

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA



ISCAL

**FUSÕES E AQUISIÇÕES NO SECTOR
BANCÁRIO NO SEC. XXI**

—

**O CASO SANTANDER TOTTA
EM PORTUGAL**

Marta Pereira Pires

Mestrado em Gestão e Empreendedorismo

Lisboa, 17 de Maio de 2019

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

AQUISIÇÕES NO SECTOR BANCÁRIO NO SEC. XXI

—

O CASO SANTANDER TOTTA

Marta Pereira Pires

(20160152)

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Gestão e Empreendedorismo, realizada sob a orientação científica do Professor Especialista Arménio Breia.

Constituição do Júri:

Presidente Prof. Dr. José Moleiro Martins

Arguente Prof. Especialista Mário Nuno Mata

Vogal Prof. Especialista Arménio Breia

Lisboa, 17 de Maio de 2019

Agradecimentos

A realização deste projeto só foi possível graças à colaboração de um distinto grupo de pessoas ao qual passo a agradecer:

- Ao professor Arménio Breia pela prontidão e disponibilidade que sempre teve. As suas recomendações e sugestões foram fundamentais para iniciar, prosseguir e concluir este projeto.
- Aos meus pais, pela educação, valores e oportunidades que me proporcionam todos os dias da minha vida. Agradeço o apoio e encorajamento.
- Ao meu irmão Miguel, atualmente aluno de licenciatura em Gestão no ISCAL, um agradecimento especial pelo seu apoio e partilha de conhecimento.
- Aos meus amigos e família agradeço os momentos de ânimo e de descontração que me permitiram ganhar forças para desenvolver este projeto.

Um grande agradecimento a todos aqueles que direta ou indiretamente me incentivaram a iniciar e a prosseguir com este projeto. Um projeto pessoal, escolar e profissional que tanto desejei concretizar.

Resumo

As fusões e aquisições (M&A) são vistas como uma forma de crescimento rápido e de redução de custos. O desenvolvimento dos processos de M&A remonta ao final do século XVIII e início do Século XIX com a Revolução Industrial, onde surgiram as *merger waves*. As empresas, ao verem os seus objetivos comprometidos, analisam a sua estratégia e delineiam novas formas de contornar as adversidades dos mercados. Por outro lado, existem também casos em que a administração da empresa pretende investir os recursos disponíveis de forma a aumentar a rentabilidade.

O sector bancário não é exceção e desde 2008, na sequência da alteração das condições do mercado, tem procurado formas de estabilização e aumento de confiança. Com um mercado de concessão de crédito mais cauteloso e com as novas exigências dos reguladores no que respeita a liquidez e capital, alguns bancos atravessaram períodos de dificuldades e foram conduzidos para os processos de M&A, procurando adquirir dimensão e solidez e reforçando os seus balanços.

Desta forma, o principal objetivo deste projeto passa por contribuir para análise das causas e efeitos dos M&A, através da revisão de literatura e debruçando-se sobre as operações de fusão do Banco Santander Totta com o Banif e com o Banco Popular que ocorreram recentemente em Portugal.

A estrutura da dissertação é composta por uma primeira parte de revisão de literatura e a segunda parte baseia-se na análise da evolução de indicadores como a margem financeira, produto bancário, resultado líquido e rácios de rentabilidade, solvabilidade, eficiência e risco de crédito, entre outros dados como o número de colaboradores e balcões. É realizada uma análise dos resultados pós-fusão, comparando com os dados do sector. Na última parte da dissertação encontramos uma breve conclusão onde se evidenciam os principais resultados do estudo e se indicam tópicos para abordagem futura do tema.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições, Santander Totta, Banif, Popular, Concentrações, Integração

Abstract

Mergers and acquisitions (M&A) are seen as a way of rapid growth and cost reduction. The development of the M&A processes dates back to the late eighteenth and early nineteenth centuries with the Industrial Revolution, where merger waves emerged. When companies see their goals compromised, they analyze their strategy and outline new ways to get around the adversities of the markets. On the other hand, there are also cases where the management of the company intends to invest the available resources to increase profitability.

The banking sector is no exception and since 2008, following the change in market conditions, it has been looking for ways to stabilize and increase confidence. With a more cautious credit market and with the new demands of regulators in respect to liquidity and capital, some banks have crossed periods of difficulties and have been driven into M&A processes, seeking to acquire size and strength and their balance sheets.

In this way, the main objective of this project is to contribute to the analysis of the causes and effects of M&A, through a literature review and considering the merger of Banco Santander Totta with Banif and with Banco Popular, which occurred recently in Portugal.

The structure of the dissertation is composed by a literature review on the first part and the second part is based on the analysis of the evolution of indicators such as net interest margin, banking income, net income and ratios of profitability, solvency, efficiency and credit risk, among other data such as the number of employees and branches. An analysis of the post-merger results is performed, comparing it with the sector data. In the last part of the dissertation we find a brief conclusion that shows the main results of the study and indicates topics for future approach.

Keywords: Mergers and Acquisitions, Santander Totta, Banif, Popular, Concentrations, Integration

Índice

Introdução	1
1. Relevância do Tema.....	1
2. Objetivo da investigação.....	2
3. Estrutura da investigação	2
4. Metodologia de investigação	3
Revisão de Literatura	4
5. Conceito de Fusão e Aquisição.....	4
6. Classificação de Fusões e Aquisições.....	6
6.1. Natureza da concentração.....	6
6.2. Estrutura de concentração	6
6.3. Permanência.....	8
6.4. Método de concentração	8
6.5. As fusões e aquisições a as tendências no interior das indústrias.....	9
7. Aquisições e fusões horizontais	10
8. Regime fiscal especial aplicável às fusões	18
9. Contextualização Histórica das Fusões e Aquisições	20
9.1. Perspectiva Histórica Internacional.....	20
9.2. Perspectiva Histórica Nacional	34
10. Razões, motivações e efeitos esperados das fusões e aquisições	38
11. Quem mais ganha com as fusões?	52
12. Problemas associados às M&A.....	53
13. Análise dos riscos da atividade de M&A.....	54
14. Como avaliar a empresa a adquirir? Trabalhos preparatórios de avaliação	58
Estudo de caso	73
15. Indicadores macroeconómicos e financeiros	73

16.	Caracterização do sistema bancário português	77
17.	Exemplo Histórico - Banco Comercial Português	86
18.	Análise das Empresas Envolvidas na Fusão	88
18.1.	Banco Internacional do Funchal, SA (Banif)	88
18.1.1.	Processo de aquisição do Banif pelo Santander	89
18.1.2.	Principais Indicadores e Rácios Banif.....	93
18.2.	Banco Popular Portugal.....	95
18.2.1.	Processo de aquisição do Banco Popular Portugal pelo BST	96
18.2.2.	Principais Indicadores e Rácios Popular	97
18.3.	Banco Santander Totta, S.A. em Portugal.....	99
18.3.1.	Principais Indicadores e Rácios BST	100
18.3.2.	Evolução dos principais indicadores do BST.....	103
19.	Conclusões	106
20.	Referências Bibliográficas	110

Índice de Tabelas

Tabela 1 - As 15 maiores operações em termos de volume, desde 1985	32
Tabela 2 - Áreas analisadas na metodologia de Auditorio	55
Tabela 3 – Indicadores de Solvabilidade do sector bancário Português	80
Tabela 4 – Qualidade do crédito do sector bancário português	81
Tabela 5 – Demonstração de resultados consolidada, Sector Bancário Português	81
Tabela 6 – Rácios de rendibilidade do sector bancário português e União Europeia (EU) 28	83
Tabela 7 – Dados de balanço consolidado sector bancário português	85
Tabela 8 – Outros dados relevantes do sector bancário português	85
Tabela 9 – Balanço e Resultados Banif	93
Tabela 10 – Rácios de Rendibilidade Banif	93
Tabela 11 – Rácios de Solvabilidade Banif	94
Tabela 12 – Rácios de Eficiência Banif	94
Tabela 13 – Indicadores de Risco de Crédito Banif	94
Tabela 14 – Outros dados Banif	95
Tabela 15 – Balanço e Resultados Popular	97
Tabela 16 – Rácios de Rendibilidade Popular	97
Tabela 17 – Rácios de Solvabilidade Popular	98
Tabela 18 – Rácios de Eficiência Popular	98
Tabela 19 – Indicadores de risco de crédito Popular	98
Tabela 20 – Outros dados Popular	99
Tabela 21 – Balanço e Resultados BST	100
Tabela 22 – Rácios de rendibilidade BST	101
Tabela 23 – Rácios de solvabilidade BST	101
Tabela 24 – Rácios de eficiência BST	102
Tabela 25 – Indicadores de risco de crédito BST	102

Tabela 26 – Outros Dados BST	103
Tabela 27 – Evolução dos principais indicadores BST	104

Índice de Figuras

Figura 1 - Criação de valor esperado nas concentrações horizontais	11
Figura 2 - Número de processos M&A em todo o mundo, desde 1985.	29
Figura 3 - M&A por indústria em montantes, desde 1985	30
Figura 4 - Número e volume de processos de M&A no sector bancário, desde 1985....	30
Figura 5 - M&A em Portugal, em número e valor.....	36
Figura 6 - Taxas de crescimento do PIB, em % Volume	74
Figura 7 - Taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos, em %	75
Figura 8 - Taxas de juro da área do euro, em %	76
Figura 9 – <i>Overview</i> do Sistema Bancário Português.....	79
Figura 10 - Sector bancário português: principais indicadores financeiros – Dezembro 2017	79
Figura 11 – Rácio de transformação do sector bancário português	84
Figura 12 - As quatro fases de desenvolvimento do BCP	88

Lista de Abreviaturas

AOL - *America OnLine*

APB - Associação Portuguesa de Bancos

ATM - *Automated Teller Machine*

Banif - Banco Internacional do Funchal, SA

BBI - Banco Borges e Irmão

BCP - Banco Comercial Português

BCE - Banco Central Europeu

BdP - Banco de Portugal

BES - Banco Espírito Santo

BFB - Banco Fonecas e Burnay

BFE - Banco Fomento Exterior

BII - Banco de Investimento Imobiliário

BMI - Banco Mello Imobiliário

BNU - Banco Nacional Ultramarino

BoB – Banco de Baroda

BPA - Banco Português do Atlântico

BPE - Banco Popular Espanhol

BPI - Banco Português de Investimento

BPN - Banco Português de Negócios

BPSM - Banco Pinto & Sotto Mayor

BST - Banco Santander Totta

BTA - Banco Totta & Açores

CEE - Comunidade Económica Europeia

CGD - Caixa Geral de Depósitos

CIRC - Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

CPP - Crédito Predial Português

CSC - Código das Sociedades Comerciais

DCF - *Discounted cash-flows*

DFs - Demonstrações Financeiras

EBF - *European Banking Federation*

EVA - *Economic Value Added*

FASB - *Financial Accounting Standards Board*

FTC - Comissão Federal de Comércio

GTB - Global Trust Bank

IMAA - *Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances*

INE - Instituto Nacional de Estatística

M&A - Fusões e aquisições

MIT – Massachusetts Institute of Technology

NAV - *Net asset value*

NBI – *New Bank of India*

NPL - *Non-performing loan*

OBC - *Oriental Bank of Commerce*

OPA - Ofertas Públicas de Aquisição

OPT – Operação de troca de ações

PAC - Política Agrícola Comum

PAEF - Programa de Assistência Económica e Financeira

PBV - *Price book value*

PER - *Price earning ratio*

PIB - Produto Interno Bruto

Pm ou MV – Preço de Mercado

PME - Pequenas e Médias Empresas

PNB - *Punjab National Bank*

Popular - Banco Popular Portugal, S.A.

POS – *Point of Sale*

p.p. – Pontos percentuais

PwC – *PricewaterhouseCoopers*

RL - Resultados líquidos

ROA - Retorno sobre os ativos

SBI - *State Bank of India*

VAL – Valor atualizado líquido

VCP - Valor de mercado dos capitais próprios

WACC – *Weighted average cost of capital*

Introdução

1. Relevância do Tema

As fortes alterações que se têm vindo a sentir no sector bancário conduzem a uma procura por ajustamentos que possibilitem alguma estabilidade no sector. Esta estabilidade é não só fundamental para a sustentabilidade do sector bancário mas também para a confiança de todos os clientes. A redução de efetivos por via da contratação de *outsourcings*, o encerramento de agências e a necessidade de aumentos de capital demonstram algumas das alterações mais evidentes que têm afetado o modo como olhamos para o sector. Segundo Bruner (2004: 3) «*M&A is one of the most means by which companies respond to changing conditions.*». Uma das soluções encontradas passa pelas diversas aquisições e fusões que têm ocorrido entre instituições bancárias, cuja análise será efetuada neste trabalho. Desde a queda do Banco Espírito Santo (BES) até à compra de bancos por 1€, a sociedade fica estupefacta com a forma como estas instituições, que deveriam salvaguardar o capital dos seus clientes, são abaladas por diversos fatores, externos e internos. Ao analisar os relatórios e contas das instituições envolvidas no caso em estudo desta dissertação, procura detetar-se de forma antecipada alguns sinais de alarme que conduziram a estes desfechos.

Por conseguinte, o estudo torna-se interessante para o tecido empresarial no sentido de analisar se uma possível aquisição ou fusão poderá ser determinante para o seu crescimento, aprendendo com o conhecimento de situações passadas. Além disso, permite às instituições obter uma maior percepção sobre as reais vantagens de uma operação similar. Quanto ao meio académico, a análise de um relatório e contas após uma aquisição, torna-se interessante para compreender as alterações dos rácios e o que afetou os mesmos, antes e após a operação de aquisição.

As fusões e aquisições bancárias em Portugal já não são uma novidade e observando o caso específico escolhido para a dissertação – O Banco Santander Totta (BST) -, verificamos que o mesmo tem vindo a crescer em Portugal desde 1999 por via de aquisições. Em primeiro lugar, realizou a compra do Banco Pinto & Sotto Mayor (BPSM), Banco Totta & Açores (BTA) e Crédito Predial Português (CPP), em 1999. Em 2015, foi a vez do Banco Internacional do Funchal, SA (Banif) e em 2017, o Banco Popular Portugal, S.A. (Popular). Esta última aquisição foi um efeito colateral de um negócio feito em Espanha, visto que ambos são de origem espanhola. Considerado um dos maiores grupos bancários em Espanha, a aquisição do Popular torna o Santander no maior banco Ibérico.

2. Objetivo da investigação

A elaboração desta dissertação tem como objetivo contribuir para a análise dos motivos e efeitos das operações de M&A, através da revisão de literatura. O estudo é complementado pela abordagem dos casos reais da aquisição do Banif e do Popular pelo Santander, analisando os relatórios e contas dos anos anteriores à fusão das instituições envolvidas e dos anos seguintes à fusão do Banco Santander Totta.

Considerando o caso escolhido, a questão central é determinar o impacto das recentes aquisições do Santander na própria instituição, nomeadamente nos rácios de rendibilidade, eficiência e solvabilidade e indicadores como a margem financeira e produto bancário sem esquecer a evolução do número de colaboradores e agências. A finalidade desta análise prende-se com a compreensão do impacto das fusões e aquisições nas instituições bancárias e os motivos que dão lugar às mesmas.

Esta investigação encontra-se relacionada com outras dissertações já realizadas no âmbito das aquisições e fusões e baseadas em instituições bancárias. No entanto, não se verificou nenhuma em base de dados sobre os processos de fusão mais recentes do Santander Totta.

3. Estrutura da investigação

A dissertação encontra-se estruturada em dois blocos. O primeiro é composto essencialmente pela revisão de literatura, onde se destacam a definição do conceito de Fusão & Aquisição, a classificação das mesmas em função da sua natureza, estrutura, permanência e método de concentração. Adicionalmente realiza-se a contextualização histórica das fusões a nível nacional e internacional e analisam-se as razões, motivações e efeitos das fusões. O segundo bloco apresenta os indicadores macroeconómicos e financeiros da economia portuguesa e caracteriza o sistema bancário português. É ainda efetuada a apresentação e análise das instituições financeiras em estudo: Banco Santander Totta, S.A. (BST), Banco Internacional do Funchal, SA (Banif) e Banco Popular Portugal, S.A. (Popular), destacando os principais rácios e indicadores de cada um dos bancos e analisando a sua evolução histórica.

4. Metodologia de investigação

A elaboração do estudo de caso iniciou-se com a pesquisa e recolha de informação dos relatórios e contas dos bancos intervenientes nos processos de fusão referentes aos exercícios desde 2013, onde se obtiveram as demonstrações financeiras (DFs), nomeadamente, os balanços e as demonstrações de resultados, bem como as respetivas notas informativas. Estas demonstrações financeiras representaram a base de trabalho. Em primeiro lugar é efetuada a contextualização histórica das 3 instituições financeiras em estudo. Seguidamente e usufruindo das ferramentas adquiridas ao longo do primeiro ano letivo do mestrado, em particular na disciplina de Análise Financeira, é efetuada a análise de dados relativos aos relatórios e contas das empresas em estudo. A utilização de rácios económico-financeiros será uma metodologia interessante de forma a analisar a evolução das instituições em estudo, contextualizando os resultados no ambiente macroeconómico e realizando uma caracterização do sector bancário em Portugal.

A motivação para a escolha do tema encontra-se relacionada com a crise financeira de 2008 que afetou fortemente a economia em geral e o sector bancário em particular que procurou ajustar-se de diversas formas, nomeadamente através das fusões e aquisições.

Escolhi estudar o Banco Santander por ser um banco que se destaca tanto a nível nacional como internacional e tem sido notícia nos últimos dois anos pelas aquisições do Banif e do Banco Popular, levando ao crescimento em número de clientes e volume de crédito.

Revisão de Literatura

5. Conceito de Fusão e Aquisição

«A merger is like a marriage in that it almost always takes at least two parties to agree.»
(Steiner, 1975: 1)

As fusões e aquisições são operações distintas que proporcionam a integração e combinação de empresas entre si. Uma fusão acontece quando no mínimo duas entidades partilham a administração e direção, conduzindo a uma consolidação legal das duas entidades numa terceira. Em regra, os acionistas de ambas beneficiam dos aspetos legais, contabilísticos e financeiros da empresa resultante. A decisão de fusão está sujeita à votação dos acionistas, não sendo permitido à administração ou direção tomá-la *per se*. Segundo o Código das Sociedades Comerciais (CSC), fusão é a operação pela qual uma ou várias empresas, por meio de dissolução sem liquidação, transferem para outra ou para a sociedade que elas constituem, todo o seu património ativo e passivo, atribuindo aos sócios daquelas partes, ações ou quotas desta ou podem ainda ser atribuídas aos sócios da sociedade incorporada ou das sociedades fundidas quantias em dinheiro que não excedam 10% do valor nominal das participações que lhes forem atribuídas. De acordo com o artigo 97º do CSC, as fusões podem ocorrer mediante a transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra ou mediante a constituição de uma nova sociedade, para a qual se transferem globalmente os patrimónios das sociedades fundidas, sendo atribuídas aos sócios partes, ações ou quotas da nova sociedade. Segundo o artigo 98º do CSC, uma fusão é a junção numa só de duas ou mais sociedades. Esta junção de patrimónios permite formar uma nova sociedade, levando à extinção individual de cada uma das anteriores. São condições fundamentais à fusão:

- Extinção de algumas sociedades ou de todas, no caso de ser constituída uma nova;
- Os sócios das sociedades participantes são os sócios da sociedade final, quer seja nova ou não.
- Os patrimónios das sociedades participantes constituem o património da sociedade final, quer seja nova ou não.

Por outro lado, a aquisição é a compra de uma empresa por outra. A empresa absorvente recebe um conjunto de créditos, como por exemplo direitos sobre terceiros e bens ativos, e de débitos, no caso de responsabilidade perante terceiros da empresa absorvida (Bastardo e

Gomes, 1989). Este tipo de operação permite o aumento da dimensão de uma das empresas, existindo aumento de capital da empresa absorvente e conduzindo ao desaparecimento da empresa absorvida. Em regra, a aquisição corresponde à compra de uma empresa de menor dimensão, através do pagamento do seu valor contabilístico, real ou de mercado. Segundo Silva (2015), a aquisição diz respeito à compra do capital de uma empresa de forma total ou parcial. Esta aquisição pode ser minoritária ou de controlo.

Adicionalmente, Brandão (2003 *apud* Silva, 2015)¹ distingue a aquisição de ações de fusão. A aquisição de ações é um processo bastante mais simples do que a fusão dado que evita a necessidade de maiorias qualificadas nas assembleias gerais de acionistas, permite um contacto direto com os acionistas da empresa-alvo e, no caso de empresas cotadas, possibilita através das ofertas públicas de aquisição (OPA), que o mercado financeiro desempenhe a sua função de controlo da atividade dos gestores. Contudo o processo de aquisição de ações apresenta as seguintes desvantagens:

- O controlo das empresas adquiridas pode não ser total;
- A gestão da empresa-alvo pode oferecer resistência, conduzindo ao aumento do preço. Isto acontece quando se está perante uma oferta pública de aquisição hostil.

Por outro lado, as fusões são mais complexas, dado que envolvem questões delicadas como a avaliação de patrimónios, transferências de pessoal, problemas fiscais, custos elevados, entre outros, necessitando desta forma de deliberações das assembleias gerais, compostas por maiorias qualificadas das sociedades que desejam fundir-se.

Neste trabalho recorrer-se-á à expressão Fusões e Aquisições (M&A) para designar qualquer situação acima descrita.

¹ Brandão, E. (2003). *Finanças* (3ªEdição). Porto: Porto Editora

6. Classificação de Fusões e Aquisições

Mergers are partly about economies from combining two firms, but they are also about who gets to run the company. Pick a merger, and you'll almost always find that one firm is the protagonist and the other is the target. The top management of the target firm usually departs after the merger. Financial economists now view mergers as part of a broader market for corporate control. (Brealey, Myers e Allen, 2014: 807).

De acordo com Silva (2004), as fusões podem distinguir-se de acordo com a natureza, estrutura, permanência e método da concentração.

6.1. Natureza da concentração

5.1.1. Amigável

A aquisição amigável reflete a compra, por uma entidade, da totalidade de outra entidade, assumindo-se a primeira como totalmente (ou perto disso) dona da segunda, ainda que a segunda continue a existir mas como propriedade da primeira. Os acionistas da entidade adquirida deverão manifestar o seu interesse (ou desinteresse) para que a operação possa avançar por via do voto. Nesta situação há concordância das partes envolvidas.

5.1.2. Hostil

A aquisição hostil acontece quando uma entidade compradora tenta obter controlo acionista de outra entidade *target* sem o acordo dos órgãos sociais desta última. Nesta situação há animosidade entre as partes envolvidas.

6.2. Estrutura de concentração

5.2.1. Concentração horizontal ou simples

Ocorre entre duas empresas do mesmo sector de atividade, originando a justaposição dos meios existentes. Este é o tipo de fusão em estudo neste projeto, que aborda o tema da fusão de bancos entre si. «Uma empresa adquire ou funde-se com outra de atividade similar, complementar ou inserida no mesmo sector. Os objetivos resumem-se à obtenção de economias de escala, ao efeito sinérgico («2+2=5»), à minimização de custos e aproveitamento do mesmo *know-how* e tecnologia para a obtenção de mais e diferentes produtos.» (Bastardo e Gomes, 1989: 30).

5.2.2. Concentração vertical

«Uma determinada empresa adquire um seu fornecedor de matérias-primas e/ou materiais consumíveis, por forma a estar mais próximo da fonte de recursos que consome, podendo assim controlar os preços dos fornecimentos e, conseqüentemente, os custos de produção.» (Bastardo e Gomes, 1989:30). A concentração vertical ocorre entre empresas que atuam em sectores de atividade relacionados entre si e pode conduzir a uma maior aproximação à origem das matérias-primas, ou por outro lado, ao consumidor final. As empresas envolvidas desempenham atividades afins ou complementares situadas em diferentes estádios dentro da mesma indústria. Mueller analisa as fusões verticais como uma forma de reciprocidade

Reciprocity is a form of two-way linkage between firms of the same type as exists in a one-way direction under vertical integration. Two firms that are each potential purchasers of one another's products may, upon merger, provide captive markets for one another's products, thereby increasing the market power of each. (Mueller, 1980: 30)

Brealey et al. (2014) defendem que a integração vertical facilita a coordenação e a administração e ilustram a situação através de uma companhia aérea que não possui os seus próprios aviões. Esta companhia, além de agendar os horários dos voos e vender os bilhetes, tem que coordenar a sua atividade com a empresa de aluguer de aviões. A estratégia em pequena escala pode até funcionar. Contudo, em larga escala torna-se num verdadeiro pesadelo dado que implica coordenar centenas de alugueres por dia. Por este motivo, a maioria das companhias aéreas optou por comprar os seus próprios aviões. Os autores apresentam ainda como exemplos reais a fusão entre a Comcast e a NBC Universal, onde a Comcast distribuía conteúdos de programação produzidos pela NBC. Também a aquisição da Motorola Mobility pela Google, em 2011, é um exemplo de concentração vertical. Esta operação possibilitou à Google um maior controlo sobre a utilização do seu sistema operativo Android para *smartphones*.

Hoje em dia, esta tendência não é tão visível uma vez que as empresas consideram mais eficiente contratar determinados serviços e produtos através de *outsourcing*. Nos anos 50 e 60, a General Motors apresentava uma vantagem de custo sobre os seus concorrentes, nomeadamente a Ford e a Chrysler, porque grande parte das componentes dos automóveis eram produzidas internamente. Contudo, em 1990, a situação inverteu-se e a vantagem já pertencia à Ford e à Chrysler porque adquiriam as suas peças mais baratas a fornecedores

externos. Face a este cenário, em 1998, a General Motors decidiu desagregar da empresa principal o departamento de peças automóveis, a Delphi. Depois disso, continuou a adquirir as suas peças à Delphi em grandes volumes, negociando preços com muita facilidade (Brealey et al., 2014).

5.2.3. Agregações ou conglomerados

As empresas envolvidas exploram atividades diferentes e estão posicionadas em indústrias distintas. Apesar destas empresas se situarem em sectores de atividade não relacionados, podem dividir-se em conglomerados financeiros e administrativos ou de gestão. Os conglomerados financeiros são responsáveis pelas decisões estratégicas e pelo planeamento, mas não têm influência na área operacional. Por outro lado, os conglomerados de gestão ou administrativos assumem funções financeiras mas também participam nas decisões de gestão. Como exemplo surge a Indian Tata Group que adquiriu empresas nas mais diversas áreas tais como, Eight O’Clock Coffee, Corus Steel, Jaguar Land Rover, Ritz Carlton (Boston) e o British Salt (Brealey et al., 2014). Durante os anos 60 e 70, era frequente nos Estados Unidos fusões entre empresas com negócios não relacionados. Contudo, não existe empresa mais diversificada que a Tata. Outros exemplos de conglomerados são a ITT e a Textron.

5.2.4. Concentração concêntrica

Ferreira (2002) apresenta este tipo de fusão onde as empresas se encontram em unidades de negócios diferentes mas relacionadas, em particular pelo mercado ou pela tecnologia.

6.3. Permanência

Em regra, na aquisição, os acionistas da empresa adquirida saem e na fusão propriamente dita, os acionistas mantêm-se.

6.4. Método de concentração

Segundo Silva (2015), existem ainda duas modalidades de fusão em relação ao património das empresas outorgantes: a fusão-integração e a fusão-concentração.

5.4.1. Fusão-integração, fusão por incorporação ou aquisição (A+B=A)

Na fusão por incorporação, uma ou mais sociedades são integradas numa já existente. A empresa adquirida deixa de existir e a adquirente torna-se maior, assumindo a totalidade dos ativos e passivos da empresa absorvida. A empresa compradora ou incorporante absorve o património das empresas adquiridas e por contrapartida, entrega aos sócios ou

acionistas das restantes empresas quotas ou ações representativas do seu capital social, com base no valor atribuído durante as negociações ao património das empresas-alvo em relação ao valor da incorporante;

5.4.2. Fusão-concentração, fusão por constituição ou consolidação (A+B=C)

As duas ou mais empresas que se fundem tornam-se numa nova empresa. Constitui-se uma nova sociedade para a qual é transferido o património das empresas fundidas e daí surge a expressão *merger*. Os sócios e acionistas da nova empresa recebem as respetivas partes de capital em função do valor atribuído, durante as negociações, a cada uma das empresas. Para além das partes de capital podem ser atribuídas aos sócios das empresas incorporadas ou fundidas as quantias em dinheiro que não podem exceder 10% do valor nominal das participações que lhes foram atribuídas.

Silva (2015) defende que a fusão por incorporação é mais vantajosa que a fusão por constituição por ser mais cómoda e menos onerosa.

De acordo com Ferreira (2002), a avaliação global (estratégica, marketing, organizacional e financeira) é sempre necessária e deve ser detalhada para que se possam calcular os ganhos potenciais resultantes da combinação.

A empresa compradora poderá optar pela entrega de ações, em detrimento de dinheiro, pelo que será necessário proceder a um aumento do seu capital social, aumento este equivalente ao valor das empresas a adquirir. Neste caso, será necessário não só avaliar as empresas absorvidas mas também a empresa absorvente. Esta operação de compra de empresas sem dinheiro designa-se de operação de troca de ações (OPT).

A posição dos obrigacionistas após uma operação de fusão ou aquisição sai geralmente reforçada uma vez que cada uma das empresas outorgantes fica a garantir a dívida das outras, logo a probabilidade de falhar os compromissos é menor.

6.5. As fusões e aquisições e as tendências no interior das indústrias

A atração e as tendências no interior das indústrias são aspetos sempre presentes nas decisões de fusão e aquisição. Na análise da atratividade é tido em consideração a dimensão, taxa de crescimento, equilíbrio competitivo e margens de rentabilidade de um mercado ou indústria. Quanto às tendências, podem ser considerados três tipos:

- Convergência: ocorre sempre que empresas situadas em diferentes sectores começam a oferecer produtos ou serviços semelhantes. É o caso por exemplo das telecomunicações que começaram a explorar o potencial da televisão por cabo estendendo a sua atividade para o entretenimento e os *media*, recorrendo às aquisições e fusões. Assim, empresas que sempre se posicionaram em sectores separados passam a ser concorrentes;
- Consolidação: conduz à redução do número de empresas dentro de um sector;
- Expansão geográfica: diretamente relacionada com a globalização. Exemplos desta tendência são a indústria automóvel e empresas de serviços financeiros.

7. Aquisições e fusões horizontais

As fusões e aquisições horizontais têm destaque neste projeto considerando o estudo de caso abordado. Este tipo de operação tem vindo a tornar-se um instrumento de decisão dominante nas estratégias de crescimento, caracterizando-se pelo facto das empresas envolvidas operarem no mesmo sector ou industria e desejarem formar uma organização de maior dimensão. Segundo Ferreira (2002), mais de 70% das fusões e aquisições anunciadas entre 1996 e 2000 são deste tipo e tiveram lugar em indústrias ou sectores em fase de maturidade e altamente competitivos. É o caso do sector bancário, segurador, aço, equipamento pesado e *utilitie*. Tem como finalidade a redução dos custos unitários e da capacidade instalada excessiva. Registam alguns exemplos deste tipo de fusões: Boeing/McDonnell Douglas no sector da defesa em 1996; a Stora/Enso no sector papelheiro, a PriceCoopers no sector da contabilidade e auditoria e a Daimler/Chrysler no sector automóvel, em 1998 e o BNP/Paribas no sector bancário em 1999.

As fusões e aquisições são explicadas por duas teorias principais: a teoria de maximização de valor e a teoria da gestão. Estas duas teorias são compreendidas pelas principais razões que conduzem à criação de valor:

- Eficiência na produção e na distribuição: diretamente relacionado com as economias de escala ² e de gama³ - Sinergias baseadas nos custos, conforme se pode observar na Figura 1;

² «As economias de escala são obtidas através de ganhos de eficiência por aumentos de produção de um determinado produto, conduzindo a uma maior utilização de um grupo de recursos.» (Ferreira, 2002: 152)

- Aumento do poder de mercado por expectativas de crescimento: estas operações permitem que a empresa adquirente cresça no mercado atual e aceda a novos mercados, produtos, marcas e competências. Sempre que a nova entidade tem a capacidade de influenciar os preços, as quantidades ou a natureza dos produtos ou serviços, verifica-se um acréscimo do seu poder de mercado, que poderá originar o aumento dos seus resultados. Pode refletir melhores preços de venda e de compra ou o aumento da capacidade de retaliação – sinergias pelos rendimentos ou proveitos, conforme se pode observar na Figura 1;

- Reconfiguração, racionalização, melhoria na utilização das competências fundamentais e dos recursos: pela qual se vendem ativos excedentários, dispensáveis ou não suficientemente rentáveis, reduzindo custos e originando poupanças – sinergias pelos custos e pelos proveitos, conforme se pode observar na Figura 1;

- Gestão não suficiente da empresa-alvo, sendo esta uma das bases da teoria da agência.

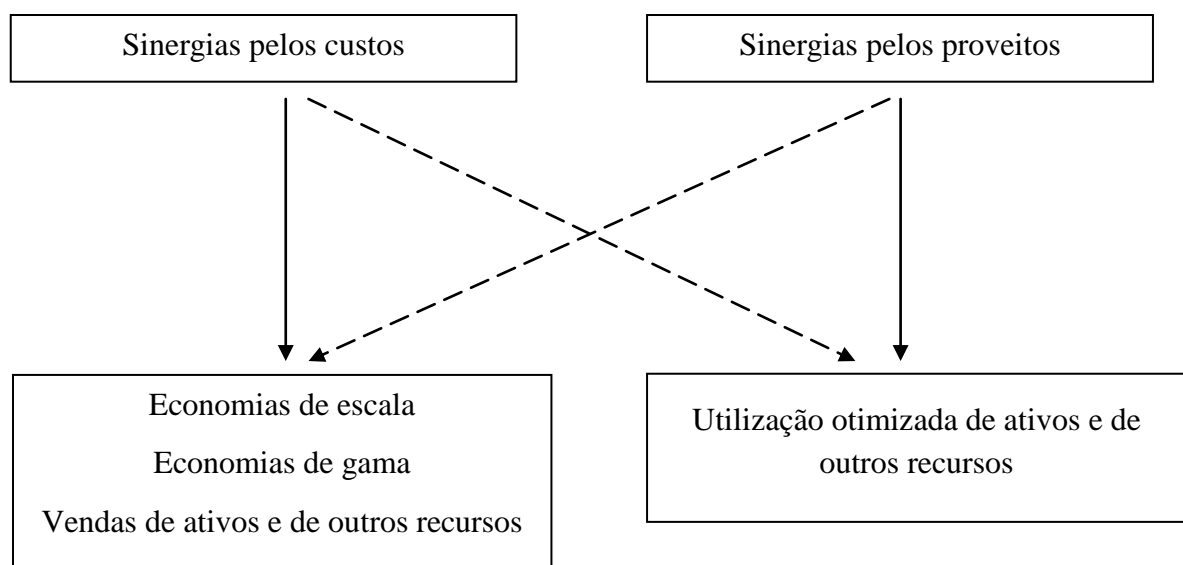


Figura 1- Criação de valor esperado nas concentrações horizontais

Fonte: Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol. I (Ferreira 2002: 153)

³ As economias de gama ou de modelo acontecem sempre que um grupo de recursos é utilizado na produção conjunta de dois ou mais produtos. Por exemplo, uma estrutura produtiva que produz automóveis modelo AX e que, após a combinação pode ser utilizada para a produção de automóveis AX e de camiões CX.

