidos e com gestores profissionais, a realização de estudos com base em amostras compostas de grandes empresas torna-se uma aposta que afasta qualquer suspeita de má gestão do processo e dará, eventualmente, maior visibilidade e credibilidade aos resultados dos estudos. Countz (2004) realizou um estudo com 15 dessas empresas de grandes dimensões que passaram por processos de F&A . A análise foi efetuada numa janela temporal de 60 dias antes da data do anúncio e 60 dias após a concretização da operação e foi comparado o desempenho das ações das empresas da amostra com o desempenho do índice S&P 500 no mesmo período temporal. Contrariamente ao que esperava o autor, o desempenho das ações ficou abaixo do desempenho do índice, com especial incidência negativa nos 2 dias antes da data do anúncio o que indica que o anúncio é esperado e que o mercado avalia negativamente a operação. Após a concretização da operação o desempenho foi também ligeiramente

decrecente embora sem significado o que revela que toda a riqueza do acionista da adquirente foi realizada entre a data do anúncio e a data da operação. Countz (2004), levanta uma serie de hipóteses para procurar justificar esta perda de riqueza para os acionistas: uma diferença de avaliação por parte da adquirente que fez uma proposta demasiado boa para ser recusada, situação também referida por Ravenscraft (1987); o tamanho da amostra demasiado pequeno; o facto de o adquirente não ter tomado uma decisão racional e informada; o facto da amostra ser apenas de empresas de grande dimensão onde existe separação entre propriedade e gestão o que pode levar a problemas de agência; o motivo da operação não ser a criação de riqueza, mas sim diversificar. Este autor sugere, no entanto, que as operações sejam analisadas no longo prazo uma vez que o tempo analisado pode não ter permitido a realização dos ganhos de eficiência ou a decisão ser para o longo prazo.

Rahman & Lambkin (2015) analisaram a criação de valor numa perspectiva de marketing analisando num horizonte temporal de 7 anos (3 anos antes e 3 depois) a evolução das vendas, as despesas de marketing e administrativas face às receitas das vendas, o retorno das vendas comparando a média dos três anos antes com a média dos 3 anos após a operação. O estudo foi aplicado apenas a operações horizontais baseadas em 4 dígitos da CAE e a empresas dos EUA em operações ocorridas entre 1990 e 2000 abrangendo 45 operações de F&A onde foi obtido o controle da empresa. Neste estudo verificou-se um aumento das vendas médio de 25%, o rácio das despesas face às vendas decresceu 26,42%, mas o retorno das vendas decresceu 6%. Concluíram que as sinergias geradas nas vendas e nas despesas não se traduziram em aumento das margens sugerindo uma ineficiência produtiva.

Alhenawi & Krishnaswami (2015) num estudo realizado, no campo da criação de valor, concluíram que o excesso de valor é positivo nas operações relacionadas e negativo nas não relacionadas, havendo, no entanto, uma quebra em ambas no primeiro ano e recuperando nos anos seguintes. Este facto confirma a nossa ideia do objetivo de longo prazo das operações e também a hipótese referida por Countz (2004) para o fraco desempenho encontrado na sua investigação.

Selcuk (2015) analisou 67 negócios ocorridos na Turquia entre 2000 e 2014 com base na cotação das empresas alvo com um horizonte temporal de 21 dias (10 dias antes e 10 dias depois) em torno da data do anúncio. Verificou retornos anormais significativos e positivos para os acionistas destas empresas 5,25% e 8,53% variando este valor em

função da janela de evento analisada, este resultado está em linha com a generalidade dos estudos anteriores e reflete o prémio pago pelo adquirente para obter o controle da empresa.

Rani, Yadav & Jain (2015) com base no mercado Indiano entre 2003 e 2008, concluíram que existem ganhos para os investidores dos títulos da adquirente, começando o mercado a reagir antes da data do anúncio e que os maiores ganhos para os investidores são obtidos com a compra 2 dias antes e a venda 2 dias depois. Após a data do anúncio a cotação do alvo dispara e este efeito é ainda maior se a operação for transfronteiriça face às operações domésticas e também para as empresas que pagam em dinheiro. No entanto, após o anúncio há uma correção ao preço de mercado que tendencialmente retoma o seu valor normal. Este estudo evidencia duas situações *Inside trading* ou fuga de informação e especulação em torno do título.

Krishnakumar & Sethi (2012) analisaram 3 décadas de estudos sobre os métodos de medição da criação de valor e concluíram que existem vários métodos que levam a que as conclusões retiradas do estudo variem consoante o método utilizado. Desta forma sugerem que o método a utilizar deve ter em consideração o país onde é realizado o estudo e o aspeto que se pretende examinar. Neste sentido num país como Portugal, onde o tecido empresarial é constituído em mais de 90% por PMES não faz qualquer sentido analisar a criação de valor com base no mercado bolsista. Por outro lado, a utilização de diferentes métodos retira-lhe características de comparabilidade pelo que as conclusões podem ser diferentes.

O termo criação de valor não será eventualmente o mais correto, uma vez que o valor criado para uns é obtido à custa da perda de outros, pelo que o mais correto será falar-se numa transferência de valor. Nesta transferência de valor importa identificar quem ganha e quem perde com as operações de concentração.

Em Portugal com um mercado bolsista pouco desenvolvido foi realizado um estudo por Silva & Diz (2005) analisando a criação de valor de operações de concentração realizadas entre 1995 e 2003 na banca portuguesa, numa janela de evento de 41 dias (20 antes e 20 depois). O setor bancário, nessa época passou por um período muito ativo de concentrações e o seu peso no mercado bolsista era expressivo. Os resultados confirmaram as conclusões evidenciadas em grande parte da literatura dos EUA com a criação de valor a ser obtida na empresa alvo e perdas para a adquirente. Em termos

globais não se verificam ganhos significativos do conjunto da operação, apenas uma transferência de riqueza do adquirente para o alvo.

A função do gestor de uma empresa é criar valor para a empresa e seus acionistas. Este valor é criado quando o retorno do capital investido é superior ao custo do seu capital. O capital investido provém de várias fontes, nomeadamente contempla capital próprio e capitais alheios para os quais os respetivos financiadores exigem diferentes remunerações de capital, pelo que a criação de valor numa ótica da empresa existe quando a rentabilidade líquida é superior ao custo médio ponderado do capital (WACC). Este custo do capital pressupõe rentabilidades diferentes para os diversos financiadores sendo que na ótica do acionista deverá ser superior à rentabilidade do ativo sem risco acrescido de um prémio de risco em função do país, moeda, mercado e da empresa.

Nos projetos de investimento é usual recorrer-se ao VAL e à TIR para analisar a viabilidade do investimento e efetuar a seleção com base num VAL positivo e de entre estes projetos escolher o que tiver uma TIR mais elevada, quando existem alternativas. Este processo envolve a criação de projeções com estimativas de desempenho baseadas em perspetivas de crescimento e de resultados, o que teoricamente será fácil de gerar cenários muito positivos, mas que na realidade não são conseguidos. No âmbito das concentrações apesar de já haver um historial das empresas envolvidas, os seus desempenhos individuais serão diferentes e a aplicação de dados baseados na empresa adquirente à adquirida ou da incorporante à operação de fusão, esta avaliação envolve a consideração de muitos outros fatores que interagem entre si e que influenciam o desempenho. Um cenário de “*ceteris paribus*” no mercado real não passa de uma utopia. Devido a este facto perspetivar cenários futuros com a criação de sinergias no campo das concentrações empresariais é uma tarefa árdua e de difícil execução pelo que a definição do valor atual da empresa para efeitos de determinar o limite máximo do valor da compra pela adquirente é complexo e leva ao pagamento de valores demasiado elevados pela adquirente.

O valor de aquisição será fundamental para definir se a aquisição criou ou destruiu valor para a firma adquirente, este valor englobará o valor contabilístico e o *goodwill* onde estará incluído o prémio pago pelo controle da empresa. Se as sinergias criadas tiverem um valor inferior ao prémio pago a operação destruirá valor para o adquirente e consequentemente seria de reconhecer eventualmente uma imparidade no *goodwill*.

Num mercado de PMES o valor de aquisição é um dado que por norma não é divulgado e a que muito dificilmente se terá acesso, pelo que esta vertente da análise terá de ser desconsiderada.

Existem, como já foi referido, duas formas de avaliar as sinergias a primeira numa base prospetiva, avaliar a perceção do mercado em torno da data de anúncio e medir o valor da sinergia esperado pelo mercado e identificar quem fica com os ganhos. A segunda maneira consiste na análise das empresas após a operação e avaliar se as operações tiveram sucesso e se realizaram as sinergias esperadas. Este segundo método será o utilizado no nosso estudo empírico.

### **2.11 A performance**

A *performance*, ou desempenho da empresa, em grande parte dos estudos é avaliada através do método dos rácios (Camargos & Barbosa, 2009). Neves (2011)<sup>18</sup> critica este método e propõe em alternativa um método desenvolvido por Sirower & O'Byrne (1998) baseado no valor económico acrescentado (EVA), o qual tem por base o valor de mercado das empresas antes da concentração e o prémio pago pela aquisição estimando com estes dados a performance económica necessária para justificar o investimento realizado. Este método seria adequado para o estudo de um caso com empresas cotadas em bolsa o que não se aplica no nosso caso, dado o tamanho da amostra e o facto da esmagadora maioria das empresas da amostra não ser cotada.

A performance pode ser analisada em várias vertentes sendo uma das mais importantes a vertente económica. É nesta vertente que serão visualizadas as sinergias que podem ser obtidas após uma operação de concentração. Nomeadamente as que resultam da reafectação dos recursos humanos e dos ativos.

Neves (2011) sugere que a vertente económica seja analisada através da rentabilidade operacional do capital investido, que é obtida através do rácio do resultado operacional deduzido da taxa efetiva de imposto pelos capitais investidos (capital próprio mais o passivo financeiro) desta forma retira o efeito da dívida não remunerada que financia a atividade da empresa. Este método, no entanto, entra logo em linha de conta com o efeito fiscal que nós pretendemos aferir isoladamente pelo que se optou por efetuar análise através do EBITDA/VN, medido antes dos encargos financeiros de forma a que

---

<sup>18</sup> Neves(2011) pag. 103

o rácio revele a performance antes do impacto da estrutura financeira da empresa e das amortizações e depreciações, cuja política ou método pode afetar fortemente o resultado.

Já do ponto de vista do acionista a performance terá de ser analisada pelo valor que ele efetivamente recebe o que implica neste caso que tenha de ser calculada com base no resultado líquido e no capital próprio da empresa. Este resultado será depois analisado e deliberado em assembleia o seu destino, podendo ser distribuído aos sócios/acionistas<sup>19</sup> ou ser transferido para reservas, legais, livres ou específicas, aumentando o valor do capital próprio da empresa. O acionista/sócio não poderá ter em conta apenas os dividendos/lucros distribuídos, tem de considerar todo o resultado líquido uma vez que o valor que não é distribuído aumenta o património da empresa e desta forma também o seu. Esta rentabilidade terá de ser maior do que a remuneração dos ativos sem risco, no caso, a taxa das obrigações da dívida pública portuguesa.

Devos, Kadapakkam & Krishnamurthy (2008) analisaram os retornos anormais do mercado bolsista num período de 40 dias antes da data do anúncio e verificaram que os acionistas da empresa alvo tiveram retornos médios anormais de 43,67%, enquanto que os acionistas da empresa adquirente obtiveram retornos médios insignificantes de 3,47%. A capitalização bolsista combinada após operação teve um incremento de 10,2% estatisticamente significativo ao nível de 1%.

As concentrações são “provas de resistência” e não de “velocidade” o que implica que a análise tenha de ser equacionada em termos de médio prazo, que são os objetivos que devem presidir às operações desta natureza. Camargos & Barbosa (2009) selecionaram 21 processos de fusões e aquisições de empresas brasileiras de vários setores (19 aquisições e 2 fusões) e analisaram 24 empresas de capital aberto que tiveram intervenção nesses processos, não efetuando uma separação entre adquirentes e adquiridas. A análise incidiu sobre o desempenho económico-financeiro e sobre as sinergias destas operações, analisando a liquidez, estrutura, rentabilidade e sinergias numa janela temporal de 7 anos, três anos antes, o ano da operação e três anos depois. A análise foi efetuada comparando a média de cada indicador dos 3 anos antes com a média desse indicador dos 3 anos depois. Da análise verificou-se que resultou um decréscimo em termos de liquidez, uma melhoria da estrutura financeira, mas um crescimento acentuado da dependência de terceiros e uma maior dependência do endividamento

---

<sup>19</sup> Art.º 217 CSC os sócios têm direito a pelo menos metade dos lucros distribuíveis da sociedade

oneroso de médio prazo. Ao nível da rentabilidade verificou-se em média uma melhoria da ROA e da ROE e conseqüentemente um aumento do lucro por ação. Ao nível das sinergias verificou-se que em média registou-se uma melhoria.

Kruse, Park, Park & Suzuki (2006) analisaram 69 processos de fusão ocorridos entre 1969 e 1999 em empresas industriais cotadas na bolsa de Tóquio, analisando a sua performance antes e após a fusão num horizonte temporal de 11 anos (5 antes e 5 após) e encontraram melhorias de performance em toda a amostra e ainda a existência de uma correlação entre a performance antes da fusão e após a fusão, no entanto encontraram as maiores melhorias de performance em operações de diversificação.

(Arvanitis & Stucki, 2013) num estudo efetuado com PME's Suíças, relativamente à *performance* medida através dos resultados, 10% teve uma redução, 45% que não houve impacto e 45% teve um aumento. Verificaram que a *performance* está ligada a características específicas das F&A, mas não às características do mercado tais como a procura e concorrência, também as características específicas das empresas tais como a intensidade de capital, capital humano e tamanho da empresa não afetam a performance, mas a inovação já afeta positivamente a performance. Fatores importantes para a performance são o grau de integração da adquirida na nova estrutura, relacionamento dos mercados de produto e de inovação.

Num outro estudo, Pervan, Višić & Barnjak (2015) analisaram o desempenho de 116 empresas croatas envolvidas em processos de fusão e aquisição ocorridos entre 2008 e 2011. Estes autores analisaram o desempenho num período de 3 anos (1 ano antes a 1 ano após) e compararam a performance das empresas envolvidas após a operação com a *performance* anterior. Selecionaram para tal, 3 indicadores: Lucro, ROA e ROE. Os resultados evidenciaram que não houve alterações significativas da performance antes e após operação, nem mesmo quando comparada com outras empresas do mesmo setor. O estudo mostrou também que contrariamente ao esperado 56% das operações foram domésticas.

Em Portugal foram realizados dois estudos que visaram a performance das empresas. Barreira (2011) analisou 4 aquisições e uma fusão tendo encontrado situações positivas, negativas e sem significado. Este estudo possui, no entanto, uma amostra demasiado pequena e pelo período analisado ser de 2005 a 2009, ou seja, 2 anos antes e dois depois, acontece que os 2 anos depois coincidem com o início da crise financeira e a performance é apenas comparada com a performance anterior à operação, ou seja, em

condições de mercado significativamente diferentes, pelo que eventualmente seria expectável uma performance mais baixa motivada pelo mercado e não pela empresa ou como resultado da operação. O outro estudo realizado em Portugal por Duarte (2015) analisou também a performance de 5 empresas cotadas em bolsa 3 aquisições e 2 fusões a performance foi medida pelo método dos rácios tendo registado 3 positivos e 2 sem grande significado, com base numa janela de 5 anos, 2 antes e 2 depois, abrangendo dados entre 2007 e 2014. Adicionalmente fez um estudo baseado nas notícias sobre a operação em torno da data do evento (20 dias antes e 20 depois) registaram-se retornos anormais negativos nos dias seguintes à divulgação, concluindo o autor que os investidores reagem diferentemente às notícias. Em ambos os estudos (Barreira 2011 e Duarte 2015) apenas analisaram, nas aquisições, as empresas adquirentes, sendo que em nossa opinião a análise das aquisições terá maior interesse do ponto de vista da adquirida, onde será expectável uma alteração mais significativa.

### **2.12 As fusões e Aquisições como veículo de captação de Investimento Direto Estrangeiro (IDE) e de acesso a novos mercados**

As operações de concentração são também uma das maneiras de aceder a novos mercados ou setores onde existem barreiras legais à entrada, casos como o das telecomunicações ou banca onde a concessão de autorizações não é fácil pelo que as operações de aquisição podem ser uma maneira de contornar de forma mais fácil a situação. O BCP ao ver recusado o pedido de autorização do Banco de Portugal para a criação de uma sociedade de Investimento, contornou a situação com uma OPA à CISF em 1990 (Matos & Rodrigues, 2000).

Bastardo & Gomes (1996)<sup>20</sup> referem que a criação da União Europeia levou a que empresas Japonesas e Americanas a partir da década de 90 tivessem apetência pela criação ou aquisição de empresas na Europa com o objetivo de entrar mais facilmente no mercado europeu. Esta oportunidade de mercado possibilitava também às empresas de outros estados da Europa a criação de grupos económicos transnacionais, antecipando-se assim a investidores externos à União Europeia.

As fusões e aquisições transfronteiriças têm sido objeto de estudo aprofundado, elas são o tipo de operação de concentração que têm como objetivo claro o acesso a novos

---

<sup>20</sup> Bastardo e Gomes (1996) pag. 11.

mercados, sendo também operações de captação de Investimento Direto Estrangeiro (IDE) para os Estados. Numa operação transfronteiriça a entrada num novo mercado via criação de uma nova unidade, poderá não ser a melhor estratégia. A aquisição de uma unidade do mesmo setor é neste caso uma forte alternativa a considerar ou então uma parceria com uma empresa nacional. Neste tipo de operações uma das questões mais importantes para os investidores é a questão fiscal.

A concorrência fiscal é uma componente do fenómeno da globalização, onde a competição é mais evidente nos países com maior proximidade (Catroga, 2001). Deste facto resulta a necessidade de Portugal ter um sistema fiscal mais “amigo” do que a vizinha Espanha. Nas operações que potenciam a captação de IDE para um país a disputa

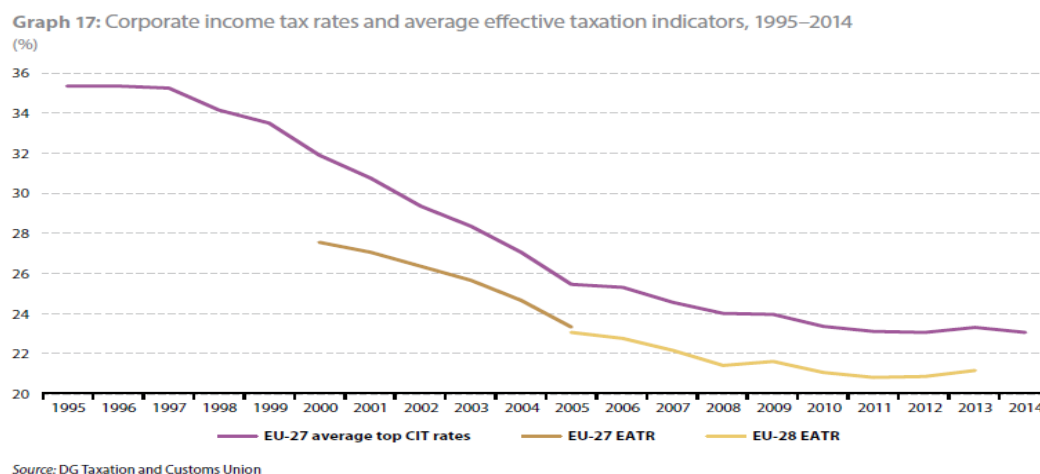


Figura 3: Evolução da taxa de IRC na UE

entre países é por vezes muito acentuada, originando a concessão de incentivos e outros atrativos, nomeadamente fiscais que possam pesar na decisão desses investidores. Esta disputa tem levado a uma descida muito acentuada da taxa de IRC em todos os estados membros da UE, o que sendo bom para as empresas conduz a graves problemas ao nível das contas públicas e no financiamento do estado social.

A competitividade fiscal entre estados conduz apenas a vantagens temporárias sendo eliminadas com os ajustes que os outros países efetuam, resultando numa “competição” em que todos os países saem a perder. Torna-se por isso imprescindível e urgente uma harmonização fiscal na UE. Garkusha, Joyce & Lloyd (2015) analisaram, o impacto nos processos de fusões e aquisições envolvendo empresas do UK na sequência da alteração da taxa de IRC do UK de 28% para 21% no período de 2009 a 2014 e verificaram que esta descida não teve impacto significativo no número e valor de negócios

quer domésticos quer transfronteiriços, tendo inclusive evidenciado uma tendência ligeiramente decrescente, contrariamente ao sinal que os autores esperavam obter. A esta realidade não será, em nossa opinião, alheio o facto de mesmo ao lado na Irlanda a taxa de IRC ser de 12,5%, pelo que a atratividade fiscal do UK face ao país vizinho não se apresentava vantajosa conforme referiu Catroga (2001).

### **2.13 Motivos fiscais**

O sistema fiscal português, é um dos principais entraves à captação de investimento<sup>21</sup>, a instabilidade do sistema fiscal e a falta de consenso político em matéria fiscal, com alterações todos os anos, leva a que os investidores não saibam com o que podem contar. Sarmiento & Duarte (2015) analisaram as alterações fiscais ocorridas entre 1989 e 2014 e verificaram que neste período existiram 492 alterações legislativas que originaram um total de 3.178 alterações a artigos dos Códigos fiscais (IRS, IRC, IVA, IMI, IMT e RITI) o que conduz a uma grande incerteza no planeamento fiscal de empresas e dos particulares. Este estudo revelou que os impostos mais visados pelas referidas alterações foram IRS, IRC e IVA e que as alterações são influenciadas quer pela maioria ou não dos governos e pelos períodos de eleições, sendo que em época de eleições existem menos alterações e estas ocorrem em maior número quando existem governos de maioria. Tantas são as alterações que os autores citados referem que se chega ao ponto de serem classificadas de “diarreia legislativa”.

A instabilidade é apenas um dos problemas do sistema fiscal. Analisando o relatório da PWC *paying taxes 2017*, Portugal apresenta ao nível da UE&EFTA a posição 16 com uma taxa de imposto total de 39,8%, mesmo assim abaixo da média que é de 40,3%. A situação, no entanto, piora no campo do tempo necessário para o cumprimento das obrigações fiscais, problemática já referida por Lopes (2008), na qual o País ocupa em 2017 a posição 28º num total de 32 com 243 horas/ano necessárias para o cumprimento de obrigações fiscais, valor muito acima da média de 163 horas da região. Estes fatores afetam grandemente as decisões de investimento estrangeiro, retirando ao País competitividade fiscal por via da burocracia e da instabilidade.

---

<sup>21</sup> Ponto XIII da alínea F) do tópico II do Anteprojeto de Reforma da Comissão para a Reforma do imposto Sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas – 2013, pag. 34.

O investimento externo é de extrema importância para a economia de países frequentemente designados como importadores de capitais, como é o caso de Portugal. Este investimento é uma importante fonte da dinamização do mercado das concentrações empresariais, e neste campo o sistema fiscal português apresenta uma clara desvantagem face aos restantes países da União Europeia. De facto, apesar de existir uma União Europeia, em termos fiscais faz mais sentido falar em desunião Europeia considerando a existência de 28 sistemas fiscais distintos onde a concorrência fiscal é feroz e em constante evolução, pelo que as vantagens fiscais obtidas por via de alterações legislativas nacionais são temporárias uma vez que há uma adaptação dos restantes estados, num jogo em que todos os estados membros perdem com a falta de harmonização.

O capítulo 3 do tratado da União Europeia é referente à temática da aproximação das legislações dos estados, com vista a uma política única. No entanto ao nível fiscal a harmonização das políticas por parte da União Europeia, de acordo com a alínea a) do n.º 2 do artigo 192.º carece de unanimidade na decisão, o que com 28 estados membros e legislações tão díspares se torna praticamente impossível de conseguir, situação que se vai agravando à medida em que entram novos estados membros.

A harmonização em termos de tributação na União Europeia tem sofrido alguma evolução, não pela via legislativa normal, mas pela via judicial, nomeadamente pela ação do Tribunal de Justiça Europeu (Esteves, 2005), cujas decisões vinculam todos os estados, e estas decisões têm por base muitas vezes conflitos fiscais entre estados membros e grandes grupos económicos, sendo posteriormente incorporadas nas legislações dos estados membros<sup>22</sup>.

Os motivos fiscais podem também ser um incentivo para as operações de concentração. A opção pelo RETGS prevista nos artigos 69.º a 71.º do CIRC possibilita que o apuramento do lucro tributável seja efetuado pela empresa mãe do grupo<sup>23</sup>, incidindo a tributação em termos de IRC sobre o resultado do grupo o qual contém a dedução de eventuais prejuízos de empresas pertencentes a esse grupo, segundo Sanches

---

<sup>22</sup> O RETGS tem sido influenciado por algumas dessas decisões resultantes dos acórdãos Marks & Spencer (C-446/03) e acórdão ICI (C-264/96) e acórdão Papillon (C-418/07) que originam alterações ao regime com vista a efetuar a harmonização ao nível da UE.

<sup>23</sup> Em 2015 havia em Portugal 4101 empresas abrangidas pelo RETGS correspondendo a 548 declarações de grupo (estatísticas da AT).

(2007) o tratamento unitário da empresa de grupo no plano jurídico-fiscal corresponde a “uma imposição das regras de bem tributar”.

No entanto o legislador introduziu algumas normas anti abuso com vista a evitar a compra de empresas com prejuízos, situação muitas vezes comum em operações de concentração. Desta forma de acordo com a alínea c) do nº4 do art.º 69 do CIRC, caso a sociedade adquirida tenha registado prejuízos nos últimos 3 exercícios, não pode ser incluída no grupo para fins fiscais, podendo essa junção ser realizada apenas quando a participação já seja detida pela sociedade dominante há 2 anos. O eventual incentivo fiscal obtido por via da aquisição de sociedades em dificuldades só se concretiza no 3º exercício após a aquisição. Situação diferente já é aplicável no caso das fusões, abrangidas pelo art.º 74 e 75 do CIRC, onde por via do nº 2 do art.º 71 as deduções de prejuízos fiscais de períodos anteriores à fusão respeitantes à sociedade incorporada são logo dedutíveis, seja a sociedade já pertencente ao grupo ou não. Caso o motivo da concentração seja fiscal esta operação será feita por via de uma fusão direta ou de uma aquisição seguida de fusão.

A reforma do CIRC de 2014 trouxe ainda importantes alterações com impacto direto nas operações de concentração, nomeadamente no limite de dedução de prejuízos a 70% do lucro tributável, salvaguardando desta forma o interesse do estado na cobrança de imposto, e impedindo a sua dedução nos casos em que o capital social ou os direitos de voto tenham sofrido uma alteração de titularidade superior a 50%<sup>24</sup> a menos que o adquirente detenha ininterruptamente mais de 20% dos direitos de voto ou do capital de forma ininterrupta desde o início do período de tributação a que respeitam esses prejuízos. Este ponto, embora não tivesse sido intenção do legislador que tentou salvaguardar a utilização abusiva dos prejuízos, penaliza, no entanto, as operações de concentração, nomeadamente operações de salvamento bem-sucedidas, ficando excluída a dedução de prejuízos anteriores à sua participação. Esta situação pode, no entanto, ser ultrapassada desde que haja um pedido à AT nesse sentido feito no prazo de 30 dias a contar da alteração, trata-se de um prazo muito reduzido e que deverá merecer uma especial atenção a fim de evitar a impossibilidade de dedução.

Devos, Kadapakkam & Krishnamurthy (2008) referem que os motivos fiscais não representam um motivo suficientemente forte para incentivar as concentrações

---

<sup>24</sup> Nº 8 do art.º 52 CIRC

empresariais, uma vez que no seu estudo as sinergias fiscais foram de apenas 1,64% sendo mais evidentes em operações não relacionadas.

Num estudo efetuado por Barros (2011)<sup>25</sup> baseado em inquéritos a operações realizadas entre 2000 e 2009, revelou que o fator fiscal teve muito pouca importância na decisão de processos de concentração tendo, no entanto, sido referido como aspetos importantes neste tipo de operações fatores fiscais como a tributação dos dividendos, a transmissibilidade de créditos e prejuízos fiscais e a fiscalidade internacional.

---

<sup>25</sup> A metodologia de estudo com base em inquérito possui um problema que reside na taxa de resposta. Neste estudo dos 453 inquéritos enviados foram rececionadas 47 respostas (10,37%).

## **Capítulo III**

### **3 A operação de Concentração Empresarial**

Realizar uma operação de concentração empresarial, desde a sua análise, avaliação, negociação, financiamento e implementação é uma tarefa árdua e multidisciplinar pelo que é aconselhável que a empresa seja assessorada em alguma(s) destas tarefas por entidades independentes especializadas em cada uma das áreas e com experiência neste tipo de operações, mas que seja independente e competente.

As grandes consultoras, escritórios de advogados e a própria banca têm áreas de negócios específicas para tratar deste tipo de operações, convém, no entanto, não esquecer que a estas entidades interessa é a realização do negócio, elas são quem retiram proveitos independentemente do desfecho do processo, pelo que o seu principal interesse será mais a realização da operação do que o seu sucesso.

