

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



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

---

Guilherme Ruben Ribeiro Sanches

Lisboa, Junho de 2015



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

Mestrado em Gestão e Empreendedorismo

Ano Lectivo 2012/2013

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

---

Guilherme Ruben Ribeiro Sanches

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 - José Moleiro  
Arguente – Nuno Mata  
Vogal - Especialista Arménio Breia

Lisboa, Junho de 2015

Declaro ser o autor desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido (no seu todo ou qualquer das suas partes) a outra instituição de ensino superior para obtenção de um grau académico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas. Mais acrescento que tenho consciência de que o plágio - a utilização de elementos alheios sem referência ao seu autor - constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

*À minha família,  
À Rosa,  
E aos meus amigos.*

## **AGRADECIMENTOS**

Quero agradecer ao Professor Especialista Arménio Breia pela disponibilidade, dedicação e apoio demonstrado ao longo da realização desta dissertação.

Quero também agradecer aos meus colegas e companheiros de Licenciatura e Mestrado que me mostraram sempre o seu apoio e motivação para a realização deste trabalho.

À minha família e amigos agradeço todo o apoio e motivação manifestados ao longo da realização deste trabalho, sem os quais a concretização deste objectivo não teria sido possível. Agradecimentos a uma pessoa em particular que foi importante no desenvolvimento desta dissertação, Maria Lourenço.

A todos os que tornaram a realização desta dissertação possível, o meu obrigado.

## Resumo

A ideia deste estudo passa por explorar e verificar quais os métodos utilizados pelas empresas para fazer face às suas dificuldades financeiras e operacionais, que na sua maioria resultam de alterações no ambiente externo e que por sua vez produzem efeitos nas próprias empresas. Um exemplo dessas alterações externas são as crises económicas que surgem pelas mais diversas razões, obrigando as empresas a adaptar-se a um novo cenário. Como base deste estudo são utilizadas as entidades que se encontram cotadas na *Euronext* Lisboa, em particular as integradas no *Portuguese Stock Index* (PSI-20). Com a crise financeira que o país e o mundo atravessam, muitas empresas foram forçadas a proceder a alguns ajustes na sua estrutura de modo a atenuar os impactos advindos deste cenário de crise geral, promovendo um reajuste a uma “nova” realidade, quer através de reestruturações de custos operacionais, quer através de ajustamentos de encargos financeiros e reestruturação das origens de fundos. Cada vez mais estas reestruturações são utilizadas pelas empresas como metodologias para ultrapassar os efeitos das crises financeiras, oferecendo-lhes a possibilidade de gerarem resultados futuros sustentáveis. As administrações das respectivas entidades por diversas vezes recorrem a processos de *Downsizing* e *Outsourcing* com o intuito de aliviar os encargos fixos ao nível da estrutura operacional. Nos casos em que é a estrutura financeira que se encontra mais afectada torna-se necessário, por vezes, recorrer a empréstimos ou reformular os financiamentos existentes, sobretudo, quando não é possível à empresa originar resultados imediatos através da sua actividade principal. Contudo, nos casos em que a actividade funciona maioritariamente via financiamento externo, uma reestruturação de dívida pode também ser uma opção para a empresa, com a pretensão de aliviar os encargos financeiros imediatos. Para além do *Downsizing* e do *Outsourcing*, as Fusões e Aquisições apresentam-se como outras formas de reestruturação por processos de fusão entre entidades ou aquisição de uma(s) por outra(s). Neste sentido, este trabalho debruça-se sobre algumas empresas do PSI-20 que efectuaram operações de reestruturação, analisando de forma comparativa alguns rácios financeiros com base nas respectivas demonstrações financeiras, atendendo aos relatórios e contas. Pretende-se com estas análises fundamentar e verificar a importância do processo de reestruturação para a sobrevivência de cada empresa em tempos de crise.

**Palavras-Chave:** *Outsourcing*, *Downsizing*, Fusões e Aquisições, Reestruturação financeira, Sustentabilidade.

## ABSTRACT

The idea of this study involves exploring and sees what methods are used by companies to meet their financial and operational difficulties, which result largely due to changes in the external environment and that in turn produce the effect on businesses. An example is the economic crises that arise for various reasons, forcing companies to adapt to a new setting. As the basis of this study the entities that are listed on Euronext Lisbon in particular are used which are integrated in the Portuguese Stock Index (PSI-20). With the financial crisis the country and the world cross, large companies have had to make some adjustments in its structure so as to cushion the impacts that this same crisis provoked either to effect restructuring operating costs, either through an adjustment of financial charges and restructuring the source of funds, with the idea of promoting an adjustment to the reality of the times that we currently live. Restructuring has been increasingly a methodology used by companies in order to manage to bypass the effects of financial crises that jeopardize the ability to achieve the same yield sustainable future results. Administrations of their respective companies often turn to processes of Downsizing and Outsourcing to alleviate the level of fixed operating costs structure. In other cases it is a financial structure that is most affected, it is sometimes necessary to use financial loans when the company cannot give immediate results through its main activity. However in the case of companies whose business operates mainly via external financing, debt restructuring can also be a scenario used by companies to relieve their immediate financial burden. The Mergers and Acquisitions are another ways of restructuring. In this sense this work includes an analysis of some of the PSI-20 companies that made restructuring operations, through an analysis focused on the reports and accounts to perform a comparative analysis of some financial ratios based on their financial statements verifying the importance of the process restructuring has for the survival of every company in times of crisis.

**Keywords:** *Outsourcing, Downsizing, Mergers and Acquisitions, Financial Restructuring, Sustainability.*

## Índice

Introdução.....	- 1 -
1. Relevância do tema.....	- 1 -
2. Objectivo de investigação.....	- 2 -
3. Estrutura da dissertação.....	- 3 -
4. Desequilíbrio financeiro.....	- 4 -
5. Rumo estratégico e liderança.....	- 6 -
6. Equilíbrio financeiro.....	- 9 -
6.1 Importância da reestruturação.....	- 12 -
6.2 Reestruturação financeira.....	- 14 -
6.2.1 Diagnóstico e sintomas de problemas financeiros.....	- 16 -
6.2.2 <i>Cash-flow</i> sustentável.....	- 19 -
6.2.3 Impactos sobre os resultados e o risco.....	- 20 -
6.3 Síntese.....	- 26 -
7. Rácios económico-financeiros e a sua importância.....	- 27 -
7.1 Vantagens e limitações dos rácios.....	- 32 -
8. Peso dos gastos estruturais sobre o resultado operacional.....	- 34 -
9. <i>Outsourcing</i> .....	- 36 -
9.1 Características intrínsecas ao <i>outsourcing</i> .....	- 47 -
9.2 Tipos de <i>outsourcing</i> .....	- 49 -
9.3 Vantagens e desvantagens.....	- 53 -
9.4 Variáveis controladoras de desempenho.....	- 57 -
9.5 Síntese.....	- 57 -
10. <i>Downsizing</i> .....	- 59 -
10.1 Factores originadores do <i>downsizing</i> .....	- 62 -
10.2 Procedimento de execução.....	- 64 -
10.3 <i>Downsizing</i> e a <i>performance</i> .....	- 72 -
10.4 Variáveis controladoras de desempenho.....	- 74 -
10.5 Síntese.....	- 77 -
11. Fusões e Aquisições (F&A).....	- 78 -
11.1 Factores que fomentam as F&A.....	- 79 -
11.2 Barreiras às F&A.....	- 82 -
11.3 Tipos de F&A.....	- 83 -
11.4 Impacto das F&A sobre os trabalhadores.....	- 87 -
11.5 Impacto sobre a <i>performance</i> financeira e operacional.....	- 89 -
11.6 Síntese.....	- 91 -