7.1. Sinergias baseadas nos custos e a venda de ativos

Este tipo de sinergias podem ser verificadas através das economias de escala ou gama. Nas economias de escala, a redução dos custos unitários acontece porque os custos fixos são repartidos por um maior volume de atividade. Adicionalmente, e baseado nas economias da curva da experiência, os custos tendem a reduzir com a maior utilização da capacidade instalada, considerando que as empresas, ao atuar de forma individual, não teriam potencialidades para explorar aquelas economias de experiência.

Segundo Ferreira (2002: 154), «As economias de escala ou de volume constituem um meio para redução de custos, mas as economias de gama ou de variedade de produtos podem conduzir ainda a vantagens competitivas estratégicas.» Nas economias de gama, à medida que a variedade de produtos ou modelos produzidos e vendidos aumentam, obtêm-se economias de custos. «As concentrações horizontais proporcionam oportunidades de utilização comum de meios caracterizados por certa indivisibilidade antes da fusão/aquisição, de racionalização de linhas de produção e de distribuição e de desinvestimentos em ativos e meios redundantes ou com níveis inferiores de eficiência» (Ferreira, 2002: 154). Torna-se necessário encontrar o equilíbrio entre as economias de escala e de gama, uma vez que o desequilíbrio poderá gerar desvantagens concorrenciais. Destaca-se o exemplo da *performance* na indústria automóvel, onde duas grandes empresas nos Estados Unidos da América apresentam estratégias diferentes. Uma produzia uma grande variedade de automóveis para satisfazer todos os tipos de consumidores e a outra, concentrava-se nas economias de escala obtidas através de grandes produções de uma reduzida gama de modelos e com elevados níveis de padronização. Estes conceitos conduzem a diferentes estruturas de custos. Em 1982, um estudo do Massachusetts Institute of Technology (MIT) sobre as empresas General Motors, Ford e Chrysler detetou economias de escala na General Motors e na Chrysler mas não na Ford. Por conseguinte, se as primeiras aumentassem o ritmo de produção, os custos cresceriam menos do que proporcionalmente. No caso da Ford, aumentos de produção conduziam ao aumento dos custos mais do que proporcionalmente. Quanto às economias de gama, estas apenas se verificam na produção combinada de automóveis de maior dimensão como camiões e automóveis de menor dimensão.

7.2. Sinergias baseadas nos proveitos e na utilização otimizada de recursos complementares

As fusões e aquisições horizontais são influenciadas pela decisão de aumentar os proveitos e rendimentos devido à utilização otimizada de recursos complementares. A utilização comum de recursos complementares, o aprofundamento de capacidades fundamentais e específicas e a mobilização de ativos invisíveis conduzem a uma maior cobertura de mercado, através da extensão geográfica e das linhas de produtos e no aumento da capacidade de inovação. Este tipo de sinergias estão diretamente relacionadas com:

- Maior cobertura de mercado, que se traduz no aumento da extensão geográfica e das linhas de produtos permitindo que a nova empresa ou adquirente, após a fusão, alcance um maior número de clientes, aumentando a cobertura de mercado. Possibilita ainda que a nova empresa aumente a variedade, modelos e gama de bens ou serviços a oferecer, dada a extensão da linha de produtos/serviços. Um dos pontos mais delicados de gerir num processo de integração diz respeito às marcas a manter, a aprofundar ou a abandonar.

- Aumento da capacidade de inovação, situação que se verifica sempre que cada uma das empresas concentradas possui capacidades de investigação, conhecimento, patentes e outras que possam ser utilizadas nos produtos e serviços de outra empresa.

Segundo Ferreira (2002: 156), as operações de concentração envolvem processos de troca e de comunhão de recursos, onde cada uma das partes vai aprendendo a conviver e a utilizar os meios da outra. Os negócios agora juntos podem gerar mais valor, obtendo acessos preferenciais a recursos que não podiam ser adquiridos no mercado, ou pelo menos, de forma tão competitiva.

Após uma concentração horizontal, seja ela sob a forma de fusão-concentração ou de fusão-incorporação, é necessária a existência de um processo de reconfiguração das atividades ou negócios, que se encontram agora sob a mesma orientação. Os processos de tentativa de utilização otimizada de recursos geram muitas vezes excessos e conflitos entre os ativos e outros meios comuns, levando ao desinvestimento, à venda ou encerramento dos meios redundantes, como por exemplo equipamentos, instalações, despedimentos, entre outros. A questão aqui é definir o que é exatamente um excesso e o perigo existe quando a decisão de desinvestir recai sobre um recurso necessário e não um excesso. As consequências mais comuns passam pelas mudanças tecnológicas, na produção e na distribuição e, no extremo, poderão ocorrer mudanças organizacionais. Para além disso, podem surgir os designados efeitos cruzados. Um desinvestimento pode libertar excessos,

originando maior eficiência e melhor produtividade. Por outro lado, pode abrir conflitos reduzindo capacidades de inovação, de aprofundamento de mercados, entre outras. O caso dos despedimentos pode originar situações de receio e desmotivação juntos dos colaboradores que permanecem na empresa após a fusão, dificultando as tarefas a desempenhar no interior da organização. Segundo Ferreira (2002), na óptica de curto prazo, certos desinvestimentos podem ser mais visíveis e aconselháveis, uma vez que os decisores são geralmente forçados a apresentar resultados imediatos para justificar a concentração. Numa ótica de médio prazo, alguns dos recursos dispensados poderão vir a fazer falta e gerar situações de perda de competências.

7.3. Tipos de ganhos esperados nas concentrações horizontais e as características das atividades

As fases mais relevantes do ciclo de vida de um produto ou empresa são a pesquisa e desenvolvimento inicial, crescimento, maturidade, saturação e declínio. No que se refere a aquisições e fusões horizontais as fases mais relevantes são o crescimento e a maturidade.

Na fase de crescimento verifica-se um rápido crescimento das vendas, os padrões dos clientes estão em constante mudança e o mesmo acontece com os canais de distribuição. Surgem novos consumidores e ao mesmo tempo novos concorrentes com produtos muito semelhantes que provocam a descida dos preços. No final desta fase só sobrevivem as empresas mais fortes que alcançam assim a maturidade.

A fase da maturidade é mais estável onde a taxa de crescimento das vendas reduz para níveis semelhantes aos da economia em geral. Tanto os padrões dos clientes como os canais de distribuição estabilizaram e pretende-se a recuperação dos investimentos feitos nas fases anteriores.

Desta forma, os objetivos de uma fusão ou aquisição são diferentes consoante a fase em que a empresa se encontra. Na fase de maturidade, as economias de escala ou de gama são altamente relevantes e ganham ainda maior importância quando se torna necessário alargar geograficamente o mercado. Contudo, se a fusão é realizada com base numa estratégia defensiva, a empresa pode ser apanhada na armadilha do crescimento. É o caso de algumas organizações portuguesas que cresceram para níveis elevados em termos nacionais e que se estão a tornar apetecíveis no mercado internacional. As concentrações horizontais ocorridas nos anos 90 no sector bancário, segurador, automóvel e farmacêutico são

exemplos disso. Por outro lado, nos negócios que se encontram em fase de crescimento, as preocupações das aquisições horizontais estão fundamentalmente associadas à obtenção de competências de inovação e desenvolvimento de produtos e processos, produção, marketing, distribuição e de marcas.

7.4. Assimetrias entre as empresas concentradas

Nas decisões de fusão-integração ou aquisição há uma empresa dominada e outra dominante. Neste sentido, a empresa adquirida tende a ser o alvo do processo de consolidação, procurando retirar o máximo resultado do investimento na aquisição. Desta forma, as principais mudanças organizacionais, técnicas e comerciais tendem a ocorrer frequentemente na empresa adquirida e não na empresa compradora.

De acordo com Capron (1999 *apud* Ferreira, 2002:160)⁴, é relevante destacar algumas conclusões sobre as decisões pós-aquisição referentes à venda de ativos e redistribuição de recursos:

- 1) Os desinvestimentos na empresa compradora são geralmente raros, mas apresentam um impacto positivo na redução de custos;
- 2) Os desinvestimentos na empresa adquirida ocorrem de três a cinco vezes mais do que na compradora, não reduzem custos e destroem capacidades;
- 3) A utilização de recursos da empresa adquirida para a compradora não só aumenta a capacidade de crescimento da atividade e das vendas, como ainda reduz custos;
- 4) A utilização de recursos da empresa adquirida para a compradora pode prejudicar nalguns casos o desempenho da aquisição;
- 5) A venda de ativos e redistribuição de recursos geralmente interagem.

⁴ Capron, Laurence (1999). The Long-Term Performance of Horizontal Acquisitions. *Strategic Management Journal*, 20, 987-1018

7.5. Assimilação versus integração e as assimetrias

O processo de assimilação procura tornar a empresa adquirida semelhante à compradora. De acordo com Ferreira (2002), em certos casos, a aquisição é realizada com vista num único grupo de ativos, deixando os restantes para reestruturação, normalmente para venda. Neste processo, a cultura, os quadros e funcionários da empresa adquirida não são tidos em conta.

Por outro lado, existe o processo de integração onde se prevê que os recursos da empresa adquirida sejam necessários, sendo um ponto-chave no sucesso da sua integração. Em primeiro lugar são enumeradas e avaliadas as vantagens da combinação, designada a fase de pré-integração voluntária. Após a assinatura do contrato de fusão/aquisição, dá-se início à etapa de pós-integração onde se pretende criar uma nova organização ou manter as empresas envolvidas reforçando os seus pontos fortes e minimizando os seus pontos fracos. Neste processo, a cultura e as pessoas da empresa adquirida são parte integrante da combinação, contribuindo para o sucesso da mesma. Na integração existe um elevado índice de retenção de pessoas, ao contrário do que acontece na assimilação.

Quando a finalidade da fusão/aquisição é o alargamento do mercado existente, a assimilação não deverá ser o processo a seguir uma vez que irá destruir a relação cliente-empresa, resultante da saída das pessoas que são um pilar importante daquela relação. Esta questão está também relacionada com:

- Compatibilidade de estilos de gestão: hábitos de trabalho dos executivos, níveis de burocracia, personalidade dos responsáveis máximos. Os estilos de gestão têm influências culturais pelo que se estes forem muito diferentes de empresa para empresa, a estratégia de integração poderá não ser a mais favorável.
- Compatibilidade e adequação dos sistemas de remuneração e compensação: sistemas de remuneração e de compensação mais formais e burocráticos, possibilitando resultados mais previsíveis, ou, pelo contrário, mais livres e discricionários com resultados incertos. Quando existem grandes divergências, a empresa compradora poderá necessitar de forçar o seu sistema.
- Níveis de autonomia das divisões e das subsidiárias: as subsidiárias poderão ter maior ou menor autonomia, maior ou menor poder e prestígio. Esta questão terá que ser analisada na negociação de pré-aquisição.

- Existência de interferências dos órgãos do nível superior (*corporate*) nas áreas dos negócios: as interferências dos órgãos de topo da empresa compradora nas áreas de negócio da adquirida são muito comuns. A razão para tal poderá estar relacionada com a obtenção de sinergias através de relações verticais ou pela necessidade de aprofundar o conhecimento sobre o desempenho de cada uma dessas unidades de negócio. Estas interferências poderão causar choques de poder se as pessoas não forem informadas convenientemente.

Neste sentido conclui-se que as práticas seguidas numa assimilação não podem ser iguais às da integração.

7.6. Transferência de competências entre as empresas horizontalmente concentradas

Em concordância com Ferreira (2002), a transferência de competências não é igual em todas as áreas nem em todas as posições organizacionais. Numa fusão/aquisição, assiste-se ao domínio da empresa adquirida pela compradora. Assim os quadros superiores da adquirida são geralmente convidados a sair, procedendo-se de imediato à sua substituição. A má avaliação das pessoas pode levar à rejeição de competências existentes e valiosas. Em relação aos quadros e técnicos altamente especializados, estes podem sair de livre vontade, reduzindo o valor da aquisição. O risco do capital do conhecimento é extremamente elevado nas empresas de serviço e da nova economia. Neste tipo de abordagem, deve recorrer-se a indicadores de correlação entre o desempenho efetivo, medido por exemplo pela rentabilidade do capital investido, e a cultura da empresa, medida pela força relativa da cultura.

Segundo Ferreira (2002: 164)

As fusões e aquisições horizontais reduzem o número de empresas no sector de atividade e podem originar posições de excessiva concentração de poder, conduzindo a práticas de abuso de posição dominante contrariando ou ferindo os princípios da concorrência. A legislação da defesa da concorrência ou *anti-trust* ao proibir práticas anti-concorrenciais consequentes das combinações horizontais, contraria drasticamente o objetivo do abuso da posição dominante como relevante nestas decisões.

8. Regime fiscal especial aplicável às fusões

Esta área tem sofrido constantes alterações e o regime fiscal atual tem como base a neutralidade, procurando o diferimento da tributação de rendimentos, lucros e mais-valias resultantes das fusões.

Segundo o artigo 73º do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (CIRC), fusão é a operação pela qual se realiza:

- a) A transferência global do património de uma ou mais sociedades (sociedades fundidas) para outra sociedade já existente (sociedade beneficiária), atribuindo aos sócios daquelas de partes representativas do capital da beneficiária e, eventualmente, de quantias em dinheiro que não excedam 10% do valor nominal ou, na falta de valor nominal, do valor contabilístico equivalente ao nominal das participações que lhe forem atribuídas;
- b) A constituição de uma nova sociedade (sociedade beneficiária) para a qual se transferem globalmente os patrimónios de duas ou mais sociedades (sociedades fundidas), sendo aos sócios destas atribuídas partes representativas do capital social da nova sociedade e, eventualmente, de quantias em dinheiro que não excedam 10% do valor nominal ou, na falta de valor nominal, do valor contabilístico equivalente ao nominal das participações que lhe forem atribuídas;
- c) A transferência do total do ativo e passivo da sociedade fundida para o património da sociedade beneficiária, detentora da totalidade das partes representativas do seu capital social.

Para que o regime possa ser aplicado, o artigo 74º do CIRC impõe que «[...] a sociedade beneficiária mantenha, para efeitos fiscais, os elementos patrimoniais objeto de transferência pelos mesmos valores que tinham nas sociedades fundidas[...].»

Segundo Silva (2015), de forma a permitir o controlo da determinação dos resultados, inerentes aos elementos patrimoniais transferidos, a sociedade beneficiária deve integrar no seu dossier fiscal as demonstrações financeiras da sociedade fundida, anteriores à operação de fusão. Neste dossier, conforme os artigos 71º e 130º do CIRC, devem constar as depreciações e amortizações, perdas por imparidade, provisões e ajustamentos em inventários registados na sociedade fundida.

De acordo com a circular 7/2005, de 16 de Maio, da direção de serviços do IRC, a dedução dos prejuízos fiscais transmitidos deverá, por regra, ser limitada à percentagem do lucro tributável da sociedade nova. Com base no último balanço anterior à fusão, esta

percentagem corresponde à proporção entre o valor líquido da sociedade fundida e o valor do património líquido de todas as sociedades envolvidas na operação.

Segundo Silva (2015: 198), o momento a partir do qual uma fusão é considerada para efeitos fiscais é a data determinada no projeto de fusão desde que se situe no mesmo período de tributação dos efeitos jurídicos da operação.

Nas operações de fusão não há lugar a liquidação de IVA.

9. Contextualização Histórica das Fusões e Aquisições

9.1. Perspectiva Histórica Internacional

O fenómeno das fusões e aquisições (M&A) teve origem nos Estados Unidos no final do século XIX e início do século XX, onde empresas com quota de mercado reduzida realizavam operações de concentração com outras empresas semelhantes, tornando-se grandes e poderosas, de forma a dominar os mercados. Nesta época ocorreram grandes desenvolvimentos nos transportes e telecomunicações que proporcionaram a criação de um mercado único, que incentivava a exploração de economias de escala e de gama. Também a formação do mercado de capitais mais desenvolvido e as novas técnicas de gestão possibilitaram o aumento da dimensão das empresas, através da aquisição de *stock* de outras empresas ou delegando o poder de decisão dos acionistas aos gestores (Motta, 2004). O final do século XIX foi caracterizado por preços baixos e instáveis, resultado de fatores macroeconómicos que originaram diversas crises. A queda dos custos de transporte e telecomunicações conduziu ao aumento do nível de competição, uma vez que as empresas competiam agora com concorrentes distantes, localizados em diversos estados americanos. O aumento da produção intensificou a competição, levando à queda dos preços. Contudo, as empresas continuavam a realizar avultados investimentos na reorganização da produção e na distribuição das suas atividades, através da compra de nova maquinaria ou entrando em novos mercados. De forma a cobrir estes custos fixos elevados, as empresas reduziam ainda mais os seus preços dando origem a guerras de preço. Como resposta às guerras de preços e à instabilidade dos mercados, as empresas faziam acordos de preços, permitindo manter preços e margens elevadas. Este é exatamente o objetivo dos cartéis⁵ e o consumidor final é quem sai prejudicado destes acordos de concertação de preços. Entenda-se também como consumidor final os produtores tais como os agricultores ou pequenas indústrias que vendem a preços baixos o que compraram inicialmente a preços elevados. Os produtores e pequenas empresas reclamaram estas práticas que os colocavam fora da competição e uma vez que tinham força política suficiente, conduziram à criação de leis *antitrust* em vários estados americanos (Motta, 2004). Em 1890 é adotado o *Sherman Act*. Esta lei foi lançada pelo governo dos Estados Unidos da América (EUA) e veio estabelecer regras contra a

⁵ Cartel trata-se de um acordo para fixação de preços ou cotas de produção, divisão de clientes e de mercados de atuação entre empresas concorrentes. Tem a finalidade de eliminar a concorrência e aumentar os preços dos produtos, obtendo maiores lucros, em prejuízo do bem-estar do consumidor.

concertação de preços e monopólios, proibiu contratos, acordos ou conspirações que retraíam a competição. O incumprimento desta lei podia conduzir a penas até 3 anos de prisão. Desta forma, os tribunais evitaram que grandes empresas se aliassem estrategicamente a outras, evitando a maximização dos lucros. Motta (2004) apresenta como exemplo o caso do *Terminal Railroad* em 1912, onde se proibiu que as ferrovias que controlavam as instalações da ponte St. Louis discriminassem os seus concorrentes.

De acordo com Gaughan (2007), verificam-se 5 períodos na história dos EUA de elevada atividade de concentração de empresas, designadas por *merger waves*. Estas ondas são geralmente motivadas pela combinação de choques económicos, de regulação e tecnológicos. O choque económico surge, por exemplo, pelos elevados preços das ações ou pela expansão da economia que motiva as empresas a crescer rapidamente. A forma mais rápida de alcançarem esse crescimento passa por operações de M&A. O choque de regulação está relacionado com a eliminação de barreiras legais à combinação de empresas, por exemplo as mudanças nas leis bancárias dos EUA que impediram os bancos de entrar noutras indústrias. O choque tecnológico está relacionado com o avanço das tecnologias que pode provocar elevadas alterações nas diferentes indústrias (Gaughan, 2007). Brealey et al. (2014) sugerem a explicação para as ondas de fusão como uma das 10 questões nunca resolvidas e que poderá estar fortemente relacionada com modas financeiras. É possível encontrar razões para uma fusão em particular, contudo não existe uma hipótese geral para todas as empresas que se fundiram entre 1998 a 2000 e entre 2006 e 2007.

A primeira onda de fusão ocorreu entre 1887 e 1904, após a depressão de 1883 e antes da Primeira Grande Guerra e com maior incidência nas indústrias do minério e da manufatura. Esta onda é fortemente caracterizada por fusões horizontais e conseqüentemente pela possibilidade de realizar economias de escala eficientes. Esta fase foi particularmente interessante para o domínio do mercado e formação de monopólios. Alguns exemplos desta primeira fase são a Standard Oil Company de New Jersey (1899), após a fusão da empresa de gás e petróleo americanas; United States Steel Corporation (1901) que se tornou a maior empresa de aço após a fusão da Carnegie Steel Company, Federal Steel Company, National Steel Company e JP Morgan; e International Harvester Corporation (1902), formada após a fusão de cinco empresas de equipamento agrícola da JP Morgan e a McCormick Harvesting Machine Company. Motta (2004) acrescenta o exemplo da fusão entre 5 empresas de tabaco que formaram a Empresa Americana de Tabaco, iniciando um

processo de absorção de pequenos concorrentes, controlo de participações acionistas noutras empresas e guerras de preços que colocavam determinados concorrentes fora da corrida. Além das evidências ocorridas nos EUA, também em Inglaterra se verificaram movimentos de fusão. Entre 1890 e 1914, os bancos ingleses criaram um grande movimento de fusões e aquisições, onde bancos privados pequenos e médios foram absorvidos por grandes sociedades anónimas constituídas por grupos de banqueiros com vista a interesses comuns.

A segunda onda teve início em 1916 e culminou com a Grande Depressão de 1929. Contrasta da primeira por ter gerado menos monopólios, mais oligopólios e muitas fusões verticais. Em 1910, o Congresso americano preocupado com os abusos de mercado e o poder exercido pelos monopólios, verificou que o *Sherman Act* não era um impedimento efetivo para o monopólio. O *Sherman Act* abrangia o controlo da fixação de preços e os acordos de quota de mercado entre empresas independentes, mas não incluía as fusões que eram consideradas legais caso a intenção não fosse monopolista. Assim as empresas que desejavam coordenar preços entre si tinham a opção de se fundir e contornar a lei. «[...] *it was probably the Sherman Act itself that led to a sharp increase in the number of mergers in the US.*» (Motta, 2004:5). Como resultado, o congresso aprovou o *Clayton Act* em 1914, reforçando as disposições antimonopolistas do *Sherman Act*. Esta nova lei proibia a discriminação de preços e a aquisição de empresas em qualquer tipo de comércio ou em qualquer área do país que conduzisse à redução da competição ou apresentasse uma tendência para a criação de um monopólio. Em 1914, surge ainda o *Federal Trade Comission Act* que veio criar a Comissão Federal de Comércio (FTC), uma agência independente para regular práticas de comércio injustas. Esta nova comissão partilha responsabilidades com o Departamento de Justiça, reforçando a aplicação das leis da concorrência nos EUA.

Nesta segunda fase, com o *Clayton Act* e o *Sherman Act*, o governo estava melhor preparado para aplicar as leis *antitrust*, reprimir práticas comerciais injustas e prevenir a constituição de cartéis. Brealey et al. (2014) acrescentam que o governo federal podia reforçar as leis *antitrust* através de uma ação civil no Departamento de Justiça ou por um processo iniciado na FTC.

Tal como a primeira onda de fusões, a segunda onda gerou empresas proeminentes que ainda hoje operam, tais como a General Motors, International Business Machines (IBM), John Deere e a Union Carbide Corporation.

À medida que as empresas com recursos financeiros procuravam expandir, enfrentavam uma aplicação mais rigorosa da legislação *antitrust*, através do *Celler-Kefauver Act* de 1950, que fortaleceu as disposições anti fusão do *Clayton Act* de 1914. O *Clayton Act* tornou a aquisição de *stock* de outras empresas ilegal quando essa aquisição resultasse em fusão, no entanto, a lei teve uma lacuna importante: não impediu a aquisição anti concorrencial dos ativos de uma empresa. A Lei *Celler-Kefauver* encerrou esta lacuna. Armado com leis mais duras, o governo federal adotou uma posição *antitrust* mais forte, reduzindo drasticamente as fusões horizontais e verticais. As empresas em expansão descobriram que a sua única alternativa disponível era formar conglomerados.

A terceira onda ocorreu entre 1965 e 1969, designada de *Conglomerate Merger Wave*, destaca-se pela expansão e diversificação. Em contraste ao que era comum nas fases anteriores, nesta fase, algumas empresas pequenas adquiriam empresas maiores. Em 1976, a Lei *Antitrust Hart- Scott- Rodino* estabeleceu que tanto o Departamento de Justiça como a FTC deveriam ser informados de todas as aquisições acima dos 15 milhões de dólares ou mais de 15% do *stock* de ações da empresa alvo. Segundo dados apurados por Steiner (1975), a aquisição de empresas com ativos acima de 100 milhões de dólares, que em média era apenas de 1,3 por ano de 1948 a 1960 passou para 24 em 1967, 31 em 1968 e 20 em 1969. A FTC anunciou que 80% das fusões verificadas entre 1965 e 1975 eram conglomerados. Os bons exemplos são a International Telephone and Telegraph (ITT) e a Ling-Temco-Vought (LTV). Na década de 1960, a ITT adquiriu negócios tão diversos como Avis Rent a Car, Sheraton Hotels, Continental Baking e outras empresas em áreas como cadeias de restaurantes, agências de crédito ao consumidor, empresas de construção e empresas de estacionamento no aeroporto. Embora a terceira onda de fusão esteja associada a empresas de conglomerados bem conhecidas, como ITT e LTV, muitas pequenas e médias empresas também seguiram essa estratégia de diversificação e mudaram-se para áreas fora do seu *core business*. O *crash* dos preços das ações, amplificado pela crise do petróleo, na primeira metade da década de 1970, resultou no fim da terceira onda de fusões.

Entre 1984 e 1989, surge a quarta onda de fusões que se destaca pelos processos de fusão *hostis*. Esta onda é também designada pela *megamerger wave*, considerando que as maiores empresas dos EUA se tornaram alvos de aquisição. Durante esta onda, os bancos de investimento desempenharam um papel mais agressivo, dispostos a distribuir grandes somas de dinheiro para ajudar os seus clientes nas suas ofertas de aquisição *hostis*.

Também ocorreu o desenvolvimento do mercado de títulos de lixo, onde os títulos de empresas com baixa ou fraca qualidade de crédito são vendidos. Entre 1988 e 1998, metade do valor de fusões nos EUA é referente a indústrias desregulamentadas (Andrade, Mitchell e Stafford, 2001). Por exemplo, em 1990, a desregulamentação do sector das telecomunicações e da banca conduziu a uma onda de fusões em ambas as indústrias. O fim inevitável da quarta onda ocorreu em 1989, quando os bancos financiaram de forma excessiva, com a agravante das altas taxas de inflação, implicando elevados custos com empréstimos que não eram sustentáveis pelas estruturas de capital. Este fator foi ainda agravado pelo *crash* do mercado de ações em 1987, onde muitas empresas foram forçadas a encerrar a sua atividade.

A quinta onda de fusões começou em 1992 com o aparecimento de empresas multinacionais. Os investidores estrangeiros começaram a entrar no mercado dos EUA (e *vice-versa*), originando fusões transfronteiriças. Esta onda termina com a falência da Worldcom e da Enron. As indústrias do gás e do petróleo também foram bastante ativas durante a quinta onda de fusões, como se viu na incorporação da Exxon e Mobil, resultando na ExxonMobil, atualmente a maior empresa de refinação de petróleo do mundo. A GlaxoSmithKline, por outro lado, foi o resultado da fusão da Glaxo Wellcome e da SmithKline Beecham, duas das principais empresas farmacêuticas da Europa na época. Esta fusão tornou-a facilmente uma das principais empresas farmacêuticas do mundo. Outro exemplo é a compra da gigante do telefone e internet alemã, Mannesman, pela Vodafone AirTouch do Reino Unido, em 1999.

Em 2003, verificou-se um *boom* nos processos de fusão, resultante da gradual recuperação económica e financeira. Nos anos seguintes, tanto o Departamento de Justiça como a FTC procuravam atrasar os processos de fusão. Por exemplo em 2011, a AT&T, empresa americana de telecomunicações, propôs a aquisição da T-Mobile por 39 bilhões de dólares e o Departamento de Justiça entrou com uma ação de forma a bloquear o processo, levando à desistência da empresa adquirente. Estas situações não ocorriam apenas nos EUA. A comissão europeia também bloqueou a oferta pública de aquisição da Honeywell pela General Electric no valor de 46 bilhões de dólares, alegando que as duas empresas juntas iriam ter muito poder na indústria da aviação. Em 2005, em França, abordava-se a possibilidade da PepsiCo adquirir a Danone e o primeiro-ministro interveio anunciando que o governo Francês estava a elaborar uma lista de indústrias estratégicas que deviam ser protegidas do poder estrangeiro, tornando indefinida a operação em causa. Além da

Europa, também a China demonstrou uma posição de defesa. A Empresa Nacional Chinesa de petróleo foi obrigada a retirar a sua oferta pela Unocal e o Congresso votou contra a fusão da P&O Britânica com a DP World Dubai. O processo apenas avançou quando os portos da P&O localizados nos EUA foram excluídos do negócio.

Abrangendo diversas teorias e com uma perspectiva internacional, Gugler, Mueller e Weichselbaumer (2012) concluíram que os *booms* no mercado de ações contribuem para um ambiente otimista que promove não só um aumento da atividade de fusão como subsequentes efeitos negativos das fusões sobre os retornos dos acionistas.

Segundo Kowalik, Davig, Moris e Regehr (2015), o número de bancos nos EUA tem vindo a decrescer desde 1980, valores que passaram de 14.500 instituições bancárias para 5.600 em 2015. As razões para a queda são as falências durante a crise, a consolidação impulsionada pelo Estado e as fusões voluntárias. Esta última tem sido a principal razão desde o fim da recessão 2007-2009. Kowalik et al. (2015) através do estudo da realidade americana determinaram que nos últimos 30 anos o número de bancos tem vindo a cair, situação causada principalmente pelas fusões voluntárias. Estas passaram de 73 em 2011 para 162 em 2014. Este fenómeno pode ser explicado pela melhoria das condições económicas e bancárias após a recuperação da crise financeira 2007-2009. Este progresso faz com que os bancos operem em mercados mais fortes e com uma carteira de clientes mais estável, tornando-se alvos mais atrativos. Por sua vez os bancos adquirentes também apresentam melhores condições financeiras para avançar com o processo de fusão. De acordo com Kowalik et al. (2015), os bancos adquiridos são geralmente mais pequenos, cerca de 15% em comparação com os não adquiridos no mesmo período, e menos rentáveis e eficientes do que os não adquiridos. Kowalik et al. (2015) analisam ainda o retorno sobre os ativos (ROA) dos bancos em causa, dividindo-o em três componentes: juros líquidos, que reflete a diferença entre os juros recebidos nos empréstimos e os juros pagos pelos recursos; outras receitas, resultantes de atividades e serviços não relacionadas com empréstimos e despesas, onde se inclui os custos de funcionamento de um banco, como os custos com pessoal ou manutenção dos edifícios do banco, excluindo os juros pagos pelo passivo. Os bancos adquiridos são geralmente menos rentáveis, uma vez que apresentam receitas de juros e não juros mais baixos, e por sua vez custos operacionais mais elevados. Isto acontece por terem geralmente menos empréstimos mas uma maior percentagem de depósitos. Os bancos adquiridos são também menos capitalizados quando comparados com

os não adquiridos. Cyree (2010 *apud* Kowalik et al., 2015)⁶ encontrou evidências que os bancos adquirentes estão dispostos a pagar um preço mais alto por bancos com depósitos mais altos em ativos.

Também na Índia ocorreram 49 fusões no sector bancário desde 1985 (Joshi, 2017). Entre 1993 e 1994, ocorreu a primeira fusão entre dois bancos nacionalizados na Índia, o Punjab National Bank (PNB) e o New Bank of India (NBI). Em Abril de 2017, ocorreu a fusão entre o State Bank of India (SBI), cinco associados e Bharatiya Mahila Bank, que colocou o SBI no lugar 50 da lista dos maiores bancos do mundo. O SBI já em 2008 tinha vivido um processo de fusão com o State Bank of Saurashtra, de forma a aumentar a presença do SBI na região de Saurashtra. Em 2004, para proteger os interesses dos depositantes do Global Trust Bank (GTB), realizou-se a fusão entre o GTB e o Oriental Bank of Commerce (OBC). A fusão permitiu que o OBC, um banco do setor público, se expandisse no sul da Índia e ganhasse um milhão de depositantes. Em 2002, o Bank of Baroda (BoB) resgatou o Benares State Bank Ltd que vinha sofrendo perdas. Com a fusão o BoB ganhou 105 agências e uma pequena base de clientes.

Além da perspectiva americana e indiana, Motta (2004) aborda as leis da concorrência na União Europeia. Na Alemanha, os cartéis eram vistos como um instrumento para controlar a instabilidade provocada pela concorrência e guerra de preços. Não só era permitida a concertação de preços como a mesma era incentivada pelos tribunais. Uma ação anti-cartel só era adotada quando a fusão das empresas criasse um monopólio ou a exploração extrema dos consumidores (Scherer, 1994 *apud* Motta, 2004)⁷. Kuhn (1997 *apud* Motta, 2004)⁸ compara que em 1905 existiam 385 cartéis envolvendo 12.000 empresas e que em 1923, o número de cartéis aumentou para 1.500 na Alemanha. Foi apenas em 1923 que surgiu a *Cartel Law*, como resultado da hiperinflação. Sob os efeitos da grande depressão e a falências de muitas empresas, em 1930, a participação em cartéis passou a ser obrigatória em empresas que operavam em setores vulneráveis. O regime Nazi reforçou ainda mais esta obrigatoriedade com a finalidade de controlar a indústria nacional e fortalecer os sectores envolvidos na guerra, acreditando que as empresas poderiam ser mais fortes se estivessem firmemente coordenadas (Motta, 2004). Depois da Segunda Guerra Mundial, os

⁶ Cyree, K. B. (2010). What Do Bank Acquirers Value in Non-Public Bank Mergers and Acquisitions?. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50 (3), 341-351.