Neste capítulo iremos abordar algumas das fases mais relevantes num processo de concentração de atividades empresariais, as quais podem ter uma influência significativa no desfecho da operação.

#### **3.1 A Escolha da empresa alvo para a realização da operação**

Warren Buffet (n.d.), referiu que “Na procura da empresa para adquirir, adotamos a mesma atitude considerada apropriada para se procurar uma esposa: vale a pena ser ativo, interessado e ter o espírito aberto, mas não vale a pena ter pressa.” Na realidade, diversos autores referem que o sucesso de uma operação começa muito antes das negociações, com a escolha da empresa alvo e a sua compatibilidade com a adquirente. Após a seleção começa a existir uma pressão por parte dos parceiros interessados no negócio, com vista à sua rápida concretização, o que conduz a decisões precipitadas, não existindo depois a coragem para parar um processo que se prevê não ser vantajoso.

#### **3.2 A Avaliação das empresas ou negócios**

A avaliação é uma das fases mais importantes neste processo, dela depende o preço a pagar ou que servirá para a troca de participações. A avaliação das empresas é efetuada tendo em consideração alguns pressupostos que influenciam o valor a atribuir. De acordo com Neves (2002) existem quatro premissas fundamentais na avaliação, ou seja, princípios ou pressupostos sobre o conjunto de circunstâncias que envolvem a avaliação da empresa e que podem influenciar o seu valor:

- i) Princípio da continuidade: considera-se que a empresa ou negócio irá continuar com duração ilimitada. Este princípio no caso de empresas em dificuldade pode ser posto em causa, nomeadamente quando é efetuado um PER são efetuadas duas avaliações uma em continuidade e outra com o valor de liquidação. Se o objetivo é a recuperação, é expectável um cenário “negro” para o caso de liquidação de forma a tentar influenciar a decisão dos credores a votar favoravelmente na recuperação, afigurando-se esta como um mal menor. Esse cenário “negro” traduz uma realidade que resulta da venda apressada dos ativos da empresa com vista à satisfação dos credores, onde os ativos são muitas vezes vendidos a metade do seu valor.
- ii) O nível de controle de capital, que determina o valor da participação e influência. A tomada de uma participação que permita o controlo terá de ser efetuada a um preço superior ao de mercado, exemplo típico das OPAs onde o valor oferecido é superior à cotação dos títulos, pois caso contrário a mesma resultaria num fracasso. Aveiro & Carregueiro (2015) noticiam um exemplo claro que retrata as correções de mercado em torno das OPA’S<sup>26</sup>.
- iii) O grau de liquidez – Os investidores valorizam a facilidade de transformar em dinheiro o valor investido. Quando dois investimentos proporcionam rentabilidades semelhantes, o grau de liquidez é utilizado como critério de seleção.
- iv) O propósito da avaliação – ou seja se a avaliação se destina à aquisição, à partilha, ao pagamento de impostos, a disputas entre sócios, todas estas questões influenciam o valor e o método que o avaliador irá utilizar para proceder à avaliação da empresa ou negócio.

Bastardo & Gomes (1996) referem 5 tipos de valor que a empresa pode ter: contabilístico, mercado, liquidação, intrínseco e o *going concern value*, que está relacionado com a imagem da empresa e posição no mercado e que se traduz no *goodwill*. Estes autores referem ainda que a avaliação pode ser abordada de 3 formas: Sobre o capital, património ou o rendimento do seu capital. Já sobre o método de avaliação estes autores apresentam 14 métodos de avaliação. Neves (2002) refere 10 conceitos diferentes da definição de valor.

---

<sup>26</sup> Para obter o controle da GLINT a Farminveste(ANF) efetuou uma OPA a 15 de setembro de 2015 tendo oferecido 15% acima da cotação média o que correspondia a um prémio de 33,1% face à última cotação do título. Este anúncio fez disparar a cotação do título no dia seguinte em 26% o qual fechou o dia com uma cotação muito próxima do valor da oferta.

Facilmente se concluí que uma empresa pode ter vários valores, existem várias definições de valor de uma empresa; valor de mercado; valor intrínseco ou de rendimento; valor fundamental; valor para o investidor e valor residual; justo valor, valor contabilístico ajustado;

Considerando o tipo de operações os valores a considerar serão o valor para o investidor, quando existe uma identificação de um comprador que pretende ter uma posição de controle e por esse facto terá de pagar um preço superior ao de mercado para posteriormente efetuar a concentração das atividades. Já no caso de haver uma fusão entre duas empresas com troca ou emissão de partes de capital o valor a considerar será o de mercado, ou seja consideram-se condições normais de mercado para o negócio. No caso de empresas cotadas em bolsa, o valor de mercado pode também não representar corretamente o valor da empresa. O mercado acionista reage de acordo com a informação que é prestada ao mercado, neste contexto Ahern & Sosyura (2014) analisaram as notícias que saem nos media divulgadas pelas empresas adquirentes cotadas antes da data de anúncio, mas já com as negociações em curso, e verificaram que estas aumentam significativamente. Esta estratégia tem como finalidade fazer subir a cotação da adquirente no mercado no período em que a relação de troca das ações é calculada fazendo desta forma baixar o preço da aquisição, estimando esta redução entre 5% e 12% do valor do negócio.

Já para efeitos contabilísticos no caso das fusões há que considerar o justo valor que é o valor a que são valorizados os ativos transferidos, mas para efeitos fiscais há que considerar o valor pelo qual estavam contabilizados na empresa incorporada.

Um ponto a ter em consideração é que o valor encontrado nesta avaliação influenciará o valor da compra e deste último pode surgir um bom ou mau negócio.

### **3.3 Decisão**

As concentrações empresariais são processos complexos e que envolvem avultados investimentos, podendo comprometer o futuro quer da adquirida quer da própria adquirente<sup>27</sup>. Como tal, a decisão de avançar ou não para uma operação desta natureza terá de ser cuidadosamente tomada após uma análise minuciosa de todo o

---

<sup>27</sup> O grupo GCT após efetuado várias operações de aquisição que lhe permitiram chegar a 3º maior operador grossista, entrou em processo de insolvência em 2012 e encerrou em 2014 com dividas de 500 milhões de Euros.

processo. Segundo o estudo da AIP & CCI (2013) um processo de fusão implica uma estratégia clara em linha com os objetivos da empresa assente em 3 pontos:

- i) Objetivos claros – Clareza e rigor em todas as fases do processo.
- ii) Conhecer o mercado – Selecionar a empresa alvo certa que permita maior eficiência e rentabilidade
- iii) Integração – Planear a integração ainda na fase de negociação.

O resultado de uma má decisão poder ter um efeito na saúde financeira das empresas envolvidas na operação. Brealy, Myers, Stuart & Allen (2011) referem o exemplo da aquisição da Apex One pela Converse, ambas as empresas ligadas a equipamentos desportivos, embora em linhas de negócio diferentes. A operação foi realizada a 18 de maio 1995 e que terminou com o encerramento da Apex One em 11 de agosto do mesmo ano. O resultado desta operação traduziu-se num prejuízo superior a 40 Milhões de USD em apenas 85 dias.

As empresas recorrem aos serviços de consultores, advogados, bancos de investimento, este procedimento, sendo correto e aconselhável, carece, no entanto, de alguns cuidados e não devem, estes pareceres ou estudos, servir como único suporte à tomada de decisão. A este propósito Damodaran (2015) refere a existência de um “nevoeiro” provocado pelos consultores, bancos, gestores, advogados e comunicação social, que aniquila o bom senso e obscurece os números. Convém não esquecer que estas entidades recebem em função do valor da operação e não do seu sucesso, pelo que o objetivo delas passa obrigatoriamente pela realização da operação, muitas vezes a empresa consultora presta serviços a ambas as partes e nestes casos existem claros conflitos de interesses que podem afetar os resultados dos estudos. No caso da venda do BPN ao BIC em que a Deloitte assessorava o estado português no BPN e era simultaneamente a consultora do Banco BIC, o estado saiu claramente prejudicado na venda. Comparando o BPN com o Banif, os bancos tinham a mesma quota de mercado e rede de agências semelhante, o primeiro foi vendido por 15 milhões<sup>28</sup> e o segundo por 150 milhões.

---

<sup>28</sup> A venda foi efetuada por 40 milhões, mas em 2014 o BIC recebeu 25 milhões de uma suposta sobredotação do fundo de pensões, através de uma legislação feita à medida (Pena, 2014).

Os processos de fusões e aquisições estão repletos de informações e de dados, este processo é marcado pela necessidade de tomar decisões inteligentes e ponderadas rapidamente com níveis elevados de confiança, para evitar fazer um acordo do qual se podem arrepender já tarde demais.

As decisões de fusões e aquisições são tomadas pela gestão, sendo baseadas, muitas das vezes, em análises trimestrais de fortes vendas ou margens impressionantes, mas não se analisa pormenorizadamente a verdadeira história por trás dos números de forma a compreender o que realmente aconteceu e por vezes essa descoberta é feita tarde demais, quando o trimestre forte parece ter sido uma anomalia baseada num evento isolado ou quando margens aparentemente altas escondem fraquezas ocultas nas operações da empresa. Outro aspeto a ter em consideração são eventuais questões ambientais e passivos contingentes que deveriam estar mencionados e que eventualmente estão ocultos. O tempo é frequentemente o culpado por más decisões, com mais tempo, poderiam ter assegurado a informação de que precisavam. Descobrir essas questões e usá-las em benefício próprio constitui uma vantagem na operação.

É necessário ter a capacidade de aprofundar os dados para encontrar nuances subtis e informações ocultas que podem mudar o curso das negociações.

### **3.4 O Financiamento das operações**

Uma empresa que tencione desenvolver uma estratégia de concentrações empresariais, terá primeiramente de verificar a sua capacidade financeira, nomeadamente os recursos próprios e eventualmente obter uma operação de financiamento com recurso aos acionistas, ao mercado de capitais ou eventualmente à banca, que no caso português é a principal fonte de financiamento da economia. Qualquer decisão de financiamento terá de ser considerada em termos de médio e longo prazo e deverá contemplar não só a aquisição como a reestruturação e investimentos eventualmente necessários.

Num país onde é possível constituir uma empresa com um capital social de 1€<sup>29</sup> e em que o valor desta entrada poderá ser diferido<sup>30</sup>, naturalmente não será de estranhar que grande parte das empresas possuam fragilidades financeiras resultantes da falta de

---

<sup>29</sup> N.º 3 do art.º 219 do CSC – DL 262/86 de 2 de setembro cuja última alteração foi efetuada pela lei 148/2015 de 09/09

<sup>30</sup> N.º3 do art.º 26 do CSC - DL 262/86 de 2 de setembro.

capitais próprios. Apesar desta realidade, nos últimos anos têm sido criados incentivos à capitalização das empresas, nomeadamente através de benefícios fiscais<sup>31</sup> e da exigência de capitais próprios mínimos para as candidaturas a incentivos comunitários.

A introdução do SNC veio, em nossa opinião, dar um contributo para a correção desta situação ao exigir que o valor do capital a apresentar no balanço fosse corrigido pelo valor das entradas que não estavam realizadas refletindo a conta do capital social apenas o valor realizado. Contrariamente ao que seria de esperar, a transposição da diretiva contabilística 2013/34/UE veio novamente permitir que a conta de capital refletisse apenas o capital subscrito independentemente de este estar ou não realizado.

A existência de empresas com baixos níveis de capital e que estrategicamente optem por efetuar operações de concentrações empresariais implica que as mesmas tenham de arranjar forma de financiar essas aquisições. Esse financiamento poderá ser obtido via mercado de capitais, via emissão de capital social por subscrição pública ou privada ou através da emissão de dívida, a outra alternativa será o recurso a financiamento bancário. No estudo da AIP & CCI (2013) onde foi levantada a questão do financiamento de uma operação de concentração, os capitais próprios foram referidos por 55% dos empresários e o recurso à banca foi segundo com 53%, a terceira opção referida com apenas 4% foram outras formas como capital de risco e fundos. Este resultado reflete a estrutura empresarial portuguesa constituída essencialmente por PMES de cariz familiar e a forma de financiamento das empresas através da banca. A estrutura financeira será sempre alterada e desse facto podem resultarem encargos que eventualmente podem comprometer o sucesso das operações e até das próprias empresas envolvidas. Dependendo da dimensão da adquirida, a aquisição de uma empresa envolve sempre um investimento muito elevado que gera elevados encargos que podem comprometer a capacidade de financiamento da adquirente e do grupo. Para além do valor da aquisição há que contar com todo o investimento necessário e com os custos de reestruturações e alterações que terão de ser introduzidas. Para além deste investimento há que considerar os investimentos necessários para a substituição normal de equipamentos e para novos equipamentos complementares cujo financiamento pode ser posto em causa dado o endividamento em que a adquirente incorreu com o financiamento da operação de

---

<sup>31</sup> Art.º 41 A do EBF(Remuneração do capital social)

concentração. Estes custos não são recuperáveis no curto prazo pelo que a análise terá sempre de ser feita a médio prazo.

Nos países com um mercado de capitais desenvolvido, como é o caso dos países Anglo-Saxónicos, as empresas tendem a financiar-se nesse mercado, dependendo deste para crescer e desenvolver o seu negócio. Este fator difere substancialmente do caso português e mesmo de grande parte do mercado da Europa Continental<sup>32</sup> onde a principal fonte de financiamento é a banca. Esta característica condiciona a gestão das empresas, a divulgação de informação e também os estudos económicos realizados no âmbito das fusões e aquisições.

Em Portugal o financiamento através do mercado de capitais é pouco comum e a comercialização através da banca de produtos de risco, nomeadamente obrigações e papel comercial, tem-se revelado muito problemática mesmo em empresas teoricamente sólidas<sup>33</sup>, o que nos anos mais próximos levará a que eventualmente não seja possível a colocação deste tipo de produtos para financiamento de operações de concentração junto de investidores particulares.

No campo de financiamento das operações interessa compreender como são financiadas as operações em Portugal, e se houve sinergias financeiras medidas através da redução da taxa de financiamento e da absorção de resultados pelos gastos financeiros. Damodaran (2005) refere também como sinergia financeira o aumento da capacidade de financiamento.

### **3.5 Processo de integração**

Acredita-se que a integração cultural é a fase mais importante para o sucesso de um processo de integração de uma operação de F&A, necessitando por esse facto de um planeamento prévio cuidado e da afetação dos melhores elementos da empresa na sua implementação (Idris, Wahab & Jaapar 2015). Segundo Kestenbaum (2017) quando se compra uma empresa e se muda a cultura está-se a criar uma guerra contra o que tornou a empresa um sucesso.

O anúncio de uma operação de F&A traz sempre um ambiente de incerteza para todos os *Stackholders*, nomeadamente empregados, clientes, fornecedores. O processo de

---

<sup>32</sup> Europa Continental refere-se aos países Europeus com exclusão do Reino Unido(UK)

<sup>33</sup> Grupo Espírito Santo, Portugal Telecom e SLN

integração e a comunicação, desempenham um papel fundamental no sucesso da operação e influenciam a performance das empresas após a operação. Lees (2003) refere que após uma tomada de controle o medo e a incerteza envolvem a empresa adquirida, provocando uma redução da *performance*. O período após a operação é efetivamente um tempo de incerteza e de desconfiança com despedimentos, mudança de quadros, alteração das relações com clientes e fornecedores, interessa, pois, minimizar este impacto negativo e potenciar as sinergias.

Num levantamento efetuado por Booz, Allen & Hamilton (1985) a 200 CEO's de empresas europeias, estes apontam como fator mais importante para o sucesso das operações de concentração a habilidade com que se faz a integração cultural, o fator preço é apontado como um dos menos importantes. Walter (1985) refere que o processo de integração sociocultural demora entre 3 a 5 anos e que os custos inerentes a uma má integração são superiores a 25% - 30% da performance da empresa adquirida. Um estudo da KPMG (1999) que se baseou em entrevistas a 100 executivos séniores que estiveram envolvidos em mais de 700 operações de concentração, realizadas entre 1996 e 1998, referem que 83% das operações de concentração falham na obtenção de valor para o acionista apontando como principal causa o fator humano e as diferenças culturais, sendo a situação agravada quando envolve países com culturas diferentes. Deste modo, uma combinação US/UK tem em média 45% mais de probabilidade de sucesso enquanto que uma operação US/UE que têm em média -11% de probabilidade de sucesso. Isto deve-se em parte às semelhanças culturais entre US e UK que são substancialmente diferentes das da Europa Continental.

A questão da distância cultural entre países afeta quer o volume de concentrações quer as sinergias das operações, Ahern, Daminelli & Fracassi (2012) referem três elementos culturais chaves que afetam as operações transfronteiriças, que são a confiança, hierarquia e o individualismo. Estas dimensões devem por esse facto ser tidas em conta na seleção de um investimento externo uma vez que irão ter implicações na integração.

O estudo da AIP & CCI (2013) refere que “O sucesso de uma aquisição não advém exclusivamente de negociações difíceis ou do preço de compra. A questão crítica é a correta abordagem à integração pós-fecho”<sup>34</sup>, sendo classificado como o mais complexo e de maior dificuldade em termos de gestão empresarial. E talvez por esse facto 40% dos

---

<sup>34</sup> Estudo da AIP & CCI (2013) página 126

gestores consultados pela revista *Business Week*, citada pela AIP & CC (2013), indicaram que o processo de integração como a principal causa de um fracasso, sendo de destacar que a estabilidade organizacional foi referida por 82% como um fator crítico de sucesso e 60% a integração cultural.

A questão cultural é ainda mais importante quando se trata de uma operação transfronteiriça, onde o eventual comprador é de um país com uma cultura completamente diferente. O caso da concentração falhada da DaimlerCrysler – Mitsubishi, segundo Gill (2012) é um exemplo bem elucidativo da questão cultural.

Kaplan, Mitchel & Wruck (2000) analisaram pormenorizadamente, dois processos de fusão ocorridos nos EUA (Cooper-Cameron em 1989 e Premark-Florida Tile em 1990) e referem que os gestores da adquirente não compreenderam o negócio da adquirida e impuseram os seus métodos com *designs* organizacionais inadequados que conduziram a um fracasso da operação. O mesmo é referido por Brealy, Myers, Stuart & Allen (2011), muitas fusões que parecem fazer sentido economicamente falham porque os gestores não conseguem assegurar a complexa tarefa de integrar duas empresas com diferentes processos de produção, métodos e culturas corporativas diferentes. Para estes autores a maior riqueza de alguns negócios assenta no valor do capital humano que possuem, engenheiros, investigadores, gestores, cientistas e trabalhadores qualificados, se estas pessoas não se sentem confortáveis com o seu novo papel na nova organização o mais provável é que os melhores saiam. Este aspeto é também referido por autores como Drucker (2005) e Cartwright (1992).

A importância da questão cultural varia, no entanto, consoante o tipo de operação de concentração, segundo Schuler & Jackson (2001); Weber & Tarba (2010) citados por Idris, Wahab & Jaapar (2015) uma fusão é muito mais exigente ao nível da integração do que uma aquisição em virtude de nesta última ser preservada a sua independência.

O processo de integração é desta forma um fator chave do sucesso da operação e nesta integração a informação desempenha um papel muito importante. Cording, Harrison, Hoskisson & Jonsen (2014) estudaram o impacto da consistência entre as promessas e os atos da administração no período pós concentração e verificaram que existe uma relação positiva entre a consistência da informação e a produtividade. Uma falta desta autenticidade da empresa está associada a baixas produtividades afetando a performance de longo prazo.

Este tempo de incerteza deverá ainda ser reduzido ao mínimo possível, situação que é evidenciada no estudo realizado por Bauer, King & Matzler (2016) onde sugerem diferentes velocidades de integração para os recursos humanos e para as tarefas. Este estudo revelou uma correlação positiva na velocidade de integração dos recursos humanos, mas negativa ao nível das tarefas, onde foi revelada uma menor performance operacional quando a velocidade de integração é maior. O estudo revelou ainda que a questão cultural não tem grande impacto na integração humana, mas já é bastante significativa na questão das tarefas operacionais. Na opinião dos autores a separação da integração humana da integração das tarefas, com diferentes cronogramas, facilita a integração e pode poupar tempo. A experiência anterior em processos de aquisição pode facilitar e agilizar o processo de integração, no entanto cada processo de integração tem de ser encarado pelos gestores como único e como tal deve ser tratado com o máximo de atenção e cuidado. Schweizer & Patzelt (2012) sugerem também que um processo de integração rápido motiva os empregados a ficar e um estilo de liderança relacional, motivacional e incentivador incrementa e potencia esta motivação.

Neves (2003) elenca um roteiro que deverá ser seguido nos processos de fusões e aquisições, dando destaque à *Due Diligence* necessária previamente à concretização do negócio.

Uma das conclusões que se podem retirar dos processos de concentração é que cada caso é um caso e não existem receitas ou métodos estanques que conduzam ao sucesso, é necessário haver o máximo de cuidado e flexibilidade para que a operação seja um sucesso. O excesso de confiança e de otimismo revela-se prejudicial quer para a realização da aquisição quer para o processo de integração, uma vez que conduz a uma redução da atenção e dos cuidados necessários.

## **Capítulo IV**

### **4 A importância dos aspetos sociais numa operação de concentração**

Entre os motivos das concentrações dificilmente será encontrado o motivo social, é preciso não esquecer que o objetivo de qualquer sociedade comercial é o lucro pelo que a vertente económica estará sempre em primeiro lugar. Não significa com isto que o aspeto social seja desprezado, uma vez que este se revela um dos mais importantes que envolvem uma operação de concentração.

Apesar da vertente económico-financeira ser uma questão importante, a vertente social não possui menos importância. Nas 5 regras enunciadas por Drucker (1986) para uma aquisição de sucesso, 3 delas estão relacionadas com o fator humano. Cartwright & Cooper (1992) identificam o fator humano como essencial para o sucesso de uma concentração empresarial, referindo dois pontos essenciais: 1) A compatibilidade da cultura de cada empresa envolvida e a dinâmica da cultura resultante e 2) a maneira como é conduzido o processo de integração. Os aspetos sociais são essenciais para o sucesso de uma operação de concentração empresarial, no entanto, a investigação sobre o impacto social destas operações evidencia uma grande carência de estudos, uma vez que os mesmos são em número muito reduzido a nível internacional e inexistentes em Portugal. O fator humano, no campo da investigação, padece do mesmo tratamento de que é objeto em grande parte das operações de concentração, descurado. Talvez este facto justifique o insucesso de muitas operações.

#### **4.1 Recursos Humanos**

Entre os vários problemas sociais, o mais grave nos processos de concentração empresarial, com especial incidência nos últimos anos, será a questão dos trabalhadores, nomeadamente quanto ao desemprego e aos rendimentos. Situações resultantes das reestruturações que levam a reduções dos quadros de pessoal, criando momentos de incerteza, stress, desemprego e choques culturais entre as empresas envolvidas que podem originar problemas que colocam muitas vezes em causa as próprias operações.

Segundo McGee-Cooper (2005) citado por Tiwary (2015), a insegurança e desconfiança que se gera nos empregados relativamente ao seu futuro em torno de uma operação de concentração pode originar situações de tribalismo e a criação de um “nós” contra “eles” o que pode originar graves problemas ao sucesso da operação.

Os recursos humanos são um elemento essencial ao sucesso de uma operação, nomeadamente da empresa adquirida ou incorporada onde por vezes o principal ativo são precisamente os recursos humanos. Vazirani (2015) cita estudos de Buono & Bowditch (1989); Buono, Bowditch, & Lewis (1985); Harris & Sutton (1986); Marks & Mirvis (1985 e 2001); Schweiger & Walsh (1990), sobre esta questão onde referem que uma operação de concentração é um evento de transformação traumática para as pessoas das organizações que gera sensações de perda, incerteza, quebra de confiança criando alterações comportamentais.

Castro (2014) refere a importância do papel dos gestores da organização na execução da tarefa tendo em atenção a forma como os colaboradores se identificam com a nova e antigas organizações, sendo esta uma forma de evitar desmotivação, falta de comprometimento, sentimentos negativos, isolamento social, intenções de saída e demissões. As conclusões do seu estudo evidenciaram a necessidade de uma comunicação adequada e clara durante todo o processo. Torna-se necessária uma comunicação capaz de demonstrar as reais necessidades de uma fusão, possibilitando assim que todos os envolvidos tenham uma boa perceção acerca da mesma e possam manter essa imagem mesmo depois de concluído o processo do ponto de vista formal. Este estudo baseado em 128 inquéritos envolveu duas fusões uma entre instituições bancárias do Brasil e de Portugal.

No âmbito dos recursos humanos os impactos das operações de concentração poderão ser analisados em três perspetivas diferentes, emprego, salários e produtividade.

#### **4.1.1 O emprego pós a operação de concentração empresarial**

As organizações são compostas por pessoas e estas são as mais afetadas e de forma involuntária, mas também são um elemento essencial à sua atividade, pelo que o tratamento dos recursos humanos deverá merecer um especial cuidado.

Socialmente as concentrações empresariais são vistas como destruidoras de postos de trabalho, nomeadamente pela eliminação de departamentos duplicados, saída dos gestores de topo que habitualmente ocorre após a alteração de controle da empresa e reestruturações necessárias com vista à criação da suposta eficiência produtiva. A literatura evidência, no entanto alguns fatores que influenciam a questão dos despedimentos, nomeadamente, a legislação laboral, o tipo de operação e a situação da economia do País.

Gugler & Yurtoglu (2004) analisaram 646 processos sendo 364 dos EUA e 104 UK e 178 de 10 países da Europa continental, a análise incidiu sobre o período de 1987 a 1998 e chegaram a conclusões distintas. Nos EUA o impacto no emprego não era significativo enquanto que na Europa existia uma clara redução, a justificação apontada pelos referidos autores deve-se ao diferente quadro normativo da legislação laboral sendo que em países com menor proteção laboral os despedimentos são menores, caso dos EUA, enquanto que em países com elevada rigidez as operações são aproveitadas para a realização de grandes despedimentos que de outra forma seriam muito mais difíceis de realizar. Esta mesma conclusão foi retirada num estudo de Lehto & Böckerman (2008) na Finlândia que incidiu sobre o período de 1989 a 2003 e comparando operações transfronteiriças com operações domésticas tendo ficado evidenciado que as operações transfronteiriças provocavam um aumento significativo do desemprego enquanto que as operações domésticas esse impacto era insignificante.

Beckman & Forbes (2004) analisaram 62 aquisições no Reino Unido ocorridas entre 1987 e 1995 obtendo resultados mais expressivos com uma diminuição do emprego de 11% em 5 anos, resultados consistentes com Conyon, Girma, Thompson & Wright (2002), que examinam o efeito de 442 aquisições e atividades de fusão sobre o emprego no Reino Unido utilizando dados de 1967 a 1996. Este estudo incidiu sobre as operações relacionadas e não relacionadas e operações amigáveis e hostis. Verificaram a existência de uma redução do emprego de 19% nas operações relacionadas e de apenas 8% nas operações não relacionadas. Relativamente às aquisições hostis estas provocam o dobro do desemprego das operações amigáveis. Foram ainda verificados ganhos de eficiência em ambas as operações, mas mais significativos nas operações e relacionadas e nas hostis.

Kruse, Park, Park & Suzuki (2006) contrariamente a outros estudos, ao nível do emprego, registaram um aumento do emprego relacionado positivamente com a melhoria da performance nas operações de diversificação no período anterior às bolhas da bolsa de valores e imobiliárias do Japão de 1989, após este fenómeno já não se verifica esta correlação. Este estudo em nossa opinião evidencia a influência do clima económico nos resultados de uma operação.

Kubo & Saito (2011) estudaram o impacto dos processos de fusão sobre o emprego e salários com base em 111 processos de fusão ocorridos no Japão entre 1990 e 2003 e concluíram que em média o emprego reduziu 4,45% três anos após a fusão tendo os salários aumentado 5,46%. As operações mais propensas a reduções de emprego estão

relacionadas com operações de salvamento, ou seja, quanto a empresa adquirida está em dificuldades financeiras, nestes casos apesar de haver um impacto negativo no emprego, este até será um mal menor uma vez que a não realização da operação traria eventualmente um cenário bastante pior.

Matos e Rodrigues (2000) referem que em Portugal a questão dos trabalhadores é a que maior polémica cria em torno dos processos de F&A, sendo a opinião pública unanime em considerar que estas operações geram desemprego e criam pressões para redução de salários. Teoricamente esta redução de emprego é resultado das sinergias criadas pela operação. Contrariamente a esta opinião generalizada citam estudos de Brown & Medoff (1988); Lichtemberg & Siegel (1989); McGuckin, Nguyen & Reznik (1995) que contrariam esta ideia, sendo que, nestes estudos o impacto global das concentrações no emprego e salários é pouco significativo.