12.Portugal Telecom.....	- 92 -
12.1 Caracterização da empresa .....	- 92 -
12.2 Contextualização do caso de estudo.....	- 92 -
12.3 Impacto sobre os capitais próprios .....	- 94 -
12.4 Alavancagem de Taxa .....	- 95 -
12.5 Efeitos na sustentabilidade .....	- 97 -
12.6 Síntese.....	- 100 -
13.REN.....	- 101 -
13.1 Caracterização da empresa .....	- 101 -
13.2 Contextualização do caso de estudo.....	- 101 -
13.3 Caracterização do Processo de reestruturação financeira .....	- 102 -
13.4 Impactos da reestruturação .....	- 104 -
13.5 Síntese.....	- 108 -
14.SONAE Indústria.....	- 110 -
14.1 Caracterização da empresa .....	- 110 -
14.2 Contextualização do caso de estudo.....	- 110 -
14.3 Caracterização do processo de reestruturação operacional.....	- 111 -
14.4 Impactos da reestruturação .....	- 114 -
14.5 Síntese.....	- 118 -
15.ZON Multimédia e Sonaecom.....	- 119 -
15.1 Caracterização das empresas .....	- 119 -
15.2 Contextualização do caso de estudo.....	- 119 -
15.3 Fusão - Carácter horizontal e os Factores impulsionadores da operação.....	- 121 -
15.4 Processos de reestruturação - <i>Downsizing</i> .....	- 124 -
15.5 Impacto sobre o equilíbrio financeiro.....	- 125 -
15.6 Síntese.....	- 125 -
16.Metodologia da dissertação .....	- 127 -
17. Conclusão.....	- 128 -
17.2 Causas, soluções e aplicações – Resumo .....	- 130 -
Anexo.....	- 133 -
18.Referências Bibliográficas .....	- 159 -

## Índice de Figuras

Fig.1-Esquema do caminho para o declínio de uma empresa .....	- 7 -
Fig.2 - Fórmula da solvabilidade .....	- 10 -
Fig.3 - Rácio da liquidez geral .....	- 11 -
Fig.4 - Período de reembolso.....	- 20 -
Fig.5 - Balanço na perspectiva financeira .....	- 21 -
Fig.6 - Factores de risco financeiro .....	- 22 -
Fig.7 - Factores de risco operacional .....	- 22 -
Fig.8 - Autonomia financeira .....	- 24 -
Fig.9 - Grau de alavanca financeiro .....	- 27 -
Fig.10 - Fórmula do modelo aditivo .....	- 28 -
Fig.11 - Debt to equity ratio.....	- 30 -
Fig.12 - Rácio de estrutura de endividamento .....	- 30 -
Fig.13 - Rácio de cobertura de custos financeiros.....	- 31 -
Fig.14 - Rácio do período de recuperação de dívida.....	- 31 -
Fig.15 - Grau de alavanca operacional.....	- 34 -
Fig.16 - Matriz dos processos estratégicos de Harmon.....	- 40 -
Fig.17 - Modelo de McIvor.....	- 42 -
Fig.18 - Esquema de Gilley e Rasheed - <i>outsourcing</i> com o desempenho da empresa.....	- 51 -
Fig.19 - 4 Fases da utilização do downsizing como processo estratégico .....	- 65 -
Fig.20 - Tipo de abordagem do processo <i>downsizing</i> .....	- 65 -
Fig.21 - 4 Passos do planeamento do <i>downsizing</i> .....	- 68 -
Fig.22 - Rendibilidade operacional do activo.....	- 75 -
Fig.23 - Rendibilidade operacional das vendas .....	- 75 -
Fig.24 - Função dos Recursos Humanos em cenários de F&A .....	- 88 -
Fig.25 - Papéis dos RH nos processos de F&A .....	- 89 -
Fig.26 - Cálculo da alavancagem de taxa.....	- 95 -
Fig.27 - Custos financeiros líquidos suportados.....	- 96 -
Fig.28 - Gastos financeiros 2010 e 2011 .....	- 97 -
Fig.29 - Gastos financeiros de 2010-2012.....	- 103 -
Fig.30 - Empréstimos Obtidos 2012 .....	- 106 -
Fig.31 - Perdas por imparidade e provisões variação de 2012-13.....	- 114 -
Fig.32 - Encargos financeiros 2012.....	- 117 -
Fig.33 - Esquema da fusão entre ZON e Optimus .....	- 121 -
Fig.34 - Gastos com pessoal .....	- 124 -
Fig.35 – Quadro resumo .....	- 130 -

## Índice de Gráficos

Gráfico.1 - Grau alavanca financeiro.....	- 98 -
Gráfico.2 - Grau de alavanca financeira 2009-2012.....	- 102 -
Gráfico.3 - Rácio de solvabilidade .....	- 104 -
Gráfico.4 - Liquidez geral.....	- 105 -
Gráfico.5 - Volume de negócios 2009-2012.....	- 107 -
Gráfico.6 - Estrutura de endividamento .....	- 107 -
Gráfico.7- Evolução do Resultado operacional .....	- 112 -
Gráfico.8 - Provisões e perdas por imparidade .....	- 113 -
Gráfico.9 - Evolução gastos com pessoal 2009-2012.....	- 115 -
Gráfico.10 - Liquidez geral SONAE Indústria 2009-2012 .....	- 116 -
Gráfico.11 - Encargos financeiros 2009-2012.....	- 117 -
Gráfico.12 - Estrutura Operacional da ZON Multimédia.....	- 120 -
Gráfico.13 - Equilíbrio médio/longo prazo ZON .....	- 125 -

## Lista de Abreviaturas

ACCA - *Association of Chartered Certified Accountants*

AT - Activo Total

CIP - Confederação da Indústria Portuguesa

CIRC - Código do Imposto sobre Rendimento de Pessoas Colectivas

CNC - Comissão de Normalização Contabilística

CP - Capital Próprio

EBIT - *Earnings Before Interest and Taxes*

EBITDA - *Earnings Before Interest Taxes Depreciations and Amortizations*

F&A - Fusões e Aquisições

GAF - Grau de Alavanca Financeiro

GAO - Grau de Alavanca Operacional

HR - *Human Resources*

i - Custo médio capital alheio

IT - *Information Technology*

MC - Margem de Contribuição

PMR - Prazo Médio de Recebimento

PT - Passivo Total

PSI-20 - *Portuguese Stock Index*

RCP - Rendibilidade de Capitais Próprios

R&C - Relatório e Contas

RH - Recursos Humanos

ROA - Rendibilidade Operacional do Activo

RO - Resultado Operacional

RLP - Resultado Líquido do Período

SNC - Sistema de Normalização Contabilística

t - Efeito fiscal (taxa efectiva de impostos sobre resultados)