⁷ Scherer, F.M. (1994). *Competition Policies for an Integrated Economy*. Washington, D.C.: Brookings Institution

⁸ Kuhn, K.-U. (1997). Germany. In E.M. Graham and J. Richardson (Eds), *Global Competition Policy*. Washington, D.C.: Institute for International Economics

Aliados quiseram impor leis *anti-trust* na Alemanha e no Japão de forma a quebrar a concentração do poder económico e promover o progresso económico. Desta forma, estavam proibidos cartéis, sindicatos e *trusts*. Contudo, o governo dos EUA e do Reino Unido rapidamente perceberam que a Alemanha seria uma forte ajuda para contrabalançar a ameaça da União Soviética. Em 1957, a Alemanha aprovou uma lei de concorrência rigorosa e elegeu o Federal Cartel Office (*Bundeskartellamt*) para aplicar as regras contra os acordos de fixação de preços e outras práticas anti-competição. Desde 1973, a Alemanha teve procedimentos para controlar os processos de fusão, o que conduziu a um elevado número de fusões proibidas e também modificação ou abandono de processos de fusão. Um dos principais objetivos da Alemanha continuava a ser a proteção da liberdade económica. Assim, as fusões eram examinadas porque podiam criar empresas dominantes, o que iria limitar a liberdade de competição.

Para lidar com assuntos relacionados com a competição, também no Reino Unido foi introduzido o *Profiteering Act* em 1919, cujo objetivo era evitar preços excessivos após a Primeira Guerra Mundial. Posteriormente surgiram também o *Restrictive Trade Practices Act* em 1956, o *Resale Prices Act* em 1964 e o *Monopolies and Mergers Act* em 1965.

O ponto de partida para a lei da concorrência na Europa foi o Tratado de Paris em 1951, com a adoção de medidas por França, Alemanha, Itália e os países do Benelux (Bélgica, Holanda e Luxemburgo) e com a criação da Comunidade Europeia do Carvão e do Aço. O Tratado instituiu a liberdade de circulação dos produtos, sem barreiras aduaneiras entre os seis países, que mais tarde se tornaram os fundadores da Comunidade Económica Europeia (CEE). A introdução de medidas de concorrência no Tratado de Paris tinha duas razões primordiais. A primeira era o desejo de reduzir o perigo do poder alemão, tornando acessível a outros países europeus bens essenciais como o carvão e o aço. A segunda razão era o princípio da liberdade de concorrência, visto como uma forma viável de alcançar um mercado eficiente.

Em 1957 é assinado o Tratado de Roma que deu origem à constituição da CEE e onde se estabelecia a união aduaneira ou o mercado comum e a Política Agrícola Comum (PAC). Ao passo que o Tratado de Paris proibia acordos e práticas entre empresas cuja finalidade fosse destabilizar a normal competição do mercado comum, o tratado de Roma previa ainda as fusões e aquisições entre empresas a operar nas indústrias do carvão e do aço. Estas operações de M&A tinham de ser autorizadas superiormente e tal apenas acontecia quando a concentração não originasse uma nova empresa capaz de controlar preços, limitar

a produção e a distribuição ou prejudicasse a competição entre os Estados-Membros. Contudo, as fusões só passaram a ter uma regulação explícita com o *Merger Regulation*, em 1989. Esta regulação estabeleceu-se em força entre 1990 e 2000, e durante este período 1.500 fusões foram notificadas e revistas pela Comissão Europeia. Tanto a Alemanha como o Reino Unido pretendiam que os processos fossem analisados apenas numa base de competição, enquanto a França defendia que se deveriam considerar aspetos relacionados com as políticas sociais e industriais. E a realidade é que a política de competição europeia tinha em consideração as razões sociais. Exemplo disso são as exceções concedidas nos acordos de redução recíprocos de capacidade produtiva, os designados *crisis cartels*, desde que essas reduções de sobrecapacidade fossem permanentes, favorecessem a especialização e fossem implementadas de tal forma que minimizassem os custos sociais do desemprego resultante da redução da produção. Outro aspeto que afeta a política de competição europeia é o tratamento favorável dado às pequenas e médias empresas através de apoios concedidos na forma de empréstimos subsidiados, suporte à pesquisa e desenvolvimento, garantias financeiras, entre outros.

A competição é assim vista como um meio para promover o progresso económico e o bem-estar dos cidadãos europeus. De acordo com Motta (2004: 15),

Today, the main objectives of competition policy as enforced by the EC are most probably economic efficiency and European market integration: The first objective of competition policy is the maintenance of competitive markets. Competition policy serves as an instrument to encourage industrial efficiency, the optimal allocation of resources, technical progress and the flexibility to adjust to a changing environment. (European Commission, 2000:6 apud Motta, 2004:15)⁹

O número de processos de M&A que envolvem instituições bancárias na UE foi substancialmente maior logo após a criação da zona euro e, hoje em dia, a atividade relativa a processos de fusão é mais intensa na Europa do que nos EUA. Como exemplo, surge a fusão entre a Mittal e a Arcelor no valor de 27 biliões, que durou 5 meses a concretizar. Apesar da sede da Mittal ser atualmente na Europa, a empresa iniciou as suas operações na Indonésia. Empresas originárias do Brasil, Rússia, Índia e China têm agora capacidade de adquirir outras empresas, revelando uma mudança no mercado das fusões, onde anteriormente apenas se verificavam empresas adquirentes nos países mais industrializados. Outro exemplo é a Tata Group, já referido no presente trabalho. Este

⁹ European Commission (2000). *XXIX Report on Competition Policy, 1999*. Brussels: Commission of the European Communities.

grupo Indiano adquiriu empresas como a Tetley Tea, a siderúrgica anglo-holandesa Corus, a Jaguar e a Land Rover. Na China, a Lenovo adquiriu o negócio de computadores para uso particular da IBM e a Geely adquiriu a Volvo. A Vale, empresa mineira multinacional brasileira, adquiriu a Inco, empresa canadiana de níquel. A JBS, empresa brasileira que opera no processamento de carnes, adquiriu a Swift, empresa americana de carne embalada.

De acordo com dados publicados pelo *Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances* (IMAA), em 2017, as empresas anunciaram mais de 50.600 transações com um valor total de mais de 2,9 trilhões de euros. Em comparação com 2016, o número de negócios cresceu apenas marginalmente em 2,9% enquanto o valor diminuiu 2,00%. A figura 2 apresenta o número de transações em todo o mundo desde 1985.

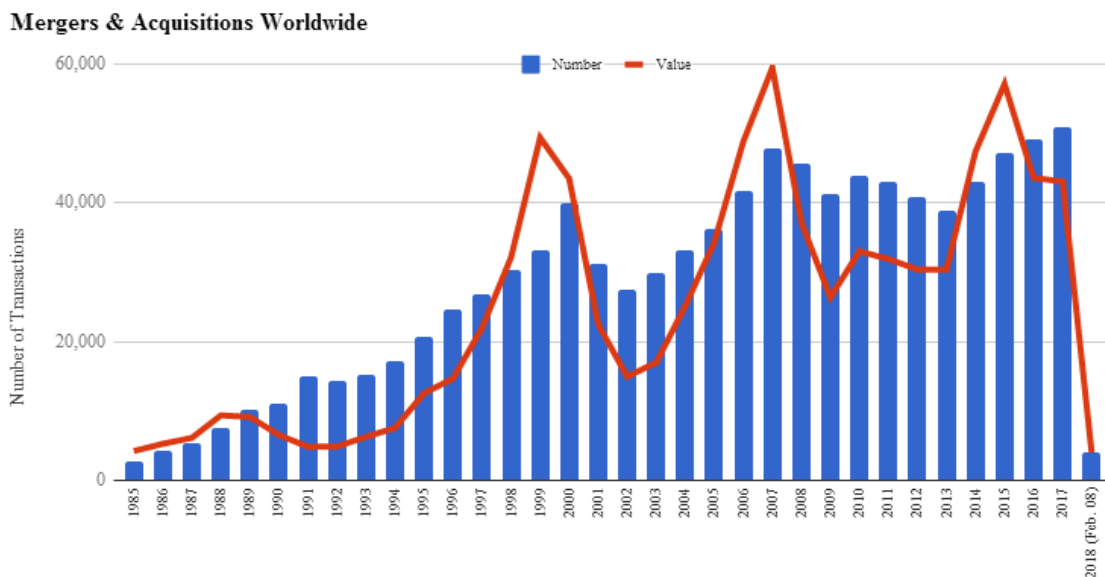


Figura 2 - Número de processos M&A em todo o mundo, desde 1985.

Fonte: IMAA

Desde 1985, o sector que mais contribui para o número de processos de M&A é o industrial, com mais de 126.000 transações e valor conhecido de cerca de 6.100 bilhões USD. Contudo, em termos de volume o sector que mais contribui é o setor financeiro com um valor de 10.800 bilhões USD em mais de 111.000 transações, representando um peso de 16,3% conforme a Figura 3.

M&A by Industries in Value (since 1985)

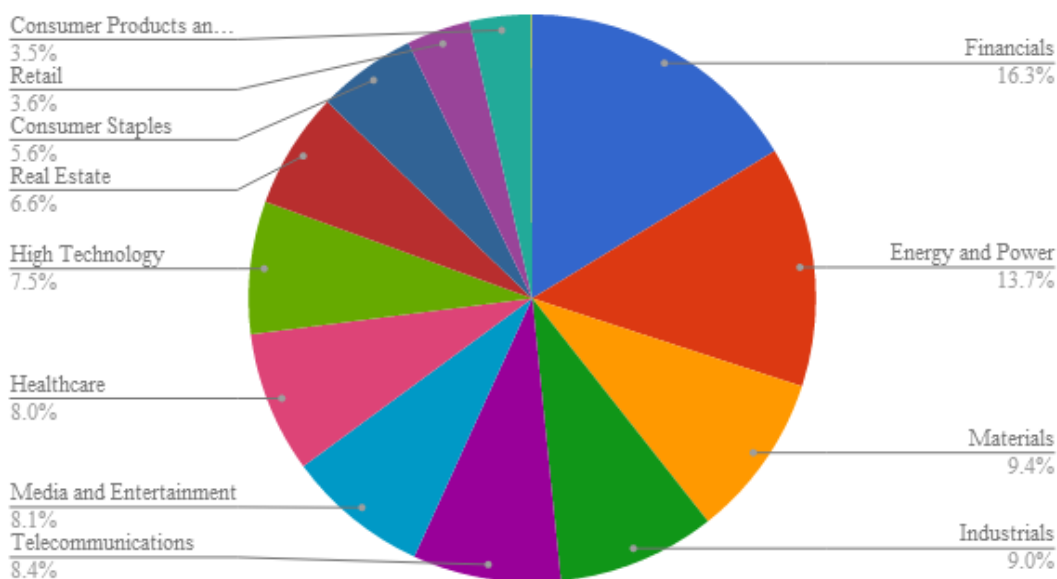


Figura 3 - M&A por indústria em montantes, desde 1985

Fonte: IMAA

Através da Figura 4 é possível analisar a evolução do número e volume de processos de M&A ocorridos no sector bancário desde 1985 até aos dias de hoje.

Mergers & Acquisitions - Banks

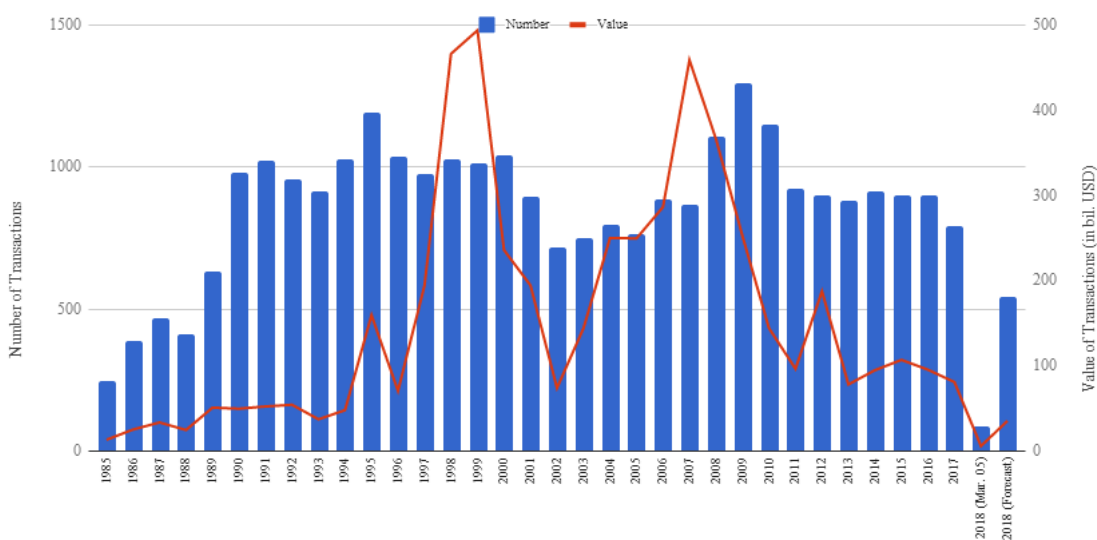


Figura 4 - Número e volume de processos de M&A no sector bancário, desde 1985

Fonte: IMAA

O sector financeiro, onde a banca se insere, tem sofrido fortes impactos a nível mundial, nomeadamente a profunda crise que teve início em 2008. Antes desse período, foi concretizada uma mega fusão em 2007 com a aquisição do ABN Amro pelo Royal Bank of Scotland, o Santander, e o Fortis, dividindo-o em três partes. A operação foi realizada por 71,2 mil milhões de euros. O Royal Bank of Scotland e Fortis acabaram em mãos nacionais, dos respetivos países, depois da crise. Outro exemplo ocorreu na banca espanhola em 2017, com a absorção do Banco Mare Nostrum (BMN) pelo Bankia. Esta operação representa um prejuízo de mais de mil milhões de euros para os contribuintes espanhóis, uma vez que o Estado Espanhol já havia injetado 22 mil milhões de euros no Bankia. De acordo com Carregueiro (2017), um relatório recente do Banco de Espanha dá por perdida grande parte do dinheiro que o Estado espanhol injetou na banca do país desde 2008.

As 15 maiores operações em termos de volume desde 1985 encontram-se refletidas na Tabela 1, com grande destaque para o sector das telecomunicações e tecnologia.

Tabela 1 - As 15 maiores operações em termos de volume, desde 1985

Posição	Data do Anúncio	Nome da empresa adquirente	Nome da empresa alvo	Valor do Negócio (Euro mil)
1	11/14/1999	Vodafone AirTouch PLC	Mannesmann AG	204.792,23
2	01/10/2000	America Online Inc	Time Warner	160.713,03
3	06/26/2015	Altice Sa	Altice Sa	130.074,67
4	09/02/2013	Verizon Communications Inc	Verizon Wireless Inc	100.460,01
5	08/29/2007	Shareholders	Philip Morris Intl Inc	68.077,84
6	09/16/2015	Anheuser-Busch Inbev SA/NV	SABMiller PLC	92.271,91
7	04/25/2007	RFS Holdings BV	ABN-AMRO Holding NV	71.295,16
8	11/04/1999	Pfizer Inc	Warner-Lambert Co	84.937,78
9	12/01/1998	Exxon Corp	Mobil Corp	68.357,27
10	01/17/2000	Glaxo Wellcome PLC	SmithKline Beecham PLC	74.897,31
11	10/28/2004	Royal Dutch Petroleum Co	Shell Transport & Trading Co	58.491,22
12	03/05/2006	AT&T Inc	BellSouth Corp	60.178,13
13	04/06/1998	Travelers Group Inc	Citicorp	67.245,76
14	07/08/2001	Comcast Corp	AT&T Broadband & Internet Svcs	85.094,65
15	04/08/2015	Royal Dutch Shell PLC	BG Group PLC	64403,33

Fonte: IMAA

De acordo com o estudo “*Banking and securities M&A outlook Time to get in gear*” publicado pela Deloitte, com enfoque na realidade americana, 2018 pode ser o ano em que as operações M&A ganham volume considerando as políticas favoráveis, o aumento das taxas de juro, a reforma da lei tributária, expectativa de crescimento do volume de crédito e capitais disponíveis para investimento. Contudo, alertam para a ocorrência de algumas tendências que poderão inibir o desempenho das M&A, nomeadamente a reforma legislativa. O artigo coloca em questão se a reforma fiscal americana poderá ser uma bênção para os processos de M&A na banca. A redução do imposto sobre as empresas de 35% para 21%, passando do nível mais alto entre todos os países da OCDE para um dos

mais baixos, deverá impulsionar positivamente o lucro por ação. Segundo Feldstein (2017), com o imposto mais baixo nos EUA, os países estrangeiros serão menos atrativos para investir, o que atrairá capital para o tecido empresarial americano. Por outro lado, as empresas estrangeiras terão mais apetência a investir nos EUA. Além disso, os bancos multinacionais sediados nos EUA serão também sujeitos a um imposto único de transição. Assim, os bancos e outras organizações de serviços financeiros terão mais capital disponível, mas também inúmeras formas de o aplicar tais como a compra de ações, pagamento de dívidas, aumento de dividendos ou realização de M&A. Os bancos estrangeiros podem tornar-se uma alavanca crítica em processos de M&A nos próximos três a quatro anos, se os Estados Unidos continuarem a ser um mercado de crescimento positivo.

O estudo abrange outros aspetos que podem influenciar os M&A em 2018 tais como o crescimento das taxas de juro e as avaliações elevadas, com previsão para três subidas em 2018 que poderão conduzir os bancos a concentrarem-se no crescimento orgânico em detrimento do crescimento através das aquisições ou alianças. Outros dos aspetos é a agitação geopolítica, onde se destaca a incerteza sentida na Coreia do Norte, resultante de uma liderança imprevisível. Neste ponto, destaque positivo para o ambiente legislativo sentido nos EUA que promove o investimento estrangeiro. Por outro lado, estamos a assistir ao avanço tecnológico e à preocupação da banca em automatizar alguns processos administrativos, realizando investimentos estratégicos significativos nesta área.

9.2. Perspectiva Histórica Nacional

A história bancária em Portugal teve início em 1821 em pleno período de crise profunda, resultante do pós-guerra Peninsular/Invasões Francesas (1807-1810) e da Revolução Liberal em 1820. Neste contexto, à semelhança do que aconteceu noutros países europeus, Portugal viu crescer o seu primeiro banco, o Banco de Lisboa, destinado a apoiar o Estado, recebendo benefícios em contrapartida. Entre 1838 e 1844 foram criadas diversas companhias financeiras, das quais a Companhia Confiança Nacional que após fusão com o Banco de Lisboa, deu origem ao Banco de Portugal em 1846 (Mendes, 2002). A partir desta altura e durante três décadas foram fundados cerca de 50 bancos em Portugal. Em 1875, eram 51 bancos, dos quais 21 eram regionais, ou seja, a sua sede era localizada fora de Lisboa e do Porto. Contudo, a crise de 1873-1876 conduziu à diminuição do número de bancos, tal como aconteceu entre 1890 e 1892, onde se verificou o desaparecimento do Banco Lusitano e a fusão entre cinco bancos no Porto. Este foi um período de fusão com tendência para a concentração.

Como consequência da mudança de regime, passagem de Monarquia para República em 5 de Outubro de 1910, da participação de Portugal na Primeira Guerra Mundial em 1917, da instabilidade governamental sentida até 1926, da subida dos preços e da elevada inflação, o início do séc. XX foi bastante difícil para a banca em Portugal. Em 1925, existiam apenas 24 instituições bancárias em Portugal, algumas das quais vieram a desempenhar um papel relevante na história bancária portuguesa, nomeadamente: Espírito Santos Silva & C^a. (1920), Pinto & Sotto Mayor (1925) e Henry Burnay & C^a. (1926).

Apesar da Ditadura Militar (1926-1932) e do Estado Novo (1933-1974), nos anos 30 o número de casas bancárias e banqueiros já ascendia a cerca de meia centena. Contudo, após a Segunda Guerra Mundial verificou-se uma elevada concentração bancária, conduzindo à diminuição do número de bancos. Estas fusões vieram reforçar o sistema bancário e o poder das instituições que mantiveram atividade.

Nos anos de 1960 e 1970, os serviços bancários tornaram-se mais sólidos, recorrendo aos meios informáticos disponíveis no mercado. Por exemplo, o Banco Totta-Aliança inaugurou em 1964 o circuito interno de tubos pneumáticos e o circuito interno de televisão. O Banco Lisboa & Açores instalou no seu Centro Mecanográfico, um computador IBM 60/30 em 1966 e a rede de teleprocessamento do Banco Pinto & Sotto Mayor cobria dois terços dos balcões e os serviços centrais em 1989. A Companhia Geral de Crédito Predial Português em 1972 comprou um computador IBM 370 e estas e outras

inovações foram-se vulgarizando pelas empresas bancárias. «A informatização dos serviços bancários, a nível interno, e a consequente possibilidade de instalar milhares de terminais automáticos (ATM) contribuíram para uma alteração profunda da rede bancária tradicional.» (Mendes, 2002:49).

Verifica-se uma nova transformação do tecido bancário português após a revolução do 25 de Abril em 1974, devido às nacionalizações efetuadas em 1975. Todos os bancos foram nacionalizados, mantendo apenas três bancos estrangeiros na esfera privada: o Bank of London & South America, cuja sucursal está agora nas mãos do Barclays Bank, o Crédit Franco- Portugais, cuja casa-mãe é atualmente o Crédit Lyonnais e o Banco do Brasil (Nunes, 1994 *apud* Mendes, 2002)¹⁰. Desta forma, em 1983, o sector bancário português era constituído por 16 instituições, 13 das quais se encontravam sob poder do Estado desde a nacionalização de 1975. Entre 1984 e 1989, passaram a existir 29 instituições, e os bancos de capital público continuaram a deter a maior parte da atividade. A adesão de Portugal à CEE, com sua integração em 1986, a crescente abertura do mercado português e a internacionalização da economia, levaram à criação de mais de 30 bancos em Portugal, vários deles sediados no estrangeiro. Em 1997, exerciam atividade em Portugal 61 bancos e a quota de captação de depósitos dos bancos públicos era já inferior a 30%.

O âmbito da banca foi alargando ao longo dos anos e agora encontra-se interligado com seguradoras, distribuição, turismo, hotelaria e indústria. Não só integram o sistema financeiro global como enfrentam uma forte concorrência tanto a nível nacional como internacional. O sector financeiro português no final do séc. XX foi marcado por fusões, das quais se destacam:

- Em 1991, o Grupo Banco Português de Investimento (BPI) adquiriu o Banco Fonsecas e Burnay (BFB), assumindo o seu controlo total e tornando-se uma das primeiras instituições a crescer por via de operações de M&A. Com a finalidade de aumentar a sua dimensão e reforçar a estrutura acionista, adquiriu, em 1996, o Banco Fomento Exterior (BFE) e o Banco Borges e Irmão (BBI). Mais recentemente em 2015, resultante das imposições do Banco Central Europeu, o BPI viu-se obrigado a reduzir a sua exposição angolana, representada pelos seus dois maiores acionistas, o CaixaBank e a angolana Isabel dos Santos. «O BPI, não só se encontrava numa eventual oportunidade de fusão com o BCP, como estava sujeito a um possível controlo integral por estrangeiros.» (Moderno, 2016:42)

¹⁰ Nunes, A. B., Bastien, C. & Valério, N. (1994). *Caixa Económica-Montepio Geral. 150 anos de história. 1844-1994*. Lisboa: Editora do Montepio Geral.

- a compra do Banco Português do Atlântico (BPA) pelo Banco Comercial Português (BCP) em 1996, iniciando o processo de consolidação do grupo. Em 2000, as três assembleias gerais de acionistas do Banco Pinto e Sotto Mayor (BPSM), do Banco Mello Imobiliário (BMI) e do Banco de Investimento Imobiliário (BII) aprovaram, por unanimidade, a fusão por incorporação daquelas instituições financeiras no seio do BCP.

- Em 28 de março de 2001 deu-se a fusão, por incorporação, mediante a transferência global do património, do Banco Nacional Ultramarino (BNU) para a Caixa Geral de Depósitos (CGD). Conforme estabelecido no projeto de fusão das duas instituições, a Sucursal do BNU de Macau passou a ser uma sociedade subsidiária da Caixa Geral de Depósitos, com sede em Macau, tendo como único acionista a CGD e mantendo o nome Banco Nacional Ultramarino SA.

- O BIC Portugal concretizou em março de 2012 a compra do Banco Português de Negócios (BPN) por 40 milhões de euros. Antes desta operação, o Estado havia injetado 600 milhões de euros no BPN, para "recapitalizar" o banco. O BIC cujo capital próprio era de apenas 32 milhões pagou 40 milhões. Os seus acionistas assumiram esse valor, através de um crédito. E o crédito foi liquidado com uma redução do capital no novo banco resultante da fusão.

De acordo com os dados apurados pelo IMAA, no caso português, o ano 2000 destaca-se como sendo o mais ativo no campo das fusões e aquisições, com cerca de 280 processos, no valor de aproximadamente 27 mil milhões de euros (Figura 5).

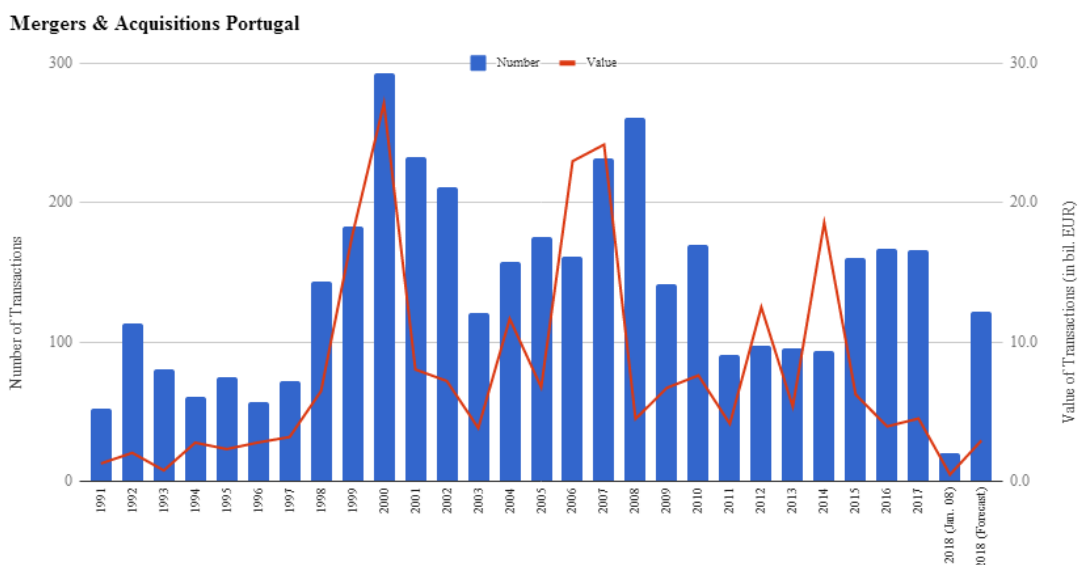


Figura 5 - M&A em Portugal, em número e valor

Fonte: IMAA

Observando a Figura 5, também os anos 2015, 2016 e 2017 revelaram um acréscimo no número de processos. De acordo o relatório mensal de M&A da *Transactional Track Record*, o mercado de fusões e aquisições português registou 327 operações em 2017, o que representa um aumento de 8,64% referente ao ano anterior e movimentou 11,4 mil milhões de euros, representando uma subida de 13,58% face a 2016. A maior transação foi a venda da refinaria de petróleo portuguesa Arlant PTA pela Caixa Geral de Depósitos para o grupo tailandês Indorama por 28 milhões de euros. O sector imobiliário destacou-se com 66 operações registadas, 32% superior ao ano anterior. No entanto, o sector financeiro e de seguros revelaram uma descida de 6% face a 2016, com 33 operações. Em Novembro de 2017, foi debatido o tema “Os desafios de uma banca em transformação” no Fórum Banca 2017, organizado pelo Jornal Económico e pela PricewaterhouseCoopers (PwC). Nos últimos 10 anos, têm surgido diversos acontecimentos que têm afetado fortemente a banca nomeadamente a recessão económica resultante da crise financeira global e da crise da dívida soberana, o aumento da regulação, desencadeada pela crise do *subprime*, a crise reputacional da banca, com casos mediáticos como o BES ou BPN e a revolução tecnológica e digital. Apesar destes choques, hoje a banca reflete progressos e os cinco maiores bancos do sistema reforçaram em 2017 o seu capital e reestruturaram ou consolidaram a sua base acionista. Verificam-se ainda melhorias significativas na robustez dos balanços, com os rácios de solvência quase duplicados face a 2011; a rendibilidade já positiva, apesar de baixa; rácio de transformação¹¹ de 94% com a desalavancagem do sector e que mede o nível de liquidez do sector; os depósitos estão estáveis; condições de crédito favoráveis para os clientes, apesar de a procura ser fraca, em parte devido à desalavancagem da economia e os *non-performing loans*¹² (NPLs ou crédito malparado) desceram 8,2 biliões entre junho 2016 e junho 2017.

¹¹ Rácio de Transformação: (Crédito total–Imparidades acumuladas para crédito)/Depósitos Clientes

¹² «NPL (*Non-Performing Loans*) - Empréstimos que verifiquem uma das seguintes condições: (i) exposições significativas com prestações vencidos há pelo menos 90 dias; (ii) considerar-se improvável que o devedor cumpra integralmente com as suas obrigações sem a realização de eventuais garantias; (iii) ativos com imparidade, exceto imparidade por perdas incorridas mas das quais a instituição ainda não teve conhecimento (IBNR – *Incurring But Not Reported*); e (iv) crédito em incumprimento de acordo com o conceito prudencial definido no CRR.» (*Overview do Sistema Bancário Português*, 2017)

10. Razões, motivações e efeitos esperados das fusões e aquisições

As razões que conduzem a operações de fusão e aquisição são as mais variadas e estão muitas vezes relacionadas com estratégias de mercado, obtenção de sinergias, melhoria da eficiência na afetação de recursos ou possibilidade de compra de uma empresa por um valor inferior ao seu real valor intrínseco (Nogueira, 2011).

De acordo com Sanches (2015:78),

As fusões e aquisições são processos de reestruturação que têm como principais objetivos a maximização da riqueza dos acionistas, através da potencialização da atividade de exploração da empresa e a redução de custos, que é possível obter juntamente com uma maior abordagem estratégica e visibilidade de projeção no mercado.

Apenas existe um ganho económico com a fusão se as duas empresas valerem mais juntas que separadas (Brealey et al., 2014). Segundo Badik (2007), para avançar com processos de fusão, as empresas são motivadas por fatores internos, por exemplo a possibilidade de maximizar o valor da empresa, e fatores externos, como é o caso da globalização, desregulamentação, progresso tecnológico, entre outros. Sanches (2015) defende que as M&A são motivadas quer do ponto de vista estratégico quer do ponto de vista financeiro. Os motivos estratégicos estão diretamente relacionados com o interesse no valor dos ativos de uma determinada empresa como a carteira de clientes, a localização, reputação no mercado e o *goodwill*.

Mueller (1980) indica que as hipóteses mais frequentes sugeridas como motivação para as fusões são o aumento dos lucros, quer seja por via do aumento do poder de mercado, quer seja por redução dos custos, ou ambos. O poder de mercado pode crescer porque a fusão pode afetar a elasticidade da procura dos produtos da empresa ou aumentar as barreiras à entrada. As barreiras à entrada proporcionam maiores lucros por via do aumento dos preços ou permitem manter os lucros, com o mesmo preço, a longo prazo. As fusões horizontais podem gerar barreiras à entrada se estiver também interligado com a redução de custos. As fusões verticais também provocam barreiras à entrada sendo que exigem mais capital e uma gestão mais eficaz (Mueller, 1980)

Cada tipo de fusão pode ser também uma fonte de redução de custos. A fusão horizontal através das economias de escala. As fusões verticais reduzem custos quando o processo de

produção implica passos integrados na cadeia de produção, reduzindo os custos de transporte entre as várias etapas da cadeia de produção ou reduzindo as incertezas envolvidas nos sucessivos estádios de produção, aumentando assim a eficiência da empresa. Independentemente da estrutura organizacional que a empresa tomar, o tamanho e a diversificação fazem com que a empresa seja capaz de aumentar o capital no mercado e uma redução real dos custos. Segundo Dewey (1961 *apud* Mueller, 1980)¹³, as fusões são uma maneira barata de uma empresa em queda liquidar os seus ativos. Mesmo quando não estão em situação de falência, as fusões podem ser a forma mais rentável para uma empresa familiar liquidar os seus ativos antes dos donos se reformarem. Ryden (1972 *apud* Mueller, 1980)¹⁴ detetou que este era um motivo importante para as fusões que ocorreram na Suécia. Também os possíveis ganhos fiscais contribuíram para as fusões, com diferente potencial consoante o país em causa.

Em regra, as fusões geram ganhos para os acionistas da empresa adquirida e proporcionam uma maximização do valor da empresa resultante da fusão. Bastardo e Gomes (1989) indicam que caso a operação seja bem sucedida originará a valorização das empresas envolvidas e o aproveitamento ótimo das sinergias potenciais poderá possibilitar um aumento de produtividade e rendibilidade. Contudo, alguns autores acreditam que existe um entusiasmo de curto prazo dos investidores, não dando a devida atenção aos efeitos da fusão a longo-prazo. Analisando as fusões entre 1960 e 1970, Ravenscroft and Scherer (1988 *apud* Brealey et al., 2014)¹⁵ verificam um decréscimo da produtividade nos anos seguintes à fusão. Por outro lado, Paul Healy, Krishna Palepu e Richard Ruback (1992 *apud* Brealey et al., 2014)¹⁶ analisaram 50 processos de fusão entre 1979 e 1983 e detetaram um crescimento de 2,4 pontos percentuais dos resultados antes de impostos. Os mesmos autores defendem que este acréscimo está relacionado com o aumento do nível de vendas recorrendo aos mesmos ativos.

Se a aquisição de uma empresa é feita em dinheiro, o custo da fusão não é afetado pelos ganhos da fusão. Se é feita através de ações, o custo depende dos ganhos porque estes refletem-se no preço das ações após a fusão. Este segundo meio de financiamento também

¹³ Dewey, D. (1961). Mergers and Cartels: Some Reservations about Policy. *American Economic Review*, 51 (May), 255-62.