#### **4.1.2 A evolução dos rendimentos**

Para além da situação de redução do emprego também podem surgir alterações nos rendimentos resultantes de operações de concentração empresarial, nomeadamente por via do corte ou aumento de regalias, caso estas sejam superiores ou inferiores às existentes na empresa adquirente ou incorporante, corrigindo desta forma desigualdades entre as empresas envolvidas ou do grupo. Poderá ainda haver mudanças de funções, com vista a evitar sobreposição de funções e evitar despedimentos. Estas alterações podem ser para melhor ou para pior dependendo da situação praticada pela adquirente ou incorporante comparativamente com a situação da adquirida. Estas consequências podem ser visíveis pela comparação do custo médio por trabalhador, obtido pelo rácio dos custos de pessoal e o número de trabalhadores, sendo que a análise poderá conduzir a resultados distorcidos, resultante de vários fatores nomeadamente por via da saída da gestão de topo que, isoladamente, conduz a uma redução do salário médio que poderá não ser correta uma vez que a gestão por norma possui rendimentos mais elevados. Poderá ainda a nova gestão possuir remunerações ainda mais elevadas do que a anterior o que resulta num falso aumento do salário médio. A avaliação correta destas situações implica que a análise fosse efetuada com o desdobramento da conta 63 em 631 – órgãos sociais e 632 – pessoal, 633 – benefícios pós emprego e 634 – indemnizações.

Aquando da realização de operações de concentração empresarial a conta 634 poderá ainda registar valores elevados devido aos despedimentos, contribuindo desta

forma para um acréscimo do saldo da conta 63 – Custos de pessoal, situação que numa primeira análise poderá indicar um falso aumento do salário médio resultante da conjugação simultânea de uma redução do número de trabalhadores e do aumento da conta dos custos de pessoal. Dado que os dados disponíveis para análise apenas refletem o valor da conta 63 que agrega realidades diferentes, não identificáveis nos elementos disponíveis, deste facto resulta também a justificação para que a análise seja efetuada não no ano da aquisição, mas nos anos seguintes onde já estarão realizadas as reestruturações ao nível dos recursos humanos e desta forma os custos de pessoal registados na conta 63 já apresentam valores normais.

Estudos sobre esta problemática são ainda mais raros tendo encontrado na literatura apenas Beckman & Forbes (2004) que quanto aos salários encontraram um aumento, mas com uma significativa diferença entre operações relacionadas e não relacionadas sendo este aumento de 18% para as operações relacionadas e de apenas 9% para as não relacionadas.

Kubo & Saito (2011) com base em 111 processos de fusão ocorridos no Japão entre 1990 e 2003 concluíram que em média os salários aumentaram 5,46%. Neste estudo realizado apenas com fusões é visível um aumento significativo do salário médio, no ano zero, seguido de uma correção no ano seguinte e também uma redução de pessoal, o que evidencia o que atrás referimos.

Estes estudos não nos permitem, no entanto, saber se a variação positiva se verificou apenas ao nível da empresa e qual a situação no setor a que pertenciam as empresas analisadas de forma a identificar este aumento foi superior ao setor ou inferior.

## **4.2 Os consumidores**

Também no âmbito social, para além dos trabalhadores, um outro grupo pode ser gravemente afetado com as operações de concentração, são eles os consumidores, podendo este efeito ser benéfico ou prejudicial para eles. A criação de sinergias e o aumento do poder de mercado teoricamente criado através das concentrações, pode ter dois efeitos distintos em termos sociais: A empresa pode com base nesse poder abusar da posição de mercado e utilizar esse facto em proveito próprio, ou por outro lado, dado que consegue sinergias estas podem ser refletidas parcialmente em benefícios para o consumidor.

Estudos empíricos que abordem esta temática são praticamente inexistentes, um pouco devido à dificuldade que existe na obtenção e análise de dados. Setala (2000) efetuou uma análise ao poder de mercado no setor do retalho na Finlândia e verificou que as grandes superfícies têm em média, custos por unidade vendida 10% inferiores e este benefício é transferido para os consumidores com estas lojas a praticarem preços de venda 10% inferiores. Contrariamente Hovhannisyan & Bozic (2016) verificaram nos EUA que o aumento de 10% na concentração do mercado de retalho provocou um aumento 0,46% nos preços de mercado.

Gonzalez (2007) refere que as empresas utilizam as concentrações para reforçar o poder de mercado e repercutem de forma negativa a inovação, eficiência e produtividade no consumidor com aumentos de preços de produtos, menor capacidade de escolha e diminuição da qualidade, cabendo ao estado o papel de permitir as reestruturações necessárias aos setores económicos e o incremento do tamanho empresarial, mas protegendo a concorrência. Por sua vez Sheen (2014) refere no seu estudo que quando duas empresas relacionadas se fundem a qualidade dos seus produtos converge, e o seu preço cai, o que prova a existência de sinergias operacionais, estes efeitos são mais visíveis em indústrias ditas “maduras” e demoram entre 2 a 3 anos a estar completamente realizados. No entanto quando a operação de concentração é de diversificação os preços já não sofrem nenhuma queda.

## **Capítulo V**

### **5 O controlo das Operações**

A realização de uma operação de concentração de atividades empresariais afeta o mercado no qual atuam, sendo este impacto tanto maior quanto maior for o grupo ou a empresa resultante dessa concentração. Este impacto afeta a concorrência e o bem-estar social pelo que surge naturalmente a necessidade de haver um controlo sobre este tipo de operações.

A salvaguarda da concorrência tem sido uma preocupação, que no caso dos EUA, remonta ao final do século XIX. A vivência num mercado aberto leva a que os problemas em termos de impacto no consumidor possam surgir quer de operações de concentrações domésticas, transfronteiriças e até em resultado de operações de concentração que ocorrem em países terceiros.

O controlo destas operações requer uma atenção de âmbito global e é efetuado na Europa pela União Europeia e pelos estados membros. A necessidade de autorização de uma operação de concentração por um destes organismos de controle depende do âmbito de atuação das empresas envolvidas e dos mercados onde o produto é comercializado. Numa economia global terá de haver uma colaboração e coordenação das políticas de concorrência., por exemplo é comum Portugal receber notificações de concentrações de empresas que não possuindo produção ou instalações no país, os seus produtos são cá comercializados, pelo que o mercado pode indiretamente ser afetado.

Riscado (2004) realizou um estudo teórico sobre o impacto que as F&A podem ter no bem-estar social, salientando o impacto que uma operação deste tipo pode ter numa economia externa aos países envolvidos na operação, sejam eles nacionais ou internacionais. Este tipo de operação levanta dificuldades que as autoridades da concorrência têm na determinação desse impacto em economias abertas e com operações transnacionais. Considerando esta dificuldade, a referida autora, defende que a realização de acordos com um quadro de regras mínimas de controle entre os principais blocos económicos afigura-se como a melhor alternativa ao controlo dos efeitos transnacionais das operações de F&A, em alternativa à criação de uma entidade supranacional de defesa da concorrência no âmbito da organização mundial do comércio (OMC) que seria o ideal, mas inviável na prática.

Esta dificuldade ou incerteza é comum quer à entidade da concorrência quer às empresas envolvidas, Cunha, Sarmiento & Vasconcelos (2014) analisaram esta incerteza e concluíram que quanto maior ela é, maior a probabilidade de a operação ser autorizada pela AdC, sendo inclusivamente apontada como um incentivo para as concentrações e que beneficia as empresas e consumidores. Esta incerteza diminui, no entanto, a estabilidade da concentração levando a que as empresas concorrentes beneficiem mais da concentração do que as próprias empresas envolvidas.

O controlo das concentrações empresariais tem sido desde sempre uma preocupação das entidades governamentais. Ainda antes da primeira vaga de fusões nos EUA foi criado o Sherman *antitrust act* em 1890. A violação desta lei e a sua aplicação pelo supremo tribunal norte americano em 1904 no caso Northern Securities viria a ditar o fim da primeira vaga de fusões.

As operações de concentração empresarial, têm sido em Portugal objeto de controlo com vista a proteger as empresas e a economia nacional. A criação da AdC em 2003 através do DL n.º 10/2003, de 18 de janeiro foi o culminar de um processo que se tinha iniciado com o Regime Nacional de Promoção e Defesa da Concorrência, essencialmente através do Decreto-Lei n.º 422/83, de 3 de dezembro, o Decreto-Lei n.º 428/88, de 19 de novembro, e, por último, o Decreto-Lei n.º 371/93, de 29 de outubro, que procedeu à revogação dos primeiros.

Atualmente o DL 19/2012 de 8 de maio define o regime jurídico da concorrência, alterando os critérios de notificação prévia, sendo menos exigente em termos dos critérios de notificação prévia do que a anterior lei 18/2003. A atual lei considera como restrições à concorrência:

- i) Acordos, práticas concertadas e decisões de associações de empresas
- ii) Abuso de posição dominante
- iii) Abuso de dependência económica

Este decreto-lei considera haver uma concentração de empresas sempre que, se verifique uma mudança duradoura de controlo sobre a totalidade ou parte de uma ou mais empresas, mudança esta na sequência de :

- a) da fusão de duas ou mais empresas ou partes de empresas anteriormente independentes;
- b) da aquisição, direta ou indireta, do controlo da totalidade ou de partes do capital social ou de elementos do ativo de uma ou de várias outras empresas, por uma ou

mais empresas ou por uma ou mais pessoas que já detenham o controlo de, pelo menos, uma empresa.

Esta lei foi analisada por Matos (2014) que refere que “Uma política industrial ativamente dirigida ao aumento da dimensão das empresas pode entrar em conflito com os objetivos principais da política de concorrência.” Menciona ainda o autor o impacto que a referida lei teve no número de comunicações efetuadas à AdC com a redução a ser justificada pela alteração efetuada aos limites de comunicação. Considerando que o tecido empresarial português é composto maioritariamente por PMES a alteração ao limite conduziu a que grande parte das empresas não tenha de efetuar qualquer notificação. A lei entrou em vigor em 9 de julho de 2012 e comparando o ano de 2011 com o ano de 2013 temos uma descida de 16% no número de notificações, enquanto que na IMAA no mesmo período regista uma subida pouco expressiva de 4% o que confirma o impacto da nova legislação nas comunicações prévias à AdC. Desta forma há que encontrar um equilíbrio que salvguarde o crescimento económico das empresas e também os interesses de consumidores e fornecedores.

Note-se que a lei 39/2006 já tinha despenalizado em parte as infrações ao regime da concorrência, e posteriormente o DL 19/2012 veio tornar menos exigentes os critérios de notificação, o que evidencia uma tendência para a não interferência desta autoridade nos processos de concentração o que não contribui em nada para a credibilização da referida entidade junto da opinião pública.

### **5.1 Limitações às concentrações empresariais**

Está consagrado na constituição da república portuguesa que cabe ao estado assegurar o funcionamento eficiente dos mercados, de modo a garantir a equilibrada concorrência entre as empresas, a contrariar as formas de organização monopolistas e a reprimir os abusos de posição dominante e outras práticas lesivas do interesse geral<sup>35</sup>.

A preocupação do Estado com a concorrência levou à criação do primeiro regime de defesa da concorrência que foi instituído pelo DL 422/83, de 3 de dezembro.

Atualmente existe a AdC que com base no nº5 da Lei n.º 19/2012 de 8 de maio supervisiona o mercado e dispõe dos poderes sancionatórios, de supervisão e de regulamentação da concorrência.

---

<sup>35</sup> art. 81.º, f) da constituição da república portuguesa Lei n.º 1/2005, de 12/08.

O objetivo é a defesa da concorrência e a salvaguarda dos interesses dos consumidores restringindo a criação de Oligopólios e Monopólios precavendo situações de abuso de posição dominante no mercado.

As operações de concentração de atividades económicas estão, como não podia deixar de ser, previstas nesta lei no nº 2 do art.º 2, contendo ainda nesta lei o capítulo 3 onde se encontram definidos os procedimentos a respeitar na concentração de empresas. Refira-se que o controle da AdC abrange todas as operações de concentrações realizadas em Portugal e ainda as que não o sendo possam ter efeitos no País.

Desta forma estão definidos dois critérios que sujeitam algumas operações de concentração à notificação prévia à AdC (após o acordo e antes da sua realização) :

O critério da quota é composto por duas condições:

- a) resulte numa quota igual ou superior a 50 % no mercado nacional de determinado bem ou serviço, ou numa parte substancial deste;
- b) resulte uma quota igual ou superior a 30 % e inferior a 50 % no mercado nacional de determinado bem ou serviço, ou numa parte substancial deste, desde que o volume de negócios realizado individualmente em Portugal, no último exercício, por pelo menos duas das empresas que participam na operação de concentração seja superior a cinco milhões de euros, líquidos dos impostos com estes diretamente relacionados;

O critério do Volume de negócios possui apenas uma condição:

- c) O conjunto das empresas que participam na concentração tenha realizado em Portugal, no último exercício, um volume de negócios superior a 100 milhões de euros, líquidos dos impostos com estes diretamente relacionados, desde que o volume de negócios realizado individualmente em Portugal por pelo menos duas dessas empresas seja superior a cinco milhões de euros.

Nestes casos é proibida a realização da operação de concentração antes da notificação da decisão pela AdC onde está expressa a sua não oposição. Um facto curioso é que a AdC nunca pode ser acusada de aprovar uma operação, uma vez que ela se limita a não se opor à realização da operação.

## Capítulo VI

### 6 O sucesso de uma operação

Num tipo de operação que teoricamente é benéfico para a empresa e para os investidores, pode parecer estranho que 83% das operações falhem esse objetivo (KPMG 1999). Esta realidade deve estar presente na mente dos gestores antes de decidirem avançar com uma operação de concentração empresarial de forma a assegurar o sucesso da mesma.

O sucesso de uma operação começa muito antes das negociações com vista à aquisição/fusão, aquando da escolha da empresa alvo nomeadamente na sua compatibilidade com a adquirente, não apenas na atividade, mas principalmente na cultura.

Há que ter extremo cuidado na análise e valorização dos ativos da empresa alvo, especialmente nos ativos tóxicos ou problemáticos, custos de renovação de stocks e de equipamentos, garantias associadas a produtos eventualmente defeituosos, problemas ambientais, etc... ou seja, efetuar um processo completo de *due diligence* envolvendo auditorias, contabilísticas, fiscais, legais e económicas, de forma a detetar situações que estejam ocultas nas divulgações da empresa visada e das quais mais tarde resultam graves problemas. Para a realização deste processo, existe a necessidade de uma equipa multidisciplinar de acompanhamento do processo, o que dificilmente se encontra nos quadros de uma empresa surgindo assim a necessidade de contratar consultores e advogados.

Cartwright (2015) elenca alguns aspetos que vão de encontro ao que atrás se referiu:

- i) Um processo de *due diligence* exaustivo para incorporar questões de adequação cultural;
- ii) maior envolvimento dos profissionais de recursos humanos;
- iii) realização de auditorias culturais antes da introdução de iniciativas de gestão da mudança;
- iv) maior comunicação e envolvimento dos colaboradores em todos os níveis do processo de integração;
- v) a introdução de mecanismos para monitorizar os níveis de stress dos trabalhadores;
- vi) processos de re-seleção justos e objetivos e alocação de papéis;

- vii) fornecer à gerência as competências e a formação necessárias para lidar sensatamente com questões de fusões e aquisições, tais como a insegurança e perda de emprego;
- viii) criar um objetivo superior que unifique esforços de trabalho.

Drucker (1986) refere que o sucesso de uma operação de concentração assenta em 6 regras básicas:

- i) A operação para ter sucesso tem de ser baseada numa estratégia de negócio e não numa estratégia financeira.
- ii) Uma operação de sucesso tem de ser baseada naquilo que o adquirente pode fazer pela adquirida e não o contrário.
- iii) As duas entidades têm de partilhar um núcleo ou unidade comum, como por exemplo mercado, marketing, tecnologia ou competências base.
- iv) O adquirente tem de respeitar o negócio, os produtos e clientes da adquirida bem como os seus valores.
- v) O adquirente deve estar preparado para fornecer gestão de topo para o negócio adquirido dentro de um período relativamente curto, de um ano, no máximo.
- vi) A aquisição bem-sucedida deve criar rapidamente oportunidades visíveis para a progressão tanto das pessoas no negócio de aquisição como para as do negócio adquirido.

Brealy, Myers, Stuart & Allen (2011) referem que uma operação de sucesso terá de ter valor atual líquido positivo obtendo este valor pelo

$$VAL_{ab} = Valor\ de\ ab - Preço\ Transação - Valor\ adquirida$$

Desta forma a variação de valor das empresas juntas terá de ser superior ao preço pago. Em nossa opinião um VAL positivo pode não ser, no entanto, suficiente. Esse VAL terá no mínimo de ser superior à remuneração que seria auferida pelo investidor caso tivesse aplicado os fundos num ativo sem risco ou de risco semelhante, nomeadamente uma aplicação financeira, pelo que a taxa para cálculo do VAL assume uma grande importância e deve ter em conta um prémio de risco cuja estimativa se torna difícil de quantificar.

Sinkin & Putney (2014), num artigo publicado referem alguns aspetos a ter em conta para uma operação de sucesso. A retenção de clientes é uma das questões referidas

e que deverá ficar salvaguardada, fazendo depender uma parte do valor a pagar pela aquisição, da permanência dos clientes, desta forma haverá o empenho do vendedor na manutenção dos clientes. Outros aspetos a ter em conta é que algum atrito com clientes e com colaboradores será eventualmente inevitável estimando que 5% dos clientes e 15% dos colaboradores abandonam a empresa adquirida. A criação de um bom plano de transição para limitar este atrito tem 4 fatores chave: Cultura, Comunicação, Plano de negócios e Envolvimento pessoal. Apesar do artigo ser relativo a empresas de contabilidade o seu teor é aplicável a outros setores onde existam contratos de prestação de serviços ativos.

Uma outra questão que deverá ser salvaguardada é a não concorrência futura do vendedor, situação difícil de ser salvaguardada contratualmente uma vez que na prática o vendedor estando impedido de exercer essa atividade socorre-se de terceiros para constituir uma nova entidade.

### **6.1 Porque falham as operações**

Apesar de teoricamente as operações de concentração serem vantajosas, a realidade mostra-nos que muitas das operações não têm sucesso. Brealey, Mayers & Allen (2011) referem que as operações de concentração conduzem muitas vezes a benefícios reais, no entanto, por vezes não passam de miragens nas quais gerentes incautos e com excesso de confiança caem em tentação conduzindo a operações desastrosas. O excesso de confiança também é referido como um problema por Kaplan, Mitchel & Wruck (2000) referindo ainda que por muito simples que um negócio possa parecer tem sempre os seus pormenores essenciais ao seu êxito.

Segundo Heffernan (2012) existem quatro aspetos muito importantes num processo de fusão:

- 1) O momento – Uma vez iniciado o processo toda a estrutura que presta assessoria à empresa adquirente (advogados, consultores, Banca de investimento etc...), e que tem interesse em realizar o negocio, exercem uma pressão sobre os CEO para que este não pare e apesar de todos acharem que é um mau negocio, ninguém tem a coragem de o parar uma vez que os CEO ficam numa posição mais fragilizada. A situação agrava-se quando a operação é noticiada nos média.

- 2) *Due diligence* – um processo de *Due diligence* necessário a apurar a real situação da empresa alvo é necessário, mas por norma nada descobre uma vez que é feito demasiado rápido e pelas pessoas erradas, as quais saem após a conclusão do negócio e não por quem terá de concluir todo o processo.
- 3) Dívida – As aquisições são caras e as empresas têm de recorrer a financiamentos avultados, o que implica cortes significativos nos custos e também em investimentos futuros, o que pode comprometer a competitividade da empresa e gerar encargos muito significativos originando dificuldades financeiras que alteram negativamente o *rating* da empresa o que conduz a um aumento das taxas de financiamento.
- 4) Falsidade – Os processos de fusão, mesmo amigáveis, são tomadas de controlo, tudo o que é dito em torno do processo, partilha de poder, de conhecimento, manutenção de marcas, nomes das empresas, constituem um conjunto de mentiras que no curto prazo leva à quebra de confiança.

Existe ainda por parte da estrutura envolvida a sensação de que após o acordo o processo de concentração está feito, quando na realidade apenas está no início. Neste processo de negociação até ao fecho do negócio é despendida demasiada energia nas negociações e o desgaste que existe após a concretização do negócio leva a que o processo de integração não seja devidamente preparado.

Cartwright (2015) refere os fatores que tradicionalmente são apontados como as causas do insucesso e que são:

- i) Pagamento de um preço exagerado pela empresa adquirida;
- ii) Mau ajuste estratégico;
- iii) Incapacidade de obter economias de escala potenciais devido a má gestão financeira ou incompetência;
- iv) Mudanças súbitas e imprevisíveis nas condições de mercado

Porém para esta autora a principal causa do insucesso é o fator humano, denominando-o de “o fator esquecido” sendo que os verdadeiros beneficiários das operações de concentração são os vendedores.

As concentrações representam mudanças importantes que geram sentimentos de incerteza e de impotência, e isso pode gerar uma redução da moral, insatisfação no trabalho e na carreira e stress nos colaboradores. Em vez de aumentar a rentabilidade, as

fusões tornam-se associadas a uma série de comportamentos negativos  
Tais como:

- a) Ataques de sabotagem e roubo de pessoas;
- b) Aumento da rotação do pessoal, com taxas de até 60%;
- c) Aumento da doença e do absentéismo.

Ironicamente, isso ocorre exatamente no momento em que as organizações precisam e esperam maior fidelidade dos funcionários, flexibilidade, cooperação e produtividade.

Um estudo realizado no Reino Unido pelo Chartered Management Institute, referido pela AIP/ICEP (2013), identificou os seguintes fatores pessoais associados ao fracasso das operações de concentração:

- i) subestimar as dificuldades de fusão de duas culturas;
- ii) subestimar o problema da transferência de competências;
- iii) desmotivação dos colaboradores;
- iv) partida de pessoas chave;
- v) dispêndio de muita energia para fazer o negócio à custa do planeamento pós-comercialização;
- vi) falta de responsabilização claras, levando a conflitos pós-fusão;
- vii) foco demasiado restrito nas questões internas para a negligência dos clientes e do ambiente externo;
- viii) pesquisa insuficiente sobre o parceiro de fusão ou organização adquirida.

Ferreira (2017) refere que os motivos do fracasso de uma operação de concentração são três: planeamento, comunicação e pessoas.

Existem fatores que as empresas não podem controlar e que podem conduzir a um insucesso, tais como as condições de mercado, crises económicas, etc...,no entanto, o processo de integração, sendo o fator mais apontado pela literatura, não é certamente um deles, uma vez que é uma questão interna da empresa.

## **Capítulo VII – aspetos contabilísticos e fiscais inerentes à concentração de atividades empresariais**

Neste capítulo serão analisadas as questões contabilísticas e fiscais das operações de concentração. Estes assuntos são complexos e, por isso, implicam uma análise cuidada.

Analisamos primeiro os aspetos contabilísticos das operações de aquisição de partes de capital e das fusões, e em seguida centramos a nossa atenção nos seus aspetos fiscais, desta forma apesar de inseridas no mesmo capítulo, por ser um modelo de dependência parcial, serão objeto de uma abordagem separada, havendo, no entanto, alguns pontos em que terá de haver ligações ou referências.

### **7 Contabilização de uma concentração de atividades empresariais**

A informação contabilística desempenha um papel fundamental na empresa quer para a gestão quer para efeitos fiscais, acompanhando e divulgando a vida da empresa. A informação financeira divulgada é na sua esmagadora maioria produzida pela contabilidade e é com base nela que se analisam e tomam as decisões. Entre essas decisões poderá estar a realização de uma operação de concentração. Neste contexto a informação contabilística servirá para tentar identificar economias de escala, sinergias que justifiquem a operação, bem como o valor de aquisição ou a relação de permuta das partes sociais.

A contabilização de uma operação de concentração envolve alguma complexidade em termos operativos e exige o cumprimento de normativos que estão em constante evolução. A tarefa é ainda mais exigente quando se trata de grupos económicos onde exista a necessidade de elaboração de contas consolidadas do grupo, onde o método de consolidação a utilizar depende do tipo de controlo.

Considerando o nível de participação acima dos 50% e as alterações efetuadas ao normativo contabilístico introduzidas a partir de 2016 pela aplicação do DL 98/2015 de 2 de julho, que entre outros aspetos, alterou os limites para a dispensa/obrigação da apresentação de contas consolidadas que passaram a ser de consolidação obrigatória para as empresas mãe cuja base consolidada à data do balanço ultrapasse dois dos seguintes valores: Total de Balanço 6.000.000€; Volume de negócios líquido 12.000.000€ e número de trabalhadores 50. Com a introdução destes novos limites ficam abrangidas pela obrigatoriedade de apresentação de contas consolidadas um número muito maior de entidades, nomeadamente pela redução do número de trabalhadores de 250 para 50. Desta

forma a quase totalidade dos grupos terá de apresentar contas individuais e contas consolidadas da empresa mãe, utilizando nestas últimas o método de consolidação integral para todas as empresas controladas, direta ou indiretamente, e que pode ser diferente da percentagem de participação, o que implica eventualmente o reconhecimento de interesses minoritários caso não detenha 100% do capital social.

### **7.1 Normativo contabilístico**

O normativo contabilístico aplicável às concentrações de atividades empresariais está concentrado maioritariamente nas normas contabilísticas e de relato financeiro (NCRF) 13 – Interesses em empreendimentos conjuntos e investimentos em associadas, 14 – Concentrações de atividades empresariais e 15 – Investimentos em subsidiárias e consolidação, estas normas tratam especificamente das concentrações empresariais. Para a contabilidade há a considerar, quer o tipo de operação de concentração quer a empresa.

Teoricamente existem dois métodos de contabilização das concentrações das atividades empresariais, o método da comunhão de interesses e o método da compra. A NCRF 14 – concentração de atividades empresariais, prescreve que a contabilização de uma operação de concentração de atividades empresariais deve ser feita pelo método da compra<sup>36</sup>. Este método implica a identificação da entidade adquirente, para a qual serão transferidos todos os ativos e passivos da adquirida. No caso de uma aquisição esta tarefa é simples, no entanto no caso de uma fusão a identificação da adquirente poderá ser bastante complexa e exige a análise de vários aspetos.

Na aquisição, estabelece-se uma relação de empresa mãe e empresa participada, onde o nível de participação irá ditar a classificação desta participação em subsidiária<sup>37</sup>, associada<sup>38</sup> ou em outras empresas<sup>39</sup>. No âmbito deste trabalho apenas se abordam as subsidiárias.

A contabilização das participações financeiras, no caso de subsidiárias, pode envolver duas fases. A primeira, com a contabilização nas contas individuais e a segunda, eventualmente obrigatória, nas contas consolidadas.

---

<sup>36</sup> Até a entrada em vigor do SNC (2010) era admitido o método da comunhão de interesses.

<sup>37</sup> Subsidiária é uma empresa na qual a empresa mãe detém o seu controlo (pressupõe-se existir quando a participação é superior a 50%.

<sup>38</sup> Participação >20% e <50%

<sup>39</sup> Participação <20%

A contabilização nas contas individuais é efetuada apenas pelo reconhecimento da participação financeira detida na outra entidade como um investimento financeiro, conta 41- Investimentos financeiros, separando nesta conta o justo valor da participação, do valor do *goodwill*<sup>40</sup> resultante da aquisição. Assim, quando o controlo é obtido pela aquisição de partes sociais, o valor do *goodwill* positivo fica implícito no custo de aquisição do investimento financeiro<sup>41</sup>. Nas demonstrações financeiras da empresa participante, a mensuração dos investimentos em subsidiárias deve ser efetuado de acordo com o previsto para os investimentos financeiros em associadas, nos termos da NCRF 13 – Interesses em empreendimentos conjuntos e investimentos em associadas, aplicando-se, ainda, os parágrafos 14 e 15 da NCRF 15 – Investimentos em subsidiárias e consolidação. A mensuração das participações em entidades conjuntamente controladas e dos investimentos em associadas é efetuada de acordo com o estabelecido na NCRF 13 – Interesses em empreendimentos conjuntos e investimentos em associadas. Já nas contas consolidadas aplica-se a NCRF 15 – Investimentos em subsidiárias e consolidação.

A consolidação de contas é um processo complexo que implica um trabalho de pré consolidação tal como a harmonização das políticas contabilísticas do grupo, definição do método de consolidação, conversão cambial e a data das demonstrações financeiras a consolidar, podendo neste caso haver necessidade de preparar contas intercalares de alguma empresa do grupo. As contas consolidadas são divulgações obrigatórias adicionais às contas individuais, pelo que a empresa mãe terá de efetuar as contas individuais e as contas consolidadas, sendo a data de relato das contas consolidadas comum a todas as empresas do grupo. Existe ainda um outro conjunto de procedimentos necessários que se iniciam com a definição do perímetro de consolidação, isto é, as empresas cujas contas serão objeto de consolidação na empresa-mãe. Mediante o grau de controlo da empresa mãe é definido o método de consolidação a utilizar. Assim, nas empresas que controla é aplicado o método de consolidação integral, nas empresas com controlo conjunto o método de consolidação proporcional e nas empresas em que detém influencia significativa o método de equivalência patrimonial.

---

<sup>40</sup> O *goodwill* representa a diferença entre o custo de aquisição do investimento financeiro e a quota parte adquirida no justo valor dos ativos líquidos identificáveis da participada.

<sup>41</sup> Quando o controlo é obtido através de uma operação de fusão, o *goodwill* é evidenciado no balanço da adquirente como um ativo intangível.