# Introdução

## 1. Relevância do tema

A crise financeira que o país atravessa actualmente levou a que a economia abrandasse, sendo graves as repercussões para muitas pequenas e médias empresas - e ainda, apesar de em menor número, grandes empresas sediadas em Portugal, as quais se viram forçadas a fazer alterações na sua estratégia de forma a fazerem face a este cenário de economia em recessão. A dimensão da empresa, o sector em que actua e a existência de um mercado competitivo podem afectar negativamente a sustentabilidade futura da empresa, nomeadamente ao gerarem uma diminuição do volume de negócios. Por vezes, as empresas conseguem encontrar alternativas estratégicas, principalmente na exploração de outros mercados, conseguindo assim manter ou mesmo aumentar o seu volume de vendas, apesar de isso não se estabelecer como garantia de uma melhor saúde operacional. Pode dar-se o caso de uma empresa ter um conjunto de gastos com pessoal de tal ordem que ponha em causa a estrutura operacional. Por vezes, as empresas contratam um elevado número de trabalhadores tendo por base um objectivo de uma maior rentabilidade de vendas, assumindo que quanto maior for a estrutura operacional maior será a capacidade de resposta da empresa ao mercado consumidor. Contudo, na prática, associado a um elevado número de trabalhadores existe um grande peso da estrutura de custos fixos, fazendo com que a rubrica dos “gastos com pessoal” absorva grande parte do resultado operacional. Esta técnica apenas será eficaz se a empresa conseguir ter uma grande carteira de clientes que lhe permita obter grandes margens com a venda dos seus produtos. Na linha de Brilman (1993:263), “[a] salvação pode não estar na procura de um aumento de vendas, quer dizer, na fuga para a frente, mas sim na redução de custos”. Noutros casos que envolvem empresas que utilizam de forma frequente o capital alheio, ficando à mercê de uma subida das taxas de juro, principalmente num clima de recessão económica, tendo como consequências o aumento de gastos financeiros e no caso de não existirem operações extra-operacionais, que permitam aliviar a situação, certamente essa situação terá consequências gravosas para o resultado líquido do período. Para algumas destas situações as empresas podem encontrar internamente uma solução que passe pela adopção de uma das diferentes formas de reestruturação. Na óptica de Brandão (2003), “[a]s reestruturações devem surgir na sequência da execução de uma estratégia que deseja manter ou reforçar as vantagens competitivas, manter ao

nível da estrutura de custos e/ou da diferenciação dos produtos e devem produzir efeitos quer ao nível dos gestores quer dos accionistas das empresas.” Neste sentido, às reestruturações está subjacente a possibilidade de melhoria do desempenho por parte da empresa no sentido de esta alcançar de forma eficaz a estabilidade financeira e operacional, com o intuito de desenvolver planos, realistas e pragmáticos, para uma redução de custos e/ou a melhoria do dito desempenho.

## **2. Objectivo de investigação**

Pretende-se, com a elaboração desta dissertação, analisar de diferentes formas o processo de reestruturação sobretudo em cenários em que a economia se encontra em recessão e verificar qual o impacto que este processo pode ter na sua estrutura, assim como a sua contribuição para a sustentabilidade. Num passado recente foram vistas milhares de empresas em Portugal a fecharem portas, pelo facto de serem afectadas, umas mais do que outras, pela crise financeira. Mesmo aquelas que não fecharam portas em muitos casos foram obrigadas a encontrar alternativas para que essa crise as afectasse o menos possível. Em muitos casos recentes as soluções encontradas passaram por diferentes processos de reestruturação. Por este motivo, a análise dos processos de reestruturação elaboradas pelas empresas é um tema de investigação interessante, cujas conclusões poderão permitir compreender a situação presente e assim melhor acautelar o futuro. A reestruturação consiste num processo de reorganização da estrutura financeira e/ou operacional de uma empresa. A construção de um plano de reestruturação deve ter em conta as bases das opções estratégicas definidas assim como o diagnóstico efectuado à empresa. Existem diversas formas de efectuar uma reestruturação, consoante as dificuldades identificadas no diagnóstico de cada empresa podendo citar-se o *downsizing*, o *outsourcing*, as Reestruturações de dívidas financeiras e as Fusões e Aquisições. Desta forma, o objectivo principal deste estudo é analisar a evolução e impactos que as reestruturações tiveram nas empresas cotadas no PSI-20. Em tempos difíceis a nível económico e financeiro as empresas perdem muitas vezes capacidade de fazer face aos seus concorrentes directos. Cada vez mais o mercado internacional eleva o nível de competitividade, graças não só à maior inovação dos produtos que são colocados à venda por parte das grandes empresas, mas também devido à existência de empresas que obtêm maior lucro através de processos de produção com maior nível de produtividade, o que permite ter maior capacidade de disponibilidades financeiras para expansão dos seus produtos. A maior batalha encontra-se na forma como as empresas em dificuldades conseguem lidar com períodos em que o poder de compra é reduzido, com um peso fiscal sobre as empresas e contribuintes mais elevado e onde a economia é mais favorável noutros países.

As empresas devem olhar para a sua estrutura e reformula-la de acordo com as suas necessidades e de modo a adaptarem-se à conjuntura actual. Segundo Madeira (2001:591), “[o] surgimento de empresas em situação financeira difícil resulta do agravamento das pressões concorrenciais nos mercados e/ou da insuficiente capacidade financeira para as empresas com menor capacidade competitiva [...] O conhecimento das causas da insolvência, figura-se importante na medida em que, permitirá a identificação de problemas potenciais, com certa antecedência, antes que as circunstâncias se tornem mais sérias”. Perante estes cenários as empresas têm duas saídas: ou a sua recuperação ou declaração de falência. Segundo Doyle e Desai (1991) “a maioria das empresas entram em falência devido a factores internos derivados de actos de gestão inadequados e poucas são as empresas que entram em falência cujas causas são atribuídas à concorrência ou a qualquer outra força externa. Por isso a nossa investigação incide sobre os indícios ou sintomas (degradação económico-financeira) que antecedem a insolvência e não sobre as causas da falência (actos de má gestão, etc.)” Doyle e Desai *apud* Santos<sup>1</sup>. A reestruturação tem um papel importante pois se a situação financeira da empresa for acompanhada, permitirá que atempadamente sejam feitas operações de reorganização estrutural, operacional e/ou financeiras ditando a possível recuperação da empresa a médio ou longo prazo. O estudo será efectuado com base na importância destes processos de reestruturação, analisando caso a caso dentro do período em análise as empresas cotadas. A informação utilizada terá como base essencial os dados constantes aos relatórios e contas de cada empresa em estudo.

### **3. Estrutura da dissertação**

A estrutura da dissertação irá ser feita em dois blocos. O primeiro, onde irá ser composto essencialmente pela revisão de literatura. O segundo envolvendo um conjunto de análises de dados com base em rácios financeiros a partir de informação que se encontra nos respectivos relatórios e contas das empresas seleccionadas. Na parte prática pretende-se efectuar uma análise sobre os dados das empresas relativamente aos períodos em que elaboraram as reestruturações, tipificando as diferentes formas de reestruturação, identificando as situações e indicando os pontos que levaram a que a empresa procedesse dessa forma.