¹⁴ Ryden, B. (1972). *Mergers in Swedish Industry*. Stockholm: Almqvist, Wiksell.

¹⁵ Ravenscroft, D. J. & Scherer, F.M (1987). Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency, The Brookings Institution, Berkeley, CA. *International Journal of Industrial Organization*, 6 (3), 401-405.

¹⁶ Healy, P., Palepu, K. & Ruback, R. (1992). Does Corporate Performance Improve after Mergers?. *Journal of Financial Economics*, 31, 135-175.

permite atenuar os efeitos de subvalorização ou sobrevalorização de cada empresa. (Brealey et al., 2014).

Deely (2016) considera que muitos bancos veem numa aquisição ou fusão uma oportunidade de expandir os seus horizontes geográficos e de incrementar as suas operações de forma mais rápida. No entanto, ressalva que o processo de aquisição poderá trazer os seus inconvenientes e que para isso o comité executivo do banco deverá estar bem preparado. «*Many mergers that seem to make economic sense fail because managers cannot handle the complex task of integrating two firms with different production processes, accounting methods, and corporate cultures*» (Brealey et al., 2014: 808). Com base nesta observação surge o exemplo dos três maiores bancos Japoneses que decidiram juntar-se e formar o Mizuho Bank com um total de ativos de 1,5 triliões de dólares, o que equivale a uma dimensão duas vezes superior ao líder mundial Deutsche Bank. Contudo, o primeiro problema surgiu na área de Tecnologia da Informação (IT), uma vez que cada banco tinha o seu fornecedor de sistema operativo. A decisão de interligarem os três sistemas operativos levou a que 7.000 caixas automáticas não funcionassem, 60.000 contas fossem debitadas em duplicado e milhões de faturas não fossem pagas. Desta forma, Brealey et al. concluem que «[...] *it is easier to predict such merger synergies than to realize them.*» (Brealey et al., 2014: 809)

De acordo com Silva (2015), devido à crise financeira, as empresas europeias passaram a ter uma forte preocupação com o reforço da sua estrutura de capital, realizando para isso operações de desalavancagem e redução de custos. Estas manobras geram excesso de liquidez que conduzem a um novo desafio: a otimização da afetação de recursos. Desta forma, as estratégias de fusão e aquisição são um caminho possível para o aumento do retorno de capital. Contudo, a eficácia destas estratégias pode ser menos certa no que diz respeito à distribuição de dividendos do que formas alternativas como a compra de ações próprias (Silva, 2015). À medida que a confiança dos investidores aumenta e a incerteza diminui, uma estratégia de fusão e aquisição é preferida à recompra de ações.

Brealey et al. (2014) referem que os motivos para a fusão podem ser muitas vezes apenas miragens. Exemplificam a sua opinião com o caso da AOL que quebrou recordes ao adquirir a Time Warner por 156 biliões de dólares. O objetivo desta fusão era oferecer ao consumidor um pacote de produtos de *media* e informação, o que se transformou num enorme fracasso com a queda acentuada dos lucros da AOL um ano após a fusão.

De seguida, encontram-se apresentadas as razões e motivações enunciadas por diversos autores, nomeadamente Silva (2015) e Ferreira (2002), que podem desencadear operações de fusão e aquisição.

10.1. Obtenção de quota de mercado

Uma fusão ou aquisição gera um aumento de dimensão imediato. Segundo Steger e Kummer (2007), as transações de M&A provam ser as únicas a criar crescimento. As fusões e aquisições podem conduzir a maiores vendas por pressão sobre os mercados, quer por aumento dos preços, quando o poder negocial é mais forte, quer por aumento das quantidades vendidas. O crescimento pode verificar-se pela extensão da linha de produtos vendidos ou pela extensão geográfica (Ferreira, 2002). Málaga (2008) defende que com os gestores constantemente sob pressão para demonstrar a capacidade de crescimento da empresa, as fusões e aquisições tornam-se o meio mais fácil e rápido de o obter. No caso da banca, a fusão conduz a um aumento imediato da instituição bancária bem como a conquista de um grande número de novos clientes, proporcionando uma base de clientes mais ampla. Além de existir mais capital para trabalhar seja em crédito ou em recursos, fornece ainda uma área geográfica mais alargada para operar, o que permite à instituição atingir as metas de crescimento mais rapidamente (Deely, 2016).

10.2. Busca de economias de escala e sinergias

A sinergia surge quando o valor combinado de duas ou mais empresas é superior à soma do valor de cada empresa considerada individualmente ($1+1>2$). Esta sinergia pode surgir da partilha de clientes e bases tecnológicas e conduzir ao acréscimo dos rendimentos, redução de gastos, redução de custos fiscais e no custo de capital. Segundo Badik (2007), existem três tipos de sinergias: a operacional, de gestão e financeira. A sinergia operacional surge através da combinação de atividades, produtos e mercados, conduzindo a economias de escala ou gama. A sinergia de gestão ocorre quando as capacidades de gestão da empresa adquirente se destacam positivamente, levando a que os recursos da empresa adquirida sejam utilizados de forma mais eficiente. A sinergia financeira, segundo Pasiouras, Tanna e Zopoundis (2005 *apud* Badik, 2007)¹⁷, ocorre quando o custo do capital para a empresa fundida é menor do que para as empresas individualmente.

¹⁷ Pasiouras, F., Tanna, S. & Zopoundis, C. (2005). *Application of Quantitative Techniques for the Prediction of Bank Acquisition Targets*. Singapura: World Scientific

Por exemplo em 2011, a Duke Energy e a Progress Energy anunciaram o projeto de fusão e estimavam poupanças de 1,6 bilhões de dólares nos 5 anos seguintes, nomeadamente através da redução dos custos com combustível e da melhoria do serviço de eletricidade (Silva, 2015). De acordo com Brealey et al. (2014), este é o objetivo principal das fusões horizontais: alcançar economias de escala. Os conglomerados também o têm procurado, aglomerando os serviços centrais tais como o departamento de gestão, de contabilidade e financeiro. Também para Amel, Colleen, Panetta e Salleo (2004 *apud* Badik, 2007)¹⁸, o segundo principal motivo para as fusões são as economias de gama que possibilitam a redução dos custos unitários através da produção de uma variedade de bens e serviços. Os bancos podem obter este tipo de vantagem competitiva através, por exemplo, do *cross selling*. Os acordos com as seguradoras são um bom exemplo de *cross selling* na banca, onde o cliente ao contratar um crédito associa em simultâneo a contratação de um seguro e por vezes outros produtos.

10.3. Aquisição de *know-how*

Através do acesso a recursos e competências específicas de uma determinada empresa estrategicamente importante e a manutenção ou recrutamento dos melhores quadros, dada a dimensão da empresa. Uma fusão ou aquisição apresenta a possibilidade de fortalecer a equipa comercial e administrativa, existindo um maior número de talentos à disposição da instituição.

10.4. Enfrentar a concorrência global

Obter uma dimensão que permita concorrer com empresas de experiência internacional. Steger e Kummer (2007) defendem que muitas empresas avançam para processos de M&A para sobreviverem a períodos de elevada concorrência.

10.5. Diversificação do risco

Quando os *cash-flows* das empresas adquirente e adquirida não têm correlações positivas elevadas, a aquisição reduz a probabilidade do *financial distress*¹⁹ e da falência. Segundo Brealey et al. (2014) existe uma ligeira evidência de que os investidores estão dispostos a pagar um prémio por empresas diversificadas. De acordo com Deely (2016), financeiramente, um banco maior tem um perfil de risco agregado mais baixo, já que um

¹⁸ Amel, D., Barnes, C., Panetta, F. & Salleo, C. (2004). Consolidation and efficiency in the financial sector: A review of the international evidence. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 28 (10), 2493-2519

¹⁹ O *financial distress* corresponde a situações em que a empresa apresenta dificuldades em honrar as suas obrigações e é forçada a tomar decisões não ótimas de exploração, investimento e financiamento.

maior número de empréstimos complementares de risco similar diminui o risco institucional geral. Segundo Badik (2007), esta diversificação na banca pode ser realizada através do alargamento do leque de produtos e serviços ou geograficamente, adquirindo bancos com uma ampla rede de agências. Esta estratégia torna-se mais eficiente do que desenvolver novos produtos ou construir a própria rede de agências.

10.6. Aplicação de fundos excedentários

A empresa, em fase de maturidade, apresenta um montante elevado de disponibilidades e não verifica oportunidades lucrativas no seu sector, não pretende distribuir lucros excedentários pelos acionistas, nem adquirir ações próprias, vê como oportunidade a aquisição de uma empresa. De acordo com Brealey et al. (2014), empresas com excesso de fundos optam frequentemente por fusões financiadas por dinheiro como forma de reafecção desses fundos.

10.7. Recursos complementares

As duas empresas têm aquilo de que a outra necessita. Cada uma adquire algo que não tem e a menor custo do que se atuasse individualmente. Por vezes, uma empresa de pequena dimensão pode ter um produto único mas falta-lhe a engenharia e a dinâmica de vendas necessárias para produzi-lo e comercializá-lo em larga escala. Ao invés de adquirir essas competências individualmente no mercado, poderá tornar-se mais rápido e barato fundir-se com uma empresa que já possui estes talentos. Como exemplo, Brealey et al. (2014) apresenta-nos a indústria farmacêutica que perdeu a proteção das patentes dos seus produtos mais rentáveis, conduzindo ao aumento das aquisições de empresas biotecnológicas. A Syngenta adquiriu a Devgen, a empresa biotecnológica Belga, em 2012, por 403 milhões de euros. A Syngenta adquire assim o *know-how* na proteção de cultivos e a Devgen um meio para fazer chegar os seus produtos ao mercado. Direccionando-nos para o sector bancário, do ponto de vista tecnológico, a aquisição de uma instituição de crédito por outra maior pode permitir à adquirida a atualização da sua plataforma tecnológica de forma significativa. (Deely, 2016)

10.8. Custos financeiros mais baixos

Obtenção de fundos a uma taxa mais atrativa, uma vez que o risco de incumprimento é menor. Num mercado a funcionar corretamente, quando duas empresas se fundem, a empresa resultante conseguirá taxas de juro mais baixas do que cada uma das empresas individualmente, considerando as garantias conjuntas que podem ser aportadas na

operação. As duas empresas em separado não garantem as dívidas uma da outra, mas após a fusão isso é possível. Contudo, de acordo com Brealey et al. (2014) não se pode considerar que o facto de ser possível obter taxas de juro mais baixas signifique por si só um ganho líquido da fusão. Apesar dos acionistas da empresa fundida ganharem com a taxa mais baixa, por outro lado podem perder ao ter de garantir as dívidas de ambas as empresas.

10.9. Vantagens fiscais

Steiner (1975: 75) questiona *«Can a merger that is not otherwise motivated become the preferred form of economic activity because of the tax laws? It can if the combined company can make more profitable use of the tax laws than the constituent companies, or than their stockholders.»*

Estas vantagens variam de país para país, no entanto em termos gerais podem ocorrer ganhos correntes ou de capital, a dupla tributação dos lucros das empresas ou ao nível dos acionistas, os resultados negativos transitados ou ainda os impostos de sucessão (Ferreira, 2002).

10.10. Exploração de diferenciais de eficiência entre empresas

Analisando a performance da combinação em termos da eficiência que dela é resultante é possível eliminar ineficiências. Por exemplo, quando se verifica que a gestão da equipa compradora é mais eficaz e eficiente que a da equipa absorvida espera-se, que após a fusão, a gestão conjunta seja nivelada pelo mais alto. Os ganhos resultantes destas opções designam-se por sinergias de direção, administração, empresariais ou estratégicas. Brealey et al. (2014) defendem que uma gestão melhorada pode ser suficiente para realizar cortes decisivos ou realinhar o funcionamento da empresa. Por outro lado, a maior utilização ou eliminação de meios ou recursos existentes em duplicado, conduz a eficiências operacionais e vantagens de escala que originam sinergias operacionais. Este tipo de sinergias é mais provável nas combinações horizontais e verticais e não nas conglomeradas ou concêntrica. Já as economias de escala são mais facilmente obtidas na junção de duas empresas situadas na mesma linha de negócio, ou seja, no tipo de fusão-horizontal, uma vez que o custo unitário médio dos produtos fabricados e vendidos decresce à medida que a produção e as vendas aumentam.

10.11. Problemas e teoria da agência

Existem conflitos de interesses entre gestores e acionistas e as fusões e aquisições tendem a resolver esse problema, uma vez que podem conduzir à substituição de gestores. Quando os interesses dos gestores são prioritários, a fusão pode causar perdas para os acionistas. De acordo com Shleifer e Vishny (2003 *apud* Badik, 2007)²⁰, a atividade de M&A resulta de problemas de agência quando os mercados estão otimistas. Segundo Ferreira (2002), os problemas de agência são cada vez mais frequentes em empresas de grande dimensão e com relevante dispersão de capital, onde os gestores possuem pequenas participações no capital das empresas e perseguem objetivos que estão mais ligados aos seus interesses de gestão do que aos dos restantes acionistas. Além disso, muitos gestores tendem a apresentar elevados níveis de gastos e regalias. Dada a elevada dispersão do capital acionista, os acionistas não conseguem controlar a situação, utilizando as aquisições para correção destas distorções. Estes problemas assumem maiores amplitudes em empresas de elevadas dimensões. Mueller (1969 *apud* Steiner, 1975)²¹ defende que os objetivos de maximização do crescimento conduzem os gerentes a procurar fusões mesmo quando não existem sinergias externas para explorar.

10.12. Avaliação do mercado

Apesar do mercado determinar o justo valor da empresa, existem situações em que as empresas podem estar subavaliadas. Esta diferença surge devido a assimetrias de informação, ou seja, quando os gestores ou algum potencial comprador possui informações sobre o verdadeiro valor da empresa, que não sejam acessíveis a outros agentes do mercado. A existência de assimetrias de informação conduz a que as aquisições possam ser feitas por preços superiores aos do mercado, mas ainda assim inferiores ao valor real.

10.13. Redistribuição ou reaplicação estratégica de recursos ou de meios

Ao aplicar estratégias de reestruturação, certas empresas vendem alguns dos seus ativos ou compram empresas subavaliadas para venda posterior. Neste caso, passam a especializar-se num menor número de produtos, refletindo assim uma reaplicação de recursos.

²⁰ Shleifer, A. & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70 (3), 295 - 311

²¹ Mueller, D.C (1969). A Theory of Conglomerate Mergers. *Quarterly Journal of Economics*, 83, 4, November 1969, 643-659.

10.14. Consolidação do sector ou indústria

Durante a crise financeira, ocorreram diversas fusões em que bancos em falência foram salvos pelos seus concorrentes maiores e mais fortes. Contudo, anos mais tarde verificou-se também que ocorriam fusões entre bancos em situação financeira favorável que procuravam alcançar economias de escala. Entre os anos de 1987 e 2008 nos Estados Unidos, vários pequenos bancos fundiram-se e transformaram-se em bancos “super-regionais”, cujo principal objetivo foi a redução de custos. Na Europa também se verificou uma onda de fusões entre bancos motivada pela sua necessidade em ganharem força e dimensão para competirem no vasto mercado bancário Europeu. Brealey et al. (2014) destacam como exemplos a fusão do UBS com o Swiss Bank Corporation em 1997, o BNP com o Banco Paribas e o Hypobank com o Bayerische Vereinsbank em 1998, o Banco Santander e o Banco Central Hispanico em 1999, o Unicredit e a Capitalia em 2007 e o Commerzbank e o Dresdner Bank em 2009.

Segundo Pinto (2016), apesar de existirem motivações próprias para cada fusão ou aquisição, tanto os choques regulatórios e económicos como a obtenção de economias de escala beneficiam as empresas envolvidas, mas podem ter consequências negativas para os seus trabalhadores.

Gugler et al. (2002) analisaram os efeitos das fusões por todo o mundo, desde 1987 a 2002, e concluíram que 56,7% das fusões resultam em lucros mais elevados, mas em vendas mais reduzidas que as projetadas, após 5 anos.

Lehto e Bockerman (2008) desenvolveram um artigo que analisa os efeitos das fusões e aquisições, na empregabilidade, em todos os sectores da Finlândia, durante o período de 1989 a 2003. Detetaram que as fusões e aquisições transfronteiriças conduzem a uma redução do número de empregos no setor industrial. Concluíram ainda que as M&A entre empresas nacionais têm efeitos negativos no emprego em todos os sectores mas destacam que a descoberta mais importante é que a maioria das mudanças de propriedade conduzem a reduções do emprego. Como explicação para o sucedido, os autores sugerem que a mudança do controlo da empresa numa operação de M&A oferece a oportunidade à nova equipa de gestão de renegar determinados contratos de trabalho que constituíram obstáculos para as demissões.

Motta (2004) analisou os efeitos das fusões horizontais no bem-estar, através de dois casos. O primeiro caso acontece quando a fusão permite à empresa funcionar de forma unilateral no mercado, permitindo-lhe aumentar os preços. No segundo caso, a fusão favorece o conluio na indústria ou o *joint dominance*²². No primeiro caso, Motta conclui que através da fusão existe um aumento do poder de mercado das empresas fundidas, aumento dos preços e uma redução do excedente do consumidor e do bem-estar total. No segundo caso, existem duas razões pelas quais a fusão pode favorecer a criação de resultados colusivos. A primeira é que uma fusão, por definição, reduz o número de empresas independentes. Assim quanto menor o número de empresas participantes no mercado, maior a possibilidade de colusão, tornando-se mais provável que a fusão traga um aumento dos preços. A segunda razão é que uma fusão pode dar origem a uma distribuição mais simétrica dos ativos, o que torna o equilíbrio colusivo mais provável. A primeira fusão onde a Comissão Europeia usou *joint dominance* foi a Nestlé/Perrier. Em 1991, uma empresa italiana pertencente à família Agnelli lançou uma oferta de aquisição da empresa francesa Perrier que operava na indústria da água mineral. A Nestlé, multinacional Suíça, apresentou uma contraproposta, após ter realizado um acordo com a BSN, empresa francesa de comida, e ganhou a batalha. Conforme os termos acordados, a Nestlé vendeu a Volvic, marca de água da Perrier, à BSN. Após uma investigação detalhada, a Comissão Europeia decidiu que a operação resultou em *joint dominance* do mercado de água mineral em França pela Nestlé/Perrier e BSN (Motta, 2004).

Como fatores externos que conduziram a operações de M&A e conduziram a mudanças no sistema bancário, Badik (2007) apresenta a desregulamentação e a liberalização dos serviços financeiros interligados com a evolução tecnológica. A título de exemplo, a introdução da segunda diretiva do conselho relativa às instituições financeiras veio proporcionar a oferta de serviços por toda a união europeia ou a criação de agências sem necessidade de autorização adicional, contribuindo para a eliminação das barreiras entre os países e possibilitando a entrada em mercados estrangeiros. Esta mudança conduziu a um aumento dos processos de M&A além-fronteiras. Os processos de M&A são também exponenciados pelos desenvolvimentos industriais e tecnológicos, nomeadamente pela redução dos custos informáticos e o progresso das telecomunicações.

²² Quando um pequeno número de grandes empresas coordena o seu comportamento no mercado, dominando-o através de preços supracompetitivos.

Na União Europeia, a criação da moeda única proporcionou a ocorrência de mais processos de M&A no sector bancário de forma a ganhar vantagens competitivas e a atividade internacional tornou-se muito atrativa para o sector. Badik (2007), através de um estudo publicado pela Deloitte em 2005, indica outros aspetos fundamentais para as M&A além-fronteiras como, por exemplo, a harmonização dos sistemas legais e o desvanecimento da defesa do produto nacional.

Desde meados dos anos 90, tanto os bancos da Europa Ocidental como americanos têm-se focado em expandir a sua rede geográfica para os países da CEE, cujo objetivo é absorver oportunidades de negócio atrativas (Badik, 2007). Lanine e Vennet (2007 *apud* Badik, 2007)²³ defendem duas hipóteses para esta decisão. A primeira hipótese é que os bancos da Europa Ocidental adquirem bancos ineficientes na CEE e transferem para os mesmos as suas tecnologias e técnicas de gestão mais avançadas. A segunda hipótese está relacionada com a quota de mercado, defendendo que a aquisição não tem preocupações com a eficiência nem com o lucro. Os autores detetaram uma correlação positiva entre a quota de mercado e a probabilidade da empresa ser um alvo para a fusão. Os bancos da Europa Ocidental procuram assim adquirir bancos com maior quota de mercado.

De acordo com Kowalik et al. (2015), as fusões resultam em regra em bancos mais eficientes e um sistema bancário mais sólido. Isto poderá permitir um maior acesso a crédito a um menor custo, o que se torna benéfico para a comunidade. Contudo, se as fusões tornarem a estrutura bancária local menos competitiva e reduzirem o acesso da comunidade aos serviços e ao crédito bancário, os benefícios, atrás mencionados, deixam de existir. Desta forma, existem agências de regulação que analisam os processos de fusão e não aprovam aqueles que podem colocar em risco a competitividade do mercado.

No estudo sobre o impacto das fusões bancárias aplicado ao sistema português, Bonfim, Barros, Kim e Martins (2011) verificaram que as fusões contribuem para um decréscimo da taxa de juro dos empréstimos, mais acentuado do que o que seria previsível. O aumento das concentrações bancárias em Portugal foi mais acentuado em 2000, quando os sete maiores grupos bancários a operar nessa época, participaram num elevado número de operações de M&A. Em Março de 2000, o Banco Comercial Português (BCP) adquiriu o Banco Pinto e Sotto Mayor (BPSM), o Banco Totta e Sotto Mayor Investimento adquiriu a Caixa Geral de Depósitos, e o Crédito Predial Português (CPP) foi adquirido pelo Banco

²³ Lanine, G. & Vennet, R. V. (2007). Microeconomic determinants of acquisitions of Eastern European banks by Western European banks. *Economics of Transition*, 15(2), 285-308.

Totta e Açores (BTA). No final do ano, o grupo espanhol Santander adquiriu o BTA. Apesar do crescimento da concentração do sector bancário, a mesma continua a não ser alta quando comparada com outros países da Europa como Itália ou a Dinamarca. Na União Europeia, a integração económica e financeira entre os Estados Membros contribuiu para esta tendência, em particular com o alargamento para os países da Europa Central e Oriental, que proporcionou oportunidades atrativas para os bancos expandirem as suas atividades. A dimensão destes processos provocou fortes alterações no sistema bancário português, com impacto no equilíbrio dos mercados de crédito. Bonfim, Barros, Kim e Martins (2011) analisaram os impactos pós fusão através de duas metodologias. A primeira metodologia envolve a comparação das variáveis relevantes antes e após a fusão. Uma vez que esta metodologia tem a limitação de não considerar alterações endógenas na estrutura do mercado, utilizaram outra metodologia que combina o equilíbrio pré-fusão com as características do ambiente pós-fusão. Com esta segunda metodologia, é possível estimar as taxas de juro dos empréstimos e os fluxos de crédito que poderiam ocorrer caso o equilíbrio pré-fusão não se alterasse. Os autores aplicaram a segunda metodologia já abordada por estes autores num artigo de 2010, à onda de fusão de 2000 no sistema bancário português. O estudo determina os fluxos de crédito e variações das taxas de juros dos empréstimos, distinguindo o impacto destas alterações nas famílias e nas sociedades não financeiras. Comparando com o cenário pré-fusão, as fusões parecem aumentar o montante de crédito concedido às empresas e reduzir a capacidade de acesso ao crédito das famílias. Além disso, a onda de fusão provocou uma forte redução das taxas de juros, mais do que previsto, beneficiando os clientes.

Focarelli, Panetta e Salleo (2002) concluíram que as fusões aumentam o *return on equity* (ROE), mas também aumentam os custos com pessoal. Afirmam ainda que as fusões contribuem de forma positiva para os lucros a longo-prazo, dado que reduzem de forma permanente o número de empréstimos de má qualidade.

Altunbas e Marques (2008) defendem que a melhoria da performance dos bancos após os processos de fusão é mais acentuada quando os bancos envolvidos na fusão têm características semelhantes. Outros autores, tais como Berger, Demirguç, Levine e Haubrich (2004), Cerasi Chizzolini e Ivaldi (2010), Craig e Santos (1997) e Gowrisankaran e Holmes (2004) indicam que as fusões podem reduzir os custos e melhorar a alocação dos recursos. Cabó Valverde e Humphrey (2004) revelam que as fusões devem reduzir os custos, aumentar o seu *return on assets* (ROA) e melhorar a utilização dos recursos.

Defendem ainda que o processo terá mais sucesso se ocorrer em larga escala, *scale effect*, e se for iniciada por um banco que já tenha estado envolvido num processo de fusão, *learning effect*.

Bonfim et al. (2011) defendem que «[...] *bank mergers may have important implications for financial stability, as they lead to changes in market power, concentration and competition.*» (Bonfim et al., 2011:138). Mais competição pode implicar a erosão do excedente que os bancos obtêm da escolha da qualidade dos mutuários. Esta situação pode conduzir a uma perda de qualidades dos portfólios de crédito dos bancos (Chan, Greenbaum e Thakor, 1986 *apud* Bonfim et al., 2011)²⁴.

Outros autores como Hellman, Murdock e Stiglitz (2000) e Repullo (2004) encontram evidência de relação entre o poder de mercado e o risco do banco. Quanto maior o valor da marca e do banco, maior o seu poder de mercado. Beck, Demirguc-Kunt e Levine (2006) verificaram que quando o sistema bancário está mais concentrado, existe uma menor probabilidade de crises.

Craig e Santos (1997) analisaram o sistema bancário americano e detetaram que uma maior concentração permitia o aumento da diversificação do risco, diminuindo o risco individual. Contudo, a redução do risco do sistema bancário pode ser compensado por um aumento do perigo moral do problema *too-big-to-fail*. Desta forma, se os bancos acreditarem que serão socorridos caso estejam numa situação de falência, podem ter incentivos a assumir riscos excessivos.

Jiménez, Lopez e Saurina (2007) detetaram uma relação negativa entre o poder de mercado dos bancos espanhóis no mercado de crédito e a assunção de risco por parte dos mesmos. Esta é a visão “*competition-fragility*”, a mais tradicional, que sugere que bancos com mais poder de mercado são geralmente menos expostos ao risco. Por outro existe a teoria alternativa “*competition-stability*” que defende que o poder de mercado aumenta o risco do portefólio de crédito.

Bonfim et al. (2011) defendem ainda que é importante analisar o impacto das fusões dos bancos nos clientes, uma vez que podem afetar negativamente os mutuários, em particular quando se tratam de pequenas e médias empresas, com forte dependência dos fundos bancários e que trabalham com um reduzido número de bancos. Numa amostra de

²⁴ Chan, Y., Greenbaum, S. & Thakor, A. (1986). Information reusability, competition and bank asset Quality. *Journal of Banking and Finance*, 10, 243-253.

empresas italianas, Bonaccorsi di Patti e Gobbi (2007) detetaram que as fusões dos bancos podem ter efeitos negativos no crédito.

Bonfim et al. (2011) determinam que depois das fusões, os fluxos de crédito são maiores do que na fase pré-fusão, tanto para as famílias como para as empresas. Verificam também que há uma redução da taxa de juro após as fusões. Esta diminuição é mais acentuada para os bancos diretamente envolvidos no processo, o que poderá estar relacionado com ganhos de eficiência e informação. Para as empresas, o volume de crédito concedido após as fusões aumenta e as taxas de juro diminuem. O estudo defende que não há conluio entre os bancos. Berg and Kim (1998) defendem que as empresas têm mais facilidade que qualquer outro cliente em mudar de banco, o que conduz a um aumento da competição entre as instituições bancárias. Por sua vez, Degryse, Masschelein & Mitchell (2011) mostram que as empresas podem beneficiar da mudança de banco após a fusão.

Berry e Pakes (1993) defendem que modelos estáticos não têm em consideração reações de longo prazo das empresas fundidas e não fundidas.

Impacto das M&A sobre os trabalhadores

Nos processos de M&A ocorre a integração de colaboradores com funções similares nos departamentos da empresa absorvente. Assim é necessária uma especial atenção por parte do Departamento dos Recursos Humanos para que os colaboradores sejam bem recebidos e caso se verifique um excesso de pessoal ou duplicação de funções, se encontre o correto encaminhamento para cada um, alocando-as em áreas com maior escassez de pessoal ou onde se verifique que podem ser uma mais-valia.

Larsson e Finkelstein (1999 *apud* Pinto, 2016)²⁵ detetaram que as operações de M&A provocam, geralmente, nos funcionários das empresas adquiridas experiências de *stress*, impactos negativos na carreira e choques culturais nos meses após a fusão ou aquisição. Estas situações conduzem a clima de hostilidade e insatisfação.

²⁵ Larsson, R. e Finkelstein, S. (1999), Integrating Strategic, Organizational, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization, *Organization Science*, 10(1), 1-26.

Impacto sobre a *performance* operacional

Em termos operacionais, após um processo de M&A espera-se uma melhoria do nível de eficiência e *performance*, através da utilização ótima de recursos. «A *performance* pode ser melhorada também através de um incentivo à troca de informação entre as empresas, que seja essencial para obtenção da vantagem competitiva no mercado, principalmente no que toca à indústria tecnológica.» (Sanches, 2015:90)

11. Quem mais ganha com as fusões?

Segundo Cornett, McNutt e Tehranian (2006 *apud* Kowalik et al., 2015)²⁶, as fusões podem ser particularmente benéficas para bancos com tipos de negócio e geografias semelhantes uma vez que menos recursos são necessários para responder às necessidades da atividade conjunta.

Brealey et al. (2014) defendem que num processo de fusão, os vendedores ganham mais que os compradores na maioria dos casos. Andrade, Mitchell and Stafford (2001) encontraram evidências que demonstram um ganho de 16% para os acionistas da empresa vendedora após o anúncio da oferta de aquisição. O valor conjunto das empresas após a fusão aumenta 2% em média. Contudo, o preço das ações da empresa adquirente diminui, em média. De acordo com Brealey et al. (2014) por se tratar de médias são valores influenciados por valores extremos. Por exemplo, a Hewlett- Packard pagou um prémio de 230% pelo *stock* de ações da 3Par, o equivalente a 1,5 biliões de dólares, de forma a ganhar a batalha de aquisição.

Brealey et al. (2014) questionam «*Why do so many firms make acquisitions that appear to destroy value?*» (Brealey et al., 2014:827). Os autores defendem que muitas vezes os gestores são levados pelo excesso de confiança, considerando que sabem gerir melhor a empresa adquirida do que o gestor existente. Por outro lado, quando o mercado não está a crescer, a melhor forma de expansão da empresa é através da fusão com outra. Esta ação pode ser vista pelos investidores de forma negativa, interpretando-a como uma estagnação do mercado, e desta forma, podendo conduzir à queda do valor da empresa.

Os autores questionam ainda «*Why do sellers earn higher returns?*» (Brealey et al., 2014:827). Em primeiro lugar, em diversos processos de fusão, a empresa adquirente tem

²⁶ Cornett, M.M., McNutt, J. J.& Tehranian, H. (2006). Performance Changes around Bank Mergers: Revenue Enhancements versus Cost Reductions. *Journal of Money, Credit and Banking*, 38 (4), 1013 – 1050.

uma dimensão tão elevada que mesmo benefícios líquidos relevantes não se iriam destacar no preço das suas ações. Em segundo lugar, as várias empresas que vão entrando na competição para adquirir a empresa alvo, proporcionam ganhos a favor da mesma.

Destaca-se novamente a importância das sinergias - só existe ganho económico com a fusão se as duas empresas valerem mais juntas do que separadas. Num processo de fusão e aquisição é importante ter em conta que o valor da empresa a adquirir não é igual ao montante pago pela aquisição dessa mesma empresa e o custo da fusão é a diferença entre estes dois valores. Desta forma, o valor atual líquido da fusão corresponde à diferença entre o ganho e o custo.

12. Problemas associados às M&A

12.1. Choques culturais

Segundo Deely (2016), não avaliar a adequação cultural é uma das razões pelas quais muitas fusões bancárias falham. Durante todo o processo de fusão e aquisição, deve-se comunicar e verificar se os colaboradores da empresa se estão a adaptar à mudança.

Um dos exemplos mencionado por Brealey et al. (2014) situa-se na indústria automóvel, com a fusão entre a Daimler-Benz e a Chrysler que nos primeiros anos gerou diversos conflitos. Enquanto os gestores alemães elaboravam as suas decisões com base na análise dos números e da informação, os americanos abordavam diretamente os engenheiros ou outros especialistas no terreno. A decisão alemã envolvia muita burocracia. Em contraste, a versão americana atribuía autonomia aos colaboradores intermédios que podiam agir por iniciativa própria, sem aguardar por uma decisão superior a maioria das vezes. Os americanos ganhavam duas a três vezes mais que os alemães mas os seus gastos de representação e deslocações eram controlados de forma mais rigorosa. A difícil integração cultural pode provocar um ambiente de tensão que prejudica todo o processo de fusão e no exemplo apresentado sobre a Daimler Benz e a Chrysler termina com a separação das duas empresas passado nove anos.

12.2. Incapacidade de realizar economias de escala ou sinergias

Após a fusão, algumas empresas mantêm um conjunto de atividades separadas, por exemplo diferentes unidades de produção, centros de investigação e departamentos comerciais, o que pode levar ao acréscimo do quadro administrativo e custos relacionados.

12.3. Fuga de clientes

Os clientes podem abandonar a empresa com quem trabalham por não quererem relacionar-se com a empresa adquirente. No sector bancário, especialmente na aquisição de bancos pequenos é importante analisar o impacto emocional causado nos clientes que estão habituados a uma instituição mais pequena e de maior proximidade. Desta forma é essencial perceber a reação do cliente ao processo de fusão e ter uma atitude de comunicação regular e cuidadosa com o mesmo. Desde a mudança da plataforma tecnológica até aos novos produtos financeiros, o cliente pode sentir-se afetado negativamente e o gestor deve estar atento a estas situações (Deely, 2016).

12.4. Diversificação versus *Core Business*

Não está comprovado que os investidores estejam dispostos a pagar um prémio por uma empresa diversificada. A diversificação pode ser um risco. De acordo com Brealey et al. (2014), há ainda situações em que a empresa adquirente avalia de forma exagerada o inventário ou subestima os custos de renovação da imagem e equipamento. Nestes casos, apesar de existirem ganhos com a fusão, o comprador perde porque paga um preço demasiado alto pela empresa alvo.