O objetivo da consolidação de contas é transmitir uma imagem verdadeira e apropriada da posição financeira e do desempenho do grupo, como se de uma única entidade se tratasse. A análise e comparação das contas entre grupos do mesmo setor e mesmo a evolução do grupo é muito limitada, desde logo, porque é praticamente impossível a existência de um grupo comparável e mesmo no próprio grupo as participações podem sofrer alterações significativas de um ano para o outro que também retira essa possibilidade de comparação.

As contas consolidadas ao darem uma imagem do grupo composto por realidades distintas não permite identificar as empresas lucrativas das que não o são, podendo esta informação ser mitigada pela consulta às notas do anexo ou ao relatório de gestão, nos quais se pode identificar qual o contributo de cada empresa para o resultado. No entanto a consolidação de contas ao eliminar: saldos, transações, rendimentos e gastos nas operações intragrupo, evidenciam uma realidade que de outra forma não seria possível conhecer, pelo que, quando se trata da aquisição de um grupo empresarial há que analisar quer as contas individuais quer as consolidadas.

## **7.2 Custos da aquisição**

Uma das alterações introduzidas em 2016 pela nova NCRF 14 – Concentração de atividades empresariais, diz respeito à contabilização dos custos diretamente atribuídos à concentração (honorários pagos a contabilistas, advogados, consultores ou auditores)<sup>42</sup>. Estes custos até 2015 eram adicionados aos valores dos ativos e passivo aumentando os balanços das adquirentes. Atualmente todas as despesas relacionadas com os custos de concentração, com exceção das relativas a despesas de emissão de títulos de capital ou de dívida relacionados com a operação, são levados diretamente a gastos do exercício, o que irá provocar uma penalização dos resultados do ano da aquisição. Os custos relacionados com a emissão de valores mobiliários representativos de capital ou de dívida deverão ser contabilizados de acordo com a NCRF 27 – Instrumentos Financeiros<sup>43</sup>, ou seja, o valor da emissão dos títulos de capital próprio será reduzido dos custos da sua emissão (NCRF 27 § 20). No caso da emissão de títulos de dívida, a sua avaliação será feita ao justo valor,

---

<sup>42</sup> NCRF 14 § 19

<sup>43</sup> NCRF 14, §19

sendo que nos casos em que a mensuração subsequente não seja efetuada ao justo valor, os custos da emissão deverão ser incluídos no justo valor inicial (NCRF 27 § 10).

### **7.3 O Método de Equivalência Patrimonial**

De acordo com as NCRF 15<sup>44</sup> e NCRF 13<sup>45</sup> os investimentos em subsidiárias<sup>46</sup> e em associadas<sup>47</sup> devem ser mensurados nas contas individuais da empresa mãe pelo MEP<sup>48</sup>. Este método visa refletir nas contas da empresa investidora o valor real da sua participação, ou seja, o valor líquido da quota parte do seu investimento na outra empresa, o que irá conduzir necessariamente a oscilações anuais de valor. Essas oscilações de valor irão refletir a quota parte do investidor no desempenho da empresa participada, podendo em caso de prejuízo reduzir a zero o valor da participação reconhecida e afetar os interesses de médio prazo que a participante detém na participada, como seja o caso dos suprimentos.

A utilização deste método “obriga” a que as contas da participada estejam fechadas antes das contas da empresa participante, para que deste modo o valor da participação possa ser ajustado da quota parte do valor dos resultados da subsidiária/associada e refletido nas demonstrações financeiras das contas individuais da empresa mãe. Por este motivo, uma entidade que aplique o MEP, pode realizar a assembleia de aprovação de contas até 31/5/2017.

A este propósito o relatório da AIP (2013) cita a nota interpretativa nº 5 da OROC que refere o facto de, não estando as contas aprovadas podem ser utilizadas contas fechadas sem estar aprovadas ou na ausência destas podem ser utilizadas estimativas. Porem o ROC irá verificar se a justificação para a não existência de contas aprovadas é aceitável e se está evidenciada nas demonstrações ou irá levantar reservas à certificação das contas. Convenhamos que a utilização de estimativas numa situação destas em nada contribui para uma imagem fiel e verdadeira da situação da empresa investidora, nem

---

<sup>44</sup> NRCF 15 §4 e §8

<sup>45</sup> NRCF 13 §4 e § 44

<sup>46</sup> Subsidiária é uma empresa detida por uma sociedade que possui a maioria dos direitos de voto, o que se subentende existir quando detenha mais de 50%, designando-se a empresa participante de empresa mãe.

<sup>47</sup> Associada é uma empresa na qual o investidor detém uma influência significativa, presumindo-se que tal acontece quando a percentagem de participação é igual ou superior a 20%.

<sup>48</sup> Quando existam subsidiárias sediadas em países com fortes restrições à transferência de fundos deve ser usado o método do custo. capítulo 12.5.1.1

para a credibilização da informação financeira, cuja imagem deixa muito a desejar face aos inúmeros escândalos que se verificaram.

#### **7.4 O Goodwill**

O *goodwill* é um ativo intangível e como tal possui uma norma contabilista que prescreve especificamente o seu tratamento contabilístico.

Segundo a NCRF 14 – concentrações de atividades empresariais, o *goodwill* corresponde a um pagamento antecipado por conta de lucros futuros. É um ativo intangível, depreciable de acordo com a NCRF 6 – Ativos intangíveis, sendo sujeito a testes de imparidade. O *goodwill*, resultante de uma concentração de atividades empresariais, é desta forma tratado segundo duas normas, a contabilização da sua amortização e imparidades são tratados pela NCRF 6 que prescreve o tratamento dos ativos intangíveis, no entanto, o seu reconhecimento, no caso concreto deste *goodwill*<sup>49</sup> será tratado de acordo com a NCRF 14 e não pela NCRF 6.

De acordo com a NCRF 14 - Concentrações de atividades empresariais, este ativo, resultante do diferencial entre o valor pago e o justo valor dos ativos identificáveis, pode ser positivo ou negativo<sup>50</sup>, sendo amortizado de acordo com a sua vida útil, quando esta for definida, ou no prazo de 10 anos caso a mesma não possa ser estimada. Poderá subentende-se desta definição que o prazo máximo de amortização de um ativo intangível seja 10 anos, no entanto existem entendimentos de que podem ser considerados prazos mais alargados, ou seja nada impede que a empresa estime em 20 ou mais anos a vida útil do *goodwill* e desta forma considere um período de amortização mais alargado. Este é outro ponto de elevada subjetividade que originará diferentes critérios de amortização para o mesmo ativo. Esta alteração efetuada ao normativo cuja aplicação teve início em 1/1/2016 resulta da transposição da Nova diretiva contabilística<sup>51</sup> e tem graves implicações nos processos de concentrações empresariais, uma vez que até 31/12/2015 o *goodwill* não era amortizado, sendo apenas sujeito a testes de imparidade numa base

---

<sup>49</sup> NCRF 6, paragrafo 3 alínea f).

<sup>50</sup> Quando o *goodwill* é negativo por vezes é denominado de *badwill*, sendo obrigatória uma reavaliação de todos os ativos antes do reconhecimento do proveito na demonstração de resultados do ano.

<sup>51</sup> Diretiva 2013/34/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de junho de 2013 sobre demonstrações financeiras anuais, demonstrações financeiras consolidadas e relatórios relacionados de diversos tipos de empresas, que altera a Diretiva 2006/43/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga as Diretivas do Conselho 78/660/CEE e 83/349/CEE Texto relevante para efeitos do EEE

anual<sup>52</sup> e entre os estados membros continuam a existir países em que mesmo após a transposição da diretiva não há amortização do goodwill, o que inviabiliza em parte a comparabilidade da informação financeira, pondo em causa a harmonização contabilística na Europa.

O *goodwill* é um tema bastante abordado na literatura, sendo o seu reconhecimento justificado por sinergias potenciais, que por vezes são sobrestimadas e tornam a concentração empresarial num fracasso.

Sacui (2016) divide o *goodwill* em duas componentes, a componente “*core*” que inclui os ativos não identificáveis e as sinergias criadas, e a componente “residual” onde se inclui o preço pago em excesso. Para o acionista segundo a autora que cita Johnson & Petrone (1998) e Henning, Lewis & Shaw (2000) o único *goodwill* que é considerado ativo pelos acionistas é o “*core*”.

Em termos práticos o reconhecimento do *goodwill* pode resultar de um erro na avaliação do valor da empresa adquirida, pela qual se pagou um valor exageradamente alto face ao seu valor real. Neste caso, não será correto o reconhecimento de qualquer ativo uma vez que não cumpre com os requisitos necessários para o reconhecimento, nomeadamente o facto de não gerar benefícios económicos futuros o que implica o reconhecimento de um custo e não de um ativo. Pode também resultar de uma incorreta avaliação de sinergias.

Dargenidou, Gregory & Hua (2016) referem que apesar de grande parte das operações destruírem valor e não gerarem as sinergias esperadas, seria de esperar que existissem imparidades no *goodwill* o que não acontece, referindo que existe um tratamento contabilístico conservador.

A questão é ainda mais grave se tivermos em conta o montante dos valores que são contabilizados neste tipo de operações e o seu impacto nos resultados pode ser devastador. Lopes (2015) refere que teoricamente o *goodwill* deveria ser amortizado de acordo com a sua vida útil devendo ser estabelecido um período de vida mínimo e máximo de amortização. Contudo os gestores e investidores sempre foram avessos à amortização do *goodwill*, por este afetar negativamente os resultados, prejudicando a sua capitalização bolsista. Nos EUA o *goodwill* era inicialmente amortizado em 20 anos, passou depois

---

<sup>52</sup> A partir de 2016 deixa de ser obrigatória a realização de testes de imparidade numa base anual (parecer técnico da OCC PT 17054 – *Goodwill* de 1/5/2016)

para 40 e depois para ativo intangível não amortizável. A corrente contra a amortização do *goodwill* argumenta que este não perde valor, antes pelo contrário, pelo que não se justifica a sua amortização, passando a ser sujeito a testes de imparidade. Para (Lopes, 2015) a questão atualmente coloca-se em termos da harmonização contabilística, tendo a transposição da Diretiva 2013/31/UE contribuído para diferentes tratamentos do mesmo ativo no mesmo país da União Europeia, o que irá gerar confusão, refere inclusive que “...não se entende como a União Europeia, ao arropio de difíceis consensos obtidos ao nível do IASB e do FASB, legisle em sentido contrário.”.

Numa análise efetuada por Carvalho, Rodrigues & Ferreira (2012) que abrangeu o período de 2005 a 2009, verificou-se a existência de 197 operações de concentração, destas 77% resultaram em *goodwill* positivo, 5% apresentaram *goodwill* negativo e 18% não apresentaram *goodwill*. Estes valores estão em linha com os valores apresentados pela PwC de 2007 a 2011 na Europa e com um estudo efetuado por Boehm, Teuteberd & Zulch (2016) no qual, num universo de 1440 operações realizadas na Alemanha entre 2005 e 2013 apenas 96 apresentaram *goodwill* negativo, apesar da oportunidade de bons negócios ser a razão mais apontada pelas empresas da amostra. Os processos de reestruturação e as condições de mercado levam, no entanto, a que contabilisticamente não seja reconhecido esse bom negócio.

Na esmagadora maioria das concentrações realizadas verificou-se a existência de *goodwill* positivo, interessa ter uma noção da sua dimensão, nesse mesmo estudo realizado por Carvalho, Rodrigues & Ferreira (2012), que abrangeu a análise de balanços de 83 grupos de empresas em Portugal, conclui-se que o *goodwill* nos períodos de 2005 a 2009 representava 60% do capital próprio, o que nos dá uma ideia do impacto que poderá ter nos resultados e nos capitais próprios a amortização deste ativo ou o reconhecimento de imparidades. A partir do exercício de 2016, esta situação pode afetar significativamente o mercado das concentrações empresariais afetando os detentores do capital das empresas.

O efeito da amortização do *goodwill* nos resultados é ainda mais grave devido ao facto de alguns contratos de financiamentos incorporarem clausulas, denominadas de “*Covenants*”<sup>53</sup> que visam dar alguma proteção ao credor relativamente à saúde financeira

---

<sup>53</sup> *Covenants* são clausulas inseridas nos contratos dos empréstimos e financiamentos, criadas para proteger o interesse do credor. Estas Clausulas estabelecem condições que não podem deixar de ser cumpridas; caso isto ocorra, o credor poderá exigir o vencimento antecipado da dívida. Para o Credor, os *covenants* reduzem

da empresa. Estas cláusulas de natureza resolutive, incidem normalmente sobre determinados rácios financeiros e podem levar, por via desta alteração ao normativo contabilístico, ao vencimento antecipado da totalidade da dívida comprometendo o futuro da empresa. A existência de *goodwill* com valores muito significativos, passando estes a ser amortizados em 10 anos leva a que a empresa inicie tecnicamente o exercício económico com um “prejuízo técnico” de 10% do valor do *goodwill*.

Tendo em conta que o banco credor é o principal interessado em ser ressarcido do montante mutuado, não cremos que por este motivo seja acionada a cláusula resolutive, pode, no entanto, a situação levar a um desequilíbrio da relação contratual com consequências nefastas para a empresa, situação referida por Brito (2011)<sup>54</sup>, levando a um novo acordo com o credor e a um controlo mais próximo, nomeadamente a imposição de um gestor da confiança do banco credor.

Numa das últimas grandes fusões ocorridas em Portugal, a fusão por incorporação da Optimus na Zon que deu origem à NOS, gerou o reconhecimento de *goodwill* positivo que representou 53% do custo de aquisição e 42,8% do capital próprio da NOS, ou seja, foi pago um prémio de mais de metade do valor da operação.

Representado o *goodwill* positivo um valor tão elevado, não seria prudente que o seu reconhecimento estivesse sujeito a uma reavaliação antes do seu reconhecimento, tal como acontece para *goodwill* negativo? Esta questão é também referida por (Healey, 2016) que analisou a operação da AOL – Time Warner, esta operação gerou 127 biliões de USD de *goodwill*, no ano seguinte a empresa teve de registar uma imparidade de 99 biliões de USD. Na operação a AOL sobrestimou as sinergias resultantes e fez a aquisição com o mercado em alta estes dois fatores conjugados geraram o elevado *goodwill*, o que revela o carácter subjetivo da avaliação deste ativo intangível, sugerindo a utilização de testes de imparidade ao *goodwill* mais conservadores, e uma revisão das normas de relato financeiro relativas aos processos de fusões.

Outra questão relativa ao *goodwill* são os testes de imparidade, raramente existe o reconhecimento de imparidades neste ativo, independentemente da performance e resultados da empresa, o que evidencia a perspetiva conservadora da contabilidade no

---

o risco de não pagamento da dívida; para o devedor, uma dívida com *covenants* geralmente possui uma taxa de juros menor.

<sup>54</sup> Brito, Raquel (2011), pág. 40.

tratamento deste ativo e uma “proteção” do valor da empresa em anos maus. (Santos, 2013) refere o elevado grau de subjetividade nos cálculos para determinar as imparidades no *goodwill*, no entanto baseando-se a formula de estimação dos fluxos futuros em taxas de crescimento, resultados operacionais e taxas de desconto, numa empresa que esteja numa fase de decréscimo de termos de resultados e de volume de negócios, parece-nos que deveriam ser reconhecidas imparidades, o que por norma não acontece.

### **7.5 A credibilização da informação financeira**

A decisão das concentrações empresariais assenta grandemente na análise da informação financeira da empresa alvo ou das empresas envolvidas no caso das fusões. É com base nesta informação que são definidos os valores a atribuir à empresa e no qual será baseado o preço da transação de compra ou definida a relação de troca das partes sociais, no caso de fusões.

Apesar de haver a consideração de outros fatores, o peso da informação financeira é muito elevado e esta informação é retirada da contabilidade, pelo que interessa que esta transmita e represente uma imagem verdadeira e apropriada<sup>55</sup> da(s) sociedade(s) visada(s) de modo a ser útil à tomada de decisões económicas.

Falar de contabilidade implica necessariamente abordar a questão da credibilidade da informação financeira, que nas últimas décadas muitos problemas têm levantado. Quando se trata de analisar uma concentração empresarial a importância da credibilidade da informação financeira que serve de suporte à análise e tomada da decisão, assume um aspeto central.

Gois (2013) refere que a qualidade da informação financeira está intimamente relacionada com o modelo de governação que é exercido sobre a sociedade. Para esta autora a auditoria interna é a primeira linha de defesa contra a fraude e manipulação e a auditoria externa um pilar mestre de qualquer sistema de governo das sociedades. Da eficácia, exaustividade e independência destes auditores externos depende a qualidade e credibilidade da informação financeira.

Grandes Escândalos mundiais como os da Enron, World.com, Lehman Brothers, Madoff, etc... no plano internacional e em Portugal os casos do BPP, BPN, BES entre tantos outros, têm associados também grandes empresas de auditoria, que prestam

---

<sup>55</sup> Paragrafo 46 da estrutura conceptual do SNC elaborado pela CNC

serviços que deveriam assegurar a sua independência e a credibilização da informação com a agravante de que para além das auditoras existirem entidades de supervisão. Alves (2010) referiu à revista TOC da OCC<sup>56</sup> que a credibilidade da informação fica afetada pelo aparecimento de escândalos financeiros, sendo necessária uma constante atualização dos contabilistas em termos de formação. Apesar da formação desempenhar um aspeto muito importante a questão deontológica e os conflitos de interesse representam, em nossa opinião, o cerne da questão.

Silva & Aleixo (2014) analisaram a divulgação de informação efetuada por empresas do PSI 20 entre 2009 e 2012 com base na IFRS 3<sup>57</sup> e concluíram que as empresas não cumprem com o exigido pela norma em termos de divulgação e este facto não conduz a qualquer enfase ou reserva por parte dos ROC na certificação legal de contas. Esta falta de enfases ou reservas tem eventualmente uma possível explicação. De facto, se analisarmos uma das empresas referidas no estudo, o valor cobrado a um cliente pela empresa auditora<sup>58</sup> em 2013 foi de 5.328.000€<sup>59</sup>, este valor inclui a certificação, consultoria fiscal e outros serviços de fiabilidade. Se a empresa que presta o aconselhamento fiscal é a mesma que vai verificar a conformidade das contas certamente que nesse campo não irá levantar qualquer questão.

Por outro lado, a inserção de uma reserva cria um eventual mal-estar entre as empresas e certamente que a empresa certificadora não estará interessada em perder um cliente de mais de 5 Milhões de euros/ano, pelo que segundo a auditora as contas de 2013 apresentavam de forma verdadeira e apropriada em todos os aspetos materialmente relevantes a posição financeira da empresa, três meses depois deste relatório ficou-se a conhecer a realidade da situação financeira. A sociedade revisora era a mesma há 12 anos e tinha contrato válido ainda por mais 2 anos. Duas questões se levantam à auditoria: se a mudança frequente de revisor é normalmente um mau presságio para o mercado, será que a sua manutenção por longos períodos não será motivo de maior preocupação? A mesma sociedade consultora, entre outras condenações e fraudes em que esteve envolvida, foi condenada em 2013 pela CMVM relativamente a uma denuncia de

---

<sup>56</sup> Sandra Alves, revista TOC nº 121 páginas 6 a 12, entrevista de Jorge Magalhães.

<sup>57</sup> Norma internacional que serve de base à NCRF 14.

<sup>58</sup> Nota 17 do relatório e contas de 2013 do BES página 142

<sup>59</sup> Este valor representa 11% do total de proveitos da consultora.

irregularidades de 2007<sup>60</sup> no BCP que só veio a público em final de 2015, situação que compromete, em nossa opinião, a credibilidade do supervisor. A coima foi de 150.000€ com pena suspensa<sup>61</sup>, pelo que possivelmente nem irá ser liquidada. Uma segunda questão é relativa à estrutura financeira das auditoras, será que uma autonomia inferior a 20%<sup>62</sup> é compatível com o nível de independência exigido?

A limitação ao exercício de cargo de revisor introduzida pela Lei 140/2015 de 7 de setembro foi um ponto positivo para o aumento do nível de rigor e consequente credibilização da informação financeira, no entanto, ao permitir que este prazo de exercício possa ir até 10 anos<sup>63</sup>, a sua eficácia ficou muito aquém do desejado. Entendemos que a preocupação pela imagem real da empresa transmitida pela informação financeira deverá ser exigida primeiramente pelos acionistas que por si só deverão limitar os mandatos a períodos mais curtos de forma a preservar a independência e desta forma controlar também a gestão da sociedade, evitando problemas de agência.

Os supervisores deveriam ter uma atuação mais firme, rigorosa e célere, quer para com as empresas quer para com as sociedades de auditoria aplicando sanções que desincentivem as práticas irregulares e que conduzam à imputação de responsabilidades.<sup>64</sup>

## **8 A fiscalidade**

O modelo fiscal português, tal como em grande parte dos países da UE, é um modelo de dependência parcial da fiscalidade em relação à contabilidade (Sampaio, 2000).

A fiscalidade é apontada como um dos motivos das concentrações empresariais, e cuja importância será crescente não só ao nível das operações domésticas, mas principalmente, nas operações transfronteiriças. A influência que as medidas fiscais têm

---

<sup>60</sup> Notícia do jornal de negócios de 11/11/2015

<sup>61</sup> Apenas em 2016 esta instituição substituiu a sociedade revisora que já desempenhava funções há 30 anos na instituição. Esta substituição foi motivada pela lei 140/2015 que limita o período máximo de revisão pela mesma entidade a 7 anos podendo excepcionalmente ir até um máximo de 10 anos. De referir que o Grupo BCP liquidou em 2015 a quantia de 4.994.222€ de honorários à SROC.

<sup>62</sup> À data de 31/12/2015 2 das 4 SROC pertencentes às denominadas *Big Four* possuíam autonomia financeira inferior a 20%

<sup>63</sup> N.º 4 do art.º 54 dos estatutos da OROC, lei 140/2015 de 7 de setembro, publicados no diário da República, 1.ª série — N.º 174 — 7 de setembro de 2015

<sup>64</sup> A KPMG apresenta nas suas contas de 2015 um total de provisões de 9.858.916€ e a Deloitte 2.500.000€

na política económica e social, quer por via de incentivos ou por restrições ao investimento (Sampaio, 2000) conferem à questão fiscal uma importância que ultrapassa as operações domésticas e revela-se de importância crítica no caso das operações transfronteiriças que possibilitam a captação de IDE e que representam uma parte significativa das operações de concentração numa economia cada vez mais globalizada.

Num estudo efetuado por Barros (2011)<sup>65</sup> baseado em inquéritos a operações realizadas entre 2000 e 2009, revelou que o fator fiscal teve muito pouca importância na decisão de processos de concentração, no entanto, foram referidos como aspetos importantes neste tipo de operações fatores fiscais como a tributação dos dividendos, a transmissibilidade de créditos e prejuízos fiscais e a fiscalidade internacional.

O capítulo da fiscalidade no campo das concentrações empresariais envolve vários tipos de impostos, nomeadamente IRC, IMT, IS, IVA e também benefícios fiscais que podem ser utilizados. Correia, Marta, Loureiro & Alberto (2016) analisaram as questões fiscais no campo das fusões e referem que “...o benefício associado à neutralidade fiscal, pode constituir um fator inibidor das regras de valorização dos elementos patrimoniais da entidade incorporada ou da fundida.”. Apesar desta eventual limitação os motivos fiscais são apontados como um motivo das concentrações empresariais.

### **8.1 Imposto rendimento de pessoas coletivas (IRC)**

O Legislador fiscal dá uma atenção especial às concentrações empresariais, sendo um tema transversal a vários códigos de impostos, a começar pelo CIRC com a existência de um regime especial de tributação dos grupos de sociedades designado de RETGS art.º 69º a 73 CIRC. Este regime, sendo opcional, possibilita a consolidação fiscal do grupo sendo deduzidos os prejuízos eventualmente existentes em algumas empresas do grupo ao lucro do grupo no próprio ano a que dizem respeito. Existem, no entanto, alguns requisitos a cumprir nomeadamente a percentagem mínima de participação de 75% e normas anti abuso que visam impossibilitar a compra de prejuízos fiscais<sup>66</sup>. No entanto

---

<sup>65</sup> A metodologia de estudo com base em inquérito possui um problema que reside na taxa de resposta. Neste estudo dos 453 inquéritos enviados foram rececionadas apenas 47 respostas (10,37%).

<sup>66</sup> Alínea c) do n.º4 do art.º 69º CIRC, não pode integrar o grupo a sociedade que tenha prejuízos fiscais nos últimos 3 anos exceto se a participação já for detida há mais de 2 anos.

esta limitação é eliminada no caso de fusão, sendo neste caso transmitidos os prejuízos fiscais à incorporante<sup>67</sup>.

Existe ainda no CIRC um regime de neutralidade fiscal aplicável às fusões, art.º 74 a 78 que visa facilitar e incentivar a reorganização e o fortalecimento do tecido empresarial português, criando condições para que aquelas operações não encontrem qualquer obstáculo fiscal a sua efetivação, desde que apenas visem um adequado redimensionamento das unidades económicas. A transferência do património de uma sociedade para a outra deverá ser efetuada pelo seu valor contabilístico havendo aqui um tratamento fiscal divergente do tratamento contabilístico implicando uma eventual reavaliação de todas as classes de ativos envolvidos e o reconhecimento de impostos diferidos.

Relativamente às aquisições será de referir as limitações à dedução de prejuízos fiscais constantes do n.º 8 do art.º 52, originadas pela alteração de mais de 50% do capital social. Esta limitação pode de acordo com o n.º12 do mesmo art.º ser levantada mediante requerimento à AT em casos de reconhecido interesse económico. Entendemos que aqui poderão ser enquadradas as operações de salvamento, ou seja, a aquisição de sociedades em dificuldades financeiras, no entanto o limite temporal para efetuar este requerimento é de apenas 30 dias<sup>68</sup>.

De acordo com a alínea b) do n.º 1 do art.º 45 A é aceite fiscalmente em partes iguais durante 20 anos, o *goodwill* adquirido numa concentração de atividades empresariais, este é um benefício fiscal<sup>69</sup> (Cruz 2016), porém se à operação em causa for aplicado o art.º 74<sup>70</sup> do CIRC já não é aplicável o n.º1 do art.º45º que origina um tratamento desigual das fusões e das aquisições.

A alteração efetuada ao normativo contabilístico, nomeadamente à NCRF 14 prescreve que a partir de 1/1/2016 o *goodwill* resultante de uma concentração de

---

<sup>67</sup> Art.º 75º CIRC

<sup>68</sup> N.º13 do art.º 52 do CIRC , no caso de prejuízos do período anterior em que ainda não tenha sido submetida a respetiva declaração, este prazo de 30 dias é contado a partir do termo do prazo de entrega da respetiva declaração, n.º14 do art.º 52.

<sup>69</sup> Incorporado na revisão do CIRC de 2014 que consiste na aceitação fiscal durante 20 anos dos ativos intangíveis adquiridos a partir de 2014. Permite deduzir 1/20 avos/ano do valor de aquisição apesar de contabilisticamente não ser amortizado, correção fiscal no modelo 22 a deduzir no Q7 C722.

<sup>70</sup> O art.º 74º do CIRC é relativo ao regime especial aplicável aos processos de Fusões, Cisões e entradas de ativo, evitando a tributação dos incrementos patrimoniais verificados nestas operações que desta forma não contribuem para o lucro tributável do exercício.

atividades empresariais será amortizado em 10 anos caso não tenha uma vida útil definida. Não tendo o *goodwill* uma vida temporal limitada a sua amortização não será aceite fiscalmente<sup>71</sup>, desta forma, pelo menos para o exercício de 2016, existe a necessidade de efetuar 2 correções fiscais no modelo 22, uma a crescer com o valor da amortização não aceite (10%) e outra a deduzir (5%) do valor do custo de aquisição. A partir do 10º ano deixa de haver amortização, mas continua a existir a dedução do custo fiscal da aquisição. É este também o entendimento de Cruz (2016). Esta situação origina que a partir do 10º ano seja deduzido ao lucro tributável o custo de um ativo que contabilisticamente não possui valor uma vez que está totalmente amortizado, trata-se de diferenças temporárias que levam ao reconhecimento de impostos diferidos (Ativos).

A nível fiscal, no caso das fusões verifica-se a necessidade de efetuar a transferência de todos os passivos e ativos para a entidade adquirente, esta transferência segundo a NCRF 14 é efetuada ao justo valor dos ativos e passivos. Aqui levanta-se um conflito com a fiscalidade, nomeadamente quando se aplica o regime de neutralidade fiscal<sup>72</sup> onde por via do nº3 do art.º 74 do CIRC, para efeitos fiscais os elementos patrimoniais sejam transferidos pelos valores que constavam na entidade fundida ou incorporada. Desta forma há que reconhecer impostos diferidos de acordo com a norma NCRF 25, conforme referido no § 35 da NCRF 14 uma vez que, para efeitos fiscais os valores a considerar são os valores pelos quais estavam contabilizados na empresa incorporada, de onde resulta a necessidade de reconhecer eventualmente e ativos e passivos por impostos diferidos, caso os justos valores difiram do seu valor contabilístico pelos quais estão registados na empresa incorporada.

Ao nível do IRC há ainda a referir o reconhecimento do *goodwill* negativo que vai diretamente a resultados do exercício, no entanto este valor não será tributado, uma vez que por via de uma correção fiscal que é efetuada no quadro 07 da Modelo 22 leva a que essa mais valia não contribua para o apuramento do resultado fiscal.