---

<sup>1</sup> SANTOS, Jorge - FALÊNCIA EMPRESARIAL -MODELO DISCRIMINANTE E LOGÍSTICO DE PREVISÃO APLICADO ÀS PME DO SECTOR TÊXTIL E DO VESTUÁRIO.[Texto Policopiado].Coimbra:Universidade Aberta, ISCAC.2000

## Revisão da Literatura

Numa abordagem teórica, através da elaboração da revisão da literatura, serão estudados os principais temas relacionados com os tipos de reestruturações empresariais, como são o caso do *outsourcing*, *downsizing*, reestruturações financeiras e as fusões e aquisições. Serão exploradas ao longo desta dissertação os impactos que estes processos têm ao nível da revitalização financeira e operacional e o seu contributo para o equilíbrio financeiro. De referir que o conceito de reestruturação, no essencial, consiste numa reorganização interna da estrutura operacional e/ou financeira tendo como objectivo o reequilíbrio da empresa de modo a atingir uma maior capacidade de sustentar os seus compromissos. O processo de reestruturação numa empresa tem como objectivo a recuperação da mesma. Dependendo do tipo de reestruturação que é necessário realizar, os efeitos da recuperação serão manifestados a médio/longo prazo. Uma ideia a ter em conta é a de que a reestruturação pode ser efectuada tanto como uma medida de recuperação bem como medida de prevenção. Depende sempre da capacidade dos responsáveis da empresa conseguirem analisar a situação presente e projectar cenários futuros internos e externos à empresa. No entanto, serão feitas referências a assuntos que se encontram relacionados com a reestruturação tais como os casos do desequilíbrio financeiro, as definições, a importância e as limitações dos rácios económico-financeiros e ainda uma referência quanto às principais causas (tanto a nível operacional como financeiro, para a necessidade de reestruturações nas empresas). São temas directamente relacionados com a análise da situação presente e de previsão futura da saúde financeira das empresas. Essa análise pode dar indicações, através da análise de determinados rácios, quanto a potenciais sintomas que as empresas apresentam, e despertem a necessidade de proceder ao recurso de um processo de reestruturação no sentido de permitir às mesmas atingirem o nível de sustentabilidade desejado.

### 4. Desequilíbrio financeiro

Os processos de reestruturação, para além de uma componente estratégica, são na realidade um mecanismo de gestão das empresas de forma a solucionar problemas evidenciados frequentemente na falta de equilíbrio financeiro. Todas as empresas que actuam num mercado competitivo encontram-se focadas no rumo que pretendem ter e a forma como se conseguem destacar da concorrência, ficando por vezes, o equilíbrio financeiro em segundo plano. Para uma empresa sobreviver a longo prazo, é necessário que a mesma apresente resultados, não só para marcar posição no mercado, mas também para atrair potenciais investidores e parceiros no sentido de gerar uma capacidade de autofinanciamento, renovação e crescimento.

Na linha de Obert (1991:83), “para todas as empresas, escreveu George A. Steiner, professor da Universidade da Califórnia, Los Angeles, «a previsão a longo prazo consiste em pensar no futuro de forma sistemática e a partir daí tomar todas as decisões».”

Neste sentido, é essencial a antecipação de cenários para que uma empresa esteja preparada para enfrentar condições adversas proporcionadas por factores externos que podem abalar o equilíbrio financeiro, tendo como grande exemplo a falta de poder de compra dos consumidores. Esta ausência afecta de forma natural a estrutura operacional da empresa, visto que o volume de vendas tende a diminuir e a partir daí é necessário um ajuste da empresa à nova realidade. Analisar a situação de equilíbrio de uma empresa consiste num processo crucial para todos os agentes que fazem parte do seu ciclo de exploração. Os gestores e administradores necessitam de acompanhar a evolução da empresa e controlar os planos para agir com base na análise do presente e com o pensamento no futuro. Os credores, antes de concederem crédito, devem conhecer a actual situação da empresa (no imediato) e qual a sua projecção futura. Por outro lado, os investidores exigem conhecer o valor da empresa para poderem decidir pela realização do investimento ou caso contrário para desinvestirem.

O desequilíbrio financeiro por vezes encontra-se associado à forma como as empresas se financiam. Mesmo tendo um grande volume de negócios, não é implícito que a empresa se encontre numa situação financeira favorável. Segundo Neves (2003:122), “[p]ara além das decisões de gestão que têm efeito sobre os resultados operacionais, o gestor deverá tomar decisões sobre a estrutura financeira, isto é, sobre a forma de financiamento do activo: capitais próprios e alheios.” Neves (2003:122) *apud* Nunes (2009:7)<sup>2</sup> Quanto maior for a utilização de capitais alheios para o financiamento de uma empresa, maior serão os juros acumulados a afectar o resultado em cada período. Enquanto os mesmos financiamentos não são cobertos, principalmente em cenários onde a crise financeira se acentua, os bancos que possuem menos liquidez têm cada vez menos margem de manobra para financiar e, quando o fazem, é com juros muitos elevados. Quando existe a sensação que a obtenção de crédito é ilimitada e que é mais fácil funcionar com capital alheio para produzir ganhos próprios, e que aparentemente o negócio corre sobre rodas, assim que começarem a subir as taxas de juro, estas geram um impacto elevado sobre os resultados líquidos dos períodos e assim será afectado o equilíbrio financeiro da empresa a longo prazo.

---

<sup>2</sup> NUNES, Marisa - Equilíbrio Financeiro. [Texto Policopiado]. Lisboa: ISCTE. 2009

Na linha de Nunes (2009:1), “A empresa deverá assegurar constantemente o equilíbrio da sua estrutura financeira, ou seja, a relação entre os recursos financeiros aplicados e os recursos financeiros obtidos.

Segundo a Estrutura Conceptual descrita no SNC (2009:22 §16), “[a] posição financeira de uma empresa é afectada pelos recursos económicos que ela controla, pela estrutura financeira, pela liquidez e solvência e pela sua capacidade de se adaptar às alterações no ambiente em que opera.” Deste modo é possível, com base em rácios económico-financeiros, ter uma ideia do equilíbrio financeiro de uma empresa a curto e médio/longo prazo, nomeadamente através da liquidez geral bem como e a médio/longo prazo através da solvabilidade e autonomia financeira.

## **5. Rumo estratégico e liderança**

A liderança e a estratégia traçada para conduzir o rumo de uma empresa são elementos essenciais para que esta venha a ter sucesso no futuro. A falha numa destas duas componentes, podendo envolver uma mudança constante de liderança ou uma estratégia mal definida, podem ditar o seu fim, salvo se for possível reerguer a empresa através de um processo de reestruturação. Exemplo disso é a Hewlett-Packard, que iniciou um processo de reestruturação operacional devido à dificuldade que a empresa vinha a ter para assegurar os seus custos.

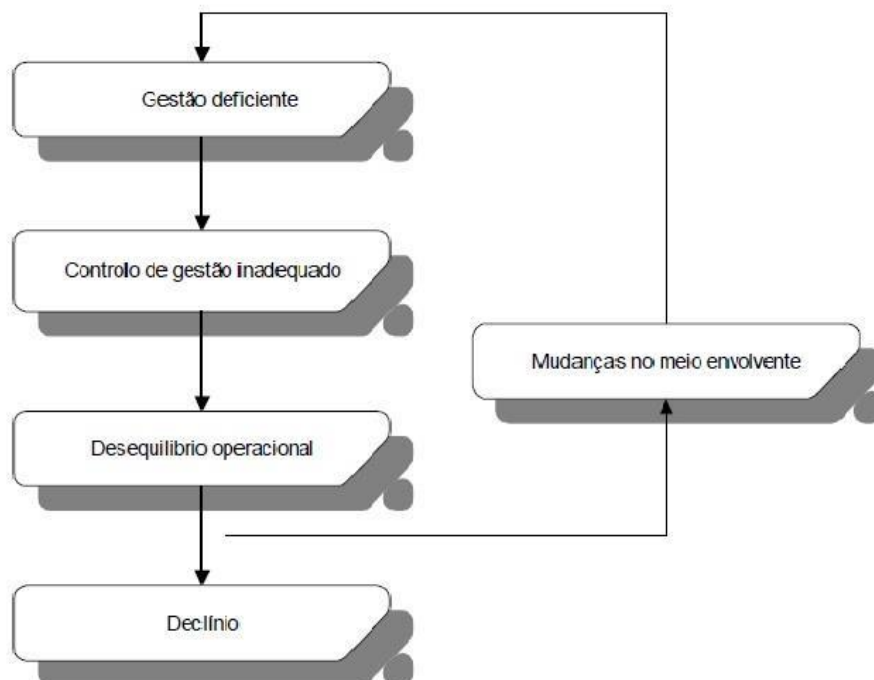
Segundo notícia publicada por Gupta na Agência Reuters em 2012:

*“Whitman, who took the helm of HP just over a year ago after a failed bid to become governor of California, told investors that the company's recovery will start to become visible only in fiscal 2014, when investments begin to pay off. She blamed unprecedented executive turnover in past years for dragging out the Silicon Valley company's turnaround. Analysts say HP is struggling to shore up its credibility on Wall Street while battling crumbling margins in an increasingly cut-throat PC arena, tapering-off of IT spending, and an internal organizational overhaul that involves thousands of layoffs. “I was surprised that nothing new was really said in terms of strategy, and the problem here is there is lack of investor confidence in the current strategy,” said Shaw Wu, an analyst with Sterne Agee. Shares of HP, the largest U.S. technology company by sales, tumbled 13 percent on Wednesday in the biggest single-day decline since August 2011. [...] “The single biggest challenge facing Hewlett-Packard has been changes in CEOs and executive leadership, which has caused multiple inconsistent strategic choices, and frankly some significant executional miscues,” Whitman told the investor conference in San Francisco. HP has lost more than two-thirds of its value since 2010, when its capitalization topped out*

*at about \$104.5 billion. Squeezed by crumbling demand for personal computers in a mobile era, significant leadership turbulence, and the advent of Apple Inc's iPad that year, HP's stock embarked on a steady decline. The company now has a market value around \$30 billion.[...] HP is laying off 29,000 employees over the next two years and has written off \$10.8 billion mostly related to the writedown of its EDS services business. Meantime, its business continues to be hit by a slowing in corporate spending and personal computer demand worldwide.”*

Campbell & Underdown (1991:18), tinham uma teoria quanto ao processo de declínio de uma empresa podendo conduzir à sua insolvência que é esquematizada através da figura seguinte:

Fig.1-Esquema do caminho para o declínio de uma empresa



Fonte: Traduzido e adaptado de Campbell, C. & Underdown, B. (1991). Corporate Insolvency in Practice - An Analytical Approach. Paul Chapman Publishing: Liverpool, p.18.

Com base nesta figura verifica-se que o processo de declínio segundo Campbell & Underwood (1991) inicia-se com uma gestão deficiente que se mostra incapaz de se adaptar às mudanças do ambiente externo. Poderá ser reflexo disso a incapacidade de uma empresa quanto a situações como mudança na procura no mercado, a contracção de actividade económica, a política económica do governo, a política de crédito, entre outras. A ocorrência de um controlo inadequado está associado a uma gestão ineficiente, cujo planeamento e tomadas de decisão são ineficientes. A própria ineficiência estende-se ao controlo dos recursos financeiros das empresas, onde frequentemente não há efectivo controlo orçamental.

Dá-se então a inexistência ou deficiência de previsão de *cash-flows* futuros, existindo assim falta de um sistema de comunicação e controlo de cobranças. Tudo isto leva a um desequilíbrio operacional e é expresso através de recursos financeiros inadequados, excesso de endividamento, excessivo custo de estrutura, crescimento muito rápido sem estrutura financeira adequada e a elaboração de grandes projectos sem sucesso.

Um outro ponto essencial no processo de reestruturação para recuperação das empresas é o momento em que este deve ser efectuado, o que difere em razão do período em que os problemas da empresa são detectados. Uma empresa em situação de risco de insolvência emite sintomas para os quais os responsáveis pela administração devem estar atentos.

Segundo Brilman (1993:44):

Existem três principais causas para as insolvências:

**As causas de natureza estratégica:**

- Vendas insuficientes ligadas à queda do mercado;
- Ausência de competitividade;
- Insolvência de clientes;
- Maus investimentos, não rentáveis ou demasiado importantes;
- Má localização.

**Causas ligadas a uma gestão defeituosa:**

- Custos de exploração demasiado elevados;
- Crescimento demasiado rápido com margem insuficiente para financiamento;
- Estruturas demasiado pesadas, excesso de centralização, burocracia;
- Ausência de planos de progresso.

**Causas ligadas ao sistema de poder:**

- Incompetência financeira do dirigente;
- Desentendimento entre accionistas;

Ter uma noção sobre as causas das dificuldades das empresas é o primeiro passo para a sua prevenção. Estar atento aos sintomas que a empresa apresenta é igualmente importante pois requer uma análise regular dos indicadores económico-financeiros.

Para que essa análise seja eficaz é imperioso que a qualidade da informação represente a posição financeira e o desempenho da empresa seja o mais fiável e preciso possível. Segundo Wilson e Chong (1995), “[a]valiar a saúde financeira das empresas bem como a sua viabilidade é um facto óbvio e um aspecto cada vez mais importante da função dos analistas de crédito e de investimento na questão da percepção do risco global da empresa.”<sup>3</sup>

Segundo **Campbell e Underdown (1991)**, o sucesso ou insucesso empresarial encontra-se associado frequentemente a:

- Qualidade de gestão, dos resultados, do planeamento estratégico e da respectiva implementação (causas da insolvência empresarial);
- Desempenho dos indicadores económico-financeiros (sintomas da falência empresarial).

Com base nestes factores, que visam o conhecimento das causas às quais as falências estão associadas, torna-se possível a detecção de potenciais problemas de forma antecipada. “Conhecimento é poder” e por isso é de realçar características como a fiabilidade, compreensibilidade, relevância e comparabilidade estando estas associadas à construção das demonstrações financeiras. Segundo o SNC (2010:23), para que a informação seja útil, é necessário que esteja isenta de erros materiais e de imprecisões, podendo desta forma ser considerada como fiável. Os responsáveis pelas estruturas financeiras de uma empresa têm que ser capazes de interpretar, sem qualquer problema, as demonstrações financeiras para que possam comparar dados e tirar as respectivas ilações.

## **6. Equilíbrio financeiro**

O equilíbrio de uma empresa, como já foi dito anteriormente, pode ser visto em função da projecção temporal de curto e médio/longo prazo. Normalmente, o processo de reestruturação tem como alvo principal o médio/longo prazo pois visa que uma empresa recupere e se encontre estável para o resto da sua actividade de modo a poder atingir a sua sustentabilidade.

---

<sup>3</sup> SANTOS, Jorge - FALÊNCIA EMPRESARIAL -MODELO DISCRIMINANTE E LOGÍSTICO DE PREVISÃO APLICADO ÀS PME DO SECTOR TÊXTIL E DO VESTUÁRIO.[Texto Policopiado].Coimbra:Universidade Aberta, ISCAC.2000

Fig.2 - Fórmula da solvabilidade

$$\text{Solvabilidade} = \frac{\text{Capital próprio}}{\text{Capital alheio}}$$

Fonte: Próprio adaptado de Neves (2011)

Segundo Carrilho *et al.*, o rácio da solvabilidade compara “o capital próprio da empresa com os capitais alheios nela aplicados, sendo um bom indicador para os credores avaliarem o risco de eventuais operações com a empresa”. Carrilho *et al. apud* Nunes (2009:11)<sup>4</sup>

Quanto maior for o valor do rácio, maior serão as garantias que os credores terão de receber do seu capital e maior poder de negociação terá a empresa para captar novos financiamentos. Caso contrário, quanto menor for o valor da solvabilidade, menores serão as possibilidades de obtenção de crédito. Segundo Nunes (2009:11) este rácio permite avaliar o grau de dependência da empresa em relação aos credores.