De acordo com Bastardo e Gomes (1989), para que uma operação de M&A tenha sucesso é necessário possuir poder de antecipação, uma cuidadosa seleção da empresa-alvo, poder de argumentação junto dos sócios ou acionistas, transparência de atuação, correção, honestidade e sigilo, informações em quantidade e qualidade e avaliação dos riscos inerentes à operação.

13. Análise dos riscos da atividade de M&A

Dos mais variados riscos associados, como riscos económicos, risco de contra ataque da concorrência, jurídicos, sociais, fiscais e de gestão, um fator determinante para o êxito

deste tipo de operações é a correta avaliação da empresa-alvo. É importante analisar a capacidade da empresa em gerar *cash flows* futuros e verificar o nível de endividamento da mesma que possa pôr em risco os capitais próprios. Um bom exemplo de um caso mal gerido foi a aquisição da American Motors pela Renault em 1975, onde anos mais tarde esta última assumiu grandes prejuízos, levando à venda da empresa americana e pondo em causa a sua própria existência. Outro dos problemas que pode surgir é o da liderança, uma vez que deixam de existir duas equipas de gestão para passar a haver apenas uma.

Segundo Bastardo e Gomes (1989) existem dois tipos de metodologias possíveis a adotar numa operação de M&A: a metodologia de auditorio e a metodologia de consultoria.

A Metodologia de Auditorio procura analisar as seguintes áreas da empresa-alvo:

Tabela 2 - Áreas analisadas na metodologia de Auditorio

ÁREAS	Pontos de Análise de Diagnóstico
Estrutura Organizacional	<ul style="list-style-type: none"> - Objetivos de curto e de médio/longo prazo; - Estratégia seguida nos últimos anos; - Estrutura organizacional – organigrama, relações hierárquicas e de <i>staff</i>, delegação de autoridade e de responsabilidades; - Qualidade do <i>management</i>;
Pessoal	<ul style="list-style-type: none"> - Média etária do quadro profissional; - Rotação do pessoal por diversos postos de trabalho; - Formação profissional; - Taxa de absentismo; - Conflitos pessoais e litígios; - Evolução salarial dos últimos anos;
Produção	<ul style="list-style-type: none"> - Nº de produtos; - Estrutura dos custos de produção; - Valor de produção; - Rendibilidade por produto; - Conceção, investigação e desenvolvimento de produtos; - Tecnologias utilizadas e tendências;

Produção (cont.)	<ul style="list-style-type: none"> - Produtividade; - Vida útil dos equipamentos; - Valor das compras de matérias-primas; - Política de <i>stocks</i>; - Taxa de utilização de mão-de-obra e do equipamento; - Análise dos desvios do consumo e de fabricação entre orçamento e realidade;
Comercial	<ul style="list-style-type: none"> - Quota de mercado de cada produto; - Homogeneidade produto/canal de distribuição/canal de promoção; - Controlo dos saldos de clientes; - Análise do prazo médio de recebimentos; - Qualidade da força de vendas; - Tendência da procura, da estrutura de produtos e de mercados;
Financeira	<ul style="list-style-type: none"> - Análise do equilíbrio financeiro de curto prazo (liquidez) e de médio/longo prazo (solvabilidade, autonomia financeira e endividamento); - Análise da rentabilidade (vendas, capitais próprios e de investimento); - Evolução do volume de negócios nos últimos anos; - Programa de investimentos futuros; - Verificação do cumprimento dos objetivos; - Perspectivas estratégicas.

Fonte: Bastardo e Gomes (1989: 47)

Esta análise de pontos fortes e fracos pode ajudar a aferir potencialidades e recursos disponíveis que poderão solucionar algumas deficiências, sem que exista a necessidade de recorrer a uma política de M&A.

A metodologia de consultoria envolve especialistas nas áreas económica, financeira e jurídica, considerando a elevada complexidade de uma fusão ou de uma aquisição originada pelo elevado número de tarefas e pelo seu detalhe. (Bastardo e Gomes, 1989)

Segundo Bastardo e Gomes, uma operação de M&A é formada fundamentalmente por nove fases:

Fase 1 – Definição da estratégia de M&A. Quais os objetivos a alcançar com a fusão ou aquisição;

Fase 2 – Procura de empresa-alvo de aquisição ou fusão. É realizado um levantamento exaustivo dos potenciais candidatos e selecionada a melhor opção para o comprador;

Fase 3 – Auditoria prévia de aquisição. Fase de pré-análise económica, financeira e jurídica das empresas selecionadas, excluindo as que não reúnem os requisitos necessários;

Fase 4 – Avaliação de empresas. Existem diversos métodos de avaliação: indireto, direto ou *goodwill*²⁷, análise dos fluxos de caixa atualizados (*discounted cash flows* – DCF), múltiplos de valor patrimonial (*net asset value* – NAV), indicadores do valor da ação no mercado de capitais (*price earning ratio*, dividendo por ação, valor contabilístico, cash-flow por ação, rácio preço/*cash flow*);

Fase 5 – Montagem da operação. O financiamento da transação pode ser realizado de diversas formas: um aumento do capital social da empresa oferente, lançamento de um empréstimo obrigacionista com um período de vida útil entre cinco a sete anos ou empréstimo de médio/longo prazo;

Fase 6 – Negociação. Fase onde devem ser seguidas 3 regras principais: envolvimento de vários especialistas, a empresa-alvo deve prestar toda a informação necessária ao esclarecimento de dúvidas e a negociação deve ser rápida;

Fase 7 – Realização da operação onde é necessário preparar um bom sistema de comunicação financeira;

Fase 8 – Auditoria de controlo, com definição do preço de aquisição;

Fase 9 – Análise estratégica. Formulação da estratégia da empresa após a operação de M&A: ajustamento de produtos e mercados; mudanças na equipa diretiva; ajustamento do quadro de funcionários; planeamento das atividades da empresa (área comercial, de produção, finanças, pessoal), elaboração dos diversos orçamentos (vendas, produção, custos) e definição de uma estratégia para o futuro.

²⁷ Definição do goodwill segundo Brealey et al. (2014): *the difference between the amount paid for a firm in a merger and its book value.*

14. Como avaliar a empresa a adquirir? Trabalhos preparatórios de avaliação

A análise da situação financeira da empresa deverá ser feita através do balanço e da demonstração de resultados, sendo que são estes os documentos síntese que melhor refletem a situação de uma empresa. No entanto muitas vezes surge a necessidade de efetuar uma auditoria no sentido de compreender a informação constante nestes documentos e apurar se existe algum erro de contabilização.

Segundo Silva (2015), um dos aspetos mais importantes nas fusões e aquisições são as avaliações fiáveis das empresas, pois são estas que definem o preço de aquisição. Entre os diferentes modelos de avaliação referem-se os seguintes:

- Modelos com base no balanço patrimonial: estimam o valor dos ativos da empresa. Nestes casos, o valor da empresa está centrado no seu balanço patrimonial, é estático, ou seja, não contempla a evolução futura da empresa e não tem em conta fatores como o posicionamento no mercado, os recursos humanos e os problemas organizacionais;
- Modelos baseados na demonstração de resultados: determinam o valor da empresa a partir do volume de vendas, lucros e outros indicadores de resultados. Incluem-se nesta categoria modelos baseados no PER (*price earning ratio*) onde o preço de uma ação é um múltiplo dos resultados gerados;
- Modelos baseados no rendimento atualizado: é considerado o valor da empresa com base em rendimentos futuros atualizados ao momento atual. Entre as várias perspectivas de rendimentos, já Miller e Modigliani (1961) consideravam as seguintes:
 - Os dividendos (*the stream of dividend approach*): o valor é calculado pela atualização de dividendos futuros. Esta avaliação é, normalmente, mais relevante para participações minoritárias, pois o rendimento esperado dos acionistas baseia-se nos dividendos e nas mais-valias realizadas pelo potencial crescimento;
 - Oportunidades de crescimento futuro (*the current earnings plus future investment opportunities*): considerando não só a rendibilidade atual da empresa como as oportunidades de investimento no futuro;

- Os lucros (*the stream of earnings approach*): designado por *income approach* utilizando a atualização dos resultados normalizados ou por multiplicação de um fator aos resultados normalizados. Acaba por ser a avaliação por aplicação de um múltiplo aos resultados operacionais ou aos resultados líquidos, sendo mais utilizada para PME's. Segundo Miller e Modigliani (1961), este método peca pelo facto de não tomar em consideração a necessidade de investimentos adicionais necessários para manter o nível de resultados atuais. Deste modo não é um método aconselhado.

- Os lucros supranormais (*excess earnings approach*): estima-se o nível de rendimento exigido pelos investidores, que por comparação com o rendimento obtido, permite calcular o valor criado face ao capital investido na empresa;

- Modelos baseados no *goodwill*: consideram os ativos da empresa de forma estática e quantificam o valor que a empresa pode gerar no futuro;
- Modelos baseados nos fluxos de caixa: estimam os fluxos de caixa e é através destes que atribuem um valor à empresa;
- Modelos baseados na criação de valor: baseiam-se essencialmente no conceito EVA (*Economic Value Added*), onde o valor da empresa é dado pela seguinte fórmula:

Lucro económico

= *capital investido*

× (*retorno sobre o capital investido*

– *custo do capital investido*)

De forma a obter valores de avaliação fiáveis, os profissionais desta área recorrem a uma combinação dos vários modelos acima mencionados. A dificuldade na obtenção do valor está no tamanho da empresa e no tipo de indústria. Em relação às Pequenas e Médias Empresas (PME), a avaliação acaba por se basear segundo Silva (2015) na atualização dos fluxos de caixa futuros, onde para tal é necessário calcular uma taxa de desconto. Segundo Damodaran (2002: 214 *apud* Silva, 2015)²⁸, «O valor de uma empresa é o valor presente dos seus fluxos de caixa previstos ao longo da sua vida.». Entre os modelos de fluxos de caixa mais utilizados estão o fluxo de caixa livre (*free cash flow*), fluxo de dividendos, o *equity cash flow* e o *capital cash flow*.

²⁸ Damodaran, Aswath (2002). *A face oculta da avaliação*. São Paulo: MakronBooks

O custo médio ponderado de capital (WACC – *weighted average cost of capital*) é a taxa de desconto, usada para converter o futuro *free cash flow* em valor presente para todos os investidores. É visto como um custo de oportunidade de investimento para os investidores que optam por ser remunerados por esta empresa, em detrimento de outra.

De acordo com o estudo de Ferreira (2002: 101), serão analisados com maior detalhe os seguintes modelos de avaliação:

- Tradicionais baseados no valor contabilístico ou histórico, no valor patrimonial e no valor substancial;
- Métodos compostos com a inclusão do *goodwill*;
- Avaliação relativa por comparação através de múltiplos;
- Com atualização de valores de tesouraria futuros (*discounted cash flows*)
 - Pelos dividendos distribuídos;
 - Pelos fluxos livres de tesouraria (*free cash flows*)
 - Pelos valores económicos acrescentados (EVA/MVA, CFROI, CVA)
- Valorização com a utilização de opções reais. A avaliação pela teoria das opções reais (*real option approach*) reconhece que podem existir opções associadas (*embedded options*) à gestão de ativos e que o valor da empresa pode ser superior ao apurado pelos métodos referidos anteriormente.

De acordo com Ferreira (2002: 102), «Independentemente dos modelos a utilizar é ainda necessário enquadrar os objetivos da aquisição.» Se o objetivo é a obtenção de dividendos correntes e a realização de mais-valias, a aquisição será do tipo minoritário, privilegiando os dividendos futuros esperados e os lucros. Por outro lado, se a finalidade é o controlo da organização, então deve equacionar-se o valor da empresa numa perspectiva global.

14.1. Métodos tradicionais baseados no valor contabilístico ou histórico, no valor patrimonial e no valor substancial

O valor da empresa na ótica acionista é igual à diferença entre os seus ativos – imobilizado, existências créditos sobre terceiros, disponibilidades e outros - e as dívidas contraídas e não liquidadas, aproximando-se do contexto contabilístico de capital próprio ou de situação líquida. (Ferreira, 2002: 103)

De forma a transformar a visão contabilística ou histórica para a económica são necessárias algumas correções. Em primeiro lugar, as tarefas de *due diligence* ajustando elementos de forma a alcançar o balanço e contas de resultados corrigidas ou a exatidão de certos múltiplos como o RAJI ou RAJIA. A *due diligence* consiste na pesquisa de informação relevante sobre todos os recursos da empresa (ativos, passivos, tecnologia, pessoal, situação jurídica, etc.), oportunidades de negócio e riscos associados ao passado, ao presente e ao futuro da empresa que possam de alguma forma ter impacto sobre os fluxos de caixa. No entanto estas tarefas variam consoante a dimensão e conhecimento que se tem do negócio. As aproximações tradicionais permitem-nos obter o valor contabilístico, valor do património líquido e ajustado e valor substancial. A *due diligence* deve contribuir para o processo de avaliação e para elaboração do plano de integração da empresa após a aquisição. A referência à *due diligence* é um aspeto descuidado pela maioria dos livros académicos de avaliação, mas os grandes erros de avaliação ocorrem não porque foi usada uma taxa de atualização errada, mas porque os gestores não se preocuparam em saber se o plano de pensões estava devidamente financiado, se havia riscos ambientais, entre outros.

Segundo Neves (2002:3) «[...] o valor de uma empresa ou de um bem é o resultado do equilíbrio entre o que os compradores estiverem dispostos a pagar pela aquisição e o que os vendedores aceitarem como preço de venda perante as alternativas que têm.»

14.2. Métodos com a inclusão do *goodwill*

Neves (2002:6) defende que

O *goodwill* corresponde ao ativo intangível que resulta de: nome, reputação, fidelidade da clientela, localização, produtos e outros factores que valorizam a empresa e não são separáveis dela. O valor de *goodwill* (ou *trespasse*) apura-se pela diferença entre o preço de transação e o valor dos ativos e dos passivos avaliados individualmente ao justo valor (isto é, o valor do capital próprio). O *goodwill* contabilístico (ou *trespasse*) representa, assim, o excedente de preço relativamente ao justo valor dos ativos e dos passivos.

Segundo Ferreira (2002:108),

[...] o *goodwill* corresponde ao excedente do valor total da empresa sobre o valor substancial e tem subjacente a potencialidade de ganhos que crescem ao valor do património no ato de avaliação de uma empresa. Está associado a elementos intangíveis específicos da empresa, que não são visíveis no balanço. Mas, o que está então por detrás desta capacidade em elevar o valor da empresa?

A gestão eficiente de recursos humanos, materiais, entre outros. Assim o valor da empresa é composto por duas componentes: a visível, ou seja, o valor do património líquido ajustado e a invisível, o *goodwill*. «Sempre que as empresas estão cotadas em bolsa, os investidores premeiam as equipas de gestão fazendo subir as suas cotações. No caso de empresas não cotadas, o *goodwill* vai sendo interiorizado no crescente valor da empresa.» Ferreira (2002: 108). Matematicamente, o valor da empresa na ótica acionista será igual a:

$$\begin{aligned} & \textit{Valor da empresa (ótica accionista)} \\ & = \textit{valor do património líquido ajustado} + \textit{goodwill} \end{aligned}$$

Contudo, na ótica da entidade surge como:

$$\begin{aligned} & \textit{Valor da empresa (ótica da entidade)} \\ & = \textit{valor do ativo líquido ajustado} + \textit{goodwill} \end{aligned}$$

O *goodwill* é deste modo um prémio pelo desempenho da empresa na criação de riqueza e de valor. Mas será este prémio aquele que é referido no ato de avaliação de uma empresa para efeitos de aquisição ou fusão por incorporação? Pode ser que sim ou que não. Tal fica a dever-se ao facto de a avaliação de uma empresa para estes efeitos ter de levar em conta os acréscimos de valor resultantes da nova combinação, ou seja, as sinergias esperadas, algumas delas únicas para cada combinação. (Ferreira, 2002:108)

Neste sentido, os efeitos de *goodwill* da fusão fazem com que o cálculo do valor de aquisição seja obtido da seguinte forma:

$$\begin{aligned} & \textit{Valor de aquisição} \\ & = \textit{valor do património líquido ajustado} \\ & + \textit{goodwill inerente à empresa a adquirir} + \textit{goodwill da fusão (sinergias)} \\ & + \textit{outros factores inerentes à negociação da aquisição (coerência entre compradores, etc.)} \end{aligned}$$

14.2.1. Método Anglo-Saxónico

Neste método direto, o *goodwill* é determinado utilizando os resultados operacionais antes dos encargos financeiros. No método indireto, a lógica adotada é a de que o *goodwill* é igual a metade do valor capitalizado do lucro supranormal.

O método da renda com período finito ou reduzida e o cálculo do *goodwill* é uma variação do método direto, uma vez que o *goodwill* é calculado com base num horizonte temporal limitado e a remuneração dos ativos baseia-se no valor substancial.

14.2.2. O *goodwill* e os critérios de contabilização das fusões e aquisições

Métodos de contabilização da fusão:

As fusões podem ser contabilizadas pelos seguintes métodos (Silva, 2015):

- Método de compra ou aquisição (*merger accounting*): onde os ativos e passivos são registados pelo justo valor, reconhecendo-se o *goodwill*;
- Método de comunhão de interesses (*pooling of interests*): os ativos e passivos são registados pelos valores assumidos nas sociedades adquiridas, não existindo o reconhecimento do *goodwill*;

O método da aquisição, mais antigo e tradicional, defende que a compra de uma empresa ou da maioria do seu capital é uma transação de natureza financeira, onde a partir da data da transação a empresa compradora começa a usufruir dos resultados da aquisição. As principais características deste método são:

- Apenas após a data da operação, os resultados da empresa adquirida são considerados como distribuíveis e incluídos nas contas consolidadas;
- Só serão incluídos nas contas da empresa mãe, os dividendos da empresa adquirida que digam respeito a resultados após a aquisição. Os que respeitem à fase anterior à aquisição são considerados como pagamento de capital e devem ser reduzidos ao valor pago pela aquisição.
- Na aquisição de uma empresa devem ser determinados os *net assets*, ou seja, a diferença entre os justos valores de cada um dos ativos identificáveis e das dívidas a pagar.
- O princípio da determinação do justo valor deverá respeitar as normas vigentes em cada país.
- O *goodwill* da aquisição é a diferença entre o preço pago pela aquisição e o valor líquido da empresa (*fair value*).

[...] o goodwill é o excesso do custo de concentração de atividades empresariais acima do interesse do adquirente no justo valor dos ativos, passivos e passivos contingentes. Deste modo, o goodwill adquirido numa concentração de atividades empresariais representa um pagamento feito pelo adquirente em antecipação de benefícios económicos futuros que não sejam capazes de ser individualmente identificados e separadamente reconhecidos. (Silva, 2015:54).

- Quando a aquisição é paga total ou parcialmente através da emissão de ações da empresa compradora, a diferença entre o *fair value* dessas ações e o seu valor nominal deve constar no balanço consolidado como reserva de capital, geralmente como um prêmio de emissão de ações.

O método da comunhão de interesses ou fusão pura é segundo Ferreira, baseado na simples união de empresas e os respectivos acionistas, ou seja, a nova organização é uma combinação de empresas. Assim, nenhuma das empresas adquire a outra ou outras, nem terá uma posição dominante. Neste método, a operação é efetuada através da emissão de novas ações e não existem interesses minoritários.

As características deste método são as seguintes:

- Todos os resultados da subsidiária, antes e pós combinação são incluídos nas contas consolidadas (reservas/resultados) e estão disponíveis para distribuição.

- Os dividendos da empresa adquirida pela empresa-mãe são livremente distribuídos pelos acionistas desta, que são os acionistas das empresas anteriores.

- Os ativos e passivos são transferidos para a nova organização pelos valores líquidos contabilísticos, não sendo necessário calcular os justos valores. Neste método, ao contrário do anterior, não se perde a informação histórica sobre os valores imobilizados.

- O preço pago é o valor nominal correspondente ao valor das ações emitidas. As ações são emitidas ao par e não existe necessidade de emissão de prêmio.

A maioria das combinações são tratadas pelo método da aquisição. No entanto, o método da comunhão de interesses é mais simples que o da compra, uma vez que os ativos podem ser registados aos valores anteriores, sem a obrigatoriedade de os registar pelo justo valor e não existe nenhuma referência a prémios de emissão, dado que os elementos incorporados são escriturados ao valor nominal.

De acordo com o Sistema de Normalização Contabilística, a concentração de atividades empresariais deve ser contabilizada pelo método de compras. Contudo, quer a fiscalidade quer o desenvolvimento das normas contabilísticas podem vir a considerar o método de comunhão de interesses.

Em 2001, o *Financial Accounting Standards Board* (FASB) definiu que para registar a fusão deve ser utilizado o método de compra. Adicionalmente, indicou que uma aquisição pode ser taxável ou livre de impostos. Se o pagamento é feito em dinheiro, é taxável, onde

os acionistas vendem as suas ações e pagam imposto sobre os ganhos. Se o pagamento é feito majoritariamente através de ações, então é livre de impostos e os acionistas trocam as suas ações antigas por umas novas semelhantes, não há lugar a perdas ou ganhos. Depois da aquisição livre de impostos, a empresa resultante da fusão é taxada como se as duas empresas tivessem estado sempre juntas. Quando se trata da aquisição taxável, as ações da empresa adquirida são reavaliadas e o diferencial é taxado como ganho ou perda. A depreciação fiscal é recalculada com base no valor das ações da empresa fundida.

Segundo Ferreira (2002:117), «O *goodwill* é um ativo intangível mas não fictício. É um ativo real e com valor, embora difícil de avaliar. “*Goodwill* should be valued but never priced” – Lord Plender.» Distinguem-se dois tipos de *goodwill*: inerente e por aquisição. O inerente está relacionado com capacidades e competências existentes no interior da organização, não sendo reconhecido nas demonstrações financeiras. O *goodwill* por aquisição corresponde à diferença entre o valor pago pela empresa e o somatório dos justos valores dos ativos e passivos identificáveis. O balanço de uma empresa à data de aquisição não é normalmente um bom guia de orientação para o justo valor pois pode estar influenciado pelas intenções do comprador.

14.3. Avaliação relativa – Comparação entre empresas. Utilização de múltiplos

A aplicação do conceito de avaliação relativa consiste em utilizar múltiplos de forma a valorizar uma empresa no interior de uma indústria ou sector. Os pressupostos desta utilização são que as empresas escolhidas são comparáveis com a empresa a avaliar e que o mercado, em termos médios, valoriza corretamente essas empresas. Os múltiplos mais utilizados são:

- PER ou P/E ratio (*price to earnings*) – valor de Mercado/resultados
- PEG ratio (*price earnings to growth*)
- *Enterprise value*²⁹/Vendas
- *Enterprise value*/ *Cash flow* operacional
- Valor de Mercado / valor líquido contabilístico (*price/book value*)
- Valor de mercado/vendas (*price/ sales*)

²⁹ O *enterprise value* definido como o valor de mercado do capital próprio acrescido do valor contabilísticos da dívida, menos os valores de caixa e seus equivalentes.

- EBIT ou RAJ – resultados antes de juros e impostos
- EBITDA ou RAJIm – resultados antes de juros, impostos e amortizações
- *Enterprise value* / EBIT ou EBITDA

«Sempre que um múltiplo é usado, estão aí implícitos pressupostos sobre a indústria, crescimento dos resultados e das atividades, risco e política de distribuição de dividendos (*dividend payout*). Assim, um múltiplo é uma função explícita de uma ou mais destas variáveis.» (Ferreira, 2002: 130). No entanto, a avaliação através de múltiplos é um processo mais simples e rápido do que outros mais elaborados, assentando num menor número de pressupostos.

14.3.1. O PER ou P/E ratio como método de avaliação

Na utilização do método P/E para avaliação, Alford (1992 *apud* Ferreira, 2002)³⁰ afirma que os resultados são mais eficazes quando as firmas comparáveis são selecionadas com base na indústria e, não tanto, com base na dimensão ou no crescimento dos resultados.

Trata-se de um método de avaliação comum sempre que é possível tomar decisões sobre a política de dividendos a distribuir ou resultados a reter. Define-se um valor a atribuir ao P/E, com base na média ou mediana dos P/E das empresas relacionadas da amostra multiplicada pelos resultados por ação (*EPS- earnings per share*).

Do ponto de vista do analista de mercado, o PER define-se como a relação entre o preço de uma ação no mercado (*Pm*) e os resultados por ação (*EPS*).

$$PER = \frac{Pm}{EPS}$$

Como os resultados por ação são obtidos da informação da contabilidade e são independentes da política de distribuição e de retenção de lucros, podem utilizar-se variantes da fórmula anterior para os dividendos (*Pm/Div*) e para o *cash flow* (*Pm/CF*).

Um PER elevado pode indicar expectativas favoráveis, previsões de que os resultados tenderão a crescer no futuro e segurança nos resultados. Uma empresa bem implantada e com baixo risco tende a apresentar um P/E ratio mais elevado do que outra com maior risco potencial e menos capacidades, posição no mercado e *status*. Se uma empresa cotada lança uma oferta de aquisição por troca de ações (OPT) sobre uma outra não cotada, é de

³⁰ Alford, A. (1992). The effect of the set of comparable firms on the accuracy of the price-earnings valuation method. *Journal of Accounting Research*, 30, 94-108.

esperar que o P/E da adquirente seja mais elevado do que o da empresa alvo. Esta questão está diretamente relacionada com o risco bem como com as vantagens das empresas cotadas, dado que as suas ações podem ser mais facilmente vendidas.

Segundo Neves (2002), o PER ou múltiplo dos resultados líquidos é um dos múltiplos mais utilizados no mercado financeiro. Multiplicando o numerador e o denominador do rácio pelo número de ações obtém-se, respetivamente, a capitalização bolsista ou o valor de mercado dos capitais próprios (VCP) e os resultados líquidos da empresa (RL):

$$PER = \frac{VPC}{RL}$$

A avaliação de uma empresa é feita por comparação com outra através do PER. Considerando a empresa A, como a empresa que se pretende avaliar e a empresa C, aquela que serve de base de comparação e que se encontra cotada:

$$P_A = PER_C \times RPA_A$$

Onde RPA simboliza o resultado por ação.

Para efeitos de avaliação, numa perspectiva de previsão do preço de cotação, deve usar-se o RPA previsional da empresa a avaliar. O RPA histórico serve para produzir avaliações comparativas históricas. Nas empresas por quotas, como não existem ações pode aplicar-se a versão do PER com os resultados líquidos totais, obtendo-se por contrapartida o valor de mercado dos capitais próprios (VCP):

$$VCP_A = PER_C \times RL_A$$

Este rácio pode ter uma grande amplitude de variação entre empresas do mesmo sector, o que pode dificultar a sua utilização prática, exigindo assim que o analista identifique o melhor possível a empresa ou grupo de empresas a utilizar na comparação, dado que esta escolha conduz a valores muito divergentes.

«O PER é por vezes encarado por alguns analistas como um indicador do período de recuperação do capital. Mas isso só seria verdade se os resultados líquidos da empresa se mantivessem constantes e se fossem integralmente distribuídos aos sócios ou acionistas.» (Neves, 2002: 45)

14.3.2. O rácio PEG (*Price earnings to growth*)

A comparação do rácio preço/resultados com a taxa de crescimento conduz ao rácio PEG que permite identificar empresas com ações sobre ou subavaliadas.

$$PEG = \frac{P/E}{g}$$

Se $P/E < g$ - empresa subavaliada (a que se atribui um valor inferior ao devido)

Se $P/E > g$ - empresa sobreavaliada (a que se atribui um valor superior ao devido)

14.3.3. Valor de Mercado/ valor contabilístico (MV/BV)

O preço de mercado (P_m ou MV) é obtido diretamente do mercado, enquanto o valor contabilístico corresponde à diferença entre o ativo e passivo, tradicionalmente designado por capital próprio, situação líquida ou valor líquido do património. Ou seja, o *price book value* (PBV) compara a cotação da empresa com o valor contabilístico do capital próprio. Caso o PBV seja inferior a 1 significa que as ações da empresa estão a ser vendidas a um valor inferior ao seu valor contabilístico. Este método é de fácil utilização e pode aplicar-se a empresas com perdas mas com valor contabilístico (BV) positivo. No entanto apresenta desvantagens, em particular se tiverem ocorrido alterações nos procedimentos contabilísticos. Pode ser um método difícil de explicar em empresas de serviços ou com ativos fixos reduzidos, ou ainda com o valor contabilístico negativo.

14.3.4. O rácio Tobin's q, uma variante da relação preço de mercado/ valor contabilístico

$$q = \frac{\text{Valor de mercado dos ativos}}{\text{Valor de substituição (ou reposição) dos ativos}}$$

Quanto maior for o índice, maior será o valor criado. Do ponto de vista económico, um *q ratio* superior a 1 significa que o mercado está a atribuir à empresa um valor superior ao dos seus ativos ajustados. Um *q ratio* elevado significa que as empresas têm bons incentivos para efetuar novos investimentos, dado que o mercado atribui valores superiores a esses ativos. Por exemplo, um rácio Tobin's igual a 1,5 revela que a estratégia da empresa está a criar valor.

A principal vantagem deste rácio é a indicação fornecida sobre os ativos intangíveis da empresa – poder de mercado, *goodwill*, qualidade de gestão – e sobre o valor atribuído às

oportunidades futuras. A dificuldade surge na definição do valor de substituição. Muitos analistas preferem utilizar esta versão do rácio:

$$q = \frac{(\text{Valor contabilístico do endividamento} \\ + \text{valor de liquidação das ações preferenciais} \\ + \text{valor de mercado das ações ordinárias})}{\text{Valor total dos ativos}}$$

14.3.5. Valor de mercado/valor das vendas (MV/V) ou rácio *price-to-sales*

$$\frac{MV}{V} \text{ ajustado (price - to - sales)} = \frac{\left(\frac{MV}{V}\right)}{\text{Margem líquida}}$$

Onde MV simboliza o valor de mercado e V as vendas.

É um múltiplo que assenta no valor da atividade da empresa, em termos de proveitos, possuindo a vantagem de não apresentar valores negativos. Contudo pode encobrir alguns efeitos de ineficiência, pelo que é necessário acompanhar a sua utilização com análises das margens operacionais, de margens de contribuição e com o efeito de alavanca operacional.

$$RCP = \frac{\text{Res. Líquidos}}{\text{Capital Próprio}} = \frac{\text{Res. Líquidos}}{\text{Vendas}} \times \frac{\text{Vendas}}{\text{Capital Próprio}}$$

$$\frac{\text{Res. Líquidos}}{\text{Vendas}} = \text{Margem Líquida}$$

$$\frac{\text{Vendas}}{\text{Capital Próprio}} = \text{Rotação}$$

O rácio PS (*price to sales*), o múltiplo do volume de negócios, calcula-se da seguinte forma:

$$PS = \frac{P}{VNA} = \frac{VCP}{VN}$$

Onde VN corresponde ao volume de negócios (vendas, prestação de serviços e outros proveitos operacionais), VNA é o volume de negócios por ação e VCP, o valor do capital próprio a preços de mercado (normalmente designado capitalização bolsista da empresa).

«O PS não é tão utilizado no mercado de capitais como o PER ou o PBV. No entanto, foi um dos rácios mais usados pelos avaliadores de empresas durante a vaga de IPO (colocação de empresas em bolsa) da chamada «nova economia», e que conduziu à bolha de mercado de 1999/2000 que acabou por explodir em meados de 2000.» (Neves, 2002:

56) Esta utilização não estava relacionada com as qualidades técnicas do rácio, mas sim com o facto do PER e o PCE (múltiplo de autofinanciamento bruto) não poderem ser utilizados devido aos prejuízos das empresas e autofinanciamento bruto negativo. O PBV também não fazia sentido aplicar porque se tratavam de empresas cujo valor não estava diretamente ligado aos ativos mas sim aos intangíveis (*goodwill*).

O PS tem uma relação diretamente proporcional com a rendibilidade das vendas, a taxa de distribuição dos lucros e a taxa de crescimento da empresa. Tem uma relação inversamente proporcional com o risco da empresa e o custo de capital.

14.3.6. Enterprise value/Valor das vendas

Este múltiplo também tem como base os proveitos da empresa e é considerado mais seguro pelo facto de apresentar o capital próprio a valor de mercado adicionado ao valor da dívida e deduzido do valor de caixa e seus equivalentes.

$$\frac{EV}{V} = \frac{\text{Capital Próprio (Vm)} + \text{Dívida (Vm)} - \text{Caixa}}{\text{Vendas}}$$

14.3.7. Múltiplos EBIT (RAJI) / EBITDA (RAJIam)

São os múltiplos de utilização mais comum em empresas de capital de investimento ou de risco. Uma das formas mais comuns para avaliação do capital próprio é a multiplicação de qualquer um dos indicadores por um múltiplo e subtrai o endividamento:

$$EBIT \times - \text{Endividamento}$$

Os múltiplos utilizados variam de sector para sector mas também por alterações nas taxas de juro. Se as taxas descem tendem a elevar os múltiplos e *vice-versa*.

14.3.8. Enterprise value/EBITDA (RAJIam)

Comparação entre o valor de mercado da empresa e os resultados operacionais antes de juros, amortizações e impostos sobre os lucros.

A empresa ou empresas que vão ser seleccionadas como base de comparação devem ter um nível de risco semelhante ao da empresa que pretendemos avaliar. Pressupõe-se, como é óbvio, que as empresas têm estado sujeitas às mesmas condições económicas (inflação, taxas de câmbio, competitividade, etc.), aos mesmos princípios contabilísticos, e que são semelhantes em todos os aspetos, particularmente nos seguintes: competitividade, antiguidade dos ativos e tipo de tecnologia; estrutura

financeira; estrutura de ativos; estrutura de recursos humanos, tecnologia e produtividade. (Neves, 2002:51)

14.4. Importância do conceito para as decisões de fusões, aquisições e alianças e para a avaliação de empresas e de negócios.

Existem 5 fases do ciclo de vida de um produto: desenvolvimento do mercado ou embrionário, crescimento rápido, turbulência competitiva com forte crescimento, maturidade e declínio. As decisões de fusões e aquisições têm em conta qual a fase em que se encontram as empresas alvo.