## **8.2 Imposto sobre o valor acrescentado (IVA)**

De acordo com a alínea a) do nº1 do CIVA estão sujeitas a imposto as transmissões de bens e as prestações de serviço efetuadas em território nacional, por um sujeito passivo

---

<sup>71</sup> Art.º 16 do DR 25/2009 e Art.º 34º CIRC

<sup>72</sup> Art.º 74º a art.º 78º do CIRC

de imposto agindo como tal. No entanto estabelece o nº4 do art.º3 que “Não são consideradas transmissões as cessões a título oneroso ou gratuito do estabelecimento comercial, da totalidade de um património ou de uma parte dele, que seja suscetível de constituir um ramo de atividade independente, quando, em qualquer dos casos, o adquirente seja, ou venha a ser, pelo facto da aquisição, um sujeito passivo do imposto de entre os referidos na alínea a) do n.º 1 do artigo 2.º, pelo que as fusões e aquisições não estão sujeitas a IVA.

### **8.3 Imposto municipal sobre as transmissões onerosas de imóveis (IMT)**

As transmissões de imóveis por via de processos de fusão estão sujeitas a IMT<sup>73</sup>, no caso das aquisições uma vez que o que é adquirido é a empresa onde permanece todo o património a questão do IMT numa primeira análise não se coloca, no entanto, o legislador colocou através da alínea d) do nº2 do art.º 2 uma clausula anti abuso criando uma exceção sujeita a IMT no caso da aquisição de partes sociais ou de quotas de uma sociedade em nome coletivo, em comandita simples ou por quotas que possua imóveis e cuja participação por via desta aquisição, ou amortização de quota, resulte na detenção de mais de 75% do capital social ou o numero de sócios se reduza a 2 casados ou unidos de facto. No caso específico desta alínea trata-se, no entendimento da AT, de uma venda simulada de imóveis efetuada por via da transmissão da sociedade. Esta situação afeta e onera significativamente o mercado das concentrações empresariais pelo que o legislador criou uma alternativa. O IMT no caso de reorganização de empresas em resultado de atos de concentração pode beneficiar de um benefício fiscal <sup>74</sup> concedido mediante requerimento a apresentar à AT. Desta forma a isenção será analisada casuisticamente evitando parcialmente situações de “cegueira fiscal”. Esta abertura legislativa apenas é permitida para imóveis não destinados a habitação, pelo que uma reorganização de uma empresa do setor da construção civil ou do imobiliário não poderá usufruir deste benefício, o que atendendo à situação económica atual desses setores revela-se muito

---

<sup>73</sup> Art.º 1 e Art.º 2 do CIMT

<sup>74</sup> Art.º 60º nº1 alínea a) do EBF – Lei 85/2017 de 18 de agosto (artigo introduzido no EBF pela lei n.º 83-C/2013 - 31/12).

penalizador. Nestes casos a única alternativa para a isenção deste imposto encontra-se no art.º 270º do CIRE<sup>75</sup>.

#### **8.4 Imposto municipal sobre imóveis (IMI)**

A empresa que detenha imóveis à data de 31 de dezembro, será tributada em sede de IMI, cujo pagamento será efetuado no ano seguinte em até 3 prestações dependendo do montante. No caso de a empresa ter sido incorporada noutra aquando do pagamento do IMI caberá à beneficiária da fusão que recebeu os imóveis a responsabilidade pelo seu pagamento (Correia, Marta, Loureiro & Alberto, 2016). O problema do IMI agrava-se substancialmente a partir de 2016, inclusive, com a criação de um adicional ao IMI (AIMI)<sup>76</sup>. Perante uma crise imobiliária em que as empresas ligadas ao setor imobiliário possuem imóveis em carteira, que não conseguem comercializar e lutam para sobreviver, o governo cria um imposto adicional cujo valor de 0,4% do valor patrimonial é superior ao próprio IMI<sup>77</sup>, que prejudica seriamente um setor em serias dificuldades, não possuindo as pessoas coletivas qualquer valor isento semelhante ao que é aplicado a particulares.

#### **8.5 Imposto de selo (IS)**

Encontra-se isenta de I. Selo a escritura de fusão das sociedades, no entanto a transferência de bens imóveis para a realização do Capital Social está sujeita a I. Selo, podendo ter um benefício fiscal ao abrigo do art.º 60 EBF. À semelhança do disposto para o IMT o CIRE através do art.º 269, contempla diversas isenções de I. Selo relativas a um número significativo de situações sujeitas a este imposto, relativas a empresas em processo de insolvência ou de recuperação, situação que poderá ser útil nas operações de concentração denominadas operações de “salvamento”.

---

<sup>75</sup> O CIRE – Código de insolvência e recuperação de empresa, possibilita a isenção de IMT para a transmissão de imóveis inseridas num plano de recuperação, liquidação ou de um plano de pagamentos ou praticados no âmbito da liquidação da massa insolvente.

<sup>76</sup> Lei 42/2016 de 28 de dezembro, incide sobre prédios destinados a habitação e terrenos com esse fim, detidos a 1 de janeiro do ano a que diz respeito o imposto, é também conhecido por imposto Mortágua (nome da deputada que esteve na origem da sua criação).

<sup>77</sup> Considerando os 308 Concelhos em Portugal (2016) a taxa de IMI era em média de 0,35% sendo que em 48% dos Concelhos era cobrada a taxa mínima de 0,30% e em 237 Concelhos a taxa é menor do que a do AIMI.

O Imposto de selo é também relevante nos empréstimos intragrupo, frequentes nos grupos empresariais nomeadamente através de operações de *cash-pooling*, empréstimos de curto prazo e suprimentos. No caso dos suprimentos e das operações de curto prazo, desde que cumpridos os requisitos exigidos no código do imposto de selo (CIS)<sup>78</sup> pode haver isenção do imposto de selo da verba 17.1 (concessão/utilização de crédito). Já no que diz respeito aos contratos de *cash-pooling*, nos quais existem transações ascendentes e descendentes de valores, funcionando em regime de conta corrente, sem prazo definido<sup>79</sup>, é devido imposto de selo verba 17.1.4 cobrado sobre a média de utilização à taxa de 0,04%. No caso das operações de curto prazo, há que ter em atenção que apenas estão existentes do imposto as operações destinadas exclusivamente a cobrir défices de tesouraria, cabendo ao sujeito passivo a sua prova. Para fazer esta prova não basta um contrato entre as partes que refira a finalidade de défices de tesouraria<sup>80</sup>. O caso dos suprimentos, devido à alteração do CIS em 2016, passou a exigir para a isenção uma participação superior a 10% no capital da mutuária e a detenção da quota ou participação à pelo menos um ano. Esta última questão levanta dúvidas na sua interpretação uma vez que não fica clara a intenção do legislador, se para estarem isentos a quota tem de já pertencer ao sócio à pelo menos um ano aquando da constituição do suprimento ou se o prazo de um ano pode ser cumprido após a constituição do suprimento. Da forma como está redigido o texto, parece-nos que um suprimento efetuado por um sócio que detenha a participação à menos de um ano está sujeita a i. selo, no entanto ao permitir a isenção de i. selo nos suprimentos em empresas constituídas à menos de um ano desde que a quota permaneça na posse do sócio até completar o prazo, deixa a ideia de que o requisito a cumprir é a permanência na posse da participação.

Quanto ao Imposto de selo sobre os Juros, este apenas é devido quando existe intermediação de uma instituição financeira, pelo que os juros intragrupo estão isentos de

---

<sup>78</sup> Art.º 7º alíneas g); h) e i) do código do imposto de selo

<sup>79</sup> Art.º 5º do CIS

<sup>80</sup> Acórdão do tribunal arbitral (CAAD) processo 76/2013-T e informações vinculativas da AT 2014003373 - IVE n.º 8033 e 2015002019 - IVE n.º 9461, com despacho concordante de 22.05.2015 e de 16/02/2016, da Diretora-Geral da Autoridade Tributária e Aduaneira.

I. Selo, verba 17.3, mas sujeitos a retenção na fonte<sup>81</sup>, a título de pagamento por conta, à taxa de 25%, estando isento de IVA<sup>82</sup>.

O imposto de selo é um encargo do utilizador do crédito sendo entregue ao estado pela empresa que o concede.

### **8.6 Estatuto dos benefícios fiscais (EBE)**

O legislador concedeu alguns benefícios fiscais, no sentido de facilitar ou não penalizar as reorganizações de empresas em resultado de atos de concentração e de acordos de cooperação, nomeadamente fusões, cisões, incorporações, criação de ACE e AEIE.

Neste sentido podem ser concedidos os seguintes benefícios fiscais:

- i) Isenção IMT sobre as transmissões onerosas de imóveis não destinados a habitação<sup>83</sup> necessárias a essas operações.
- ii) Isenção do imposto do selo, relativamente à transmissão dos imóveis referidos na alínea anterior, ou à constituição, aumento de capital ou do ativo de uma sociedade de capitais necessários às operações de reestruturação ou aos acordos de cooperação;
- iii) Isenção dos emolumentos e de outros encargos legais que se mostrem devidos pela prática dos atos inseridos nos processos de reestruturação ou de cooperação.

Os benefícios previstos no EBE são concedidos por despacho do membro do Governo responsável pela área das finanças, precedido de informação da Autoridade Tributária e Aduaneira (AT) a requerimento das empresas interessadas, o qual deve ser enviado, até à data de apresentação a registo dos atos necessários às operações de reestruturação ou dos acordos de cooperação ou, não havendo lugar a registo, até à data da produção dos respetivos efeitos jurídicos.

A concessão destes benefícios implica que os interessados cumpram cumulativamente os requisitos elencados no referido artigo.

---

<sup>81</sup> Alínea c) do n.º 1 do art.º 94 do CIRC.

<sup>82</sup> Alínea a) do n.º 27 do art.º 9 CIVA.

<sup>83</sup> Acórdão do Supremo Tribunal Administrativo, processo n.º 0475/12, de 14 de abril de 2013, foi concedida isenção de IMT a imóveis destinados a habitação devido ao facto dos mesmos constituírem a base de negócio da empresa incorporada.

## **8.7 Os preços de transferência**

Um dos aspetos a ter em consideração em termos fiscais nos grupos económicos é o das transações intragrupo. Normalmente existem nestas sociedades transações comerciais entre as empresas do grupo que originam a questão dos preços de transferência<sup>84</sup>. Desta forma os preços a praticar nessas transações não podem divergir substancialmente dos preços de mercado. A questão dos preços de transferência é objeto de particular atenção por parte da AT, por poder eventualmente ser utilizada para manipular resultados e transferir lucros de uma empresa para outra, nomeadamente quando estão em causa grupos com empresas sediadas em vários países, que podem desta forma deslocar os lucros para um país com um regime fiscal mais favorável.

Entre estas transações estão também as operações de crédito efetuadas intragrupo devendo as taxas a praticar refletir as condições normais de mercado. Será de referir que os preços de transferências prevalecem sobre a portaria 184/2002 de 4 de março<sup>85</sup>, na qual é definido um *spread* de 1,5% sobre a Euribor a 12M, podendo no caso das PME's este valor ser elevado a 6% conforme é referido no atual n.º<sup>86</sup> da portaria.

---

<sup>84</sup> Regulado no código IRC nos art.º 63 – Preços de transferência; art.º 130º dossier fiscal e art.º 138º acordos sobre preços de transferência.

<sup>85</sup> Atual n.º 3 da portaria (anterior n.º2) e alínea m) do n.º1 do art.º 23A CIRC.

<sup>86</sup> Artigo introduzido à portaria pelo orçamento de estado 2011 que levou à renumeração do anterior n.º2 para n.º3 (Lei 55ª/2010 de 31 de dezembro).

## **Parte II**

### **9 As concentrações em Portugal: Estudo Empírico**

As concentrações empresariais em Portugal são um fenómeno relativamente recente e talvez por esse facto pouco estudado. O presente estudo pretende colmatar essa lacuna e verificar o sucesso ou o fracasso das operações nomeadamente no âmbito económico e social. Teoricamente as operações de concentrações de atividades empresariais criam valor, sinergias, geram crescimento e outras características que no seu conjunto são positivas. Apesar de todas estas vantagens, os estudos realizados noutros países colocam em causa esses benefícios teóricos que motivam as operações, não sendo claros quanto aos seus benefícios. Uma parte significativa dos estudos indica inclusive uma destruição de valor devido às dificuldades em realizar as sinergias. No caso de Portugal, existe um grande desconhecimento quanto ao sucesso ou fracasso das operações, bem como as consequências que estas operações de concentração provocam. Ao analisar esta nova realidade, pretende-se dar um contributo para a caracterização do mercado de concentrações empresariais em Portugal.

#### **9.1 Hipóteses de investigação**

Pretende o presente estudo empírico verificar três pontos essenciais, por um lado se os objetivos que motivaram a realização das operações de concentração são na realidade conseguidos e a operação é um sucesso, por outro identificar as consequências na empresa e nos trabalhadores resultantes da realização das operações e por último analisar se existem diferenças nestes dois pontos consoante o tipo de concentração utilizado.

Para cumprir estes objetivos recorreu-se aos elementos contabilísticos das empresas, selecionando vários indicadores, os quais irão ser comparados entre o período pré e pós operação na empresa e com o setor.

Com base nas evidências retiradas da revisão da literatura serão testadas as seguintes hipóteses:

- 1) As operações de concentração conduzem a um crescimento da empresa, traduzindo-se num aumento do Volume de Negócios (VN).

- 2) As operações de concentração geram sinergias operacionais. Caso esta situação se verifique a rotação do ativo, terá uma evolução positiva. Este indicador será obtido através do rácio VN/ATIVO Total.
- 3) As operações de concentração geram sinergias económicas, traduzindo-se numa melhoria dos resultados económicos verificados pela melhoria do rácio entre o Resultado Antes Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações (EBITDA)/VN.
- 4) As operações de concentração criam economias fiscais, verificada na redução da taxa efetiva de imposto.
- 5) As operações de concentração criam valor para acionista, visível na rentabilidade do capital próprio.
- 6) As operações conduzem a uma alteração da estrutura financeira. Alterando a sua autonomia financeira o que associado à criação de valor se traduz numa num aumento do capital próprio e conseqüentemente no aumento da autonomia financeira.
- 7) As operações de concentração criam valor para os trabalhadores, através do aumento do salário médio.
- 8) As operações de concentração conduzem a reduções de pessoal.
- 9) As operações de fusão geram mais sinergias do que as de aquisição.
- 10) As operações de fusão geram maiores reduções de trabalhadores.

## **10 A amostra**

Na ausência de uma base de dados de livre acesso onde constem todas as operações de concentração de Portugal, a opção passou por recolher a amostra junto das operações notificadas à AdC, entidade que supervisiona e autoriza as operações de concentração suscetíveis de ter impacto na livre concorrência.

Esta base de trabalho pareceu-nos a mais indicada para os objetivos da investigação, uma vez que reúne todas as operações que pela sua dimensão são suscetíveis de conduzir a alterações de mercado, que se podem traduzir em perdas para os consumidores e também significativas para a economia, ou seja, operações de empresas de dimensão considerável que podem ter impacto na sociedade e no mercado do produto. A amostra final não é tão grande como desejávamos, mas abrange a esmagadora maioria das CAE e consideramos ser representativa do tecido empresarial português.

### **10.1 Dificuldades na obtenção da amostra**

Esta base de trabalho levantou, no entanto, sérias dificuldades, uma vez que nos deparámos com várias situações: em primeiro lugar a identificação que esta entidade faz das empresas é apenas pelo nome, o que levou a que nos deparássemos com nomes que atualmente não existem. Houve necessidade de confirmar se a operação se concretizou ou não, uma vez que se verificou que algumas operações notificadas à AdC não foram concretizadas. Uma outra dificuldade resultou do desfasamento temporal entre a data da aprovação da AdC e a data de registo da operação que por vezes é superior a um ano, o que levanta dúvidas quanto ao ano a considerar especialmente nas aquisições. Foi necessário, para ultrapassar esta dificuldade, verificar a informação da SABI relativa à propriedade e analisar a variação do valor da conta contabilística 41 – Investimentos financeiros. Uma outra dificuldade prendeu-se com a identificação de operações de fusão, uma vez que estas são realizadas grande parte das vezes quando já existe o domínio por uma sociedade, o que a acontecer, não necessitam de ser comunicadas à AdC, o que se justifica uma vez que a concentração já existe. Deste facto resultou que após a conclusão da análise e identificação das sociedades envolvidas em processos comunicados à AdC, existia um número muito reduzido de operações de fusão. Foi então necessário conjugar dois fatores: a Base de Dados do sistema de análise de Balanços Ibéricos (SABI) e as publicações do registo comercial. Do cruzamento destas duas fontes de informação foi possível obter uma base de trabalho aceitável relativamente às operações de fusão.

### **10.2 Construção da amostra**

Da amostra inicial, verificou-se a necessidade de eliminar algumas operações, desta forma estabeleceram-se os seguintes critérios.

- I) Não foram incluídas as operações que envolviam apenas a aquisição de ativos, uma vez que esta situação não nos permite identificar os ativos nem efetuar comparações com a empresa alvo.
- II) Foram ainda retiradas todas as empresas pertencentes ao Setor K da CAE REV3(INE, 2007) que contem os códigos começados por 64; 65 e 66. Esta opção tem como base o facto de se tratarem de empresas financeiras cujos dados não se encontram disponíveis na base de dados utilizada, e também por pertencerem a um setor com especificidades muito próprias. A CAE 64 abrange as SGPS, mas considerando a especificidade da sua atividade de gerir participações sociais, o seu

contributo na economia é indireto, pelo que se optou por não a considerar. Esta última opção, reduziu significativamente a amostra, nomeadamente nas empresas adquirentes onde grande parte das aquisições são efetuadas através destas sociedades. Esta exclusão está em linha com o procedimento efetuado pelas análises estatísticas do Banco de Portugal e com estudos anteriores que também eliminam as 3 CAE referidas. Nas empresas adquiridas o impacto não foi tão significativo uma vez que apesar de não considerarmos as SGPS adquiridas, foram consideradas as empresas que faziam parte da SGPS adquirida e nas quais esta detinha o controlo, a identificação destas empresas foi possível pela leitura dos relatórios da AdC nos quais são mencionadas as entidades envolvidas.

III) Foram retiradas todas empresas estrangeiras, devido à ausência de contas.

IV) Foram retiradas todas as empresas que não apresentavam elementos contabilísticos em todos os anos definidos como período de análise da operação (N-3 a N+3).

V) Foram eliminadas todas as operações realizadas entre 2005 e 2008. Pretendíamos inicialmente analisar as operações realizadas entre 2005 e 2012 com base nas contas de 2002 a 2015. Este facto não foi possível uma vez que os dados existentes na central de balanços do banco de Portugal, utilizados para a comparação com o setor, sofreram uma profunda alteração em 2006, ano a partir do qual as estatísticas passaram a ser realizadas com base na IES abandonando o IACB (inquérito anual central de balanços) utilizado até 2005. Este facto originou que se passasse de uma base estatística média de empresas na central de balanços do Banco de Portugal de 13729 para 333.581. Desta forma não seria correta a comparação das empresas da amostra com os dados do Central de balanços que até 2005 representava apenas aproximadamente 4% do tecido empresarial português. Assim limitou-se a análise às operações realizadas entre 2009 e 2012 utilizando os elementos contabilísticos de 2006 a 2015 (N-3 a N+3) .

VI) Foram ainda excluídas todas as empresas que realizaram fusões ou cisões e que não tiveram um período mínimo de 3 anos sem realizar operações.

Depois desta seleção a amostra foi dividida por tipo de operação: fusões e aquisições, e dentro das aquisições dividiu-se a amostra entre adquirentes e adquiridas de forma a avaliar se existem diferenças significativas relativamente à forma de concentração

adotada. É expectável que a maior alteração ocorra nas adquiridas, motivadas por reestruturações implementadas pelos novos sócios/acionistas.

## **11 O período em análise**

O período temporal onde se baseia a nossa amostra ficou, pelos motivos citados, compreendido maioritariamente num período que inicialmente não desejávamos e que corresponde à crise financeira. Este período contempla realidades económicas distintas e que poderão influenciar quer a atividade de concentração quer o sucesso das operações concretizadas. De forma a tentar minimizar estas diferentes realidades económicas, os desempenhos foram comparados com o desempenho do setor, baseando-nos na CAE 2 dígitos e na informação constante da central de balanços do Banco de Portugal. Desta forma será possível verificar se o desempenho das empresas envolvidas foi superior ou inferior ao setor, sem esta comparação uma melhoria de performance face a situação anterior poderia ser considerada positiva, mas se for comparada com a média do setor e ficar abaixo da evolução desta, terá de ser considerada negativa.

Sendo as operações de concentração decisões estratégicas, subentende-se que por detrás destas decisões estejam sempre objetivos de médio e longo prazo. Tendo em conta que se tratam de operações de MLP e os ajustes que terão de ser feitos às estruturas das empresas envolvidas, a análise nunca poderá ser efetuada num horizonte temporal de curto prazo. Desta forma e tendo em conta os critérios de análise utilizados pelo IAPMEI nas operações de investimento no âmbito dos projetos QREN e Portugal 2020, o horizonte temporal deverá contemplar a análise da performance no ano de cruzeiro, ano no qual os proveitos e custos apresentam uma estabilidade, sendo que este é entendido como o 2º ou 3º exercício completo após o término do investimento.

A análise incidirá sobre a situação média da empresa nos 3 anos antes do acontecimento e nos 3 anos depois do acontecimento (N-3 a N+3) tal como Soni (2014) e Camargos & Barbosa (2005), período de tempo que possibilita o necessário reajustamento efetuado após a concentração.

## **12 Tipologia das Operações na Amostra**

A amostra selecionada é constituída por um total de 299 empresas, sendo que destas 171 referem-se a 44 processos de fusão, dos quais resultou a incorporação de 127 empresas. Contando que a análise pós operação, no caso das fusões, contempla apenas as

incorporantes, serão analisadas 172 empresas, 97 das quais adquiridas, 31 adquirentes e as 44 incorporantes, conforme consta na tabela seguinte:

**TABELA 1**

*Distribuição das empresas da amostra por tipo de operação e por ano*

Operações por Ano				
Ano	Adquirentes	Adquiridas	Fusões	Total
2009	6	10	11	27
2010	10	30	17	57
2011	8	18	8	34
2012	7	39	8	54
<b>Total</b>	31	97	44	172

A distribuição das empresas da amostra por CAE contempla a quase totalidade das CAE de 2 dígitos pelo que consideramos a amostra ser representativa da economia portuguesa.

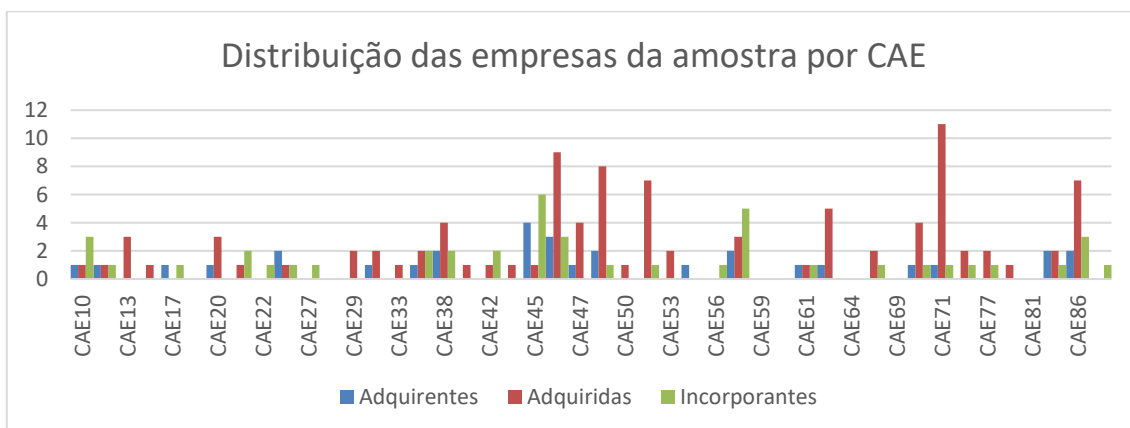


Figura 4: Distribuição das empresas da amostra por CAE

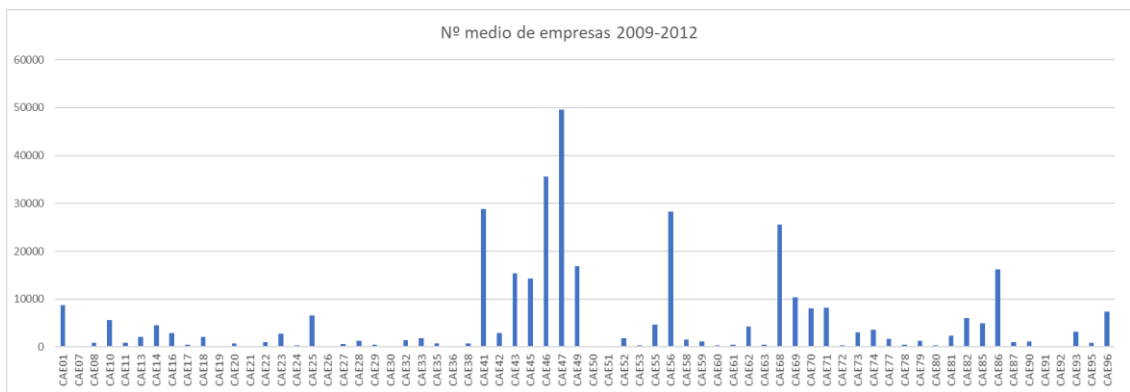


Figura 5: Número médio de empresas por CAE em Portugal entre 2009 e 2012

Fonte: elaboração própria com base nos dados da central de Balancos BP para o período 2009 a 2012

## 12.1 Classificação quanto ao tipo de concentração

A classificação das operações de concentração nas três tipologias referidas na literatura (horizontal, vertical ou conglomeral), aparentemente fácil de efetuar, levanta, no entanto, sérias dificuldades quando estamos perante a aquisição de grupos de empresas ou de várias empresas e da fusão de várias empresas pertencentes a setores distintos. Nestes casos a classificação não é tão linear quanto parece. Independentemente do tipo de concentração verifica-se que existem sinergias teóricas potenciais em todas elas, em virtude de mesmo nas operações conglomerais existir uma interatividade dos setores.

Conforme se pode verificar no quadro seguinte, a amostra é composta maioritariamente por operações do tipo horizontal, com 64,53% e de âmbito territorial doméstico 91,28%.

**TABELA 2**

*Distribuição das empresas da amostra por tipo e âmbito territorial*

	Tipologia das Operações				Âmbito Territorial		
	Horizontais	Verticais	Conglomerais	Total	Domésticas	Transfronteiriças	
Adquirentes	26	2	3	31	30	1	31
Adquiridas	53	7	37	97	83	14	97
Fusões	32	3	9	44	44	0	44
<b>TOTAIS</b>	<b>111</b>	<b>12</b>	<b>49</b>	<b>172</b>	<b>157</b>	<b>15</b>	<b>172</b>

Comparando o quadro da nossa amostra com o total das operações comunicadas à AdC (2003 a 2015) num total de 761 operações, estas são compostas por 63,08% de operações do tipo horizontal e 71% de âmbito territorial doméstico. O diferencial da nossa amostra para a totalidade das operações da AdC reside no facto de apenas analisarmos as empresas portuguesas pelo que as operações transfronteiriças estão limitadas na nossa análise às empresas adquiridas a única exceção é numa empresa adquirente que realizou uma aquisição noutro País.

## 12.2 Condicionantes

Existem variados fatores que poderão influenciar os resultados da análise e que sendo conhecidos foram sempre que possível tidos em conta de forma a não influenciarem os resultados ou a minimizar o seu impacto.

Realidades económicas distintas das quais se destaca a crise financeira iniciada em 2008 e o programa de assistência financeira a que esteve sujeito Portugal de 2011 a

2014 o que levou a que tivesse de vender algumas empresas públicas a preço de “saldo”, casos da EDP, REN, ANA, CTT e TAP.

Verificou-se ainda o colapso de vários bancos nomeadamente BPP; BPN; BANIF; BES e a necessidade de apoiar financeiramente outros, BCP; BPI; CGD; MONTEPIO. Este período conturbado da banca afetou significativamente o mercado, nomeadamente a concessão de crédito sendo que esta, era e é, a principal fonte de financiamento das empresas portuguesas, e que desta forma passaram por inúmeras dificuldades de financiamento tendo pago nos casos de concessão um preço mais elevado.

A instabilidade fiscal que caracteriza o sistema português com alterações todos os anos em vários impostos. Neste campo há que considerar a descida da taxa de IRC introduzida na revisão do CIRC em 2014 e cuja aplicação se iniciou em 2015.

Volatilidade das taxas de juro, algumas restrições ao crédito a partir de 2008, pelo que a sua análise terá sempre de ser efetuada por comparação à evolução da taxa Euribor.

Verificaram-se ainda alterações ao nível do normativo contabilístico: existência de dois sistemas contabilísticos diferentes POC até 2009 e SNC a partir de 2010, sendo um dos principais problemas entre 2010 e 2015 a apresentação no balanço do capital realizado. Até 2009 era apresentado o capital subscrito, pelo que, a partir de 2010 se o capital estivesse subscrito e não realizado não era apresentado no capital próprio do balanço, situação revertida a partir de 1 de janeiro de 2016.