Uma empresa para cumprir os respectivos compromissos de uma entidade tem que ser capaz de gerar fluxos de caixa. É necessário destacar que nem todos os activos são facilmente convertíveis em dinheiro, como é o caso dos activos não correntes, o seu efeito de liquidez é fraco pois nesta área englobam-se activos como activos fixos tangíveis e intangíveis, instrumentos financeiros e dívidas a receber de médio/longo prazo (normalmente são activos que podem ser convertidos em dinheiro mas durante um período médio/longo).

O capital próprio é composto por diversas rubricas mas para qualquer empresa a sua ideia principal é gerar resultados a partir da sua actividade, portanto espera-se que a força motriz da solvabilidade seja o resultado líquido do período. Contudo, como já foi dito, ter um resultado líquido elevado não implica directamente que uma empresa tenha capacidade de liquidar obrigações, necessitando para tal de influxos de caixa (recebimentos). A existência de resultados elevados pode corresponder a um volume de negócio cujo recebimento não tenha sido feito no todo ou em parte. Neste sentido, uma empresa até pode ter um grande valor no seu rácio de solvabilidade. No entanto, não é garantia directa de que a mesma seja capaz de satisfazer todas as obrigações para com os seus credores dada a potencial falta de disponibilidades financeiras para o efeito.

---

<sup>4</sup> NUNES, Marisa - Equilíbrio Financeiro.[Texto Policopiado].Lisboa:ISCTE.2009

Segundo Neves (2011:250), “[a] liquidez é analisada e trabalhada todos os dias, na empresa ou em qualquer outra entidade, de modo a garantir que existe tesouraria adequada a todo o momento para pagar as dívidas que se vencem no dia-a-dia.”

Uma empresa a curto prazo (numa visão estática) pode verificar a capacidade que os seus activos a curto prazo têm de cobrir o seu passivo a curto prazo, através da liquidez geral.

Fig.3 - Rácio da liquidez geral

$$\text{Liquidez geral} = \frac{\text{Activo de curto prazo}}{\text{Passivo de curto prazo}}$$

Fonte: Próprio adaptado de Neves (2011)

Contudo pode dar-se o caso de uma empresa, a partir de rubricas do activo de curto prazo como Inventários e Clientes, apresentar um volume de activo de curto prazo capaz de cobrir o passivo de curto prazo. No entanto, se não existir tesouraria suficiente, o cumprimento das obrigações de curto prazo podem ficar comprometidas.

Uma empresa com um grande volume de vendas mas cujos recebimentos não sejam feitos de forma similar, poderá comprometer a capacidade de conseguir cumprir os seus compromissos. Numa perspectiva de médio/longo prazo, uma empresa que apresente baixos índices de solvabilidade pode eventualmente indicar que o resultado líquido não está a ser suficiente para que a empresa seja autosustentável (partindo do pressuposto que os prazos médio de recebimento são razoáveis). Todavia, o rácio de solvabilidade também pode ser baixo no caso de haver um elevado valor de financiamentos obtidos pela empresa (elevados financiamentos face à capacidade de libertação de fundos que permitam o pagamento dos passivos). Caso esta situação não seja sustentável, uma reestruturação de carácter financeiro pode ser a solução indicada dado que quanto maior é o volume de financiamentos obtidos pela empresa, maiores são os gastos financeiros associados contribuindo para a redução do resultado líquido do período. O papel da reestruturação financeira é essencialmente permitir à empresa uma margem de manobra temporária no sentido de encontrar soluções que permitam melhorar os resultados e a capacidade de autofinanciamento.

## 6.1 Importância da reestruturação

Quando o equilíbrio financeiro de uma empresa se encontra afectado, a solução pode passar eventualmente por uma reestruturação dependendo do tipo de problemas que a mesma possa apresentar. A aplicabilidade de planos de reestruturações de carácter operacional ou financeiro têm sempre como objectivo atingir a sustentabilidade futura da empresa.

Para Srivastava e Mushtaq (2011:4):

*“[t]he term financial reorganization refers to the restructuring of company by affecting change in capital structure for achieving balanced operative results. The financial reorganization is resorted to bring balance in debts and equity funds, short term and long term financing, to achieve reduction in finance charges, to reduce lost of capital, to improve market value of shares, to reduce the control of financiers on the management of company, etc.”*

Existem diversas causas para que uma empresa recorra a este tipo de processos, segundo Srivastava e Mushtaq (2011:3):

- “1. Globalization of business caused restructuring because in this era only the lowest cost producers can survive.*
- 2. Change in fiscal and government policies like deregulation/decontrol has led many companies to go for newer markets*
- 3. Information technology motivates many companies to adopt new technology for technological advancement of the company.*
- 4. Irrational divisionalisation of an organization into smaller units has been a cause for corporate restructuring.*
- 5. Quality enhancement and cost reduction has necessitated downsizing of work force both at work and managerial levels.*
- 6. Economic value of currency and foreign exchange rate implications*
- 7. Focus on core business and to develop synergies has established restructured corporate.*
- 8. To minimize the risk through diversification is also one of the reasons for corporate restructuring.*
- 9. To write off loss and integration of sick unit into successful organization companies also go for restructuring.*
- 10. The restructuring process will facilitates to have horizontal and vertical integration, there by the competition is eliminated and the company can have access to regular raw material.”*

Em tempos difíceis a nível económico e financeiro as empresas perdem muitas vezes a capacidade de fazer face aos seus concorrentes directos e cada vez mais o mercado internacional eleva os níveis de competitividade, não só graças à maior inovação dos produtos que são colocados à venda por parte das grandes empresas, mas também através da existência de empresas que obtêm maior lucro, pela via da produção com mão-de-obra mais barata, o que por sua vez permite a obtenção de maior disponibilidade financeira para expansão dos seus produtos.

Segundo Santos (2000:21),

“[o] agravamento das dificuldades das empresas em situação financeira difícil tem-se traduzido na formação de ciclos viciosos (atrasos nos pagamentos a fornecedores, redução do fundo de maneiio, incumprimento das obrigações perante a segurança social, fisco, trabalhadores e sistema bancário), que conduzem as empresas menos preparadas a entrar em processos especiais de recuperação de empresas e falência. Processos que geralmente terminam na falência e liquidação do seu património”

A maior batalha encontra-se na forma como as empresas conseguem lidar com períodos em que o poder de compra é reduzido, o peso fiscal sobre as empresas e contribuintes é mais elevado e onde a economia é mais favorável noutros países. Segundo Madeira (2001:591), “[o] surgimento de empresas em situação financeira difícil resulta do agravamento das pressões concorrenciais nos mercados e/ou da insuficiente capacidade financeira para as empresas com menor capacidade competitiva [...]. O conhecimento das causas da insolvência, figura-se importante na medida em que, permitirá a identificação de problemas potenciais, com certa antecedência, antes que as circunstâncias se tornem mais sérias.” Tal conhecimento é muito importante, no sentido de serem traçados os principais passos que uma empresa leva em direcção à insolvência e potencial insolvência. Mais importante ainda é encontrar as soluções que impeçam o processo de declínio. Perante estes cenários as empresas têm duas saídas: ou a sua recuperação ou declaração de insolvência. Segundo Doyle e Desai<sup>5</sup> (1991) “a maioria das empresas entram em falência devido a factores internos derivados de actos de gestão inadequados e poucas são as empresas que entram em falência cujas causas são atribuídas à concorrência ou a qualquer outra força externa.