Segundo Ferreira (2002), as empresas situadas nos estádios de desenvolvimento ou embrionário e de crescimento muito rápido, novas e de pequena dimensão, como por exemplo as *start-ups*, podem ser alvo de aquisições por parte daquelas que apresentam excedentes de tesouraria nos seus processos operacionais, por razões de diversificação. Desta forma, «[...] as *start-ups* poderão desenvolver-se com a ajuda de recursos financeiros e de gestão das empresas compradoras.» (Ferreira, 2002: 98). Outra estratégia pode ser a combinação do tipo horizontal de empresas pequenas, de forma a obterem dimensão para passar à próxima fase do ciclo de vida.

Na fase da maturidade, as fusões ou aquisições destinam-se a ganhos de dimensão e eficiência. No declínio, podem estar relacionadas com potenciais abandonos ou com uma última tentativa de ganhar força no mercado antes da queda final. Neste contexto, Ferreira dá como exemplo a fusão entre a America OnLine (AOL) e a TimeWarner, em 2000, uma combinação entre empresas situadas no mesmo sector dos *media*, mas em estádios diferentes (crescimento rápido e maturidade) e com produtos também diferentes.

Segundo Neves (2002), a atividade de avaliação de empresa é desenvolvida por bancos de investimento e consultores de gestão nas suas práticas de finanças de empresa (*corporate finance*) e fusões e aquisições (*mergers & acquisitions*), e pelos analistas financeiros de sociedades de corretagem e *dealers*. A avaliação de empresa exige sempre a análise e o ajustamento das demonstrações financeiras, pelo que no mínimo deve tomar-se em consideração as políticas contabilísticas adotadas, e, de preferência, deve efetuar-se uma auditoria financeira rigorosa. Os ajustamentos das demonstrações financeiras justificam-se pelo seguinte:

- De modo a apresentar os dados da empresa alvo de avaliação consistente com as suas concorrentes;

- Ajustar valores históricos para valores correntes;
- Ajustar proveitos e custos para níveis que sejam razoavelmente representativos de empresa em continuidade;
- Ajustar ativos e passivos não operacionais e os seus correspondentes proveitos e custos.

O balanço pode ser ajustado tendo por base critérios de custos históricos, de custos correntes ou de justo valor, com a finalidade de ter uma ideia do valor estático dos capitais da empresa.

«A avaliação será então baseada nas informações obtidas durante o processo de *due diligence*. Este processo deve determinar as potencialidades do negócio e detetar as situações de risco. Deste modo, a qualidade da avaliação depende em grande parte das informações obtidas na fase de investigação.» (Neves, 2002: 26)

Estudo de caso

A presente secção contempla a análise dos indicadores macroeconómicos e financeiros da economia portuguesa de forma a contextualizar o sector bancário nesta mesma realidade, detalhando as alterações sofridas pela mesma nos últimos anos. Este enquadramento torna-se relevante no sentido em que o sistema financeiro compreende o conjunto de instituições financeiras que asseguram um papel de intermediação entre os agentes económicos que, num dado momento, se podem assumir como aforradores e, noutros momentos, como investidores. Após a análise dos dados gerais do sector em Portugal, recorreremos ao exemplo histórico do BCP para compreender os impactos das fusões nesta instituição bancária. De seguida abordamos as instituições bancárias envolvidas nos processos de fusão em análise neste estudo, Santander, Banif e Popular, efetuando uma contextualização histórica das mesmas e calculando alguns indicadores de *performance* tais como rácios de eficiência, rendibilidade e solvabilidade. Com esta análise procura-se aferir, ainda que de forma intuitiva, se as operações de fusão se traduziram em melhores resultados para a instituição adquirente.

15. Indicadores macroeconómicos e financeiros

De acordo com o Boletim Económico de Maio 2018 publicado pelo Banco de Portugal (BdP), em 2017 o Produto Interno Bruto (PIB) português cresceu, em termos reais, 2,7%, após um aumento de 1,6% no ano anterior. Foi um valor próximo da média observada na área do Euro. A economia portuguesa beneficiou de um enquadramento externo muito favorável e os principais sectores também evoluíram positivamente, como é o caso da indústria transformadora que registou o maior crescimento desde 2010. Também as exportações e o investimento foram motores de aceleração da economia portuguesa em 2017. Desde 2008, as exportações portuguesas têm vindo a ganhar quota de mercado externa e, em 2017, excederam em larga medida o observado noutros países da zona euro. Estes resultados estiveram associados ao crescimento das exportações de turismo, cujo dinamismo ultrapassa o de alguns países concorrentes, nomeadamente países da Europa do Sul. Após um longo ajustamento estrutural do sector, que se acentuou durante a crise, em 2017 também houve lugar à recuperação do investimento em construção. Para tal contribuíram as condições favoráveis de acesso a financiamento, o aumento da procura por parte de não residentes e o forte crescimento do turismo e das atividades imobiliárias relacionadas. Uma condição essencial para o crescimento económico sustentado e para o

aumento da produtividade de uma economia é o investimento nos setores mais produtivos. Este facto é especialmente importante numa economia como a portuguesa, em que a habitação tem um peso muito elevado no *stock* de capital e em que o nível de capital por trabalhador é baixo quando comparado com os outros países europeus. Um dos desafios da economia portuguesa é a aproximação do PIB por trabalhador em Portugal ao nível da média dos países da União Europeia. Esse percurso passa pela acumulação de capital, exigindo um maior investimento produtivo sobretudo nos setores transacionáveis.

Na área do euro verificou-se, em 2017, a recuperação de um conjunto mais alargado de economias e sectores de atividade. A política do Banco Central Europeu (BCE) manteve-se acomodatória contribuindo favoravelmente para este dinamismo económico.

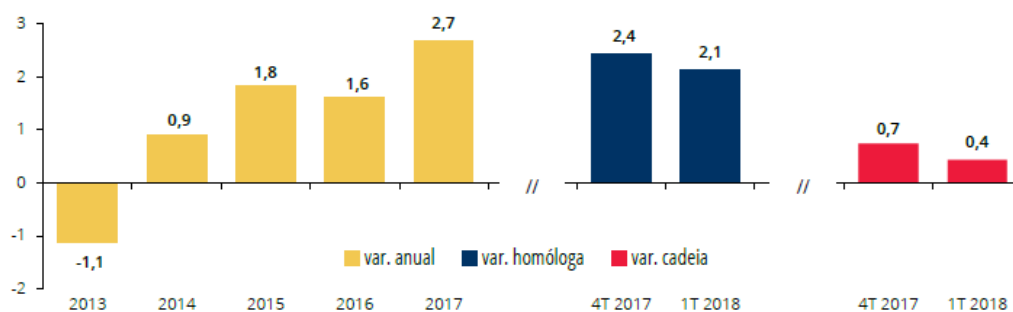


Figura 6 - Taxas de crescimento do PIB, em % | Volume

Fonte: BdP e Instituto Nacional de Estatística (INE)

No mercado de trabalho, a população ativa cresceu após seis anos consecutivos de queda. O emprego registou o crescimento anual mais elevado desde o início da área do euro com um aumento de 3,3%. A taxa de desemprego tem apresentado uma tendência decrescente desde 2013. É no escalão etário mais jovem e no de mais idade, bem como nos segmentos com educação pelo menos ao nível do ensino secundário que se verificam os maiores crescimentos de emprego. O nível de qualificações dos trabalhadores portugueses tem melhorado mas é ainda insuficiente para alcançar a média dos países da União Europeia.

Como consequência da injeção de capital na CGD, o défice das administrações públicas aumentou em 2017 face ao ano anterior. Em termos estruturais, ou seja, ajustando o efeito de medidas temporárias e corrigindo o efeito da evolução cíclica da economia, o défice reduziu em 0,8 p.p. do PIB, valores consistentes com as recomendações da Comissão

Europeia, no âmbito do processo de convergência para o Objetivo de Médio Prazo de um excedente de 0,25% do PIB. O saldo primário positivo, o crescimento do PIB nominal superior à taxa de juro implícita da dívida e a redução do *stock* de depósitos permitiram a redução da dívida das administrações públicas de 129,9% do PIB em 2016 para 125,7% do PIB em 2017. Contudo, a dívida das administrações públicas permanece muito elevada e significativamente acima da média da área do euro. O saldo estrutural situa-se aquém do objetivo de médio prazo pelo que se torna necessário um esforço de consolidação orçamental adicional. A taxa de rendibilidade implícita (*yield*) da dívida pública portuguesa a 10 anos decresceu 32 pontos base, no primeiro trimestre de 2018, passando a cifrar-se em 1,61%. No mesmo período, o *spread* face à dívida pública alemã diminuiu 39 pontos base (Figura 7). No segundo trimestre de 2018 observou-se um aumento da volatilidade no mercado de dívida soberana, que poderá estar relacionado com o contexto político em Espanha e, sobretudo, em Itália, sendo de notar um aumento significativo do *spread* da dívida italiana face à portuguesa.

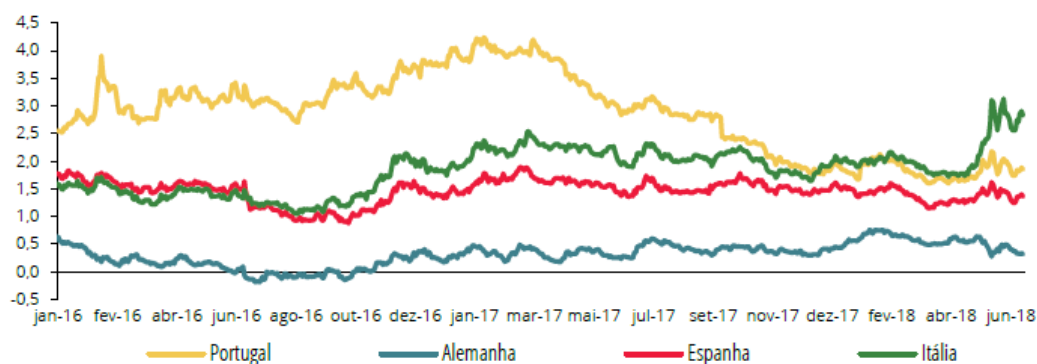


Figura 7 - Taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos, em %

Fonte: Thomson Reuters e BdP

Desde Março de 2016, as taxas de juro do BCE mantêm-se inalteradas: a taxa de facilidade permanente de depósitos em -0,40%, a taxa das operações principais de refinanciamento em 0% e a taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez em 0,25%.

De acordo com a figura 8, as taxas de juro interbancárias da área do euro (EURIBOR), no primeiro trimestre de 2018, permaneceram relativamente estáveis face ao trimestre anterior em níveis negativos. Isto reflete as condições de financiamento favoráveis do sistema bancário no âmbito da política monetária acomodatória do BCE.

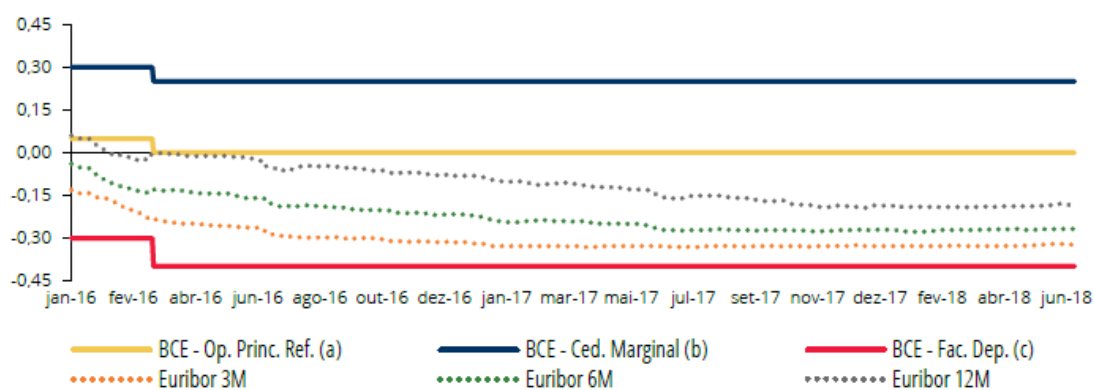


Figura 8 - Taxas de juro da área do euro, em %

Fonte: BCE, Thomson Reuters e BdP

Em 2017, verificou-se uma redução do nível de endividamento das famílias e das empresas. O valor dos novos empréstimos para habitação permanece consideravelmente abaixo do observado nos anos anteriores à crise económica e financeira e não aumentam o suficiente para compensar o aumento dos reembolsos de empréstimos anteriores que, na sua maior parte, não estão relacionados com a posterior contratação de novos empréstimos. Os novos empréstimos para consumo têm vindo a aumentar de forma expressiva em 2017, atingindo em dezembro o valor mais elevado desde meados de 2006.

As empresas têm alterado a sua estrutura de financiamento, reduzindo a sua dependência dos bancos residentes e aumentando o autofinanciamento e outras fontes de financiamento, em particular de investidores internacionais. Em 2017 o crédito total concedido às empresas cresceu pela primeira vez desde 2011. Esta evolução está associada a um aumento do financiamento obtido de não residentes, com crescente importância no financiamento das sociedades não financeiras. À semelhança dos últimos anos, as empresas continuaram, em média, a diminuir o seu endividamento junto dos bancos residentes. Os bancos diferenciam as empresas de acordo com o seu perfil de risco e continuam a assegurar o financiamento das empresas de menor risco e dos setores de atividade mais dinâmicos.

Em 2017, a evolução da economia portuguesa confirma a trajetória de recuperação dos últimos anos, com uma aceleração da atividade e do emprego, uma redução da taxa de desemprego, os progressos na consolidação de equilíbrios macroeconómicos fundamentais, incluindo a melhoria das contas externas e do saldo orçamental estrutural, bem como a

redução dos rácios de endividamento das administrações públicas e do setor privado não financeiro. Não obstante existem ainda desafios importantes para aproximar a economia portuguesa dos níveis de rendimento europeus, nomeadamente assegurar um quadro de estabilidade macroeconómica, incluindo a estabilidade financeira. O crescimento potencial e a produtividade da economia estão diretamente relacionados com o investimento de qualidade e o nível de educação da mão-de-obra. O cumprimento destes objetivos será potenciado num quadro de aprofundamento da integração europeia, incluindo a união bancária.

16. Caracterização do sistema bancário português

De acordo com Fernando Faria de Oliveira (2017), presidente da APB, ocorreram quatro grandes choques durante a última década, dos quais o sistema bancário português tem vindo a tentar recuperar: a prolongada e profunda recessão económica, resultante da crise financeira global e da dívida soberana, a revolução regulatória, a queda reputacional da banca agravada pelos casos BPN e BES e a revolução digital e comportamental.

Com a crise financeira que afetou a Europa em 2008, como consequência de uma crise financeira global cujo ponto de partida foi a queda do Lehman Brothers, o sector bancário português encontrava-se num clima adverso agravado pela recessão económica verificada entre 2010 e 2014. Esta situação resultou numa diminuição do volume de serviços financeiros transacionados bem como a descida acentuada dos níveis de rentabilidade das instituições. Entre 2008 e 2015, vários bancos foram intervencionados. A situação financeira particularmente adversa dos bancos BPN e Banco Privado Português (BPP) gerou situações de insuficiência de capital e falta de liquidez, o que conduziu à intervenção das autoridades nacionais no final de 2008. Como consequência, em abril de 2010, o BPP entrou em liquidação enquanto o BPN, depois de nacionalizado, foi vendido ao Banco BIC S.A. (BIC) em 2012. Em agosto de 2014, o BdP aplicou uma medida de resolução ao BES, na sequência da divulgação de um prejuízo de cerca de 3,6 mil milhões de euros nos resultados do primeiro semestre. Este facto colocou o banco numa situação de risco de incumprimento a curto prazo e justificou a intervenção do regulador que criou um banco de transição, denominado Novo Banco, para o qual foram transferidos, no imediato, a generalidade da atividade e do património do BES (BdP, 2014). A 19 de dezembro de 2015 foi a vez do Banif. O BdP declarou que o Banif se encontrava “em risco ou em situação de

insolvência” (*failing or likely to fail*) e considerou que a aplicação de uma medida de resolução era a única solução capaz de proteger os depositantes e de assegurar a continuidade dos serviços financeiros prestados pelo banco (BdP, 2016). Em junho de 2017, o Conselho Único de Resolução decidiu proceder à venda do Banco Popular Espanhol, S.A. ao Banco Santander S.A. A filial portuguesa do Banco Popular Espanhol, o Banco Popular Portugal, S.A., não foi objeto de qualquer medida de resolução mas estando incluída no perímetro de venda passa a integrar o grupo do Banco Santander. Esta medida não contemplou qualquer financiamento por parte de organismos nacionais e protege as poupanças confiadas ao Banco Popular Portugal.

Perante os desafios enunciados tornou-se necessário implementar um conjunto de ações no sector com vista à desalavancagem, capitalização, reestruturação, redução de custos e ajustamento do modelo de negócio. Este processo conduziu ao redimensionamento do sector com o decréscimo dos ativos e do crédito a clientes, à recapitalização pública dos bancos através do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) e contenção de custos, de forma a recuperar a rendibilidade.

Comparativamente com a zona Euro, o sector bancário português mantém ainda algumas fragilidades que se manifestam nos níveis de solvabilidade, qualidade do ativo e na rendibilidade.

Segundo dados de dezembro de 2017 que constam da publicação *Overview* do Sistema Bancário Português emitida pela Associação Portuguesa de Bancos, o setor bancário português conta com 154 instituições de crédito das quais 61 são bancos, 87 caixas de crédito agrícola mútuo e 4 caixas económicas e para as quais existem 4.413 balcões em Portugal e 142 no estrangeiro. Estas instituições empregam cerca de 46.446 colaboradores em Portugal e 1.259 em atividade internacional e possuem 25.739 *Automated Teller Machines* (ATM's) e 272.214 *point of sale* (POS). A imagem global do sector bancário português é a que se encontra na Figura 9.

Sector bancário português

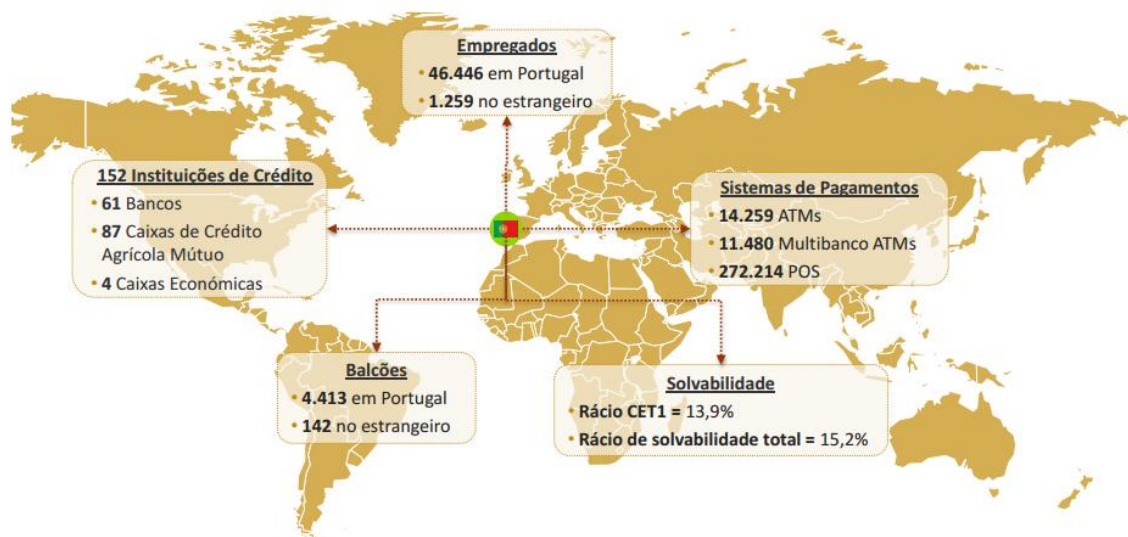


Figura 9 – *Overview* do Sistema Bancário Português

Fonte: Associação Portuguesa de Bancos (APB)

Os principais indicadores do setor bancário português em dezembro de 2017 apresentam-se da seguinte forma:

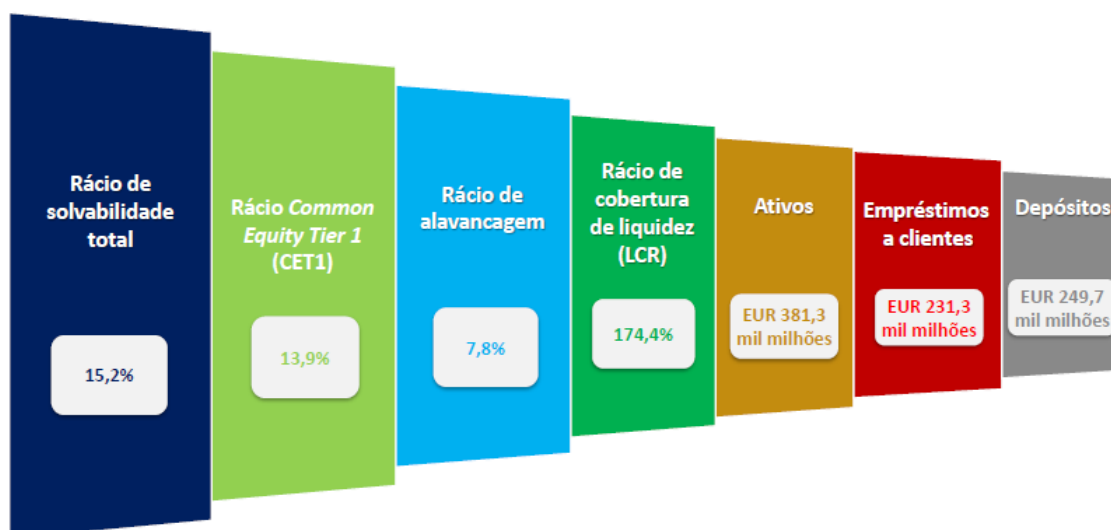


Figura 10 - Sector bancário português: principais indicadores financeiros – Dezembro 2017

Fonte: BdP – Sistema Bancário Português.

Solvabilidade

O rácio *Common Equity Tier 1* (CET 1) estabelece um nível mínimo de capital que as instituições devem ter em função dos requisitos de fundos próprios decorrentes dos riscos associados à sua atividade. O CET 1 do sector bancário português apresenta um valor inferior à média da área Euro, mas melhorou desde 2012. Cifrou-se em 13,9% em 2017. A evolução deste rácio reflete, exclusivamente, o aumento da posição de capital.

Tabela 3 – Indicadores de Solvabilidade do sector bancário Português

Principais indicadores de risco de solvabilidade (consolidado, em %, valores em final de período)	2017	2016	2015	2014	2013
Rácio core Tier 1					12,3%
Rácio CET1	13,9%	11,4%	12,4%	11,3%	n.d.

Fonte: Elaboração Própria adaptada de APB

Qualidade dos ativos

Para a qualidade dos ativos detidos em Balanço deve existir diversificação na concessão de crédito, nomeadamente através da criação de um *mix* equilibrado entre particulares e empresas. Na medição do risco de crédito, os indicadores mais utilizados são o rácio de crédito vencido (crédito em incumprimento) que representa a percentagem do crédito concedido e que está por regularizar e o rácio de cobertura por provisões, o qual avalia o grau de cobertura dos créditos vencidos por provisões.

Como resultado das políticas de concessão de crédito pouco conservadoras do passado e das condições macroeconómicas adversas nos últimos anos, tem-se verificado a deterioração dos ativos a partir de 2010. Apesar da redução recente do fluxo de imparidades e provisões, o elevado nível de crédito em risco continua a penalizar a qualidade do ativo e a rendibilidade do sector (BdP, 2016).

O *stock* de empréstimos *non-performing* (NPL) continuou a diminuir no quarto trimestre de 2017 e o rácio de NPL diminuiu 1,3 p.p. no trimestre, passando a situar-se em 13,3%, o que configura uma redução de 3,9 p.p. relativamente ao final de 2016 e de 4,6 p.p. face a junho de 2016.

Em dezembro 2017, o rácio de cobertura de NPL por imparidades era de 49,4%, aumentando 2,8 p.p. face ao trimestre anterior.

Tabela 4 – Qualidade do crédito do sector bancário português

Dados de qualidade do crédito (consolidado, %, valores em final de período)	2017	2016	2015	2014	2013
Rácio de crédito em Risco					10,6%
Rácio de empréstimos <i>non-performing</i>	13,3%	17,2%	17,5%	16,6%	n.d.
Rácio de cobertura do crédito em risco					56,0%
Rácio de cobertura de NPLs	49,4%	45,3%	40,8%	38,5%	n.d.

Fonte: Elaboração Própria adaptado de APB

A Tabela 5 que se segue destaca os elementos principais obtidos da demonstração de resultados consolidada do sector bancário português, nomeadamente o resultado líquido, a margem financeira, produto bancário e *cost-to-income*.

Tabela 5 – Demonstração de resultados consolidada, Sector Bancário Português

Dados da demonstração de resultados (consolidado, Eur M, fluxos no período)	2017	2016	2015	2014	2013
Resultado Líquido	-219	-1.590	-44	-5.459	-3.210
Margem Financeira	6.110	5.886	5.948	5.597	5.434
Comissões Líquidas	2.857	2.714	3.038	2.980	3.337
Produto Bancário	10.803	9.478	10.694	10.252	9.810
Margem Financeira/ Produto Bancário (%)	56,6%	62,1%	55,6%	54,6%	55,4%
<i>Cost-to-income</i> (%)	52,9%	59,4%	60,9%	65,5%	72,2%
Imparidades (em % do PIB)	31,4%	67,0%	37,6%	79,4%	61,4%

Fonte: Elaboração Própria adaptada de APB

Margem financeira

A margem financeira é a base do lucro das instituições financeiras e um indicador de eficiência das mesmas. Trata-se da diferença entre os juros recebidos nos empréstimos concedidos e os juros pagos nos depósitos recebidos.

De 2015 para 2016, verifica-se a deterioração da margem financeira condicionada pela descida das taxas de juro e redução do nível de crédito bem como pelo aumento das imparidades e provisões. Desde 2010 observa-se a diminuição da rentabilidade, devido à crise financeira e o ajustamento ao PAEF. A recuperação da rentabilidade deve ser realizada através da redução dos custos operacionais. (BdP, 2016)

Produto bancário

O produto bancário é a margem financeira acrescida de comissões e resultados obtidos em operações financeiras, traduzindo-se nos ganhos conseguidos diretamente com a atividade bancária. Evoluiu favoravelmente entre 2013 a 2015, sofrendo uma ligeira quebra em 2016 e recuperando em 2017.

Rácio de eficiência (Cost-to-income)

O rácio *cost-to-income* mede a eficiência operacional, relacionando os custos operacionais com o produto bancário. Nos custos operacionais encontra-se a soma dos custos com pessoal, gastos gerais administrativos e depreciações e amortizações. Este rácio permite avaliar a capacidade do banco em obter ganhos resultantes da atividade bancária considerando os custos operativos que levaram a esses ganhos. A melhoria deste rácio pode refletir tanto uma redução de custos como o aumento do produto bancário, sendo que quanto menor for o rácio, maior será a eficiência do banco. Este indicador é utilizado pelas instituições para definir objetivos quer de indução à produção, quer de contenção de custos. É também utilizado por algumas entidades externas para avaliar e comparar a performance das instituições bancárias. Conforme se pode verificar na tabela 5, este rácio tem vindo a evoluir favoravelmente.

O rácio *cost-to-income* situou-se em 52,9% no final de 2017, reduzindo-se cerca de 6,5 p.p. face ao valor observado em 2016. Esta evolução traduz, sobretudo, o aumento do produto bancário, via aumento dos outros proveitos de exploração, uma vez que os custos operacionais se mantiveram estáveis de 2016 para 2017. Os custos operacionais mantiveram-se praticamente inalterados face a 2016, pois o aumento dos custos com pessoal foi compensado pela diminuição dos gastos gerais e administrativos. Em 2017, os

custos com pessoal continuaram a ser negativamente afetados por fatores de natureza não recorrente relacionados com os processos de reestruturação levados a cabo por algumas das principais instituições. O acionamento do mecanismo de capitalização contingente previsto nos contratos celebrados no âmbito da venda do Novo Banco teve impacto nos outros proveitos de exploração e, por conseguinte, no produto bancário. Expurgando estes efeitos não recorrentes, estima-se que o *cost-to-income* seria de 54,4%. (BdP, 2018)

Return on Equity ou Rendibilidade dos Capitais Próprios (ROE OU RCP)

O rácio de rendibilidade dos capitais próprios avalia o nível de eficiência de utilização dos capitais próprios (Breia, Mata e Pereira, 2014). É medido pelo rácio entre os resultados líquidos do exercício e os Capitais Próprios, representando o retorno que os acionistas obtêm pelo capital que investem no banco. Na tabela 6, verificamos a evolução do ROE no sector bancário português e na EU 28³¹ desde 2013.

Tabela 6 – Rácios de rendibilidade do sector bancário português e União Europeia (EU) 28

Rácios de rendibilidade (em %, fluxos e valores em final de período)	2017	2016	2015	2014	2013
ROE -Portugal	3,4%	-7,3%	2,2%	-19,4%	-11,8%
ROE - UE 28	5,6%	3,5%	4,3%	3,2%	2,2%

Fonte: Elaboração Própria adaptada de APB e European Banking Federation (EBF)

A rendibilidade dos capitais próprios aumentou 10,7 p.p. e foi positiva em 2017, contrastando com o valor negativo registado em 2016. Contribuiu para esta melhoria, sobretudo, a redução expressiva do fluxo de imparidades e o aumento do produto bancário, suportado em grande medida pelo acionamento do mecanismo de capitalização contingente previsto nos contratos celebrados no âmbito da venda do Novo Banco.

A rendibilidade é um dos principais desafios enfrentados pelos bancos europeus, considerando as baixíssimas taxas de juro. O ROE dos bancos europeus foi de 5,6% em 2017, praticamente metade dos 10,6% registados na explosão da crise financeira, mas o maior desde 2007. A diferença entre o ROE mais alto (da Hungria) e o mais baixo (Chipre)

³¹ UE 28 - Alemanha, Áustria, Bélgica, Bulgária, Chipre, Croácia, Dinamarca, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Estónia, Finlândia, França, Grécia, Hungria, Irlanda, Itália, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Países Baixos, Polónia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Roménia e Suécia.

foi de 26 pontos percentuais em 2017, longe dos 101,6 registados em 2013 entre a República Checa com 11,4% e a Eslovênia com -90,2%. Nas maiores economias da UE, o ROE em 2017 foi de 8,8% nos Países Baixos, 7,1% em Itália, 7,0% em Espanha, 6,4% em França, 4,3% no Reino Unido e 2,9% na Alemanha. (EBF, 2018).

Rácio de transformação (Empréstimos/Depósitos)

O rácio de transformação representa a percentagem de crédito concedido em função dos depósitos captados e revela uma tendência decrescente desde 2010, fixando-se em 92,6% no final de 2017. A redução deste rácio reflete a desalavancagem do sector bancário português (Figura 11).

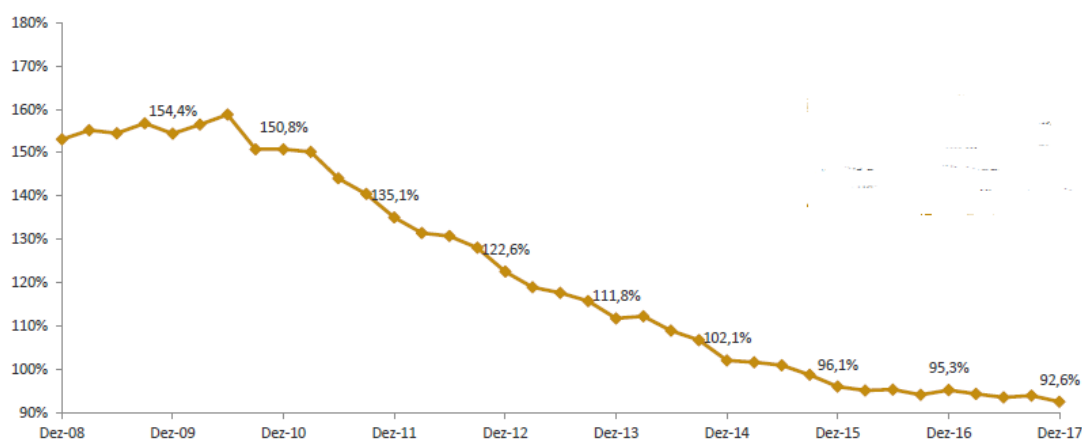


Figura 11 – Rácio de transformação do sector bancário português

Fonte: APB

A Tabela 7 apresenta os dados do balanço em destaque, nomeadamente o ativo, empréstimos, passivo, depósitos, capital próprio e rácio de endividamento. Desde 2013 até 2017 tem-se vindo a verificar um decréscimo em todas estas rúbricas, à exceção do capital próprio que revela um aumento de 21% entre 2016 e 2017.

Tabela 7 – Dados de balanço consolidado sector bancário português

Dados de balanço (consolidado, EUR M, valores em final de período)	2017	2016	2015	2014	2013
Ativo	381.241	386.076	407.589	425.829	457.253
Empréstimos	230.872	234.291	244.472	257.383	283.052
Passivo	345.146	356.177	374.618	395.085	427.678
Depósitos	249.692	245.442	254.421	252.129	253.168
Capital Próprio	36.095	29.900	32.971	30.745	29.574
Rácio de endividamento (P/A)	90,5%	92,3%	91,9%	92,8%	93,5%

Fonte: Elaboração Própria adaptado de APB

De acordo com os dados revelados na Tabela 8, a capitalização bolsista dos bancos em Portugal tem verificado uma forte redução desde 2013 até 2016, contudo em 2017 apresenta uma subida notável. Já o número de colaboradores e de balcão evidencia uma tendência de redução, associada sobretudo à reorganização e ajustamentos do sector.

Tabela 8 – Outros dados relevantes do sector bancário português

Outros dados (EUR M, valores em final de período)	2017	2016	2015	2014	2013
Capitalização Bolsista	5.820	2.828	4.737	5.891	9.226
Número de colaboradores ³²	46.446	47.136	48.278	50.792	n.d.
Número de balcões ³²	4.413	4.739	5.003	5.250	n.d.

Fonte: Elaboração Própria adaptada de APB

Hoje, 10 anos após a crise do *subprime*, a banca está mais globalizada e estabilizada. Segundo o presidente da APB, os principais desafios do sector bancário para 2018 são:

- Melhoria da rendibilidade, quer seja por via do aumento das receitas, pelo aumento da eficiência e redução de custos ou pela redução dos NPL;

³² Dados respeitantes ao universo de Associados da APB em cada um dos períodos – atividade doméstica.