Outro aspeto a ter em consideração em relação a esta alteração é a inscrição no balanço dos valores do ativo pelo seu valor líquido quando até 2009 o valor era o bruto e eram indicadas as amortizações acumuladas.

Níveis elevados de desemprego e alterações legislativas ao mercado de trabalho no sentido de haver uma maior flexibilização, nomeadamente a revisão profunda do código do trabalho em 2012, que veio despenalizar muito os despedimentos.

## **13 DADOS**

Tratando-se de empresas maioritariamente não cotadas e tendo presente a reduzida dimensão da Euronext Lisboa a análise será efetuada com base no desempenho económico-financeiro retirado das demonstrações financeiras das empresas.

Os dados para análise foram recolhidos da base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos) da Bureau Van Dijk. Os elementos económico-financeiros

utilizados para comparação foram retirados da central de balanço do Banco de Portugal, utilizando os valores médios de cada setor CAE Rev3 dos primeiros dois dígitos.

## **14 INDICADORES SELECIONADOS PARA ANÁLISE**

Tendo como objetivo analisar o impacto dos processos de concentração no seu aspeto económico e social, considerando os motivos mais evidenciados pela literatura subjacentes às decisões de concentração, selecionámos um conjunto de indicadores obtidos a partir das demonstrações financeiras das empresas envolvidas, sendo que serão aplicados a todas as entidades de forma a averiguar se o impacto é maior ou menor em cada um dos três grupos em análise (adquirentes, adquiridas e fusões). Estes indicadores serão analisados ao nível da empresa comparando o período pré operação com o período pós operação.

Considerando que o período em que foram realizadas as operações está em inserido num período de crise financeira, com impacto muito significativo na atividade económica, será efetuada uma comparação com os mesmos indicadores da média da respetiva CAE de 2 dígitos onde se insere a empresa, desta forma comparamos a empresa com o seu setor, reduzindo efeitos da crise nas conclusões a retirar.

### **14.1 Indicadores económicos**

#### **14.1.1 Crescimento**

**Volume de Negócios** – Obtido diretamente das demonstrações financeiras, inclui vendas e prestações de serviço. Permite verificar até que ponto o objetivo crescimento foi alcançado. É expectável um aumento deste indicador, evidenciando desta forma o crescimento da empresa.

#### **14.1.2 Sinergias**

##### **14.1.2.1 Operacionais**

**Rotação do ativo** – Rácio obtido pelo quociente entre o volume de negócios e o total do ativo. Este indicador mede o grau de utilização do ativo, ou seja, qual o valor de negócio produzido por cada Euro investido. Caso existam sinergias que conduzem a uma maior eficiência o valor do rácio tende a aumentar. Um aumento deste rácio é também sinónimo de uma melhor afetação/gestão dos recursos disponíveis e da realização de sinergias operacionais

$$\text{Rotação Ativo (RAT)} = \frac{\text{Volume de Negócios}}{\text{Total do Ativo}}$$

#### **14.1.2.2 Sinergias Económicas**

Margem económica – A obtenção de sinergias económicas traduz-se numa melhoria da margem bruta do negócio. O melhor indicador para efetuar esta análise é dado pelo seguinte rácio:

$$\text{Margem económica} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{VN}}$$

Este indicador pretende medir a rentabilidade operacional da empresa eliminando os efeitos dos impostos, da estrutura financeira da empresa e da sua política de amortizações. Indica-nos a performance exclusivamente económica da empresa.

Muitos dos estudos utilizam o ROA (Camargos & Barbosa, 2005; Pervan, Višić & Barnjak, 2015), ou seja, a rentabilidade operacional do investimento da empresa antes dos encargos financeiros, mas já depois dos resultados serem afetados pelas depreciações e amortizações. Este indicador medido depois das amortizações poderá ser influenciado por critérios ou políticas de amortização diferentes uma vez que poderá haver empresas a considerar diferentes taxas consoante a vida útil estimada que consideram, no entanto, terá de estar entre o valor mínimo e máximo legalmente aceites. Espera-se uma melhoria deste indicador como resultado de ganhos de eficiência. As taxas de amortização, que deveriam ser utilizadas consoante a vida útil dos equipamentos, são muitas vezes utilizadas para manipular os resultados da empresa.

#### **14.1.2.3 Sinergias Fiscais**

Em termos fiscais será analisada a taxa efetiva de imposto, calculada com base na seguinte fórmula:

$$\text{Taxa de Imposto} = 1 - \left( \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Resultado antes de impostos}} \right)$$

Este rácio indica-nos a taxa efetiva de imposto suportada pela empresa. Este irá refletir o valor real por força das correções fiscais que serão necessárias efetuar, nomeadamente amortizações/depreciações, imparidades e provisões não aceites fiscalmente e também as tributações autónomas, benefícios fiscais, etc....

Estando as concentrações empresariais normalmente ligadas a grupos económicos, é natural que as sinergias sejam mais evidentes na declaração de grupo, no

caso deste estar abrangido pelo RETGS, sendo efetuada a consolidação fiscal na declaração de grupo da empresa mãe. Dado que não nos é possível aceder a estas declarações <sup>87</sup> poderemos retirar eventualmente conclusões erradas. Apesar desta limitação o rácio utilizado, no caso de existirem sinergias fiscais, haverá uma diminuição da taxa de imposto.

### **14.1.3 Criação de valor**

A criação de valor é um dos aspetos de maior interesse para o acionista/sócio, este valor é normalmente analisado pela rentabilidade do capital próprio, ou seja, pela remuneração dos capitais investidos pelos detentores do capital:

**Rentabilidade do Capital Próprio**, obtida através da seguinte fórmula:

$$RCP = \left( \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}} \right)$$

Este rácio mede o retorno obtido pelos acionistas por cada Euro investido na empresa, independentemente de os resultados serem distribuídos ou não. Sendo o objetivo avaliar a remuneração do sócio/acionista a sua medição deve ser efetuada em termos líquidos, ou seja, já depois do efeito dos impostos. Sendo os detentores do capital os que maiores riscos assumem, a remuneração do seu investimento deverá ser superior à remuneração que teriam caso investissem em ativos sem risco.

### **14.1.4. Risco e endividamento/ Estrutura financeira**

Para medir esta componente recorreremos ao rácio de autonomia financeira obtido pelo capital próprio sobre o ativo. Indica-nos qual a percentagem de investimento que é suportada por capitais próprios. Permite-nos analisar o impacto que a operação de concentração teve na estrutura financeira da empresa e da maneira como foi financiada.

$$AF = \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Total do Ativo}}$$

---

<sup>87</sup> Foi efetuado pedido escrito à exma. sr<sup>a</sup> diretora da AT, por carta registada, com justificação e fim a que se destinavam os dados facultados, e com o compromisso de serem facultadas as conclusões à AT. Não foi obtida qualquer resposta por parte da AT.

Um acréscimo do valor deste rácio tem subjacente uma redução da sua dependência financeira de terceiros e por conseguinte uma redução do risco da empresa. Esta situação pode, no entanto, resultar de incorporação de resultados ou por entradas de capital por parte dos sócios/acionistas por via de subscrições de capital ou prestações suplementares. Reflete uma preocupação da gestão em reduzir o risco e corrigir a estrutura financeira da empresa. Nos projetos de investimento são exigidos 25% de capitais próprios e uma AF mínima de 15% para se poder candidatar.

## **14.2 Indicadores sociais**

### **14.2.1 Emprego**

O indicador utilizado para a análise é o número de trabalhadores no final de cada exercício este valor será comparado com o volume de emprego registado na mesma CAE de 2 dígitos para validar se a redução foi maior ou menor do que a verificada nesse setor. A situação correta seria a comparação com a mesma CAE (5 dígitos), no entanto esse tratamento apenas seria possível com uma amostra mais pequena de empresas.

### **14.2.2 Salários**

O custo médio por trabalhador, rácio medido pelo total dos custos de pessoal dividido pelo número de trabalhadores, indica-nos se houve uma melhoria do salário médio na empresa ou não. O ideal seria desagregar este valor entre os órgãos sociais, os restantes trabalhadores e indemnizações, para verificar onde efetivamente houve alterações.

Esta análise não é possível por falta do desdobramento da conta contabilística 63 nos elementos financeiros disponíveis pelo que nos poderá induzir em conclusões incorretas. Nomeadamente um gasto anormalmente alto na administração indica erradamente que houve uma melhoria significativa nos salários, situação que eventualmente não será correta.

## **15 Metodologia**

O estudo foi realizado com recurso a várias técnicas estatísticas: estatística descritiva, testes de normalidade, correlações e finalmente os testes para comparação de médias de amostras emparelhadas. Toda a análise estatística dos dados foi efetuada com recurso ao *IBM SPSS STATISTICS* Versão 25.0.

Para averiguar se as variáveis em estudo seguem ou não distribuições normais aplicámos o teste de *Kolmogorov-Smirnov* e o teste de Shapiro-Wilk. Não tendo sido verificados os pressupostos de normalidade dos dados e atendendo à dimensão da amostra optou-se pela realização de testes não paramétricos.

As análises de correlação foram efetuadas tendo por base o coeficiente de correlação de *Spearman*, que varia entre -1 e 1. Quanto mais próximo estiver destes extremos, maior será a associação entre as variáveis.

O teste não paramétrico de Wilcoxon foi utilizado para análise de diferenças pré e pós operação, o nível de significância estatística foi estipulado para valores de  $p$  inferiores a .05 (Field, 2009).

Posteriormente foi realizada uma análise das variáveis pré e pós operação e efetuado a sua comparação com os valores médios da CAE(2 dígitos) do setor em que se insere cada uma das empresas da amostra, para tentar reduzir/eliminar o efeito da crise económica dos resultados das operações.

Estes procedimentos foram aplicados a cada uma das variáveis em estudo.

No caso das fusões os dados pré operação foram obtidos através do somatório dos valores individuais das empresas envolvidas na operação.

## 16 Resultados

Os resultados das estatísticas descritivas encontram-se evidenciados no anexo, apenas se apresentando seguidamente os resultados das correlações, dos testes estatisticamente significativos e a comparação dos resultados entre os valores pré e pós operação da própria empresa e entre os valores da empresa e a média do setor a que a empresa pertence.

### 16.1 Correlações não paramétricas

TABELA 3

Relação pré e pós operação por tipo de operação

	Adquirentes		Adquiridas		Fusões	
	Depois		Depois		Depois	
	r	P	R	p	r	P
	VN	.974** .000	VN	.932** .000	VN	.952** .000
	RAT	.853** .000	RAT	.733** .000	RAT	.862** .000
Antes	EBITDA	.740** .000	Antes EBITDA	.576** .000	Antes EBITDA	.814** .000
	RCP	.461** .009	TX_IRC	.508** .000	RCP	.492** .001
	AF	.498** .004	AF	.650** .000	AF	.767** .000
	NTrab	.957** .000	NTrab	.897** .000	NTrab	.942** .000
	SMedio	.906** .000	SMedio	.823** .000	SMedio	.727** .000

Nota: VN: volume de negócios; RAT: rotação do ativo; EBITDA: resultados antes de impostos, juros e depreciações; RCP: rentabilidade dos capitais próprios; AF: autonomia financeira; r: coeficiente de correlação de Spearman; p: probabilidade; \*\*p < .01

### 16.2 Teste de comparação de médias – amostras emparelhadas

TABELA 4

Diferenças pré e pós operação

Tipo Operação	Indicador	Mdn	Z	P
Adquirentes	Rot. Ativo	112	-2,665 b	0.008*
	Tx. IRC	112	-2.665 b	0.008*
	RCP	143	-2,058 b	0.040*
Fusões	RCP	314	-2,112 b	0.035*
	Sal.Med	263	-2.536 c	0.011*

Nota: RAT: rotação ativo; Tx IRC: taxa de irc; RCP: rentabilidade dos capitais próprios; Mdn: soma de postos; Z: Teste de Wilcoxon; b: com base nos pontos positivos; c: com base nos pontos negativos; p: probabilidade; \* p < .05

### 16.3 Análise descritiva do desempenho da empresa e comparação com o setor

TABELA 5

*Resultados das operações por tipo de operação face à própria empresa e face ao setor*

Indicador		Volume de Negócios		
		Adquirente (%)	Adquirida (%)	Fusões (%)
Tipologia Operação				
Face empresa	melhor	42	46	39
	pior	58	54	61
Face ao setor	melhor	61	63	41
	pior	39	37	59

Nota. %: percentagem

A maioria das empresas registou um decréscimo no VN no período pós operação, situação mais evidente nas operações de fusão. Este decréscimo pode, no entanto ser justificado pela situação económica, o que se fundamenta na evidência de melhor desempenho na comparação com o setor onde as empresas adquirentes e as adquiridas apresentam maioritariamente uma percentagem de empresas com valores superiores ao setor, situação que não se verifica nas operações de fusão que mantêm um desempenho negativo em valores semelhantes à comparação pré e pós operação.

TABELA 6

*Resultados das sinergias por tipo de operação face à própria empresa e face ao setor*

Indicador		Sinergias								
		RAT (%)			EBITDA/VN (%)			TX IRC (%)		
Tipologia Operação		Adq.te	Adq.da	Fusões	Adq.te	Adq.ta	Fusões	Adq.te	Adq.ta	Fusões
Face Empresa	melhor	26	43	41	45	40	45	68	58	55
	pior	74	57	59	55	60	55	32	40	45
Face ao setor	melhor	26	48	57	55	46	50	55	54	50
	pior	74	52	43	45	54	50	45	46	50

Nota. Adq.te: adquirente; Adq.da: adquirida; %: percentagem

A sinergia operacional foi o indicador onde foi registado o pior desempenho, com especial relevo para as adquirentes onde 74% das empresas registaram um decréscimo e que se manteve na comparação com o setor. Nas operações de fusão apesar da maioria apresentar um desempenho inferior no período pós operação, na comparação com o setor, a maioria das empresas apresenta um melhor desempenho contrariamente ao que se verifica nas outras tipologias de operações.

A Sinergia económica revela um decréscimo na maioria das empresas, na comparação do pré e pós operação, situação que melhora ligeiramente quando se compara com o setor. Salienta-se que este indicador nas empresas adquiridas é maioritariamente negativo nas duas comparações.

A sinergia Fiscal revelou uma melhoria em todos os tipos de operação. Na comparação com o setor as melhorias não são tão significativas situação que pode ter como origem alterações fiscais ao nível legislativo. Considera-se positiva uma redução da taxa de IRC

**TABELA 7**

*Resultados dos indicadores de criação de valor por tipo de operação*

Indicador		RCP			AF		
Tipologia Operação		Adquirente	Adquirida	Fusões	Adquirente	Adquirida	Fusões
Face Empresa	melhor	29	41	32	42	60	59
	pior	71	59	68	58	40	41
Face ao setor	melhor	45	45	39	45	52	55
	pior	55	55	61	55	48	45

Nota. %: percentagem

A criação de valor para o acionista, indica claramente uma destruição de valor, na maioria das empresas, independentemente da tipologia da operação. Esta destruição de valor para o acionista mantém-se na comparação com o setor apesar de apresentar uma ligeira melhoria.

A estrutura financeira piora nas adquirentes e melhora nas adquiridas e nas fusões. A comparação com o setor mantém a tendência, mas com valores ligeiramente mais baixos. O fraco desempenho das adquirentes poderá ter como origem o esforço financeiro necessário à concentração onde houve necessidade de recorrer a capital alheio.

**TABELA 8**

*Resultados dos indicadores sociais*

Indicador		Nº TRABALHADORES			SALÁRIO MEDIO		
Tipologia Operação		Adquirente	Adquirida	Fusões	Adquirente	Adquirida	Fusões
Face Empresa	melhor	35	34	42	58	57	70
	pior	65	61	58	42	40	30
Face ao setor	melhor	65	51	46	55	58	63
	pior	35	49	54	45	42	37

No âmbito social verifica-se uma clara redução do número de trabalhadores, redução essa que quando comparada com o setor até é menor do que o decréscimo deste nas empresas adquirentes e adquiridas, as fusões mantêm maioritariamente a redução de trabalhadores quando comparadas com o setor.

O salário medio evidencia na maioria das operações uma melhoria, situação mais expressiva nas fusões. Esta melhoria mantém-se na comparação com o setor embora com valores ligeiramente mais baixos. Salienta-se o valor mais expressivo que as operações de fusão apresentam, tipologia que apresenta uma maior evidencia de redução de pessoal cujo pagamento podendo este acréscimo de salário médio resultar das indemnizações dos despedimentos.

## **17 Análise/discussão**

Numa primeira análise verifica-se um impacto negativo da crise financeira nos resultados das operações, tendo a comparação com o setor resultados um pouco mais satisfatórios do que na comparação com a empresa pré operação. São também visíveis diferenças de resultados consoante o tipo de concentração.

Efetuando a análise à própria empresa verifica-se que a maioria dos indicadores utilizados para a análise da performance da empresa após operação indicam valores abaixo dos pré-operação. Como exceções temos a taxa de IRC onde se verificou uma melhoria no pós operação e o salário médio que também regista um aumento em todos os tipos de operação.

A criação de valor medida através de indicadores de rentabilidade Capital próprio e da autonomia financeira. Foi claramente prejudicial ao acionista que viu reduzida a RCP independentemente do tipo de operação utilizado, sendo estatisticamente significativa nas adquirentes e nas fusões. Quanto à autonomia financeira registaram-se melhorias nas adquiridas e fusões. O pior desempenho deste indicador nas adquirentes poderá estar relacionado com o financiamento necessário à concentração e, desta forma, a empresa ao aumentar o seu financiamento prejudicou a sua robustez financeira.

De notar que as operações foram efetuadas num período de crise financeira global onde teoricamente os preços dos negócios tenderia a ser mais vantajoso para o investidor. No entanto com base na estatística assinalada pelo teste de Wilcoxon verifica-se que apenas existem diferenças significativas ( $p < .05$ ) para a rotação do ativo (RAT), taxa de IRC e

rentabilidade do capital próprio, todos eles apenas nas empresas adquirentes e também diferenças significativas nas operações de fusão para os indicadores Rentabilidade do capital próprio e Salário Médio.

Apresentamos agora a análise de validação ou não das hipóteses formuladas:

H1 - As operações de concentração conduzem a um crescimento da empresa, traduzindo-se num aumento do VN. - Verifica-se que a maioria das empresas registou um decréscimo no VN, não havendo, portanto, evidência para validar esta hipótese. Pelo teste de Wilcoxon conclui-se que não se verificam diferenças significativas.

H2 - As operações de concentração geram sinergias operacionais. A sinergia operacional foi o indicador onde foi registado o pior desempenho com especial relevo para as adquirentes, não havendo evidência para validar esta hipótese. Pelo teste de Wilcoxon conclui-se que nas adquiridas e nas fusões não há diferenças estatisticamente significativas, verificando-se diferenças significativas nas empresas adquirentes.

H3 - As operações de concentração geram sinergias económicas. - O desempenho das empresas neste indicador revela um decréscimo na maioria das empresas. Não havendo evidência para validar esta hipótese. Pelo teste de Wilcoxon conclui-se que não se verificam diferenças significativas.

H4 - As operações de concentração criam sinergias fiscais. – Este indicador revelou uma melhoria em todos os tipos de operação. Havendo, portanto, evidência para validar esta hipótese. Pelo teste de Wilcoxon conclui-se que não se verificam diferenças significativas nas operações de fusão e nas empresas adquiridas, havendo, no entanto, diferenças estatisticamente significativas nas empresas adquirente.

H5 - As operações de concentração criam valor para o acionista. - Considerando a globalidade das operações este indicador indica claramente uma destruição de valor para o acionista, na maioria das empresas, independentemente da tipologia da operação. Não havendo evidência para validar esta hipótese. Pelo teste de Wilcoxon conclui-se que apenas se verificam diferenças significativas nas empresas adquirentes.

H6 - As operações conduzem a uma alteração da estrutura financeira. A estrutura financeira revela melhorias na maioria das empresas adquiridas e nas fusões e piora nas adquirentes. registaram-se melhorias nas adquiridas e fusões. Pelo teste de Wilcoxon não se verificam diferenças significativas.

H7 - As operações de concentração criam valor para os trabalhadores, através do aumento do salário médio. - Este indicador foi onde se registaram os melhores resultados evidenciando melhoria dos salários na maioria das operações, independentemente do tipo, sendo que as operações de fusão apresentam valor percentual. Pelo teste de Wilcoxon conclui-se que se verificam diferenças significativas apenas nas operações de fusão.

H8 - As operações de concentração conduzem a reduções de pessoal. - No âmbito social verifica-se uma clara redução do número de trabalhadores. Havendo evidencia para validar esta hipótese. Pelo teste de Wilcoxon não existem diferenças significativas .

H9 - As operações de fusão geram mais sinergias do que as de aquisição. Não existem diferenças significativas nos resultados dos três indicadores relacionados com as sinergias que permitam validar esta hipótese. Pelos testes de Wilcoxon não existem diferenças significativas nos indicadores de sinergia das operações de fusão nos indicadores de sinergia analisados.

H10 - As operações de fusão geram maiores reduções de trabalhadores.- A percentagem de empresas na tipologia de fusão que evidencia reduções de pessoal é de 58% sendo a tipologia que apresenta menor valor. Não existe evidencia que valide esta hipótese. Pelo teste de Wilcoxon realizado neste indicador não existem diferenças significativas apresentando o valor de significância mais elevado de todas as tipologias.

Com base nestes resultados podemos verificar que no indicador crescimento o pós operação apresenta um decréscimo na maior parte das empresas, situação que se altera quando se compara com o setor havendo melhor desempenho do que o setor nas adquirentes e adquiridas. As operações de fusão maioritariamente não conseguiram crescer.

As sinergias, sendo apresentadas como um dos principais objetivos das concentrações empresariais apenas são mais evidentes ao nível fiscal. Na componente operacional apenas as fusões apresentaram uma taxa de sucesso mais elevada e apenas na comparação com o setor. Na componente económica apenas foi evidenciada uma taxa de sucesso superior a 50% nas adquiridas e também apenas na comparação com o setor, tal como referem Matos & Rodrigues, (2000) as sinergias são muito difíceis de alcançar e demoram tempo a aparecer. Também Kui & Chang(2011) referem as sinergias como um fantasma que motiva as operações.

A criação de valor para o acionista apresentou taxas de insucesso superiores em todas as tipologias e ambas as comparações.

A estrutura financeira melhora nas adquiridas e nas fusões mas nas adquiridas este indicador apresenta taxas de insucesso superiores, podendo este facto ter origem na necessidade de recurso a capital alheio.

No âmbito social verifica-se uma melhoria em termos de salário médio. As esperadas reduções de pessoal confirmam-se em todas as tipologias de operações, no entanto, quando comparado com o setor as empresas adquirentes e adquiridas apresentam menor redução do que o setor. Estas conclusões estão em linha com as de Conyon, Girma, Thompson & Wright (2002), Beckman & Forbes (2004) e Kubo & Saito (2011).

As empresas adquiridas, onde eram expectáveis melhores resultados não se verificaram alterações significativas em nenhuma das variáveis analisadas.

Nas operações de fusão, eram esperadas maiores sinergias e maiores consequências nefastas no campo social, verificou-se que existem diferenças significativas nos indicadores de criação de valor para o acionista, sendo esta criação de valor negativa, pelo que operação é prejudicial ao acionista. Contrariamente ao esperado no indicador salário médio verifica-se um aumento do mesmo com alterações significativas positivas. O que poderá ser resultado das indemnizações pagas dado que esta tipologia de operação é a única que na comparação com o setor apresenta reduções de pessoal superiores ao setor.

O objetivo crescimento analisado do ponto de vista da empresa, maioritariamente não foi conseguido, no entanto comparando com o setor verificou-se uma melhoria nas adquirentes e adquiridas, mas no que diz respeito às fusões mantiveram maioritariamente desempenhos mais baixos do que tinham antes da concentração.

As sinergias foram conseguidas apenas na componente fiscal tendo ficado a componente operacional e económica abaixo da performance anterior.

## **Conclusões**

As empresas precisam pensar e preparar com muito cuidado a realização de operações de concentração empresarial e avaliar os méritos de potenciais alvos de aquisição. Tratando-se de operações que envolvem avultadas quantias monetárias há necessidade de fazer muito mais trabalho na fase de “*due diligence*”, a fim de quantificar a probabilidade de benefícios e custos que possam decorrer do negócio. Sem uma avaliação rigorosa e realista, é precipitado concluir que a concentração irá corresponder aos benefícios esperados. O risco de insucesso será ainda maior se o adquirente pagar um valor muito elevado, sobretudo quando o mercado está em alta.

Jamais poderemos saber o que teria acontecido caso as operações não se tivessem realizado, no entanto, podemos afirmar que os supostos benefícios expectáveis com as operações de concentração, apesar de serem possíveis, são muito difíceis de realizar na prática

O estudo incidiu sobre operações que foram efetuadas numa época que se caracterizou por uma das maiores crises financeiras, com Portugal a necessitar de recorrer a ajuda externa, e que por estes factos talvez fosse uma época propícia à realização de bons negócios para os adquirentes que desta forma conseguiram valores teoricamente mais baixos. Desconhecendo-se o preço, o negócio tem de ser avaliado pelo desempenho da empresa após a operação.

Os indicadores analisados revelam que maioritariamente as operações falharam os seus objetivos e apesar da comparação com o setor revelar ligeiras melhorias, estas ficam, no entanto, em nossa opinião, aquém do esperado.

Pode ainda acontecer que o período analisado pós operação, que no caso foi de 3 anos, não seja suficiente para colocar em prática todas as alterações necessárias à obtenção das sinergias, dada a complexidade dos processos.

Apesar deste cenário estamos convictos de que as operações foram vantajosas para vendedores, consultores, Banca de investimento e outras entidades intermediárias nas operações, cujo interesse reside apenas na concretização do negócio e não na sua vantagem para o investidor.

Tal como refere a frase de abertura, embora os negócios frequentemente falhem na prática, eles nunca falham nas projeções.

## **18 Limitações**

O estudo foi realizado com base nos elementos contabilísticos disponíveis tendo durante o período em análise o normativo contabilístico sofrido várias alterações profundas de entre as quais se destaca a transição do POC para o SNC(2010) o que pode originar algum tratamento contabilístico diferente para a mesma realidade.

Também ao nível fiscal apesar de se ter levado em linha de conta as alterações efetuadas à taxa de IRC muitas outras alterações fiscais foram feitas quer por via dos Orçamentos de Estado quer por alterações ao nível do código de IRC onde se destaca a revisão do CIRC efetuada em 2014. Estas alterações podem influenciar os resultados das empresas nomeadamente pela aceitação ou não a nível fiscal de determinadas despesas.

Ao nível fiscal as sinergias foram calculadas com base nas demonstrações financeiras individuais, não sendo por esse facto considerada a poupança fiscal em termos de grupo uma vez que o sistema fiscal português possibilita a opção pelo RETGS pela sociedade mãe, previsto nos art.º 69º a 71º do CIRC que se traduz na tributação do lucro consolidado do grupo o que possibilita a dedução no próprio ano de eventuais prejuízos de outras empresas, pelo que o imposto efetivamente pago poderá ser eventualmente menor. Esta declaração de grupo não se encontra disponível pelo que não nos é possível quantificar essa poupança nem identificar as sociedades que efetuaram essa opção.

Ao nível estatístico os elementos de comparação foram recolhidos na Central de Balanços do Banco de Portugal sendo que a série longa de quadros do setor era até 2005 inclusive elaborada com base na IACB<sup>88</sup>, a partir de 2006 a informação estatística passou a ser elaborada com base na IES<sup>89</sup>.

Ainda durante o período em análise verificou-se uma revisão aos CAE`s passando a ser adotada a partir de 2007 a CAE rev3 que substituiu a Rev2.

No campo social também assistimos a algumas alterações significativas, entre as quais destacamos a profunda revisão do código de trabalho efetuada em 2009 e que

---

<sup>88</sup> IACB – Inquérito Anual da Central Balanços promovido pelo Banco de Portugal com base num conjunto de cerca de 17.000 empresas de diversos setores (o número varia de ano para ano).

<sup>89</sup> BANCO DE PORTUGAL • Estudos da Central de Balanços • 19, pág. 9

despenalizou significativamente os despedimentos e também as alterações efetuadas no valor do salário mínimo que teve uma variação de 30,86% de 2006( 385,9€) para 2015(505€), tendo-se mantido com o mesmo valor no período de 2011 a 2014(485€) ou seja esta evolução foi registada em 6 anos o que se traduz num aumento de 5,14% ao ano.

## **19 Sugestões para estudos futuros**

O mercado português está pouco explorado na temática das concentrações empresarias. O presente trabalho, pela sua abrangência, levanta apenas o véu para os vários aspetos que futuros pesquisadores poderão aprofundar mais especificamente, cada um dos pontos analisados, servido desta forma de ponto de partida para esses eventuais estudos.

Será eventualmente interessante também a realização de um estudo semelhante num contexto pós crise para verificar se os resultados das concentrações empresariais serão diferentes dos agora referidos.