---

<sup>5</sup> SANTOS, Jorge - FALÊNCIA EMPRESARIAL - MODELO DISCRIMINANTE E LOGÍSTICO DE PREVISÃO APLICADO ÀS PME DO SECTOR TÊXTIL E DO VESTUÁRIO.[Texto Policopiado].Coimbra:Universidade Aberta, ISCAC.2000

Por isso, a nossa investigação incide sobre os indícios ou sintomas (degradação económico-financeira) que antecedem a falência e não sobre as causas da falência (actos de má gestão, etc.)”. A reestruturação tem um papel importante pois se a situação financeira da empresa for acompanhada, permitirá que atempadamente sejam feitas operações de reorganização estrutural, operacional e/ou financeiras ditando a recuperação da empresa a médio/longo prazo.

Segundo Brillman (1993:106),

“[p]odemos notar o aumento das funções de gabinetes de estudos, projectos de desenvolvimento de informática e de formação em novas tecnologias [...] é necessário investir, na redução de despesas gerais de fraca utilidade em virtude dos seus custos, e na introdução da ideia de produtividade do trabalhador no saber, que vai tornar-se uma das chaves da competitividade do amanhã.”

Dentro dos gastos de estrutura normalmente a rubrica gastos com pessoal é aquela que apresenta maior volume e que possui maior impacto sobre o resultado operacional, condicionando a margem de manobra que uma empresa tem para fazer face às restantes obrigações, como aquelas que estão relacionadas com financiamentos obtidos. No fundo, quanto maior for o peso dos gastos estruturais que uma empresa tenha sobre o seu resultado operacional, menor será a sua flexibilidade para redução dos mesmos. É necessário portanto, analisar a estrutura operacional das empresas e eliminar o que é dispêndio de recursos financeiros sem grande utilidade.

## **6.2 Reestruturação financeira**

Tal como já foi referido, o equilíbrio financeiro pode ser afectado negativamente por dois tipos de problemas, operacionais e/ou financeiros. No caso da existência de um grande volume de empréstimos obtidos por parte de uma empresa, pode dar-se o caso da mesma se encontrar em situação de desequilíbrio (dificuldade de cumprir os compromissos com base nos meios libertos correntes). Segundo Neves (2003:122), “[p]ara além das decisões de gestão que têm efeito sobre os resultados operacionais, o gestor deverá tomar decisões sobre a estrutura financeira, isto é, sobre a forma de financiamento do activo: capitais próprios e alheios” Neves *apud* Nunes<sup>6</sup> (2009:7).

No primeiro caso, trata-se de uma forma de financiamento cuja origem é principalmente a actividade da empresa, possuindo a capacidade de gerar fluxos (recebimentos) de caixa suficientes para fazer face a todos os seus compromissos. Contudo, na impossibilidade de tal ocorrer maioritariamente em cenários de arranque de actividade ou quando a actividade de exploração se encontra afectada por uma crise económico-financeira, existe a necessidade do recurso ao financiamento. De modo geral, a reestruturação financeira ocorre em cenários nos quais é necessário que exista uma renegociação da dívida relacionada com o financiamento obtido, nomeadamente se o ritmo/prazos do serviço da dívida for incomportável para a empresa. Porém, esta não se constitui como causa única pois poderão existir fenómenos relacionados com a estrutura operacional que também contribuam para a necessidade de tal reestruturação.

Segundo a CNC (2007), “[a] reestruturação é um programa planeado e controlado pelo órgão de gestão e que altera materialmente, ou o âmbito de um negócio empreendido por uma entidade, ou a maneira como o negócio é conduzido.” CNC (2007) *apud* Correia<sup>7</sup> (2010:13). Tal significa que uma estratégia de reestruturação tem como principal intuito reduzir a probabilidade de declínio da empresa. É essencial uma empresa saber se é capaz de obter a sustentabilidade, quer a curto quer a longo prazo, verificando a capacidade para detectar e resolver eventuais problemas relacionados com a sua liquidez de forma a geri-los rápida e eficazmente.

Por vezes as empresas, face às dificuldades financeiras com que se vão deparando, principalmente a de não serem capazes de gerar resultados operacionais que se traduzam em tesouraria suficiente para conseguir cumprir as obrigações para com os seus credores, têm como alternativa o recurso ao capital alheio. Em relação aos rácios económico-financeiros, o modelo aditivo demonstra como se relaciona o valor de cada euro de capital alheio utilizado com a RCP. Esse modelo permite verificar que, cada vez que uma empresa utiliza capitais alheios, caso a taxa de juro seja crescente ao longo do período de pagamento da dívida, a alavanca de taxa tende a ser menor podendo criar dificuldades à empresa na obtenção de resultados líquidos sustentáveis.

---

<sup>6</sup> NUNES, Marisa - Equilíbrio Financeiro - Relatório de Projecto Mestrado em Finanças. ISCTE. Lisboa. 2009

<sup>7</sup> CORREIA, Carlos - Reestruturação, Formulação e Avaliação Estratégica - ACR. ISCTE. Lisboa. 2010

Segundo Neves (2004),

“Obtém-se o índice de alavanca financeira através da comparação entre as taxas de rendibilidade do capital próprio e dos capitais investidos. Sendo a rendibilidade dos capitais investidos o quociente entre o resultado antes de juros e impostos e a soma do capital próprio e capital alheio. [...] se o resultado do índice for superior à unidade, significa que o custo dos capitais investidos é inferior à rendibilidade do investimento, ou seja, indica que o financiamento é favorável à rendibilidade dos capitais próprios.” Neves (2004) *apud* Lopes (2013:19)<sup>8</sup>

Para que seja aliciente efectuar determinado investimento, o investidor ou accionista deve primeiramente tentar analisar a capacidade da respectiva empresa conseguir gerar resultados, de modo a que futuramente seja capaz de recuperar o dito investimento e alcançar um lucro desejado. Contudo, nem todas as causas subjacentes a uma reestruturação financeira advêm estritamente de problemas financeiros. Poderá esta reestruturação estar interligada com problemas operacionais tais como elevados gastos fixos podendo originar um resultado por sua vez insuficiente para cobrir os gastos de financiamento, aumentando a probabilidade da obtenção de um resultado líquido baixo ou negativo.

### **6.2.1 Diagnóstico e sintomas de problemas financeiros**

Antes de ser necessário o recurso à utilização de capitais alheios por força da incapacidade de gerar recursos financeiros via actividade operacional, é necessário ter em conta os principais sintomas que uma empresa pode apresentar. Uma mudança de política na estrutura de gastos pode ser a solução quando estes (sintomas) são detectados precocemente.

Segundo Breia *et al* (2014:113),

“[o] atraso na identificação dos problemas e conseqüente diagnóstico fica a dever-se, entre outras, às seguintes razões: à tentativa de não culpabilização dos gestores; prémios e remunerações desajustados com a sua forma de cálculo (ignorando muitas vezes o futuro e a sustentabilidade de algumas medidas) e ainda alguma “anestesia” contabilística (excessiva focagem nos resultados globais, tendo as imparidades, participações financeiras e risco muitas vezes uma expressão desajustada).”

---

<sup>8</sup> LOPES, Armanda - Risco de crédito num contexto de crise. ISCAP. Porto. 2013

Segundo Santos (2000:33),

“[a]s empresas não se tornam insolventes de um dia para o outro. É antes um processo lento, durante o qual, credores, investidores e a comunidade financeira recebem directa ou indirectamente indícios de que a empresa experimenta dificuldades financeiras. [...] O trabalho de Fuhr e Dean (1994) é um estudo efectuado pelo organismo norteamericano *Accountants International Group*, põe em evidência a questão do equilíbrio financeiro (de tesouraria) versus rendibilidade (de exploração), ou seja, uma empresa pode ter uma situação financeira aparentemente equilibrada, mas com uma fraca rendibilidade que não lhe permita suportar os encargos financeiros, pode colocar em causa a viabilidade económica do negócio.”