- Capacidade de atrair capital privado pois apesar dos bancos estarem muito mais capitalizados, o dobro do que em 2011, o capital adicional poderá ser uma ajuda em processos de reestruturação ou necessidades de investimento;
- Resposta aos requisitos regulatórios e de supervisão, considerando as novas normas que entraram em vigor em 2018, como por exemplo a MiFID₂, a PSD₂, a PAD, os PRIIPS, a diretiva do Crédito Hipotecário, a AML, o Regulamento da Proteção de Dados, o IFRS 9, e eventualmente, o MREL e Basileia IV;
- Custos de resolução, com um forte ónus dos custos, ainda não contabilizados, da venda do Novo Banco;
- Revisão dos modelos de negócio dos bancos, considerando as novas tendências e comportamentos dos clientes bem como as inovações tecnológicas e o aparecimento de novos *players* (*start ups Fintech* e grandes empresas tecnológicas) e fontes de financiamento;
- Intensificação da formação, qualificando e requalificando os colaboradores relativamente ao novo quadro regulatório, supervisão e especificidades da era digital.

17. Exemplo Histórico - Banco Comercial Português

O Banco Comercial Português foi fundado em 1985, com o apoio de mais de 200 acionistas fundadores e uma equipa de profissionais bancários experientes que encararam a desregulamentação do sistema bancário português como uma oportunidade para constituir uma instituição financeira independente, operando principalmente em Portugal, a fim de servir o subdesenvolvido mercado financeiro nacional em diversas áreas e de uma forma anteriormente não explorada pelos bancos públicos.

Até 1994, o Banco conseguiu aumentar de forma expressiva a sua quota de serviços financeiros no mercado português, explorando as oportunidades de mercado num contexto de desregulamentação, atingindo nesse ano quotas de mercado de 8,3% em ativos totais, 8,7% em crédito a Clientes e 8,6% em depósitos.

Com a intensificação da concorrência no mercado bancário nacional, após 1994, resultante da modernização das instituições financeiras existentes e da entrada de novas instituições bancárias e financeiras estrangeiras, o Banco decidiu, então, adquirir um banco doméstico com complementaridade de negócio. O seu objetivo era ganhar quota de mercado no sector

bancário, em seguros e outros serviços financeiros. Assim em março de 1995, o Banco adquiriu o controlo do Banco Português do Atlântico, S.A. que era, à época, o maior banco comercial em Portugal. Esta aquisição surgiu na sequência de uma oferta pública de aquisição (OPA) da totalidade do capital social do Banco Português do Atlântico, lançada em conjunto com a Companhia de Seguros Império, uma seguradora portuguesa.

O maior acionista da Império era o Grupo José de Mello, o que fez com que a OPA culminasse na fusão dos serviços financeiros do Banco com os do Grupo José de Mello, em janeiro de 2000. Assim em junho de 2000, também o Banco Mello foi incorporado.

No mesmo ano, o Banco chegou a acordo com a CGD, para adquirir a participação de controlo detida por esta no Banco Pinto & SottoMayor e adquiriu em OPA as restantes ações do Sotto Mayor. Desta forma, em dezembro de 2000, o SottoMayor foi incorporado, por fusão, no BCP.

Segundo Costa (2014), após a aquisição parcial do BPA em 1995, o BCP melhorou a sua eficiência operacional, verificando-se a redução do rácio *cost-to-income* de 0,54 em 1995 para 0,44 em 1999. No entanto, após a aquisição do BPSM e do BM em 2000, este rácio aumentou subitamente para 0,61, demonstrando que o banco estava menos eficiente do que o sector a partir desse ano. Costa (2014) avança ainda que em 2000 e 2001, logo após as operações de fusão, o banco apresentou bons níveis de rendibilidade, contudo verificou-se uma diminuição dos proveitos e aumento dos custos, conduzindo a uma redução próxima de 50% do resultado líquido, diminuindo o rácio quase para metade em 2002. Este indicador voltou a apresentar uma evolução positiva até 2006, data após a qual se verificou uma queda, acompanhando a evolução negativa do sector no seu conjunto.

O BCP fez ainda uma tentativa em 2006 para adquirir a totalidade do capital social do Banco BPI, mas a operação terminou em Maio de 2007 sem sucesso.

Na Figura 12 podemos verificar as quatro fases de desenvolvimento do banco.



Figura 12 - As quatro fases de desenvolvimento do BCP

Fonte: Relatório e Contas 2010 – Banco Comercial Português, S.A.

18. Análise das Empresas Envolvidas na Fusão

Para melhor compreensão do impacto da fusão na entidade adquirente, começamos por contextualizar historicamente cada uma das entidades e analisar o patamar original de cada um dos bancos. Adicionalmente serão calculados os rácios das três instituições antes da fusão e a evolução dos mesmos após os processos de fusão.

18.1. Banco Internacional do Funchal, SA (Banif)

O Banif foi fundado por Horácio Roque a 15 de Janeiro de 1988 com um capital inicial de 54,8 milhões de euros, incorporando todo o ativo e passivo da extinta Caixa Económica do Funchal, uma pequena instituição financeira de âmbito regional madeirense que estava em dificuldades.

Em 1989, o Banif – Grupo Financeiro inicia a sua formação com a constituição da SGM – Sociedade Gestora de Fundos de Pensões Mundial, S.A.. Nesse mesmo ano, é criada a Sucursal Financeira Exterior no Centro Offshore da Madeira. Em 1996, o Banif adquire o Banco Comercial dos Açores que detinha 100% da Companhia de Seguros Açoreana, tornando-se líder de mercado naquela região autónoma.

Em dezembro de 2011, uma inspeção da *troika*, às carteiras de crédito dos bancos portugueses, verifica a necessidade de cobrir 90 milhões de euros de imparidades nas contas semestrais do Banif. Com o elevado aumento do valor das provisões e imparidade, o grupo Banif fecha o ano de 2011 com prejuízos de 161,6 milhões de euros, que contrastam com os lucros declarados em 2010 de 33,4 milhões.

Em 2012, o Banif chumba nos testes de *stress* realizados pelo Banco de Portugal, necessitando de efetuar algumas alterações que permitissem a solvência futura do banco. No final do ano, o Estado injeta 1.100 milhões de euros no Banif, dos quais 700 milhões de euros diretamente em capital e 400 milhões de euros em obrigações convertíveis em ações, designadas de *CoCo bonds*³³. Os prejuízos agravam-se, passando para 576,4 milhões de euros em 2012. O Banif devolveu 275 milhões de *CoCo bonds*, no entanto não conseguiu pagar os 125 milhões que deveriam ter sido devolvidos até 2014, ficando o Estado detentor de 60% do capital do Banco.

Em dezembro de 2015, a TVI anunciou que o Banif iria ser alvo de uma intervenção pública, o que levou os clientes a levantarem 960 milhões de euros, correspondente a 16% dos depósitos. A posição do banco ficou assim mais fragilizada e dias mais tarde é anunciada a venda do Banif ao Santander por 150 milhões de euros. Envolveu ainda um apoio estatal de 2.255 milhões de euros de forma a responder a possíveis contingências futuras, relacionadas com o financiamento do banco, e ainda cobertura de perdas futuras com a carteira de crédito.

18.1.1. Processo de aquisição do Banif pelo Santander

De acordo com o Relatório Anual 2016 do Santander (BST), na sequência da medida de resolução aplicada ao Banif pelo Banco de Portugal, a 20 de dezembro de 2015, o BST adquiriu a atividade bancária e um conjunto de ativos, passivos, elementos

³³ As *CoCo bonds* ou obrigações contingentes convertíveis são instrumentos financeiros que podem ser convertidos em ações caso se verifiquem determinadas condições. Quando não são devolvidas pela empresa emitente a quem as subscreveu, transformam-se em capital e os obrigacionistas passam a acionista. A banca recorreu a estes títulos, durante a crise da dívida soberana, para reforço de solidez. (Cavaleiro, 2017)

extrapatrimoniais e ativos sob gestão do Banif. Conforme a nota 1.4. do relatório mencionado, nesta medida de resolução ao Banif foram determinados os seguintes pontos:

- Constituição de um veículo de gestão de ativos, denominado como Oitante, S.A. (inicialmente com a denominação Naviget, S.A.);
- Transferência para a Oitante, S.A. (“Oitante”) de um conjunto de direitos e obrigações correspondentes a ativos do Banif;
- Pagamento pela Oitante de uma contrapartida ao Banif pela transferência dos ativos, através de entrega de obrigações representativas de dívida emitidas pela Oitante, no montante de 746.000 milhares de euros, apurado no âmbito da avaliação provisória dos ativos transferidos;
- Alienação ao BST de direitos e obrigações que constituem ativos, passivos, elementos extrapatrimoniais e ativos sob gestão do Banif;
- Determinação ao Fundo de Resolução da disponibilização do apoio financeiro necessário para a aplicação das medidas de resolução com vista à subscrição e realização do capital social da Oitante, à prestação de uma garantia às obrigações emitidas pela Oitante e à absorção de prejuízos do Banif. (Relatório Anual BST, 2016: 119)

O Banco de Portugal anuncia ainda a 20 de dezembro que:

[a] operação envolve um apoio público estimado de 2.255 milhões de euros que visam cobrir contingências futuras, dos quais 489 milhões de euros pelo Fundo de Resolução e 1.766 milhões de euros diretamente pelo Estado, em resultado das opções acordadas entre as autoridades portuguesas, as instâncias europeias e o Banco Santander Totta, para a delimitação do perímetro dos ativos e passivos a alienar. (Banco de Portugal, 2015 *apud* Relatório Anual BST, 2016: 119)³⁴

A 21 de dezembro de 2015, a Comissão Europeia, em linha com as regras europeias de ajuda estatal, aprova a ajuda ao Banif de 2.255 milhões de euros acima referida para cobrir o *gap* de financiamento na medida de resolução do Banif. O apoio estatal ao Banif mencionado encontra-se deduzido do montante devido pelo BST, resultante da aquisição do conjunto de ativos, passivos e atividade do ex-Banif que ascendeu a 150 milhões de

³⁴ Banco de Portugal (2015). Comunicado do Banco de Portugal sobre a venda do Banif - Banco Internacional do Funchal, S.A. Banco de Portugal. Consultado em 28/04/2018, disponível em <https://www.bportugal.pt/comunicado/comunicado-do-banco-de-portugal-sobre-venda-do-banif-banco-internacional-do-funchal-sa>

euros. O BST enquanto comprador de um conjunto de ativos e passivos do Banif, não recebeu qualquer ajuda pública.

No âmbito da medida de resolução acima descrita, o BST adquiriu a parte da atividade bancária do Banif, formalizada através da apresentação da *Definitive offer* por parte do BST na sequência da *process letter* emitida pelo Banco de Portugal em 19 de dezembro de 2015, num contexto de possível aplicação de uma medida de resolução ao Banif, que se veio a concretizar.

Não foi celebrado um acordo de compra e venda relativamente à aquisição de parte da atividade do ex-Banif, uma vez que a transferência dos ativos e passivos para o BST, incluindo as obrigações emitidas pela Oitante, ocorre logo após a decisão do Conselho de Administração do Banco de Portugal.

Na medida de resolução estava ainda definido que o Estado português iria prestar uma contragarantia à garantia prestada pelo Fundo de Resolução às obrigações representativas de dívida da Oitante. A referida contragarantia foi aprovada pelo Despacho do Ministério das Finanças n.º 867/2016.

Adicionalmente, a medida de resolução prevê que o Banco de Portugal pode, desde que com o consentimento do BST, devolver ao Banif ou proceder a transferências adicionais de ativos, passivos, elementos extrapatrimoniais e ativos sob gestão.

Na certificação legal de contas e relatório de auditoria elaborado pela PwC é referido que a medida de resolução foi realizada na modalidade de alienação parcial de atividade e a preparação das demonstrações financeiras do Banco em 31 de dezembro de 2016 foi executada com base nos esclarecimentos adicionais do Banco de Portugal. Contudo à data de elaboração deste relatório, encontravam-se pendentes um conjunto de decisões a emitir pelas autoridades fiscais portuguesas, nomeadamente:

- (i) a aplicação do regime de neutralidade fiscal previsto para as operações de entradas de ativos estabelecidas no artigo 74º do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas ("IRC"), tendo o Banco aplicado este regime apenas ao *badwill* registado em 2015 e que resultou da aquisição dos elementos patrimoniais incluídos no perímetro da transação;
- (ii) a utilização dos impostos diferidos ativos transferidos no âmbito da transação relativos a prejuízos fiscais reportáveis, no montante de 273 milhões de euros, não reconhecidos pelo Banco nas suas demonstrações financeiras, para

compensar lucros tributáveis futuros do Banco, nos termos e condições do artigo 52º do Código do IRC;

- (iii) a isenção de Imposto Municipal sobre as Transmissões de Imóveis, de Imposto do Selo, e emolumentos e outros encargos legais associados à execução da transação.

Cabral (2016) defende que a medida de resolução aplicada ao Banif foi muito diferente da aplicada ao Banco Espírito Santo (BES). Divide o Banif em três partes: o “mau”, que deverá ser liquidado, “intermédio”, que ficou para o Fundo de Resolução através de uma nova sociedade Naviget, e o “bom”, que foi vendido ao Santander. Após a análise das injeções de capital e do balanço do Banif a 30 de Setembro de 2015, Cabral conclui que uma parte significativa dos ganhos da resolução vai para o Santander. «Por conseguinte, afigura-se que o objetivo primeiro da medida de resolução aplicada ao Banif não foi o saneamento deste banco mas sim a recapitalização do Santander, recorrendo a injeções de capital público no Banif.» (Cabral, 2016).

De acordo com a mensagem do presidente da comissão executiva do BST, António Vieira Monteiro, em nove meses, o Banco Santander Totta integrou os ativos e passivos do ex-Banif na sua estrutura, reforçando deste modo a sua presença no sistema financeiro português, bem como a sua capacidade para continuar a apoiar a economia portuguesa incrementando a sua presença nas regiões autónomas da Madeira e dos Açores. Foram desenvolvidas 2.145 diferentes atividades de integração, realizou-se a migração operacional e informática de centenas de milhares de contas e de contratos e foram acolhidos 1.100 novos colaboradores. O BST fechou o ano de 2016 com um resultado líquido consolidado de 380.000 milhões de euros, o que corresponde a um acréscimo de 33,4% em relação ao período homólogo e um *rating* destacado atribuído pelas diversas agências de notação: Fitch – BBB; Moody’s – Ba1; S&P – BB+; e DBRS – BBBH.

O presidente do conselho de administração, António Basagoiti, refere que com a incorporação do Banif, o BST adquiriu uma carteira de ativos no valor de cerca de 10 mil milhões de euros, onde 6,5 mil milhões de euros correspondem à carteira de crédito, uma rede comercial com 177 balcões e uma base de 350 mil clientes.

18.1.2. Principais Indicadores e Rácios Banif

Tabela 9 – Balanço e Resultados Banif

BALANÇO E RESULTADOS (milhões de euros)	2014	2013
Ativo líquido	13.625	13.603
Credito a clientes (bruto)	7.906	9.129
Recursos de clientes	6.866	6.847
Total de Capital	803	880
Margem Financeira	85	82
Comissões líquidas	65	63
Produto Bancário	208	141
Resultado de exploração	6	-72
Resultado líquido	-295	-470

Fonte: Elaboração Própria adaptada do Relatório e Contas Banif

Nos dois anos anteriores à fusão, o Banif apresentou um decréscimo no crédito a clientes, um aumento do produto bancário mas resultados líquidos consecutivamente negativos.

Tabela 10 – Rácios de Rendibilidade Banif

RÁCIOS DE RENDIBILIDADE	2014	2013
ROE	-36,8%	-53,5%
Margem Financeira / Produto Bancário	40,6%	58,3%
Resultado Líquido / Produto Bancário	-142,0%	-334,7%

Fonte: Elaboração Própria adaptada do Relatório e Contas Banif

Considerando os resultados líquidos negativos, os rácios que envolvem esta indicador não nos permitem obter qualquer informação. Em relação à margem financeira em percentagem do produto bancário verifica-se um decréscimo de 2013 para 2014.

Tabela 11 – Rácios de Solvabilidade Banif

RÁCIOS DE SOLVABILIDADE	2014	2013
Rácio CET I (phasing-in)	8,4%	10,9%
Rácio Tier I	8,4%	12,8%

Fonte: Elaboração Própria adaptado do Relatório e Contas Banif

O valor mínimo exigido pelo Banco de Portugal de rácio de capital CET 1 é de 7% em 2014, pelo que o Banif cumpria este requisito.

Tabela 12 – Rácios de Eficiência Banif

RÁCIOS DE EFICIÊNCIA	2014	2013
Rácio de eficiência (<i>Cost-to-income</i>)	56,2%	57,0%
Produto Bancário / nº de colaboradores (em milhares de euros)	109	62
Margem Financeira / nº de colaboradores (em milhares de euros)	44	36

Fonte: Elaboração Própria adaptada do Relatório e Contas Banif

De 2013 para 2014, verifica-se a melhoria dos rácios de eficiência do Banif, com a redução do rácio *cost-to-income* e melhoria do produto bancário e margem financeira por colaborador.

Tabela 13 – Indicadores de Risco de Crédito Banif

INDICADORES DE RISCO DE CRÉDITO	2014	2013
Rácio de crédito com incumprimento	18,6%	16,2%
Rácio de crédito em risco	24,0%	22,2%
Crédito reestruturado/Crédito Total	15,2%	13,8%
Crédito reestruturado não incluído no crédito em risco/Crédito Total	11,9%	11,0%
Rácio de Transformação	105,5%	126,4%

Fonte: Elaboração Própria adaptada do Relatório e Contas Banif

O nível de crédito em incumprimento cresceu de 2013 para 2014 e o montante de empréstimos face ao montante de depósitos diminuiu, o que se reflete na evolução do rácio de transformação apresentado.

Tabela 14 – Outros dados Banif

OUTROS DADOS	2014	2013
Colaboradores	1.916	2.258
Balcões	204	276

Fonte: Elaboração Própria adaptada do Relatório e Contas Banif

O número de colaboradores e balcões diminuiu, na sequência do processo de reestruturação do Banco iniciado em 2012.

18.2. Banco Popular Portugal

O Banco Popular Portugal, S.A. foi constituído em 2 de julho de 1991 e fez parte de um dos maiores grupos bancários da Europa, o Banco Popular Espanhol. Este último foi fundado em 1926, em Espanha, a sua primeira denominação era *Banco Popular de los Previsores del Porvenir*, sendo renomeado, em 1947, Banco Popular Espanhol (BPE). Em Portugal, estabeleceu uma rede de agências no início de 2000, cujo bom desempenho impulsionou o seu crescimento e o conduziu à compra de 75% do Banco Nacional de Crédito (BNC) em 2003, o qual passou a designar-se de Banco Popular Portugal, S.A. em setembro de 2005. O BPE apresentava em 2017 uma rede nacional de balcões com a insígnia de Banco Popular, possuía cinco bancos regionais (Banco de Andaluzia, Castela, Crédito Balear, Galiza e Vascónia) e uma vasta presença em França. Nesse ano foi extinto, após a sua aquisição pelo Santander.

De acordo com um artigo publicado pela revista Visão, o caso Banco Popular é a primeira experiência de resolução europeia. Após perda de metade do seu valor em bolsa, o banco Popular Espanhol foi considerado em risco de colapso pelo Banco Central Europeu e vendido ao Santander por um euro. Por um lado esta medida não apresenta custos para os contribuintes mas por outro conduziu a perdas totais para os acionistas. O Santander anunciou um aumento de capital de sete mil milhões de euros para fortalecer o balanço do Popular.

18.2.1. Processo de aquisição do Banco Popular Portugal pelo BST

Tendo em conta o Mecanismo Único de Resolução aplicado ao Banco Popular Espanhol SA em junho de 2017, este foi adquirido pelo Banco Santander SA. Em setembro, no contexto de integração do Grupo Popular no Grupo Santander, em Portugal, foram determinadas as seguintes operações:

- A compra ao Banco Popular Espanhol de 100% do capital do Banco Popular Portugal, pelo Banco Santander Totta;
- 84,07% do capital da Eurovida – Companhia de Seguros de Vida foi adquirido ao Banco Popular Espanhol, pela Santander Totta SGPS;
- A Consulteam e a respetiva carteira de ativos foram adquiridas pela Totta Urbe;

Os Conselhos de Administração do Banco Santander Totta e do Banco Popular Portugal aprovaram um projeto de fusão simplificada por incorporação, ao abrigo do disposto no artigo 116.º do Código das Sociedades Comerciais, nos termos do qual o Banco Santander Totta incorpora juridicamente o Banco Popular Portugal, incluindo a totalidade do seu ativo e passivo. (Relatório e Contas BST, 2017)

O processo de fusão e aquisição foi concluído a 27 de dezembro de 2017, com as respetivas autorizações pelas entidades competentes de supervisão, a saber o Banco de Portugal e o Banco Central Europeu. A partir dessa data e até ao final de 2018, encontra-se a decorrer o processo de integração, comercial, operacional e tecnológico. Até à sua conclusão coexistirão os sistemas das redes originais. Em termos operacionais e numa primeira instância, foram integradas as equipas dos serviços centrais e as equipas comerciais do Banco Popular já se encontram em convivência com equipas do Banco Santander Totta, partilhando o balcão físico e algumas ferramentas comerciais. Além destes aspetos, ocorreu, em simultâneo, um processo de mudança da marca comercial, existindo apenas a marca comum “Santander Totta”.

Com a integração do ex-Banco Popular Portugal que apresentava cerca de 4 mil milhões de euros em depósitos e 6,1 mil milhões de euros em crédito, o BST incrementou a sua quota de mercado em cerca de 2 p.p. ao nível dos recursos e de 4 p.p. ao nível do crédito. Este processo contribuiu ainda para um rebalanceamento da estrutura de crédito do BST, com o aumento do peso relativo do segmento de empresas, o ponto forte do ex-Banco Popular.

18.2.2. Principais Indicadores e Rácios Popular

Tabela 15 – Balanço e Resultados Popular

BALANÇO E RESULTADOS (milhões de euros)	2016	2015	2014	2013
Ativo líquido	7.942	9.029	8.406	9.222
Credito a clientes (bruto)	6.294	6.086	5.775	5.510
Recursos de clientes	5.636	6.010	5.100	5.073
Total de Capital	779	745	703	665
Margem Financeira	142,5	119,8	124,7	121,2
Comissões líquidas e outros resultados de exploração	35,6	34,7	41,8	32,5
Produto Bancário	200,7	211,7	172,3	171,7
Resultado de exploração ou operacional	61,8	98,8	59,6	58,9
Resultado líquido	11,8	38,2	2,3	-31,7

Fonte: Elaboração Própria adaptada do Relatório e Contas Popular

Nos indicadores acima enunciados destaca-se o resultado líquido que apresenta uma redução significativa de 2015 para 2016, mas consecutivamente positivo desde 2014. O crédito a clientes revela uma evolução positiva desde 2013. Forte relevo para os indicadores apresentados no ano de 2015, com uma evolução bastante favorável.

Tabela 16 – Rácios de Rendibilidade Popular

RÁCIOS DE RENDIBILIDADE	2016	2015	2014	2013
ROE	1,6%	5,1%	0,3%	-4,7%
Margem Financeira / Produto Bancário	71,0%	56,6%	72,4%	70,6%
Resultado Líquido / Produto Bancário	5,9%	18,0%	1,3%	-18,5%

Fonte: Elaboração Própria adaptada do Relatório e Contas Popular

Os rácios de rendibilidade do ano de 2016 foram fortemente influenciados pelos reduzidos resultados líquidos. No entanto, em termos de rendibilidade, o Popular destaca-se positivamente quando comparado com o sector.

Tabela 17 – Rácios de Solvabilidade Popular

RÁCIOS DE SOLVABILIDADE	2016	2015	2014	2013
Rácio CET I (phasing-in)	14,8%	11,6%	11,5%	11,4%
Rácio Tier I	14,8%	11,6%	11,5%	11,1%

Fonte: Elaboração Própria adaptada do Relatório e Contas Popular

Os rácios de solvabilidade apresentaram-se em todos os anos acima do valor mínimo exigido pelo Banco de Portugal.

Tabela 18 – Rácios de Eficiência Popular

RÁCIOS DE EFICIÊNCIA	2016	2015	2014	2013
Rácio de eficiência (<i>Cost-to-income</i>)	69,2%	53,3%	65,4%	65,7%
Produto Bancário / nº de colaboradores (em milhares de euros)	223	182	133	132
Margem Financeira / nº de colaboradores (em milhares de euros)	158	103	96	93

Fonte: Elaboração Própria adaptada do Relatório e Contas Popular

O rácio *cost-to-income* manteve-se bastante estável ao longo do período em análise, à exceção do ano de 2015 em que sofreu uma redução, para o qual contribuiu o aumento do produto bancário. Tanto o produto bancário como a margem financeira por colaborador evoluíram favoravelmente ao longo do período em estudo.

Tabela 19 – Indicadores de risco de crédito Popular

INDICADORES DE RISCO DE CRÉDITO	2016	2015	2014	2013
Rácio de crédito vencido	6,7%	6,2%	5,7%	5,0%
Rácio de cobertura de crédito vencido	37,1%	32,2%	111,1%	113,7%

Fonte: Elaboração Própria adaptada do Relatório e Contas Popular

Verifica-se uma ligeira subida do crédito vencido ao longo do período em análise. No final de 2016, a imparidade sobre crédito a clientes ascendia a 369,5 milhões de euros.

Tabela 20 – Outros dados Popular

OUTROS DADOS	2016	2015	2014	2013
Colaboradores	901	1162	1299	1300
Balcões	118	169	173	174

Fonte: Elaboração Própria adaptada do Relatório e Contas Popular

Na sequência do plano de redução de custos que previa uma poupança entre 175 e 200 milhões de euros, verifica-se uma forte diminuição do número de balcões de 2015 para 2016, com redução significativa do número de colaboradores.

18.3. Banco Santander Totta, S.A. em Portugal

O Banco Santander Totta, S.A. (BST) foi constituído em 1864 com a designação de Companhia Geral de Crédito Predial Português, S.A. (CPP). Em 1988, o Grupo Santander iniciou a sua presença em Portugal, através da compra de 10% do Banco de Comércio e Indústria, atingindo a participação maioritária em 1993. Com a fusão entre o Santander, o Banco Totta e Açores (BTA) e o Crédito Predial Português (CPP), em 2004, surge o Banco Santander Totta, S.A.. Tratou-se de uma fusão por incorporação, onde a sociedade incorporante foi o Crédito Predial Português, S.A. e as sociedades incorporadas, o Banco Totta e Açores, S.A. e o Banco Santander Portugal, S.A. Foi o primeiro grupo financeiro português a alcançar a certificação global de qualidade, segundo a norma ISO 9001/2000, revelando assim aspetos positivos da fusão entre bancos.

Em dezembro de 2015, na sequência do processo de resolução do Banco Internacional do Funchal (Banif), o Banco Santander Totta, adquiriu um conjunto de ativos, passivos, elementos extrapatrimoniais e ativos sob gestão do Banif por 150 milhões de euros. O negócio envolveu um total de 2,25 mil milhões de euros em apoios públicos, 1,766 mil milhões cobertos diretamente pelo Estado. O Banco Santander Totta passou assim a incorporar uma quarta instituição bancária portuguesa nos seus ativos.

Em Dezembro de 2017, foi a vez do Banco Popular em Portugal ser adquirido pelo Santander, um efeito colateral da situação do Banco Popular Espanhol. Em junho de 2017, o Grupo Banco Popular Espanhol, devido às sucessivas perdas de liquidez, foi adquirido pelo grupo bancário Santander, presidido por Ana Botín em Espanha. A compra do Popular pelo Santander em Espanha foi efetuada pelo valor de um euro, contudo em

Portugal a passagem do Popular Portugal para o Santander Totta acabou por ter um preço de referência de 554 milhões de euros. Desta forma, o Banco Popular desaparece e o Santander Totta ganha dimensão, tornando-se o maior banco privado português em concessão de crédito.

O BST dedica-se à obtenção de recursos de terceiros, sob a forma de depósitos ou outros, os quais aplica, juntamente com os seus recursos próprios, em todos os setores da economia, na sua maior parte sob a forma de concessão de empréstimos ou em títulos, prestando ainda outros serviços bancários no país e no estrangeiro. (Relatório Anual 2017 BST, 2017: 127)

A sua sede é na Rua do Ouro, n.º 88, Lisboa e dispõe de uma rede de 635 balcões, dos quais 118 transferidos do Popular. Mantém uma Sucursal Financeira Internacional na Região Autónoma da Madeira e uma sucursal em Londres. Apresenta ainda algumas filiais e escritórios de representação no estrangeiro e participações em empresas subsidiárias e associadas.

18.3.1. Principais Indicadores e Rácios BST

Por forma a avaliar e contabilizar o impacto das referidas fusões no Banco Santander Totta, são apresentados de seguida os principais indicadores e rácios que decorrem das Demonstrações Financeiras desde 2013.

Tabela 21 – Balanço e Resultados BST

BALANÇO E RESULTADOS (milhões de euros)	2017	2016	2015	2014	2013
Ativo líquido	50.642	42.977	46.928	38.860	38.811
Volume de negócios	78.752	65.806	67.520	54.610	54.449
Credito a clientes (bruto)	41.374	33.115	35.587	27.769	28.371
Recursos de clientes	37.378	32.691	32.227	26.841	26.078
Total de Capital	3.662	3.266	3.412	2.958	2.495
Margem Financeira	699	734	560	544	507
Comissões líquidas e outros resultados de exploração	312	304	249	263	290
Produto Bancário	1.133	1.174	1.110	895	830
Resultado de exploração	611	609	640	408	363
Resultado líquido	421	380	568	165	89

Fonte: Elaboração Própria adaptada do Relatório e Contas BST

Pelos principais indicadores do balanço e da demonstração de resultados e efetuando a comparação com as instituições financeiras anteriormente analisadas podemos constatar que a dimensão do Santander é bastante superior à dos bancos adquiridos. Além disso apresenta resultados líquidos positivos em crescendo, à exceção do ano de 2016 em que sofreu uma redução para 380 milhões de euros. Com a incorporação do Banif em dezembro de 2015, o BST adquiriu uma carteira de crédito de 6,5 mil milhões de euros e uma carteira de depósitos de 4,5 mil milhões de euros. Em 2017, a carteira de crédito cresceu 24,9%, totalizando 41,4 mil milhões de euros. Com a incorporação do Banco Popular Portugal, a estrutura da carteira de crédito ficou mais equilibrada devido ao aumento do peso relativo do segmento de empresas. Adicionalmente os recursos apresentaram um crescimento de 14,3%, totalizando 37,4 mil milhões de euros, impulsionado não só pela carteira do ex-Banco Popular mas também pela confiança dos clientes.

Tabela 22 – Rácios de rentabilidade BST

RÁCIOS DE RENDIBILIDADE	2017	2016	2015	2014	2013
ROE	12,9%	12,3%	19,5%	8,5%	5,1%
Margem Financeira / Produto Bancário	61,7%	62,5%	50,5%	60,8%	61,1%
Resultado Líquido / Produto Bancário	37,2%	32,4%	51,2%	18,5%	10,7%

Fonte: Elaboração Própria adaptada do Relatório e Contas BST

O Santander apresenta, em todos os anos do período em análise, rácios de rentabilidade superiores à média do sector. Verifica-se um crescimento de 0,6 p.p em 2017. O valor mais elevado regista-se em 2015, com 19,5%.

Tabela 23 – Rácios de solvabilidade BST

RÁCIOS DE SOLVABILIDADE	2017	2016	2015	2014	2013
Rácio CET I (phasing-in)	14,3%	17,3%	13,9%	13,0%	11,3%
Rácio Tier I	14,2%	17,3%	15,0%	15,3%	13,0%

Fonte: Elaboração Própria adaptada do Relatório e Contas BST

Os rácios de solvabilidade do banco apresentam-se sempre acima do mínimo exigido pelo Banco de Portugal para os anos compreendidos no período em análise, revelando uma forte solidez do Banco Santander em termos de capital. Em 2015, o rácio *Common Equity Tier 1*

atingiu 13,9% pelo que, apesar do impacto negativo da aquisição do Banif nos rácios de solvabilidade, o Santander continua a apresentar níveis de capitalização elevados. Contudo, por incorporação do Banco Popular Portugal, o valor do rácio CET 1 observado em 2017 foi inferior ao de 2016, revelando um decréscimo de 3 p.p..

Tabela 24 – Rácios de eficiência BST

RÁCIOS DE EFICIÊNCIA	2017	2016	2015	2014	2013
Rácio de eficiência (<i>Cost-to-income</i>)	46,1%	48,1%	42,3%	54,4%	56,2%
Produto Bancário / nº de empregados	17,2	19,2	17,4	17,0	15,1
Margem Financeira / nº de empregados	10,6	12,0	8,8	10,3	9,3

Fonte: Elaboração Própria adaptada do Relatório e Contas BST

O rácio de eficiência situou-se em 42,3% em 2015, diminuindo 12,1 p.p. face ao período homólogo. Em 2017, o rácio de eficiência foi de 46,1%, representando uma melhoria quando comparado com o período homólogo. Esta evolução foi influenciada positivamente pela contenção de custos. Verifica-se uma deterioração do produto bancário de 2016 para 2017, refletindo sobretudo o decréscimo da margem financeira e dos resultados de operações financeiras, parcialmente compensados pelo contributo positivo das comissões líquidas.

Tabela 25 – Indicadores de risco de crédito BST

INDICADORES DE RISCO DE CRÉDITO	2017	2016	2015	2014	2013
Rácio de crédito com incumprimento	3,7%	3,6%	4,1%	4,2%	3,8%
Rácio de crédito em risco	5,1%	5,6%	4,8%	5,7%	5,9%
Rácio de <i>non-performing exposure</i>	5,7%	5,1%			
Crédito reestruturado/Crédito Total	7,6%	8,6%	10,2%	9,4%	8,7%
Crédito reestruturado não incluído no crédito em risco/Crédito Total	4,6%	6,5%	8,4%	6,8%	5,4%
Cobertura de crédito em risco	82,1%	89,4%	144,0%	75,9%	67,7%
Cobertura de crédito com incumprimento	113,2%	139,7%	167,8%	102,5%	104,7%
Cobertura de <i>non-performing exposure</i>	55,4%	65,3%			
Rácio de transformação	120,4%	108,5%	114,8%	116,0%	125,3%

Fonte: Elaboração Própria adaptada do Relatório e Contas BST

A qualidade da carteira de crédito, que se obtém pela proporção do crédito em risco em função do crédito total, atingiu 5,1% no final de 2017, uma melhoria face a 2016, cujo valor era de 5,6%. Como consequência da incorporação da carteira do ex- Banco Popular Portugal, o rácio de *Non- Performing Exposure* fixou-se em 5,7% em 2017, um acréscimo de 0,6 p.p. face a 2016.