## Referências

- Ahern, K. R. & Sosyura, D. (2014). Who Writes the News? Corporate Press Releases during Merger Negotiations. *The Journal of Finance*, 19(1), 241-291.
- Ahern, K., Daminelli, D. & Fracassi, C. (2015). Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world. *Journal of Financial Economics* 11, 165–189
- Alhenawi, Y. & Krishnaswami, S. (2015). Long-term impact of merger synergies on performance and value. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 58, 93–118.
- Alves, S. (2010). Novas Exigências só Podem Ser Compensadas com Formação. *Revista TOC*, 121, 6 – 12.
- Arvanitis, S. & Stucki, T. (2015). Do mergers and acquisitions among small and medium-sized enterprises affect the performance of acquiring firms? *International Small Business Journal*, 33(7), 752–773.
- Associação Industrial Portuguesa – AIP & Câmara do Comércio e Indústria- CCI (2013). Retrieved from <http://www.moneris.pt/userfiles/file/Publicações/AIP%20-%20Fusoes%20Aquisicoes%20-%20Estudo.pdf>
- Assunção, M. A. A. (2016). *Fusões e Aquisições no Contexto de Reestruturação do Grupo*. (Master thesis, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto).
- Autoridade da Concorrência (2010). Retrieved from <http://www.concorrenca.pt/vPT/Paginas/HomeAdC.aspx>
- Aveiro, I. & Carregueiro, N. (2015). Acções da Glintt disparam 26% após OPA da Farminveste. Retrieved from <http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/tecnologias/detalhe/farminveste-lanca-opa-sobre-a-glintt>.
- Banco de Portugal (2014). Quadros do Setor e Quadros da Empresa e do Setor - Notas Metodológicas Série Longa 1995-2013. *Estudos da Central de Balanços, Boletim* 19.
- Banco de Portugal (n.d). Central de balanços, estatísticas online, exploração multidimensional, série longas. Retrived from [www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)
- Barreira, J. F. S. (2011). *Impacto de uma fusão ou aquisição na performance das empresas – alguns casos em Portugal*. (Master thesis, Instituto Superior de Economia e Gestão).
- Barros, V. M. S. (2011). *Impacto da Fiscalidade nas Decisões de Fusões e Aquisições em Portugal*. (Master thesis, Instituto Superior de Economia e Gestão).
- Bastardo, C.& Gomes, A. R. (1996). *Fusões e Aquisições(M&A) uma abordagem de avaliação de empresas*.
- Bauer, F., King, D. & Matzler, K. (2016). Speed of acquisition integration: Separating the role of human and task integration. *Scandinavian Journal of Management* 32, 150–165.
- Beckman, T. & Forbes, W. (2004). An examination of takeovers, job loss and the wage decline within UK industry. *European Financial Management*, 10, 141–165.
- Bhide, A. (1993). The hidden costs of stock market liquidity. *Journal of Financial Economics*, 34(1), 31-51.
- Boehm, J., Teuteberg, T. & Zulch, H. (2016). Frequency of and reasons for bargain purchases – Evidence from Germany. *Corporate Ownership and Control*, 13(2), 313-328.

- Booz, A., Allen, J. L., & Hamilton, C. (1985). *Diversification: a survey of European chief executives*.
- Bradley, M., Anand, D., & Kim, E. H. (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics* 21, 183 -206.
- Brealy, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance*. New York
- Brito, R. (2011). *A ingerência do credor controlador no governo societário - Consequências e mecanismos de restabelecimento do equilíbrio entre as partes*. (Master thesis, Universidade Católica Portuguesa).
- Camargos, M. A. & Barbosa, F. V. (2003). Fusões, Aquisições e Takeovers: Um levantamento Teórico dos Motivos, Hipóteses Testáveis e Evidências Empíricas. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(2), 17-38.
- Camargos, M. A. & Barbosa, F. V. (2005). Análise do Desempenho Económico-Financeiro e da Criação de Sinergias em Processos de Fusões e Aquisições do Mercado Brasileiro Ocorridos entre 1995 e 1999. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 12(2), 99-115.
- Carreira, H. M. (1992). *Concentração de Empresas e Grupos de Sociedades – Aspectos Históricos Económicos e Jurídicos*. Porto: Asa.
- Cartwright, S. (2015). Why Mergers Fail and How to Prevent It. *QFinance*, 14.
- Cartwright, S., Cooper, C. L. (1992). *Mergers & Acquisitions: The Human Factor*. Oxford.
- Carvalho, C., Rodrigues, A. M., Ferreira, C. (2012, setembro). *Relevância do Goodwill nas Concentrações Empresariais em Portugal*. Paper presented at the XV encontro AECA, Esposende.
- Castro, V. C. (2014). *Sobreviventes da Fusão e Categorias Sociais: Um Estudo Comparativo acerca do Fenômeno das Fusões*. (Master thesis, Universidade Católica de Goiás).
- Catropa, E. (2001). A competitividade e a reforma fiscal, *O Economista*, 14, 49-44.
- Caves, R. E. (1987). Effects of Mergers and Acquisitions on the Economy: An Industrial Organization Perspective. In L. Brownen (Eds), *The Merger Boom* (pp. 149-168).
- Cho, Y. S. & La, K. A. (2014). The Impact of Organizational Citizenship Behavior on Synergy Creation in Mergers and Acquisitions According to Levels of OCB and Types of M&A. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 18(2).
- Código do Imposto Municipal sobre Imóveis, CIMI; DL 287/2003. Retrieved from [http://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/informacao\\_fiscal/codigos\\_tributarios/](http://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/informacao_fiscal/codigos_tributarios/)
- Código do Imposto sobre o Rendimento das pessoas Coletivas – CIRC – DL 442 B/88. Retrieved from [http://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/informacao\\_fiscal/codigos\\_tributarios/](http://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/informacao_fiscal/codigos_tributarios/)
- Código do Imposto sobre o Valor Acrescentado, CIVA; DL/394 B/84. Retrieved from [http://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/informacao\\_fiscal/codigos\\_tributarios/](http://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/informacao_fiscal/codigos_tributarios/)
- Código Valores Mobiliários – CMVM – DL n.º 486/99. Retrieved from <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/CodigosValoresMobiliarios/Pages/Codigo-dos-Valores-Mobiliarios.aspx?pg>
- Comissão para a reforma IRC (2013). *Uma reforma do IRC orientada para a competitividade, crescimento e o emprego*. Retrieved from <https://www.occ.pt/fotos/editor2/relatorioirc.pdf>
- Conyon, M. J., Girma, S., Thompson, S., & Wright, P. W. (2001). Do hostile mergers destroy jobs? *Journal of Economic Behavior & Organization*, 45, 427–440.

- Coontz, G. (2004). Economic Impact of Corporate Mergers and Acquisitions on Acquiring Firm Shareholder Wealth. *The Park Place Economist*, 12.
- Cording, M., Harrison, J. S., Hoskisson, R. E., & Jonsen, K. (2014). Walking The Talk: A Multistakeholder Exploration of Organizational Authenticity, Employee Productivity, and Post-Merger Performance. *The Academy of Management Perspectives*, 28(1), 38–56.
- Correia, A., Marta, C., Loureiro, R., & Alberto, F. (2016). Fusão de Sociedades: Uma perspetiva unificadora. *Revista OCC*, 193, 48-52.
- Cruz, S. R. (2016). Ativos intangíveis com vida útil indefinida em sede de IRC. *Revista OCC*, 201, 35-37.
- Cunha, M., Sarmiento, P., & Vasconcelos, H. (2014, fevereiro). *Uncertain Efficiency Gains and Merger Policy*. Paper presented at the Faculdade Economia do Porto, Porto.
- Damodaran, A., (2005, Outubro). *The Value of Synergy*. Paper presented at the Stern School of Business.
- Damodaran, A., (2015). Musing on markets - Winning at a Loser's Game? Control, Synergy and the ABInBev/SABMiller Merger! Retrieved from <http://aswathdamodaran.blogspot.pt/2015/10/winning-at-losers-game-control-synergy.html>
- Dargenidou, C., Gregory, A., & Hua, S. (2016). How far does financial reporting allow us to judge whether M&A activity is successful? *Accounting and Business Research*, 46(5), 467-499.
- Devos, E., Kadapakkam, P. R., Krishnamurthy, S., (2009). How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies. *The Review of Financial Studies*, 22(3), 1179-1211.
- Drucker, P. (1986). Corporate takeovers – what is to be done? *The Public Interest*.
- Duarte, A. R. F. (2015). *Impacto das fusões e aquisições no desempenho de empresas portuguesas*. (Master thesis, Universidade de Aveiro).
- Ducker, P.F. (1986). *The Frontiers of Management*.
- Estatuto dos Benefícios Fiscais- EBF Decreto-Lei 215/89 de 1 de julho. Retrieved from [http://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/informacao\\_fiscal/codigos\\_tributarios/](http://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/informacao_fiscal/codigos_tributarios/)
- Esteves, J. C. (2005). Acórdãos ICI e Marks & Spencer e o RETGS. Retrieved from <https://www.pwc.pt/pt/fiscalidade/artigos/imagens/hfc/artigo-acordaos-ici-jce-dez-05.pdf>
- Eurostat - Statistical Books (2014). *Taxation trends in the European Union*. doi:10.2778/33696
- Ferreira, D. (2002). *Fusões, Aquisições e Reestruturação de Empresas*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Field, A.(2009). *Discovering Statistics Using SPSS(Third Edition)*. London: SAGE Publications Ltd
- Franks, J., & Mayer, C., (1996). Hostile Takeovers and the correction of Managerial Failure. *Journal of Financial Economics* 40, 163-181.
- Garkusha, V., Joyce, P., & Loyd, C. S. (2015). Corporate Tax Rate and Recent Inbound and Outbound Mergers and Acquisitions Activity in the United Kingdom. *Procedia Economics and Finance*, 30, 271 – 282.
- Gill, C. (2012). The Role Of Leadership In Successful International Mergers And Acquisitions: Why Renault-Nissan Succeeded And Daimlerchryslermitsubishi Failed; *Human Resource Management*, 51(3), 433–456.
- Góis, C. (2013). A governação das Sociedades – Qual a ligação ao relato Financeiro? *Revista TOC*, 157, 56-61.

- Gonzalez, N. Z. G. (2007). Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial. *Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa*.
- Gorton, G., Kahl, M., & Rosen, R. J. (2009). Eat or Be Eaten: A Theory of Mergers and Firm Size. *The Journal of Finance*, 14(3).
- Gugler, K., & Yurtoglu, B. B. (2003). The effects of mergers on company employment in the USA and Europe. *International Journal of Industrial Organization*, 22, 481–502.
- Healey, P. M. (2016). Reflections on M&A accounting from AOL's acquisition of Time Warner. *Accounting and Business Research*, 46(5), 528-541.
- Heffernan, M. (2012). Why Mergers Fail. Retrieved from <https://www.cbsnews.com/news/why-mergers-fail/>
- Henning, S. L., B.L. Lewis, & W. H. Shaw. (2000). Valuation of the Components of Purchased Goodwill. *Journal of Accounting Research* 38(2), 375-386.
- Hovhannisyanyan, V., & Bozic, M. (2016). The effects of retail concentration on retail dairy product prices in the United States. *Journal of Dairy Science*, 99(6).
- Idris, S. A. M., Wahab, R. A. & Jaapar, A. (2015). Corporate Cultures Integration and Organizational Performance: A Conceptual Model on the Performance of Acquiring Companies. *Social and Behavioral Sciences* 172, 591 – 595.
- IMAA. (2004). M&A Statistics. Retrieved from <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
- INE- Instituto Nacional de Estatística (2007). *Classificação portuguesa de actividades económica*. Lisboa.
- Jiménez, J. J. A., & Rebull, M. V. S. (2004). La información consolidada de los grupos cotizados. *Revista Partida Doble*, 153.
- Johnson, L. T., & Petrone, K. R., (1998). Is Goodwill an Asset? *Accounting Horizons*, 293-303.
- Kaplan, S. N., Mitchell, M. L., & Wruck, K. H. (2000). Clinical Exploration of Value Creation and Destruction in Acquisitions: Organizational Design, Incentives, and Internal Capital Markets. In S. Kaplan (Ed.), *Mergers and Productivity*. National Bureau of Economic Research Conference Report.
- Kestenbaum, R. (2017). Why Corporate Acquisitions Fail And How To Avoid It. Retrieved from <https://www.forbes.com/sites/richardkestenbaum/2017/04/04/why-corporate-acquisitions-fail-and-how-to-avoid-it/#3f0a527356e3>
- KPMG (1999). *Mergers and Acquisitions: Global Research Report*. London, UK
- Krishnakumar, D., & Sethi, M. (2012). Methodologies Used to Determine Mergers and Acquisitions Performance. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 16(3).
- Kruse, T., Park, H. Y., Park, K., & Suzuki, K. (2007). Long-term performance following mergers of Japanese companies: The effect of diversification and affiliation. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15, 54–172.
- Kubo, K., & Saito, T. (2012). The effect of mergers on employment and wages: Evidence from Japan. *Journal of The Japanese and International Economies*, 26, 263–284.
- Kui, J., & Chang, L. S. (2011). An Empirical Study on Listed Companies Merger Synergies. *Procedia Engineering*, 24, 726–730.
- Lasher, W. (2014). *Practical Financial Management*. USA: Cengage Learning
- Lees, S. (2003). *Global Acquisitions – Strategic integration and the Human Factor*. New York

- Lehto, E., & Böckerman, P. (2008). Analysing the employment effects of mergers and acquisitions. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 68, 112–124.
- Leite, A. S. D. C. (2010). *Fusões & Aquisições na Indústria Farmacêutica: O caso da empresa Novartis*. (Master thesis, ISCTE).
- Lopes, C. A. R. (2015). As alterações das NCRF, a diretiva 2013/34/EU e as IAS/IFRS: Alguns procedimentos comparativos na contabilização e valorização. *Revista OCC*, 188, 59-69.
- Lopes, C. M. M. (2008). *Quanto custa pagar impostos em Portugal: Os custos de cumprimento da tributação do rendimento*. Lisboa: Almedina.
- Love, C. K. (2000). Mergers and Acquisitions: The Role of HRM in Success. *IRC Press*.
- Maquieira, C. P., & Vieito, J. P. (2013). *Financas Empresariais – teoria e pratica, 2ª edição*. Escolar Editora.
- Martin, K. J., & McConnell, J. J. (1991). Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover. *Journal of Finance*, 46, 671–687.
- Matos, J. C. M. (2014). *Consequências Económicas da Alteração ao Regime Jurídico da Concorrência que regula as Concentrações*. (Master thesis, Faculdade Economia da Universidade de Coimbra).
- Matos, P. V., Rodrigues, V. (2000). *Fusões e Aquisições - Motivações, Efeitos e Política*. Cascais, Lisboa: Principia.
- McGee-Cooper, A. (2005). Tribalism: Culture Wars at Work. *Journal for quality and participation*, 28(1), 12-15.
- Morgan, R. G. (1977). Merger Motives: Conglomerates Versus Congenerics. *Nebraska Journal of Economics & Business*, 16(1), 47-54.
- Neves, J. C. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. Lisboa, Portugal: McGraw-Hill
- Neves, J. C. (2011). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa*. Lisboa: Texto editores.
- Nguyen, H. T., Yung, K., & Sun, Q. (2012). Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(9), 1357–1375. doi: 10.1111/jbfa.12000
- Nicholson, R. R., Salaber, J. & Cao, T. H. (2016). Long-term performance of mergers and acquisitions in ASEAN countries. *Research in International Business and Finance*, 36, 373–387.
- Ordem dos Contabilistas Certificados (2015). Parecer técnico PT 17054 – Goodwill. Retrieved from <https://www.occ.pt/pt/noticias/parecer-tecnico-goodwill/>
- Pena, P. (2014). Fundo de Pensões do BPN distribuiu lucros e agora não paga reformas. Retrieved from <https://www.publico.pt/2014/03/03/economia/noticia/fundo-de-pensoes-do-bpn-excesso-privado-defice-publico-1626802>
- Pervan, M., Višić, J., & Barnjak, K. (2015). The impact of M&A on company performance: Evidence from Croatia. *Procedia Economics and Finance*, 23, 1451 – 1456.
- Pinto Jr., H.Q., & Iootty, M. (2005). Avaliando os Impactos Microeconômicos das Fusões e Aquisições nas Indústrias de Energia no Mundo: Uma análise para a década de 90. *Revista de Economia Política*, 25(4), 439-453.
- Portal da Justiça. (n.d.) A Justiça ao serviço do cidadão e das empresas. Retrieved from <https://publicacoes.mj.pt/Pesquisa.aspx>
- Procuradoria Geral do Distrito de Lisboa. (n.d.). Retrieved from [www.pgdlisboa.pt](http://www.pgdlisboa.pt)
- PWC & World Bank Group (2017). Paying Taxes 2017. Retrieved from <https://www.pwc.com/gx/en/services/tax/paying-taxes-2017.html>
- Pwc (2017). *Coletânea Tributária Anotada 2017*. Lisboa: Rei dos livros.

- Racius (n.d.) Observatório Racius: Estatísticas sobre o Mundo Empresarial. Retrieved from [www.racius.pt](http://www.racius.pt)
- Rahman, M., & Lambkin, M. (2015). Creating or destroying value through mergers and acquisitions: A marketing perspective. *Industrial Marketing Management*, 46, 24–35.
- Rani, N., Yadav, S. S. & Jain, P. K. (2015). Impact of Mergers and Acquisitions on Shareholders' Wealth in the Short Run: An Event Study Approach. *The Journal for Decision Makers*, 40(3), 293–312.
- Rappaport, A. (1990). The staying power of the public corporation. *Harvard Business Review*, 96 104.
- Ravenscraft, D. J., & Scherer, F. M. (1987). *Mergers, Sell-offs, and Economic Efficiency*. Washington DC: The Bookings Institutions.
- Ravenscraft, D. J., & Scherer, F. M. (1989). The profitability of mergers. *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), 101-116.
- Riscado, S. (2004). *Fusões e Aquisições na perspetiva internacional: consequências económicas e implicações para as regras de concorrência*. Retrieved from [http://www4.fe.uc.pt/ceue/working\\_papers/iriscado.pdf](http://www4.fe.uc.pt/ceue/working_papers/iriscado.pdf)
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (1995) *Administração financeira: corporate finance*. São Paulo: Atlas.
- Sacui, V. (2016). The Components of Purchased Goodwill in Businesses Combinations. *Review of International Comparative Management*, 17.
- Sampaio, M. F. R. C. (2000), *Contabilização do Imposto sobre o Rendimento das Sociedade- análise dos métodos do imposto a pagar e da contabilização dos efeitos fiscais*. Vislis Editores.
- Sanches, J. L. S. (2007). *Manual de Direito Fiscal*. Coimbra, Portugal: Coimbra Editora.
- Santos, M. F. F. (2013) Testes de imparidade ao goodwill: Contabilidade e relato. *Revisores e Auditores*, 17-37.
- Sarmiento, J. M. & Duarte, I. (2015). A Instabilidade do sistema fiscal português: uma retrospectiva entre 1989 e 2014. *Julgar online*.
- Sayao, A. C. M. (2005) *Mudanças pós-aquisição na cultura de uma empresa*. (Master thesis, Universidade Católica de Minas Gerais).
- Schuler, R.S., & Jackson, S.E., (2001). HR Issues and Activities in Mergers and Acquisitions. *European Management Journal*, 19(3), 239– 253.
- Schweizer, L., & Patzelt, H. (2012). Employee commitment in the post-acquisition integration process: The effect of integration speed and leadership. *Scandinavian Journal of Management*, 28, 298-310.
- Selcuk, E. A. (2015). Do mergers and acquisitions create value for Turkish target firms? An event study analysis. *Procedia Economics and Finance*, 30, 15 – 21.
- Serens, M. N. (2014). *Código das Sociedades Comerciais*. Edições Almedina
- Setala, V. A. (2000). Economies of scale in grocery retailing in Finland. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 7, 207-213.
- Sheen, A. (2014). The Real Product Market Impact of Mergers. *The Journal of finance*, 19(6).
- Shleifer, A., & Summers, L. (1988). Breach of trust in hostile takeovers. In: A. Auerbach (Ed.), *Corporate takeovers: Causes and consequences*. Chicago: National Bureau of Economic Research.
- Silva, J. A. S. V., & Diz, M. C. R. (2005) Mergers and Acquisitions in the Portuguese Banking Industry: is it there a process of value creation? (Master thesis, Universidade Évora).

- Silva, S. M. & Aleixo, M. C. (2014). *A Divulgação da Informação das Concentrações de atividades empresariais nas empresas do PSI 20 para o período 2009-2012*. Paper presented at the XXIV Jornadas Luso-Espanholas de Gestão Científica, Leiria.
- Sinkin, J., & Putney, T. (2014). How to Maximize Client Retention after a Merger. *Journal of Accountancy*, 42-44.
- Sistema de Análise de Balanços Ibéricos. (n.d.) <https://sabi.bvdinfo.com/>
- Soares, M. H., Aleixo, M. C., & Silva, S. (2010). *A Divulgação Da Informação Consolidada Nas Empresas Do Psi20*. (Master thesis, Instituto Politécnico de Setúbal).
- Soni, B. K. (2014). A Study on Pre-Merger and Post Merger/ Acquisition (M&A) Selected Financial Parameters for Selected Cement Companies in India. *Journal of Management*, 10(2).
- Tiwary, R. S. (2015). Mergers & Acquisitions. *Research Starters Business*
- Vazirani, N. (2015). A Literature Review on Mergers and Acquisitions Waves and Theories. *Journal of Management*, 11(1).
- Ventura, R. (1999). *Fusão, Cisão, Transformação de Sociedades*. Coimbra, Portugal: Livraria Almedina.
- Walter, G. M. (1985). Culture collision in mergers and acquisitions. In P. J. Frost, L. F. Moore, M. R. Louis, C. C. Lundberg, & J. Martin (Eds.), *Organizational culture* (pp. 301-314). Beverly Hills, CA: Sage.
- Weber, Y., & Tarba, S.Y., (2010). Human resource practices and performance of mergers and acquisitions in Israel. *Human resource Management review*, 20(3), 203-211.
- Weston, J., Mitchell, M. & Mulherim, J. (2004). *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. USA.
- Wright, P., Kroll, M. J. & Parnell, J. (2000). *Administração estratégica: conceitos*. São Paulo, Brasil: Atlas.
- Wright, P., Kroll, M. J., & Elenkov, D. (2002). Acquisition Returns, Increase in Firm Size, and Chief Executive Officer Compensation: The Moderating Role of Monitoring. *Academy of Management Journal*, 45(3), 599-608.

## 20 Anexos:

### Anexo 1 – lista das empresas adquirentes

	Nº AdC	Nome da Entidade	CAE	Ano Operação	Tipo	Âmbito
1	200904	Cerutil Cerâmicas Utilitárias, S.A.	CAE23	2009	C	D
2	200919	Cliria - Hospital Privado de Aveiro, S.A	CAE86	2009	H	D
3	200921	Alliance Healthcare, S.A.	CAE46	2009	H	D
4	200930	PT Comunicações, S.A.	CAE61	2009	H	D
5	200936	SUMA - Serviços Urbanos e Meio Ambiente, S.A.	CAE38	2009	H	D
6	200943	Salvador Caetano - Comércio de Automóveis, S.A.	CAE45	2009	H	D
7	201003	Sociedade Agrícola e Comercial do Varosa, S.A.	CAE11	2010	H	D
8	201009	QRM - Projectos Turísticos, S.A.	CAE55	2010	H	D
9	201015	Porto Editora, Lda	CAE58	2010	H	D
10	201017	Alliance Healthcare, S.A	CAE46	2010	H	D
11	201019	Auto-Sueco, Limitada	CAE45	2010	H	D
12	201023	EDP - Gestão da Produção de Energia, S.A.	CAE35	2010	H	D
13	201027	Stericycle, Inc. (Zoomed- Gestão Amb., Unip. l, Lda)	CAE38	2010	H	D
14	201030	Glintt - Global Intelligent Technologies, SGPS, S.A.	CAE62	2010	H	D
15	201044	Essilor International, S.A.	CAE32	2010	H	T
16	201062	REN Gasodutos, S.A.	CAE49	2010	H	D
17	201101	Secil - Companhia Geral de Cal e Cimento, S.A.	CAE23	2011	H	D
18	201111	Finerge-Gestão de Projectos Energéticos, S.A.	CAE71	2011	H	D
19	201121	METRO NEWS Publicações, S.A.	CAE58	2011	H	D
20	201131	Lactogal Produtos Alimentares, S.A.	CAE10	2011	H	D
21	201132	ADP Fertilizantes, S.A.	CAE20	2011	V	D
22	201137	Auto-Sueco (Coimbra), Lda.	CAE45	2011	H	D
23	201143	Zara Portugal - Confecções Unipessoal, Lda	CAE47	2011	H	D
24	201146	SAPEC PORTUGAL S.P.G.S., S.A.	CAE70	2011	H	D
25	201228	Informa D&B Soc. Unipessoal, Lda.	CAE82	2012	H	D
26	201231	BENCOM – Armaz. e Com. de Combustíveis, S.A.	CAE46	2012	V	D
27	201239	Sanfil - Casa de Saúde de Santa Filomena, S.A.	CAE86	2012	H	D
28	201241	Farminveste – Invest. , Participações e Gestão, S.A	CAE82	2012	H	D
29	201245	Auto-Sueco, Lda.	CAE45	2012	C	D
30	201248	Alfredo Farreca Rodrigues, Lda.	CAE49	2012	C	D
31	201253	SOPORCEL - Sociedade Portuguesa de Papel, S.A	CAE17	2012	H	D

**Anexo 2 – lista das empresas Adquiridas**

Nº	Nº AdC	Nome da Entidade	CAE	Ano Operação	Tipo	Âmbito
1	200909	Mauri Fermentos, S.A.	CAE10	2009	H	T
2	200909	GBI Unipessoal, Lda	CAE46	2009	H	T
3	200915	CIN Tintas para Repintura Automóvel, S.A.	CAE46	2009	V	D
4	200921	Proconfar-Prod. Consumo Farmacêuticos, S.A.	CAE46	2009	H	D
5	200936	Correia & Correia, Lda	CAE38	2009	H	D
6	200938	ORANGINA SCHWEPPE PORTUGAL, S.A	CAE70	2009	H	T
7	200943	CaetanoBus - Fabricação de Carroçarias, S.A.	CAE29	2009	H	D
8	200944	Tamfelt Technical Textiles Portugal, Lda	CAE13	2009	C	D
9	200947	Glintt - Global Intelligent Technol., SGPS, S.A.	CAE62	2009	C	D
10	200949	DyStar Anilines Têxteis, Unipessoal, Lda	CAE46	2009	H	T
11	201003	Caves da Raposeira, S.A.	CAE11	2010	H	D
12	201007	OPERESTIVA–Emp. Trab. Portuário Setubal Ld	CAE78	2010	C	D
13	201007	SADOPORT - Terminal Marítimo do Sado, S.A	CAE52	2010	C	D
14	201010	Transportes Gonçalo, S.A.	CAE49	2010	C	D
15	201013	ECOMETAIS - Sociedade de Tratamento e Reciclagem, S.A.	CAE38	2010	V	D
16	201015	Círculo de Leitores, S.A	CAE58	2010	H	D
17	201015	Livraria Bertrand – Soc. Comércio Livreiro, S.A	CAE47	2010	H	D
18	201015	Bertrand Editora, Lda	CAE58	2010	H	D
19	201015	Telecírculo – Actividades Promocionais, Lda.	CAE47	2010	H	D
20	201019	ExpressGlass - Vidros para Viaturas, S.A.	CAE82	2010	H	D
21	201030	NetPeople - Tecnologias de Informação, S.A.	CAE62	2010	H	D
22	201037	Ambimed — Gestão Ambiental, Lda	CAE38	2010	H	T
23	201037	Ambicargo Transportes, Lda	CAE49	2010	H	T
24	201037	Zoomed — Gestão Ambiental Unipessoal, Lda	CAE32	2010	H	T
25	201037	Azormed — Gestão Ambiental Açoreana, Lda	CAE38	2010	H	T
26	201038	Box Lines - Navegação, S.A	CAE50	2010	H	D
27	201043	Via Verde Portugal – Gest. Sist. Elect. Cobr, S.A	CAE70	2010	V	D
28	201044	Shamir Portugal Lda	CAE32	2010	H	T
29	201047	Energia Própria, SGPS, S.A.	CAE46	2010	C	D
30	201049	Internorte – Transp. Int. Rodov. do Norte, Lda	CAE49	2010	H	D
31	201049	Intercentro – Transp. Int. Rodov. do Centro, Lda	CAE49	2010	H	D
32	201049	Transportes Auto-Penafiel, Lda	CAE49	2010	H	D
33	201049	Rodoviária do Tejo, S.A.	CAE49	2010	H	D

*Fusões & Aquisições – Análise do seu Impacto Económico e Social / ISCAC*

34	201051	TOTALMÉDIA - Marketing e Publicidade, S.A.	CAE73	2010	C	D
35	201051	TOTALMÉDIA - Entregas ao Domicílio, S.A.	CAE49	2010	C	D
36	201051	Caixa Directa - Comunicações e Promoções, S.A	CAE73	2010	C	D
37	201055	SOC. ALTITUDE SOFTWARE – SIST.E SERVIÇOS, S.A	CAE62	2010	C	T
38	201055	EASYPHONE INTERNACIONAL SOFTWARE E SERVIÇOS, S.A.	CAE77	2010	C	T
39	201056	JACL Products - Produção de Componentes Automóveis, Sociedade Unipessoal, Lda	CAE29	2010	C	D
40	201062	SEC - Sociedade de Explosivos Civis, S.A	CAE20	2010	H	D
41	201102	Home Energy II, S.A.	CAE71	2011	H	D
42	201107	CHRONOPOST PORTUGAL – TRANSP. EXPRESSO INTERNACIONAL, S.A	CAE53	2011	C	D
43	201107	MEDIAPOST - DISTRIBUIÇÃO POSTAL, S.A	CAE53	2011	C	D
44	201107	ORBITROAD - RENT-A-CAR, UNIP., LDA	CAE77	2011	C	D
45	201111	TP-Sociedade Térmica Portuguesa, S.A.	CAE71	2011	H	D
46	201112	Artenius Portugal - Indústria de Polímeros, S.A	CAE20	2011	C	D
47	201118	António Almeida & Filhos	CAE13	2011	H	D
48	201118	PANTEXTIL - COMÉRCIO DE TÊXTEIS, S.A.	CAE47	2011	H	D
49	201118	COELIMA - IMOBILIÁRIA, S.A.	CAE68	2011	H	D
50	201118	JMA - FELPOS, S.A.	CAE13	2011	H	D
51	201118	MORECOGER - ENERGIA, S.A.	CAE35	2011	H	D
52	201121	TRANSJORNAL - Edição de Publicações, S.A	CAE58	2011	H	D
53	201125	SABA Portugal - Parques de Estacion. , S.A	CAE52	2011	C	D
54	201125	LIZ Estacionamentos - Desenvolvimento, Expl. e Constr. de P. de Estacionamento, S.A	CAE52	2011	C	D
55	201135	NVF - Clínicas Dentárias, Lda.	CAE86	2011	C	D
56	201137	CENTROCAR - CENTRO DE EQUIPAMENTOS MECÂNICOS, S.A	CAE46	2011	H	D
57	201143	ITALCO-MODA ITALIANA, S.A	CAE47	2011	H	D
58	201146	NAVIPOR - Operadora Portuária Geral, Lda	CAE52	2011	H	D
59	201201	PRECISION S.I. - SOCIEDADE IMOBILIÁRIA, S.A	CAE68	2012	C	D
60	201201	Precision Soc. <Gestora de Franchising, S.A.	CAE70	2012	C	D
61	201201	PRECISION - CENTROS DE MANUTENÇÃO AUTOMÓVEL, S.A	CAE45	2012	C	D
62	201204	OGMA – Indústria Aeronáutica de Portugal, S.A	CAE33	2012	H	T
63	201206	Generis - Farmacêutica, S.A	CAE21	2012	C	T
64	201208	Marques, Lda	CAE49	2012	H	D
65	201210	I2S - INFORMÁTICA, SIST. SERVIÇOS, S.A	CAE62	2012	H	D

*Fusões & Aquisições – Análise do seu Impacto Económico e Social / ISCAC*

66	201210	I2S (NET) – SERV.DE INFORMÁTICA, LDA	CAE62	2012	H	D
67	201216	Biovegetal – Comb. Biológicos e Vegetais, S.A.	CAE20	2012	H	D
68	201219	Secil - Companhia Geral de Cal e Cimento, S.A.	CAE23	2012	H	D
69	201226	Setgás – Soc. de Distrib. de Gás Natural, S.A.	CAE35	2012	V	D
70	201231	Terparque Armazenagem de Combustíveis, Lda.	CAE52	2012	V	D
71	201232	SPdH - Serviços Portugueses de Handling, S.A.	CAE52	2012	C	D
72	201235	VIROC Portugal – Ind. Madeira e Cimento, S.A.	CAE16	2012	C	D
73	201236	Pharmexx Portugal, Lda	CAE46	2012	C	T
74	201237	Cabovisão - Televisão por Cabo, S.A.	CAE61	2012	C	D
75	201239	Centro Hospitalar de S. Francisco, S.A.	CAE86	2012	H	D
76	201239	CHSF Centro de imagiologia lda	CAE86	2012	H	D
77	201239	ECOLEIRIA ecografia de leiria lda	CAE86	2012	H	D
78	201239	CHSF Consultoria de Gestão Lda	CAE70	2012	H	D
79	201239	CHSF Centro de Cardiologia S. Francisco Lda	CAE86	2012	H	D
80	201240	Enor, Elevação e Equipamentos, Industriais, Lda	CAE43	2012	H	D
81	201241	Alliance Healthcare, S.A	CAE46	2012	H	D
82	201241	ALLOGA PORTUGAL – Armaz. e Dist. Farmacêutica, Lda	CAE46	2012	H	D
83	201243	Hagen Engenharia SA	CAE42	2012	H	D
84	201243	HAGEN IMOBILIARIA SA	CAE41	2012	H	D
85	201245	Master Test Amoreira (Óbidos) – Inspeção de Veículos, S.A.	CAE71	2012	C	D
86	201245	Master Test Sul – Inspeção de Veículos, S.A	CAE71	2012	C	D
87	201245	Master Test Castro Verde – Inspeção de Veículos, S.A.	CAE71	2012	C	D
88	201245	Master Test Caldas da Rainha – Inspeção de Veículos, S.A.	CAE71	2012	C	D
89	201245	Master Test Rio Maior - Inspeção de veículos SA	CAE71	2012	C	D
90	201245	Master Test Maia – Inspeção de Veículos, S.A.	CAE71	2012	C	D
91	201245	Master Test Alfena – Inspeção de Veículos, S.A.	CAE71	2012	C	D
92	201245	Master Test Estarreja – Inspeção de Veículos, S.A.	CAE71	2012	C	D
93	201245	Master Test Tondela – Inspeção de Veículos, S.A.	CAE71	2012	C	D
94	201245	MASTERTEST SERVIÇOS DE GESTAO SA	CAE82	2012	C	D
95	201258	LUSIADAS -SA	CAE86	2012	V	D
96	201258	Lusíadas - Parcerias Cascais SA	CAE86	2012	V	D
97	201259	IMOPARQUES -Imoveis e parques lda	CAE52	2012	H	D

### Anexo 3 – Lista das Operações de Fusão

Nº	Designação da Entidades	Ano Zero	Ano Fusão	CAE	TIPO	AMBITO
1	Copidata II - Industrial Gráfica E Equipamentos, S.A	A2009	2009	CAE17	H	D
	Copidata - Formulários E Sistemas Para Informática, S.A	A2009	2009	CAE46		
2	Siemens Medical Solutions Diagnostics, Unipessoal, Lda	A2009	2009	CAE46	H	D
	Amerlab - Sistemas De Diagnóstico Para Laboratório, S.A	A2009	2009	CAE46		
	Dade Behring Portugal - Meios De Diagnóstico Médico, Lda	A2009	2009	CAE46		
3	Recheio - Cash & Carry, S.A.	A2009	2009	CAE46	H	D
	Scgr - Comércio Por Grosso E A Retalho, S.A	A2009	2009	CAE68		
4	Inventis - Farmacêutica E Biotecnologia, S.A	A2009	2009	CAE21	H	D
	Farma Aps - Produtos Farmacêuticos, Sa	A2009	2009	CAE21		
	Clintex - Produtos Farmacêuticos, S.A	A2009	2009	CAE21		
	Generis - Farmacêutica, S.A	A2009	2009	CAE21		
	Biogereris - Farmacêutica, S.A.	A2009	2009	CAE21		
5	Zon Tv Cabo Portugal, S.A	A2009	2009	CAE61	H	D
	Bragatel - Companhia Televisão Cabo De Braga S.A	A2009	2008	CAE60		
	Pluricanal Santarém – Telev. Cabo S.A	A2009	2009	CAE61		
	Pluricanal Leiria – Telev. Por Cabo S.A	A2009	2009	CAE61		
	Tvtel Comunicações, S.A	A2009	2009	CAE61		
6	Finançor - Agro- Alimentar, S.A	A2009	2009	CAE10	C	D
	Sociedade Açoreana De Sabões, S.A	A2009	2009	CAE10		
	Agripar, Sgps, S.A.	A2009	2009	CAE64		
7	Sugalidal - Indústrias Alimentação, S.A	A2009	2009	CAE10	H	D
	Indústrias De Alimentação Idal, S.A.	A2009	2009	CAE10		
8	Patrisap - Aluguer E Venda De Equipamentos, S.A.	A2009	2009	CAE77	C	D
	Montgru - Equipamentos Para A Construção Civil, S.A.	A2009	2009	CAE77		
	Levap Ambiente - Sociedade Equip. Ecológicos Ambientais, S.A	A2009	2009	CAE49		
	Alugsan - Aluguer De Equipamentos Para Eventos, S.A.	A2009	2009	CAE46		
	Eurómodulo - Sociedade Europeia De Pré-Fabricados, S.A	A2009	2009	CAE77		
	Sanap Ambiente - Soluções Sanitárias Portáteis, S.A.	A2009	2009	CAE77		
	Acesso4 - Comércio E Aluguer De Equipamento De Elevação, S.A.	A2009	2009	CAE77		
	Xemaq - Sociedade Gestora De Participações Sociais, S.A.	A2009	2009	CAE64		
	Levap Rent - Aluguer E Venda De Equipamentos De Elevação, S.A.	A2009	2009	CAE77		

*Fusões & Aquisições – Análise do seu Impacto Económico e Social / ISCAC*

	Vendap Loc - Aluguer E Venda De Equipamentos, S.A.	A2009	2009	CAE43		
	Mundigual-Investimentos Imobiliários, Lda	A2009	2009	CAE68		
	Vendap (Madeira) - Aluguer E Venda De Equipamentos, S.A.	A2009	2009	CAE62		
9	Indústrias De Carnes Nobre, S.A.	A2010	2010	CAE10	H	D
	Campofrio Portugal, S.A.	A2010	2010	CAE10		
10	Tudostar Energia Eólica, Lda	A2010	2010	CAE70	C	D
	Enerfuel – Prod. Biocombustíveis, S.A	A2010	2010	CAE20		
11	Cliria - Hospital Privado De Aveiro S.A.	A2010	2010	CAE86	H	D
	Clínica Central De Oiã S.A.	A2010	2010	CAE86		
12	Autogarmer - Auto Garagem De Matosinhos S.A	A2009	2009	CAE45	H	D
	José Mário Clemente Da Costa S.A.	A2009	2009	CAE45		
13	Orquasa - Origem Química E Amb. S.A.	A2009	2009	CAE46	V	D
	Quimitécnica - Serviços Comércio E Indústria De Produtos Químicos S.A	A2009	2009	CAE20		
	Quimitécnica.Com - Comércio E Indústria Química S.A.	A2009	2009	CAE46		
14	Opway - Engenharia, S.A.	A2010	2010	CAE42	H	D
	Personda - Sociedade De Perfurações E Sondagens S.A	A2010	2010	CAE43		
15	Dali Invest Outdoor, S.A	A2009	2009	CAE73	H	D
	Tcs - Publicidade Em Transportes E Meios De Comunicação, S.A	A2009	2009	CAE73		
	Mop- Multimédia Outdoors Portugal - Publicidade, S.A	A2009	2009	CAE73		
	Pressetep- Comunicação E Meios Publicitários, S.A	A2009	2009	CAE59		
16	Nova Crioestaminal, S.A.	A2010	2010	CAE21	V	D
	Crioestaminal - Saúde E Tecnologia, S.A.	A2010	2010	CAE86		
17	Edições Asa Ii, S.A.	A2010	2010	CAE58	V	D
	Edições Gailivro S.A	A2010	2010	CAE18		
18	Companhia Das Sandes, S.A.	A2010	2010	CAE56	H	D
	Sopas E Companhia, Systems - Restaurante S.A	A2010	2010	CAE56		
19	Auto-Vila Reciclagem De Resíduos Industriais S.A.	A2010	2010	CAE38	C	D
	Ipodec Portugal-Gestão De Resíduos Lda	A2010	2010	CAE38		
	Euro Maintenance - Manutenção Técnica Industrial, S.A.	A2010	2009	CAE81		
20	Publilivro-Editora E Distribuidora De Publicações Lda	A2010	2010	CAE58	C	D
	Texto Editores Lda	A2010	2010	CAE58		
	Distexto-Sociedade Editora E Distribuidora De Publicações Lda	A2010	2010	CAE46		
	Majofer-Informatica E Gestão Lda	A2010	2010	CAE69		
	Aplicar-Publicidade E Marketing Lda	A2010	2010	CAE73		
	Contra - Logística E Edições Lda	A2010	2010	CAE46		
	Editorial Teorema, S.A.	A2010	2010	CAE58		

*Fusões & Aquisições – Análise do seu Impacto Económico e Social / ISCAC*

	Edições Nova Gaia, S.A.	A2010	2010	CAE18		
21	Efacec Engenharia E Sistemas, S.A	A2010	2010	CAE71	C	D
	Efacec - Ambiente S.A	A2010	2010	CAE43		
	Efacec-Automação E Robótica, S.A	A2010	2010	CAE28		
	Efacec - Engenharia, Sa	A2010	2010	CAE43		
22	Solzaima-Equipamentos Para Energias Renovaveis S.A.	A2010	2010	CAE27	H	D
	Vale Montanha - Serviços De Engenharia, S.A	A2010	2010	CAE27		
	Vef - Energia De Futuro, S.A.	A2010	2009	CAE32		
23	Nmc - Centro Médico Nacional S.A.	A2010	2010	CAE86	H	D
	Dinefro-Dialises E Nefrologia S.A.	A2010	2010	CAE86		
	Ccv - Centro De Diálise Da Costa Vicentina S.A	A2010	2010	CAE86		
	Tagus Dial - Unidade De Tratamento De Doenças Renais S.A.	A2010	2010	CAE86		
	Nefromar – Centro	A2010	2010	CAE86		
	S.N.S. – Soc. Nefrológica Do Sul S.A.	A2010	2010	CAE86		
	Abrandial-Clinica Doenças Renais Lda	A2010	2010	CAE86		
	Cancho Lda	A2010	2010	CAE86		
	Egidial-Centro De Dialises Lda	A2010	2010	CAE86		
	Hemodial - Clínica De Diálise De Vila Franca De Xira, Lda	A2010	2010	CAE86		
	Ribadial - Clínica De Diálise De Santarém Lda	A2010	2010	CAE86		
	Visodial - Centro Diálise Viseu Lda	A2010	2010	CAE86		
24	Oficina Do Livro – Soc. Editorial Lda	A2010	2010	CAE58	H	D
	Sebenta-Editora E Distribuidora, S.A.	A2010	2010	CAE58		
25	Edp Renováveis Portugal, S.A	A2010	2010	CAE35	H	D
	Eneraltius - Produção De Energia Eléctrica S.A	A2010	2010	CAE35		
	Levante - Energia Eólica, Unip. Lda	A2010	2009	CAE35		
	Safra - Energia Eólica,Sa	A2010	2008	CAE35		
	Bolores - Energia Eólica,Sa	A2010	2008	CAE35		
26	Leya, S.A.	A2010	2010	CAE58	H	D
	Texediprint - Consultoria Para Os Negócios Lda	A2010	2010	CAE58		
	Romabeth - Sgps, S.A.	A2010	2010	CAE64		
27	Univex - Comércio De Automóveis - Sociedade Unipessoal, Lda	A2011	2011	CAE45	H	D
	Galloper Portugal - Comércio De Automóveis Sociedade Unipessoal Lda	A2011	2011	CAE45		
28	Texto Editores, Lda(Novo Nome)	A2010	2010	CAE58	C	D
	Editorial Teorema, S.A	A2010	2010	CAE58		
	Edições Nova Gaia, S.A	A2010	2010	CAE18		
	Texto Editores Lda	A2010	2010	CAE58		
	Distexto-Sociedade Editora E Distribuidora De Publicações Lda	A2010	2010	CAE46		
	Majofer-Informatica E Gestão Lda	A2010	2010	CAE69		

	Aplicar-Publicidade E Marketing Lda	A2010	2010	CAE73		
	Contra - Logística E Edições Lda	A2010	2010	CAE46		
29	Sumol+Compal Marcas, S.A	A2011	2011	CAE11	C	D
	Sasel-Sociedade De Águas Da Serra Da Estrela S.A.	A2011	2011	CAE11		
	Sumol+Compal Distribuição, Sa	A2011	2011	CAE46		
30	Iberwind Ii Produção, Sociedade Unipessoal Lda(Novo Nome)	A2010	2010	CAE35	H	D
	Parque Eólico Cabeça Alta Lda	A2010	2010	CAE35		
	Parque Eólico Chiqueiro Lda	A2010	2010	CAE35		
	Pep - Parque Eólico Da Polvoeira Lda	A2010	2010	CAE35		
	Companhia Das Energias Renováveis Da Serra Dos Candeeiros Lda	A2010	2010	CAE35		
	Parque Eólico Da Serra De Leomil S.A.	A2010	2010	CAE35		
	Lismore - Consultoria, Investimento E Serviços, Lda	A2010	2010	CAE35		
	He70 - Energias Renováveis, Sgps, S.A.	A2010	2009	CAE64		
	Fespect - Serviços De Consultoria, S.A.	A2010	2009	CAE70		
	Renewable Energy S. Energéticos, S.A.	A2010	2009	CAE71		
31	Servilusa - Agências Funerárias S.A.	A2011	2011	CAE96	H	D
	Agência Funerária Faria, S.A.	A2011	2011	CAE96		
	Servilusa Ii, Sgps, S.A.	A2011	2011	CAE64		
	A.Silva & J.Valentim Lda	A2011	2011	CAE96		
	Agência Funeraria Decio Lda	A2011	2011	CAE96		
	Agência Funerária Scalabitana, Lda	A2011	2011	CAE96		
	Agência Funerária A Alto São João, Unipessoal Lda	A2011	2011	CAE96		
	Agência Funeraria Dias Lda	A2011	2011	CAE96		
	Adelino Martins, Lda.	A2011	2009	CAE96		
	Funerária Paula Valbom, Lda.	A2011	2009	CAE96		
	Euro Stewart Portugal - Actividades Funerárias, S.A.	A2011	2009	CAE96		
	Servilusa - Sgps S.A.	A2011	2009	CAE64		
32	Caetano Drive, Sport E Urban (Sul), S.A.	A2011	2011	CAE45	H	D
	Caetano Drive, Sport E Urban (Nor.), S.A	A2011	2011	CAE45		
	Caetano Drive, Sport E Urban (Cen), S.A	A2011	2011	CAE45		
33	Carplus, S.A.	A2011	2011	CAE45	H	D
	Carplus ( Norte), Lda	A2011	2011	CAE45		
	Carplus (Centro) S.A.	A2011	2011	CAE45		
	Carplus (Sul), S.A	A2011	2011	CAE45		
34	Newonedrive – Com. Peças Auto S.A.	A2011	2011	CAE45		
	Arrábidapeças - Comércio, Importação E Exportação De Peças Auto Sa	A2011	2011	CAE45	H	D
	Norvicar - Comércio De Peças E Acessórios Auto, Limitada	A2011	2011	CAE45		
	Pecévora - Sociedade Comercial De Peças E Acessórios, Limitada	A2011	2008	CAE45		
35	Tertir - Terminais De Portugal S.A	A2011	2011	CAE52	H	D

*Fusões & Aquisições – Análise do seu Impacto Económico e Social / ISCAC*

	E.A. Moreira - Agentes De Navegação S.A	A2011	2011	CAE52		
	Sadomar-Agência De Navegação E Trânsitos S.A	A2011	2011	CAE64		
36	Caetano Technik E Squadra, Lda	A2011	2011	CAE45	H	D
	Caetano Technik (Sul), S.A	A2011	2011	CAE45		
37	Imhorta, S.A.	A2012	2012	CAE68	C	D
	Leonel Horta Lda	A2012	2012	CAE47		
38	Expressglass - Vidros P/ Viaturas, S.A.	A2012	2012	CAE82	H	D
	Rovexpress - Comércio E Montagem De Componentes Para Automóveis Lda	A2012	2012	CAE45		
	Soglass Ii - Prestação De Serviços De Montagem De Peças Auto, S.A	A2012	2012	CAE45		
	Asglass - Comércio E Reparação De Vidros Auto, S.A.	A2012	2012	CAE45		
39	Ba Vidro S.A	A2012	2012	CAE23	H	D
	Sotancro-Embalagem De Vidro S.A	A2012	2012	CAE23		
	Amptec-Ampolas E Transformação De Vidro, Sociedade Unipessoal, Lda	A2012	2010	CAE23		
40	Plastimar - Indústria De Matérias Plásticas, S.A	A2012	2012	CAE22	H	D
	Internosplaste - Isolamentos E Embalagens Tecno-Industriais, Unipessoal, Lda	A2012	2012	CAE22		
41	Somague - Engenharia S.A.	A2012	2012	CAE42	H	D
	Somague Engenharia Madeira S.A.	A2012	2012	CAE41		
	Somague Investimentos - Gestão E Serviços S.A	A2012	2012	CAE64		
	Engigás - Tecnologia Multi-Serviços De Engenharia S.A.	A2012	2010	CAE42		
42	Medicina Laboratorial - Doutor Carlos Da Silva Torres S.A.	A2012	2012	CAE86	H	D
	Laboratório De Análises Clínicas Canidelo S.A.	A2012	2012	CAE86		
	Portuslab - Laboratório De Análises Clínicas E Hidrológicas, Sa	A2012	2009	CAE86		
43	Ren - Gasodutos, S.A	A2012	2012	CAE49	H	D
	Gasoduto C. Maior - Leiria - Braga S.A	A2012	2012	CAE49		
	Gasoduto Braga - Tuy S.A.	A2012	2012	CAE49		
44	Stericycle Portugal, Lda	A2012	2012	CAE38	H	D
	Ambiface & Buffer, Sgps Lda	A2012	2012	CAE64		

### Anexo 4 – Distribuição das empresas por CAE e por tipo de Operação

CAE	Adquirentes	Adquiridas	Fusões	Incorporantes	Incorporadas	TOTAL
CAE10	1	1	6	3	3	8
CAE11	1	1	2	1	1	4
CAE13	0	3	0	0	0	3
CAE16	0	1	0	0	0	1
CAE17	1	0	1	1	0	2
CAE18	0	0	3	0	3	3
CAE20	1	3	2	0	2	6
CAE21	0	1	6	2	4	7
CAE22	0	0	2	1	1	2
CAE23	2	1	3	1	2	6
CAE27	0	0	2	1	1	2
CAE28	0	0	1	0	1	1
CAE29	0	2	0	0	0	2
CAE32	1	2	1	0	1	4
CAE33	0	1	0	0	0	1
CAE35	1	2	12	2	10	15
CAE38	2	4	3	2	1	9
CAE41	0	1	1	0	1	2
CAE42	0	1	3	2	1	4
CAE43	0	1	4	0	4	5
CAE45	4	1	20	6	14	25
CAE46	3	9	13	3	10	25
CAE47	1	4	1	0	1	6
CAE49	2	8	4	1	3	14
CAE50	0	1	0	0	0	1
CAE52	0	7	2	1	1	9
CAE53	0	2	0	0	0	2
CAE55	1	0	0	0	0	1
CAE56	0	0	2	1	1	2
CAE58	2	3	11	5	6	16
CAE59	0	0	1	0	1	1
CAE60	0	0	1	0	1	1
CAE61	1	1	4	1	3	6
CAE62	1	5	1	0	1	7
CAE64	0	0	9	0	9	9
CAE68	0	2	3	1	2	5
CAE69	0	0	2	0	2	2
CAE70	1	4	2	1	1	7
CAE71	1	11	2	1	1	14
CAE73	0	2	5	1	4	7
CAE77	0	2	6	1	5	8
CAE78	0	1	0	0	0	1
CAE81	0	0	1	0	1	1
CAE82	2	2	1	1	0	5
CAE86	2	7	18	3	15	27
CAE96	0	0	10	1	9	10
Total	31	97	171	44	127	299

**Anexo 5 - Teste de postos assinados por Wilcoxon – Adquirentes**

		N	Posto Médio	Soma de Postos
VN_Depois - VN_Antes	Postos Negativos	18 <sup>a</sup>	17,56	316,00
	Postos Positivos	13 <sup>b</sup>	13,85	180,00
	Empates	0 <sup>c</sup>		
	Total	31		
Rot_Ativo_Depois - RotacaoAtivo_Antes	Postos Negativos	23 <sup>d</sup>	16,70	384,00
	Postos Positivos	8 <sup>e</sup>	14,00	112,00
	Empates	0 <sup>f</sup>		
	Total	31		
EBITDA_VN_Depois - EBITDA_VN_Antes	Postos Negativos	17 <sup>g</sup>	14,18	241,00
	Postos Positivos	14 <sup>h</sup>	18,21	255,00
	Empates	0 <sup>i</sup>		
	Total	31		
TX_IRC_Depois - TX_IRC_Antes	Postos Negativos	21 <sup>j</sup>	18,29	384,00
	Postos Positivos	10 <sup>k</sup>	11,20	112,00
	Empates	0 <sup>l</sup>		
	Total	31		
RCP_Depois - RCP_Antes	Postos Negativos	22 <sup>m</sup>	16,05	353,00
	Postos Positivos	9 <sup>n</sup>	15,89	143,00
	Empates	0 <sup>o</sup>		
	Total	31		
AF_Depois - AF_Antes	Postos Negativos	18 <sup>p</sup>	15,00	270,00
	Postos Positivos	13 <sup>q</sup>	17,38	226,00
	Empates	0 <sup>r</sup>		
	Total	31		
NTrab_Depois - NTrab_Antes	Postos Negativos	20 <sup>s</sup>	16,95	339,00
	Postos Positivos	11 <sup>t</sup>	14,27	157,00
	Empates	0 <sup>u</sup>		
	Total	31		
SalarioMedio_Depois - SalarioMedio_Antes	Postos Negativos	13 <sup>v</sup>	19,15	249,00
	Postos Positivos	18 <sup>w</sup>	13,72	247,00
	Empates	0 <sup>x</sup>		
	Total	31		

**Anexo 6 - Teste de postos assinados por Wilcoxon – Adquiridas**

N			Posto Médio	Soma de Postos
VN_Depois - VN_Antes	Postos Negativos	52a	50,42	2622,00
	Postos Positivos	45b	47,36	2131,00
	Empates	0c		
	Total	97		
RotacaoAtivo_Depois - RotacaoAtivo_Antes	Postos Negativos	55d	52,29	2876,00
	Postos Positivos	42e	44,69	1877,00
	Empates	0f		
	Total	97		
EBITDA_VN_Depois - EBITDA_VN_Antes	Postos Negativos	58g	45,22	2623,00
	Postos Positivos	39h	54,62	2130,00
	Empates	0i		
	Total	97		
TX_IRC_Depois - TX_IRC_Antes	Postos Negativos	56j	49,89	2794,00
	Postos Positivos	39k	45,28	1766,00
	Empates	2l		
	Total	97		
RCP_Depois - RCP_Antes	Postos Negativos	57m	49,84	2841,00
	Postos Positivos	40n	47,80	1912,00
	Empates	0o		
	Total	97		
AF_Depois - AF_Antes	Postos Negativos	39p	49,41	1927,00
	Postos Positivos	58q	48,72	2826,00
	Empates	0r		
	Total	97		
NumTrab_Depois - NumTrab_Antes	Postos Negativos	56s	43,63	2443,50
	Postos Positivos	36t	50,96	1834,50
	Empates	5u		
	Total	97		
SalarioMedio_Depois - SalarioMedio_Antes	Postos Negativos	33v	44,94	1483,00
	Postos Positivos	50w	40,06	2003,00
	Empates	0x		
	Total	83		

**Anexo 7 - Teste de postos assinados por Wilcoxon – Fusões**

			Posto Médio	Soma de Postos
VN_Depois - VN_Antes	Postos Negativos	27a	22,22	600,00
	Postos Positivos	17b	22,94	390,00
	Empates	0c		
	Total	44		
RotacaoAtivo_Depois - RotacaoAtivo_Antes	Postos Negativos	26d	23,23	604,00
	Postos Positivos	18e	21,44	386,00
	Empates	0f		
	Total	44		
EBITDA_VN_Depois - EBITDA_VN_Antes	Postos Negativos	24g	23,46	563,00
	Postos Positivos	20h	21,35	427,00
	Empates	0i		
	Total	44		
TX_IRC_Depois - TX_IRC_Antes	Postos Negativos	24j	23,96	575,00
	Postos Positivos	20k	20,75	415,00
	Empates	0l		
	Total	44		
RCP_Depois - RCP_Antes	Postos Negativos	30m	22,53	676,00
	Postos Positivos	14n	22,43	314,00
	Empates	0o		
	Total	44		
AF_Depois - AF_Antes	Postos Negativos	18p	23,00	414,00
	Postos Positivos	26q	22,15	576,00
	Empates	0r		
	Total	44		
NumTrab_Depois - NumTrab_Antes	Postos Negativos	25s	20,48	512,00
	Postos Positivos	18t	24,11	434,00
	Empates	1u		
	Total	44		
SalarioMedio_Depois - SalarioMedio_Antes	Postos Negativos	12v	21,92	263,00
	Postos Positivos	31w	22,03	683,00
	Empates	0x		
	Total	43		