Tabela 26 – Outros Dados BST

OUTROS DADOS	2017	2016	2015	2014	2013
Colaboradores	6.587	6.109	6.392	5.272	5.481
Balcões	642	606	689	555	610

Fonte: Elaboração Própria adaptada do Relatório e Contas BST

Em 2015, o Banco Santander dispunha de uma rede de 689 balcões, dos quais 154 haviam sido transferidos do ex-Banif. Em 2017, foram transferidos 118 balcões do ex-Banco Popular, representando um crescimento líquido de 36 balcões.

18.3.2. Evolução dos principais indicadores do BST

Na sequência da análise efetuada, a tabela que se segue resume a evolução dos indicadores mais relevantes desde 2013. Nos anos em que ocorreram as fusões verifica-se crescimento ao nível de crédito, recursos e capital. O resultado líquido é afetado positivamente com forte destaque para 2015, com um crescimento de 244%. A rendibilidade também revela melhorias e há um acréscimo no número de balcões e colaboradores. Ao contrário do que acontece em 2015, a margem financeira e o produto bancário sofrem uma redução em 2017.

Tabela 27 – Evolução dos principais indicadores BST

INDICADORES	Δ 17/16	Δ 16/15	Δ 15/14	Δ 14/13
Credito a clientes (bruto)	24,9%	-6,9%	28,2%	-2,1%
Recursos de clientes	14,3%	1,4%	20,1%	2,9%
Total de Capital	12,1%	-4,3%	15,3%	18,6%
Margem Financeira	-4,7%	31,1%	2,9%	7,3%
Produto Bancário	-3,5%	5,8%	24,0%	7,8%
Resultado líquido	10,8%	-33,1%	244,0%	85,2%
ROE	0,6 p.p.	-7,2 p.p.	11 p.p.	3,4 p.p.
Rácio de eficiência (<i>Cost-to-income</i>)	-2 p.p.	5,8 p.p.	-12,1 p.p.	-1,8 p.p.
Produto Bancário / nº de empregados	-2 p.p.	1,9 p.p.	0,4 p.p.	1,8 p.p.
Margem Financeira / nº de empregados	-1,4 p.p.	3,3 p.p.	-1,6 p.p.	1,1 p.p.
Colaboradores	7,8%	-4,4%	21,2%	-3,8%
Balcões	5,9%	-12,0%	24,1%	-9,0%

Fonte: Elaboração Própria adaptada do Relatório e Contas BST

Mário Cruz (2016) da agência Lusa enuncia os principais números da migração efetuada entre o Banif e o Santander Totta e aponta para 1.837.717 clientes, dos quais 1.659.693 particulares e 179.024 empresas, 4.086.251 contas, 924.966 cartões, 202.250 empréstimos, 83.526 contratos de títulos, 1.881 processos de *factoring*, *confirming* e *leasing*, e 8.111 transferências periódicas SEPA (Área Única de Pagamentos em euros). A migração tecnológica envolveu mais de 260 pessoas, 27 parceiros e gerou mais de 1000 reuniões e 812 horas de formação com 895 formandos. Foi necessário efetuar a mudança de imagem de 154 balcão Banif, que se concluiu em março de 2016.

De acordo com Alexandra Machado (2016) do Jornal de Negócios, em 2015 o Grupo Santander apresentou um lucro de quase seis mil milhões de euros para os quais o Banif contribui com um impacto positivo de 283 milhões de euros. Este valor foi considerado como um resultado positivo não recorrente pelo Banif, tratando-se de um *badwill* pela aquisição do banco português. Isto significa que o Santander considera que o preço pago foi mais baixo do que o seu justo valor. Ao adquirir o Banif por 150 milhões de euros, em Dezembro de 2015, o Santander reforçou a sua posição em Portugal para 14,5% de quota. Em 2017, o Banco Santander Totta aumentou em 10% os lucros líquidos, para 436,3 milhões de euros. A instituição tornou-se o maior banco privado em concessão de crédito, após a aquisição do Banco Popular. Em termos brutos com a aquisição das carteiras do

Banco Popular, em 2017 o banco aumentou em 45,3% o crédito concedido a empresas e 12,7% a particulares. António Vieira Monteiro afirmou que o balanço do banco está cada vez mais equilibrado considerando que o crescimento de crédito a particulares no Santander foi menor do que nas empresas.

19. Conclusões

A obtenção de quota de mercado é uma das principais motivações para os processos de M&A. Através da consolidação do sector, os bancos pretendem ganhar força e dimensão. O estudo refere o caso histórico do Millenium BCP onde se destaca um forte crescimento do banco em quota de mercado. Além do aumento da dimensão da instituição, proporciona o alargamento da base de clientes e da área geográfica de atuação, como por exemplo, após a aquisição do Banif, o Santander assumiu uma posição muito relevante nas ilhas, ao nível da presença de balcões. A incorporação de cada uma das instituições referidas conduziu a um aumento do capital em crédito e recursos do Banco Santander. O aumento da concentração bancária potencia ainda a diversificação do risco através da maior base de atuação de clientes, do leque de produtos e serviços disponíveis e da distribuição geográfica da rede de agências.

Um dos objetivos principais das fusões horizontais é a obtenção de economias de escala. No caso em estudo foi possível congregar sinergias operacionais, de gestão e financeiras e aglomerar o pessoal dos serviços centrais e da rede de balcões das diversas instituições. A integração informática do Popular no Santander demorou cerca de 10 meses. A partir dessa data deixou de existir qualquer distinção operativa entre clientes, e todos os serviços passaram a ser assegurados pelos sistemas do Santander, proporcionando a integração plena das duas realidades. Numa fase inicial, esta integração exige uma grande adaptação dos sistemas e dos próprios colaboradores a toda a mudança. Graças a estes processos, o sector da banca e dos seguros estão cada vez mais interligados, proporcionando um elevado nível de *cross selling* que potenciam as margens de rendibilidade do Banco.

Outra das motivações para a concretização destas operações é a aquisição de *know-how*. O Santander é um banco fortemente desenvolvido no segmento de particulares, mas tomou consciência que poderia potenciar o negócio de empresas ainda pouco explorado na instituição. A aquisição do Banco Popular veio empolar esta hipótese, dado que se tratava de um banco bastante focado no negócio de empresas e onde obtinha as maiores margens. Consciente da forte concorrência global, com estas operações e com a apresentação sucessiva de lucros, o Santander ganha credibilidade junto do Banco de Portugal criando a possibilidade de se financiar a custos mais baixos.

Nos processos de fusão surge também a redistribuição estratégica de recursos e meios, com a venda de determinados ativos, como ocorreu no caso do Banif, ou através da compra de

empresas associadas, como foi o caso das Companhias de Seguros Eurovida e Popular Seguros, que passaram a estar integradas no Santander. Estas alterações implicam a renovação da imagem e dos equipamentos dos espaços associados à instituição incorporada. Naturalmente, todos estes processos acarretam custos não correntes resultantes da integração, tais como a necessidade de contratação de serviços externos como é o caso dos consultores e advogados.

Todos estes processos têm impacto na estrutura da instituição, nomeadamente na área de gestão dos recursos humanos e nos trabalhadores, começando desde logo no momento da integração. Os colaboradores da instituição absorvida devem adaptar-se à nova estrutura e realidade da instituição, mas os colaboradores da empresa absorvente têm também um papel fundamental no apoio, aceitação e integração dos novos colegas que passam por um processo de aprendizagem numa instituição totalmente nova e com novas rotinas. Pode ainda surgir o caso de excesso de pessoas em determinados departamentos ou a duplicação de funções. Nestas situações, deve existir um encaminhamento de colaboradores para áreas de maior escassez. Nestes casos, o método mais recorrente do Santander é a publicação de concursos internos. Nos concursos são anunciadas vagas para determinados cargos e os colaboradores interessados, candidatam-se e são sujeitos a entrevistas com membros do departamento de recursos humanos e da chefia das áreas onde a vaga se encontra disponível. Esta busca pela exploração dos diferenciais de eficiência entre as empresas envolvidas, procura promover sinergias de direção, administração, empresariais e estratégicas. Paralelamente, os processos de fusão originam muitas vezes experiências de *stress*, colaboradores que estavam formatados há mais de 20 anos numa função e que se deparam com situações totalmente novas e desconhecidas. Estas questões podem gerar impacto negativo na carreira e choques culturais nos meses pós-fusão que originam um clima de hostilidade e insatisfação. Também os problemas de agência conduzem muitas vezes à substituição dos gestores. Segundo o presidente do banco, no âmbito da integração do Popular, desde o início de 2018, o banco procedeu à fusão de 87 balcões tratando-se sobretudo de agências que estavam muito próximas e que não se justificava manter. Saíram ainda 200 pessoas do banco por rescisões de mútuo acordo.

Os clientes são também um ponto-chave neste processo, uma vez que podem não se identificar com a nova instituição. Este processo pode ter um impacto emocional nos clientes e se este for negativo pode conduzir à fuga dos mesmos. É importante que a instituição absorvente, neste caso o Santander, esteja atento à reação do cliente na

sequência do processo de fusão. O simples facto de alteração do NIB pode ser um motivo de elevada insatisfação para o cliente bancário. Também o novo preçário e a combatividade comercial, que o Santander revela, podem intimidar clientes habituados a um registo diferente ao nível da gestão da sua conta bancária.

Destacam-se como principais sinergias pós-integração, a otimização da estrutura comercial, a centralização dos serviços e a realização de economias de escala.

O crescimento do BST tem-se registado sobretudo ao nível dos processos de aquisição, iniciando com uma pequena presença em Portugal. Em 1999, António Champalimaud decidiu vender o seu império financeiro, formado pelo Banco Pinto & Sotto Mayor, Totta & Açores, Crédito Predial Português (CPP) e Mundial Confiança, aos espanhóis, provocando uma guerra com as autoridades portuguesas. É solicitada a intervenção da CGD, acabando o Santander por absorver o Totta e Açores e o CPP. Mais recentemente foi a vez do Banif, onde o Estado era o maior acionista e seguidamente foi a vez do Popular.

A análise dos relatórios e contas das instituições envolvidas permitiu-nos detetar alguns sinais de alarme que conduziram ao desfecho de fusão. No caso do Banif, podemos verificar os anos sucessivos de resultados líquidos negativos e a evolução desfavorável dos indicadores de risco. Quanto à situação do Popular, dado ter sido um efeito colateral do banco em Espanha, não é possível detetar esses sinais no relatório e contas. Através da análise financeira do Santander, antes e após as duas aquisições mais recentes, é possível compreender o impacto destas operações para o próprio banco, que se transforma agora no maior banco ibérico. Trata-se, contudo, de um impacto mínimo uma vez que são dois bancos pequenos a ser absorvidos por um grande banco. Com estes processos o Santander cresceu ao nível de nível de crédito, recursos e capital. Verifica-se ainda um impacto negativo do Banif nos rácios de solvabilidade e uma carteira de crédito mais equilibrada após a integração do Popular. Contudo, dado o curto período temporal decorrido desde a data da fusão e considerando que os bancos adquiridos tinham uma dimensão reduzida não é possível retirar fortes conclusões nesta matéria.

Ferreira (2014) questiona se as fusões e aquisições serão o futuro da banca em Portugal e indica que o novo modelo da banca é: "Fazer mais, com menos recursos...". Apoiada na evolução tecnológica, a banca pretende tornar-se mais leve, gerindo os seus recursos de uma forma mais eficiente. Danièle Nouy, presidente do Mecanismo Único de Supervisão do BCE, afirma que o sector precisa das fusões e aquisições para se tornar mais eficiente, uma vez que "há demasiados bancos a competir por clientes".

O estudo apresenta algumas limitações, entre as quais o facto de não abranger a análise dos anos 90 e realizar uma análise com um curto distanciamento temporal das operações. Os anos 90 foram um período de intensa atividade ao nível dos processos de fusão e aquisição e a instituição em causa, o BST, não é exceção. Contudo, considerando o número de anos corridos, os dados das instituições referentes aos anos 90 são informação difícil de localizar e obter. Adicionalmente, as operações de M&A em análise ocorreram em 2015 e 2017, o que faz com que não seja possível evidenciar o impacto que estes processos terão no BST a longo prazo.

Tendo esta investigação como base um estudo de caso poderia revelar-se interessante a recolha de informação através da realização de entrevistas aos membros do Comité Executivo do Banco e aos diretores dos departamentos responsáveis pela integração informática e operacional e de recursos humanos.

Na sequência das limitações apresentadas, poderá ser interessante a realização futura de uma análise mais distanciada da data de ocorrência dos factos, por forma a detetar o impacto destes processos no futuro do BST. Torna-se também relevante a realização de entrevistas juntos dos membros do Comité Executivo e aos colaboradores de áreas fortemente envolvidas no processo de fusão.

Outro aspeto interessante poderá ser a avaliação do impacto de uma fusão bancária deste género no restante sector, detetando qual o resultado experienciado nos principais concorrentes. Um estudo a esse nível permitiria compreender o alcance que determinados processos de fusão podem ter num sector inteiro. Relativamente ao impacto que estas alterações do sector poderão ter na sociedade e na economia portuguesa, seria relevante recorrer a entrevistas com diferentes entidades.

Consequentemente torna-se relevante avaliar se esta “iberização” do sector pode ser vista como uma oportunidade, uma vez que além dos bancos ganharem dimensão, permite às empresas acederem a maiores capacidades de financiamento e a mercados de maior dimensão. Ou se por outro lado, a redução do número de instituições bancárias disponíveis na praça por via das sucessivas aquisições provocará impacto nos custos para os clientes e no célere acesso a crédito ou ao seu dinheiro.

20. Referências Bibliográficas

- APB – Associação Portuguesa de Bancos (2018). Estudos e Publicações> Estatísticas> Dados Anuais. *APB*. Consultado em 12/09/2018, disponível em http://www.apb.pt/estudos_e_publicacoes/estatisticas/
- Altunbas, Y. & Marques, D. I. (2008). Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities. *Journal of Economics and Business*, 60 (3), 204-222
- Anderson, H., Haila, V. & Nilsson, F. (2012). *Mergers and Acquisitions: The Critical Role of Stakeholders*. New York: Routledge.
- Andrade, G., Mitchell, M. e Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, Nº 2, pp. 103-120.
- Antunes, S. (2017). Popular regista os piores resultados da sua história. Santander faz proposta a investidores. *Jornal de Negócios*. Consultado em 01/09/2017, disponível em <http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/banca---financas/detalhe/popular-regista-os-piores-resultados-da-sua-historia-santander-faz-proposta-a-investidores>
- Aventar (2016). Cronologia do caso Banif. *Aventar*. Consultado em 26/03/2018, disponível em <https://aventar.eu/cronologia-do-caso-banif/>
- Badik, M. (2007). Motives and reasons of the bank mergers in the EU. *Integration of the financial sector of the new EU member countries into the EMU*, 402/05/2758, 57-69.
- Banco de Portugal (2017). Comunicado do Banco de Portugal sobre a venda do Banco Popular Portugal. *Banco de Portugal*. Consultado em 01/09/2017, disponível em <https://www.bportugal.pt/comunicado/comunicado-do-banco-de-portugal-sobre-venda-do-banco-popular-portugal>
- Banco de Portugal (2016). Esclarecimento sobre a venda da atividade do BANIF num contexto de resolução. *Banco de Portugal*. Consultado em 01/07/2018, disponível em <https://www.bportugal.pt/comunicado/esclarecimento-sobre-venda-da-atividade-do-banif-num-contexto-de-resolucao>
- Banco de Portugal (2018). Sistema Bancário Português: desenvolvimentos recentes - 4.º trimestre 2017. *Banco de Portugal*. Consultado em 27/09/2018, disponível em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/sistemabancario2017t4_pt.pdf

- Banco de Portugal (2018). Boletim Económico Maio 2018. *Banco de Portugal*. Consultado em 27/09/2018, disponível em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/be_maio2018_p.pdf
- Banco de Portugal (2015). Comunicado do Banco de Portugal sobre a venda do Banif - Banco Internacional do Funchal, S.A. *Banco de Portugal*. Consultado em 10/08/2018, disponível em <https://www.bportugal.pt/comunicado/comunicado-do-banco-de-portugal-sobre-venda-do-banif-banco-internacional-do-funchal-sa>
- Bandeira, M. (2018). Fusões e aquisições com empresas portuguesas movimentaram mais de 11 mil milhões de euros em 2017. *Jornal Económico*. Consultado em 10/03/2018, disponível em <http://www.jornaleconomico.sapo.pt/noticias/fusoes-e-aquisicoes-com-empresas-portuguesas-movimentaram-mais-de-11-mil-milhoes-de-euros-em-2017-252878>
- Barros, B. T. (2003). *Fusões e aquisições no Brasil: entendendo as razões dos sucessos e fracassos*. São Paulo: Editora Atlas.
- Bastardo, C. & Gomes, A. R. (1989). *Fusões e Aquisições (M&A) uma nova abordagem de avaliação de empresas*. Lisboa: Texto Editora
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. & Levine, R. (2006). Bank concentration, competition, and crises: First results. *Journal of Banking and Finance*, 30, 1581-1603.
- Berg, S. A. & Kim, M. (1998). Banks as multioutput oligopolies: An empirical evaluation of the retail and corporate banking markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, 30 (2), 135-153.
- Berger, A. N., Demirgüç, A. K., Levine, R. & Haubrich, J. G. (2004). Bank Concentration and Competition: An Evolution in the Making. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 36 (3), 434-451
- Berry, S. & Pakes, A. (1993). Some applications and limitations of recent advances in empirical industrial organization: merger analysis. *American Economic Review*, 83 (2), 247-252.
- Bonfim, D., Barros, P.P., Kim, M. & Martins, N.C. (2011). Estimating the impact of bank mergers: an application to the portuguese banking system. *Banco de Portugal: Financial stability report, May 2011*, 137-155.
- Branco, P. (2017). Opinião: A mudança da Banca em Portugal e no Mundo - “a steady ship in stormy waters”. *Sapotek*. Consultado em 01/07/2017, disponível em

<http://tek.sapo.pt/opiniao/artigos/opiniao-a-mudanca-da-banca-em-portugal-e-no-mundo-a-stedy-ship-in-stormy-waters>

- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen F. (2014). *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Education
- Breia, A. F., Mata, M. N. & Pereira, V. M. (2014). *Análise económica e financeira aspetos teóricos e casos práticos*. Lisboa: Rei dos livros.
- Brito, D. & Lopes, M.C. (2006). *Mergers and Acquisitions: The Industrial Organization Perspective*. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International.
- Brown, M. M. (2004). *Takeovers: A Strategic Guide to Mergers and Acquisitions*. New York: Aspen Publishers.
- Bruner, R. F.(2004). *Applied Mergers and Acquisitions*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Cabral, R. (2016). As contas da resolução do Banif. *Blogues Publico*. Consultado em 29/04/2018, disponível em <https://blogues.publico.pt/tudomenoseconomia/2016/01/05/as-contas-da-resolucao-do-banif/>
- Caetano, E. (2018). Santander Totta aumenta lucros em 10%. Vieira Monteiro aplaude alerta do Banco de Portugal, que ajuda a “evitar excessos” no crédito. *Observador*. Consultado em 04/07/2018, disponível em <https://observador.pt/2018/02/01/banco-santander-totta-aumenta-lucros-em-10-436-milhoes-de-euros/>
- Caixa Geral de Depósitos (2018). História do Banco Nacional Ultramarino. *Caixa Geral de Depósitos*. Consultado em 29/04/2018, disponível em <https://www.cgd.pt/Institucional/Patrimonio-Historico-CGD/Historia/Pages/Historia-BNU.aspx>
- Carbó Valverde, S. & Humphrey, D. (2004). Predicted and Actual Cost From Individual Bank Mergers. *Journal of Economics and Business*, vol. 56, 137–157.
- Carregueiro, N. (2017). Espanha fica com menos um banco após Bankia absorver BMN. *Jornal de Negócios*. Consultado em 18/04/2018, disponível em <https://www.jornaldenegocios.pt/empresas/banca---financas/detalhe/espanha-fica-com-menos-um-banco-apos-bankia-absorver-bmn->
- Cavaleiro, D. (2017). *Caixa Negra*. Alfragide: Oficina do Livro- Sociedade Editorial, Lda.
- Cerasi, V., Chizzolini, B. & Ivaldi, M. (2010). The impact of Mergers on the Degree of Competition in the Banlinh Industry. *Institutions and markets Series 95.2010*.

- Costa, S. D. (2014). *Concentração bancária em Portugal - Uma análise de performance do sector bancário*. Tese de Mestrado em Economia. Universidade de Coimbra. Faculdade de Economia - Coimbra
- Coyle, B. (2000). *Mergers and Acquisitions*. London: Glenlake Publishing Company, Ltd.
- Craig, B. R. & Santos, J.A. (1997). Performance and Asset Management Effects of Bank Acquisitions. FRB of Cleveland Working Paper No. 96 (19), 1-32
- Cruz, M. (2016). Integração entre Banif e Santander Totta está feita. Já não há distinção entre ambos. *Observador*. Consultado em 23/09/2018, disponível em <https://observador.pt/2016/12/20/integracao-entre-banif-e-santander-totta-esta-feita-ja-nao-ha-distincao-entre-ambos/>
- Deely, M. (2016). The Benefits (And Dangers) Of Bank Mergers And Acquisitions. *Big sky*. Consultado em 28/04/2018, disponível em <https://www.bigskyassociates.com/blog/the-benefits-and-dangers-of-bank-mergers-and-acquisitions>
- Degryse, H., Masschelein, N. & Mitchell, J. (2011). Staying, dropping or switching: the impacts of bank mergers on small firms. *The Review of Financial Studies*, 24 (4), 1102-1140.
- Deloitte (2017). Fusões & Aquisições. Deloitte aconselha nova abordagem. *Deloitte*. Consultado em 05/08/2017, disponível em <https://www2.deloitte.com/pt/pt/pages/financial-services/solutions/fusoes-aquisicoes.html>
- Elicker, F. (2007). *Fusões e aquisições internacionais no Brasil*. Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis.
- Ernst & Young (1994). *Mergers and Acquisitions*. Canada: John Wiley & Sons.
- European Banking Federation (2018). *Banking Sector Performance*. EBF. Consultado em 05/09/2018, disponível em <https://www.ebf.eu/facts-and-figures/banking-sector-performance/>
- Faria, J. A., Paula, L.F. & Marinho, A. (2006). *Fusões e aquisições bancárias no Brasil: uma avaliação da eficiência técnica e de escala*. São Paulo: IPEA.
- Feldstein, M. (2017). Reduzir o imposto sobre as empresas nos EUA justifica o custo. *Jornal de Negócios*. Consultado em 14/03/2018, disponível em <https://www.jornaldenegocios.pt/opiniaoeconomistas/martin-feldstein/detalhe/reduzir-o-imposto-sobre-as-empresas-nos-eua-justifica-o-custo>

- Ferreira, D. (2002). *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas – Vol.I e II*. Lisboa: Edições Sílabo, Lda.
- Ferreira, P. B. (2014). "Fusões e aquisições, será esse o futuro da banca em Portugal?". *Jornal de Negócios*. Consultado em 05/03/2018, disponível em http://www.jornaldenegocios.pt/opiniao/colunistas/detalhe/fusoes_e_aquisicoes_sera_esse_o_futuro_da_banca_em_portugal
- Focarelli, D., Panetta, F. & Salleo, C. (2002). Why Do Banks Merge? *Journal of Money, Credit and Banking*, 34 (4), 1047-1066
- Gago, M.J. (2017). Popular, o banco que era um exemplo... até no Santander. *Jornal de Negócios*. Consultado em 02/09/2017, disponível em <http://www.jornaldenegocios.pt/weekend/detalhe/popular-o-banco-que-era-um-exemplo-ate-no-santander>
- Gago, M.J. (2017). BCE quer fusões e aquisições na banca europeia. *Jornal de Negócios*. Consultado em 05/03/2018, disponível em <http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/banca---financas/detalhe/bce-quer-fusoes-e-aquisicoes-na-banca-europeia>
- Gaughan, P.A. (2007). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Gobbi, G. & Bonaccorsi di Patti, E. (2007). Winners or Losers? The Effects of Banking Consolidation on Corporate Borrowers. *Journal of Finance*, 62 (2), 669-695.
- Gomes, A. M. C. (2012). *Fusões & Aquisições no setor bancário em tempo de crise: Impacto na Performance Operacional dos Bancos Adquirentes*. Tese de mestrado em Finanças. Universidade do Porto. Faculdade de Economia – Porto
- Gugler, K., Mueller, D., Yurtoglu, B. & Zulehner, C. (2003). The effects of mergers: an international comparison. *International Journal of Industrial Organization*, 21, 625-653.
- Gowrisankaran, G. & Holmes, T. J. (2004). Mergers and the evolution of industry concentration: Results from the dominant-firm model. *RAND Journal of Economics*, 35(3), 561-582.
- Gugler, K., Mueller, D.C. & Weichselbaumer, M. (2012). The determinants of merger waves: An international perspective. *International Journal of Industrial Organization*, 30 (1), 1-15.

- Harford, J. (2005). What drives merger waves?. *Journal of Financial Economics*, 77 (2005), 529–560.
- Hellman, T. F., Murdock, K. C. & Stiglitz, J. E. (2000). *Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are capital requirements enough?*. *American Economic Review*, 90 (1), 147-165.
- Hitt, M. A., Harisson, J. S. & Ireland, R. D. (2001). *Mergers & Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders*. New York: Oxford University Press, Inc.
- Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA)*. Number & Value of M&A Worldwide. Consultado em 10/02/2018, disponível em <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
- Jiménez, G., Lopez, J. & Saurina, J. (2007). How does competition impact bank risk-taking? *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, 23.
- Joshi, M. (2017). Bank consolidation: 5 mergers from the past. *Livemint*. Consultado em 29/04/2018, disponível em <https://www.livemint.com/Industry/Hyd4eUUAGiudpodUZgyzgM/Bank-consolidation-5-mergers-from-the-past.html>
- Kowalik, M., Davig, T., Morris, C. S. & Regehr, K. (2015). Bank Consolidation and Merger Activity Following the Crisis. *Economic Review - Federal Reserve Bank of Kansas City, First Quarter 2015*, 5-23.
- Kindelán, J. V. (2014). *Emilio Botín y el Banco Santander: Historia de una ambición*. Madrid: Penguin Random House Grupo Editorial España.
- Langan, J. & Baret, S. (2018). 2018 banking and securities M&A outlook. *Deloitte*. Consultado em 14/03/2018, disponível em <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/financial-services/articles/banking-securities-mergers-acquisitions-outlook.html>
- Lehto, E. e Böckerman, P. (2008). Analysing the Employment Effects of Mergers and Acquisitions. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 68 (1), 112-124.
- Leite, B. (2000). BCP conclui processos de fusão por incorporação. *Jornal de Negócios*. Consultado em 11/03/2018, disponível em https://www.jornaldenegocios.pt/empresas/detalhe/bcp_conclui_processos_de_fusao_por_incorporacao

- Lino, F. (2016). Banif: O filme dos 28 anos de uma história que acabou mal. *Jornal de Negócios*. Consultado em 06/08/2017, disponível em http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/banca---financas/detalhe/banif_28_anos_de_uma_historia_que_acabou_mal
- Machado, A. (2015). As 10 maiores fusões de sempre. *Jornal de Negócios*. Consultado em 10/03/2018, disponível em https://www.jornaldenegocios.pt/empresas/detalhe/as_10_maiores_fusoes_de_sempre
- Machado, A. (2016). Santander lucra quase seis mil milhões com Banif "a dar" 283 milhões. *Jornal de Negócios*. Consultado em 25/10/2018, disponível em https://www.jornaldenegocios.pt/empresas/banca---financas/detalhe/santander_lucra_quase_seis_mil_milhoes_com_banif_a_dar_283_milhoes
- Magalhães, A. F. (2011). Crescer através de fusões e aquisições. *O Jornal de Negócios*. Consultado em 04/07/2017, disponível em http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/pme/detalhe/crescer_atraves_de_fusoes_e_aquisicoes
- Málaga, F. (2008). A lógica das fusões e aquisições. *Capital Aberto*. Consultado em 31/05/2018, disponível em <https://capitalaberto.com.br/temas/a-logica-das-fusoes-e-aquisicoes/#.Ww-c09QrKt9>
- Malhão, M. (2017). Aquisições e Fusões: a tendência de negócios em 2017. *O Jornal Económico*. Consultado em 04/07/2017, disponível em <http://www.jornaleconomico.sapo.pt/noticias/aquisicoes-e-fusoes-a-tendencia-de-negocios-em-2017-151867>
- Martelanc, R., Cavalcante, F. & Passin, R. (2005). *Avaliação de empresas: um guia para fusões e aquisições e gestão de valor*. São Paulo: Financial Times Br.
- Matos, M. Santander Totta. *Bancário.pt Produtos Bancários e Financeiros*. Consultado em 03/08/2017, disponível em <http://bancario.pt/santander-totta/>
- Mendes, J. A. (2002). A empresa bancária em Portugal no séc. XX: evolução e estratégias. *Gestão e Desenvolvimento*, 11(2002), 39-56.
- Moderno, P. M. F. (2016). *Fusões e Aquisições no setor bancário em Portugal: análise do caso Millennium BCP e Banco BPI*. Dissertação de mestrado. Escola superior de tecnologia e gestão do Instituto Politécnico de Leiria, Leiria.

- Motta, M. (2004). *Competition Policy: theory and practice*. New York: Cambridge University Press
- Mueller, D. C. (1980). *The Determinants and Effects of Mergers. An International Comparison*. Cambridge: Oelgeschlager, Gunn & Hain, Publishers, Inc.
- Neves, J. C. (2002). *Avaliação de empresas e negócios*. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal, Lda.
- Nogueira, N. (2011). O que são fusões e aquisições?. *Portal Gestão*. Consultado em 02/07/2017, disponível em <https://www.portal-gestao.com/artigos/6366-o-que-s%C3%A3o-fus%C3%B5es-e-aquisi%C3%A7%C3%B5es.html>
- Oliveira, F.F. (2017). Fórum Banca 2017: Os desafios de uma banca em transformação. *Associação Portuguesa de Bancos*. Consultado em 20/05/2018, disponível em http://bo.apb.pt/content/files/Intervencao_Forum_Banca17.pdf
- Oliveira, F.F. (2017). Os desafios dos bancos para 2018. *Jornal de Negócios*. Consultado em 11/09/2018, disponível em https://www.jornaldenegocios.pt/opiniao/detalhe/20171228_1948_os-desafios-dos-bancos-para-2018
- Pablo, A. L. & Javidan, M. (2009). *Mergers and Acquisitions: Creating Integrative Knowledge*. Victoria: Blackwell Publishing Ltd.
- Pinto, S. T. (2016). *Determinantes e Efeitos das Fusões e Aquisições: o caso da fusão entre a Zon e a Optimus*. Dissertação de mestrado. Faculdade de Economia da Universidade do Porto (FEP), Porto.
- Repullo, R. (2004). Capital requirements, market power, and risk-taking in banking. *Journal of Financial Intermediation*, 13 (2), 156-182.
- Roberts, A., Wallace, W., & Moles, P. (2012). *Mergers and Acquisitions*. Edinburgh Business School. Heriot-Watt University.
- Ross, S. A.; Westerfield, R. W. & Jaffe, J. F. (1995). *Administração financeira: corporate finance*. São Paulo: Atlas.
- Saddi, J.(2002). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e económicos*. São Paulo: IOB.
- Sanches, G. R. (2015). *Processos de reestruturação como elemento de combate à crise financeira nas empresas do psi-20 do sector não bancário no período de 2009 a 2012*. Dissertação de Mestrado. Instituto Politécnico de Lisboa – Lisboa.

- Silva, B.C. (2017). *Determinantes da Rendibilidade no Setor Bancário Português*. Dissertação de Mestrado. Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto - Instituto Politécnico do Porto.
- Silva, E. S. (2015). *Fusões e Aquisições – Abordagem Contabilística, Financeira e Fiscal*. Porto: Vida Económica- Editorial SA.
- Silva, E. S. (2004). *Normas Internacionais de Contabilidade. Da teoria à prática*. Porto: Vida Económica- Editorial SA.
- Stahl, G. K. & Mendenhall, M.E. (2005). *Mergers and Acquisitions: Managing Culture and Human Resources*. California: Stanford University Press.
- Steger, U. e Kummer, C. (2007), “Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur – The Vicious Circle from Pressure to Failure”, *IMD Working Papers*, Nº 2007-11.
- Steiner, P. O. (1975). *Mergers motives, effects, policies*. Michigan: University of Michigan Press
- Sudarsanam, P.S. (1995). *The Essence of Mergers and Acquisitions*. New Jersey: Prentice Hall.
- Tanure, B. & Patrus, R. (2011). *Os Dois Lados da Moeda em Fusões e Aquisições. O Case da M&A dos Bancos ABN AMRO, Real, Sudameris e Santander*. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda.
- Villalobos, L. (2017). Popular dá liderança de balcões ao Santander Totta. *Público*. Consultado em 02/07/2017, disponível em <https://www.publico.pt/2017/06/07/economia/noticia/aquisicao-do-popular-da-lideranca-de-balcoes-ao-santander-totta-1774955>
- Visão (2017). Banco Popular é a primeira experiência de resolução europeia. *Visão*. Consultado em 02/09/2017, disponível em <http://visao.sapo.pt/actualidade/economia/2017-06-07-Banco-Popular-e-a-primeira-experiencia-de-resolucao-europeia>
- Visão (2013). BPN: Como comprar um banco em Portugal. *Visão*. Consultado em 10/03/2018, disponível em <http://visao.sapo.pt/actualidade/economia/bpn-como-comprar-um-banco-em-portugal=f754288>
- Weston, J. F., et al. (1999). *Mergers, Restructuring and Corporate Control*. New Jersey: Prentice Hall.