Os primeiros sintomas de que uma empresa pode apresentar dificuldades financeiras prendem-se com a possível obtenção de resultados líquidos elevados mas o nível de disponibilidades não é igualmente elevado. Este factor pode camuflar a situação financeira ao nível de tesouraria, pois dado que sendo objectivo de uma empresa a apresentação de resultados, o foco da administração pode perder-se em relação às disponibilidades financeiras que são essenciais para fazer face aos compromissos correntes de exploração. E nestes casos as soluções imediatas podem passar pela utilização de capital alheio para garantir uma resolução para a cobertura de obrigações. Este é uma forma de contornar as dificuldades financeiras de curto-prazo. Contudo, as dificuldades deste tipo de financiamento começam quando uma empresa acumula um conjunto de empréstimos obtidos que se podem tornar inoportáveis para a estrutura financeira da empresa e a capacidade de libertação de fundos. Nestas situações pode tornar-se necessário o recurso a uma reestruturação financeira no sentido de renegociar prazos de pagamento dos financiamentos obtidos perante os credores, no sentido de permitir uma vantagem temporal para a empresa encontrar soluções. Existem outro tipo de soluções que não são decorrentes da actividade de exploração da empresa, muitas vezes estas estão associadas a operações extra-exploração onde pode decorrer um processo que origine uma grande quantia monetária capaz de cobrir as obrigações no imediato ou reduzir o peso dos gastos financeiros. Exemplo disso foi o caso da venda da participação que a Portugal Telecom detinha sobre a VIVO.

Segundo Breia, *et al* (2014:114),

“Os problemas que podem estar na origem da necessidade de reestruturar podem ser variados, quer nas causas quer na gravidade da situação associada (e consequentes dificuldades associadas à implementação das soluções):

Problemas de tesouraria - pontuais (imprevistos, erros de planeamento ou negociação) ou indicador retardado de problemas mais graves? ;

Problemas de liquidez - efeito conjuntural, planeamento deficiente ou problema estrutural e recorrente? ;

Problemas de solvência - Afectando o equilíbrio financeiro a médio/longo prazo e a sustentabilidade da empresa; consequências de causas externas (perda de mercado, alterações tecnológicas, enquadramento legal) ou sucessivas reduções de capital próprio originado por prejuízos recorrente e importantes?”

Na linha de Santos (2000:21),

“O agravamento das dificuldades das empresas em situação financeira difícil tem-se traduzido na formação de ciclos viciosos (atrasos nos pagamentos a fornecedores, redução do fundo de maneiio, incumprimento das obrigações perante a segurança social, fisco, trabalhadores e sistema bancário), que conduzem as empresas menos preparadas a entrar em processos especiais de recuperação de empresas e falência. Processos que geralmente terminam na falência e liquidação do seu património.”

Para evitar situações que coloquem em causa a sustentabilidade da empresa, é essencial o diagnóstico e o controlo frequente dos vários elementos económico-financeiros. A reestruturação financeira pode ser a solução a vários níveis. Reforçando o que foi dito anteriormente quanto à importância do diagnóstico e tratamento imediato do problema, segundo Santos (2000:22) “as tentativas de recuperação normalmente não têm sucesso por diversas razões: a empresa insolvente só recorre a protecção legal em último caso e, portanto, demasiado tarde; o processo judicial é demasiado lento; a maior parte dos credores é incapaz de participar activamente em qualquer tentativa de recuperação; o código das falências não conseguia atrair profissionais altamente qualificados.”

## 6.2.2 Cash-flow sustentável

Segundo Breia, Mata e Pereira (2014:114), “A modificação dos prazos/maturidades dos empréstimos é uma forma de resolver problemas pontuais de tesouraria ou fundo de maneio. A principal dificuldade consiste em demonstrar aos credores que o *cash-flow* sustentável é adequado para o enquadramento futuro do serviço da dívida. Esta demonstração exige normalmente a capacidade de efectuar reformas estruturais.”

Quanto ao *cash-flow* de financiamento, segundo Breia, *et al.* (2014:177),

“[o]s fluxos de actividades de financiamento respeitam a empréstimos (obtidos ou pagos) mas também aos fluxos financeiros associados ao capital próprio: financiamentos obtidos/liquidados; Capital próprio realizado (inclui prémios de emissão, prestações suplementares e outros instrumentos de capital próprio equiparáveis e exclui, dado não corresponderem a qualquer fluxo de caixa, capital social subscrito mas não realizado ou aumentos de capital social por incorporação de reservas); entrada dos sócios para cobertura de prejuízos; pagamentos de dividendos e ainda pagamentos de juros e gastos similares.”

Quanto ao *cash-flow* associado à área de investimento, os mesmos autores indicam:

“[a]brangem investimentos (incluindo nomeadamente activos fixos tangíveis, intangíveis, investimentos financeiros, financiamentos concedidos a filiais); Desinvestimentos; Subsídios ao investimento e juros, dividendos e outros recebimentos equiparáveis associados aos activos não correntes.”

Este último *cash-flow* encontra-se associado a actividades de médio/longo prazo, como é o exemplo da possibilidade de venda de participações financeiras, sem que estas participações ocorram de uma forma sistemática. Isto é, para que a empresa suporte as suas despesas correntes não é possível a viabilização dessa sustentação através de realizações de activos de médio/longo prazo. A venda da VIVO por parte da PT é um exemplo de uma operação em que se realizou um encaixe bastante significativo, tendo sido, no entanto, uma operação esporádica. Daí em diante, foi necessária a reestruturação da PT e que esta continuasse a focar a sua sustentação na principal actividade. Porém, não havendo operações extra-exploração em causa, tendo uma entidade recorrido a financiamento externo, existe um rácio que permite determinar, com base no *cash-flow* de exploração, o número de anos que têm de decorrer de forma a cobrir o passivo presente a partir dos resultados sustentáveis futuros:

Fig.4 - Período de reembolso

$$\text{Período de reembolso} = \frac{\text{Passivo remunerado}}{\text{Resultados sustentáveis}}$$

Fonte: Próprio adaptado de Breia *et al* (2014:94)

Naturalmente, se uma entidade não conseguir gerar um volume de negócios capaz de pagar as prestações e juros associados aos financiamentos obtidos na quantidade inicialmente prevista, o número de anos para o respectivo reembolso estimado será maior. Quanto maior for o período, mais elevado será o nível de risco financeiro no qual a entidade irá incorrer, podendo levar a um aumento de taxa de juro por imposição da entidade financiadora e comprometendo a capacidade de financiamento futuro da empresa devedora. Como tal, é necessário analisar e determinar quais os problemas de carácter operacional da entidade (caso existam) assim como uma possível renegociação dos prazos de pagamento da dívida.

### 6.2.3 Impactos sobre os resultados e o risco

Toda a estrutura de financiamento é verificada, principalmente, através da componente de capital próprio (se o financiamento for feito de forma interna) e através do passivo (caso este seja feito por via de capitais alheios). Pode haver a necessidade de uma empresa contrair um empréstimo de médio/longo prazo para conseguir cobrir outro, cujo prazo se encontre a vencer.

Segundo Neves (2011:241),

“[o]s recursos financeiros querem-se adequados ao bom funcionamento da empresa. Os recursos financeiros correspondem, no balanço funcional, a movimentos contabilísticos do lado do capital próprio e do passivo tendo implicações no acréscimo do activo. Com isto quer dizer-se que se aumenta por exemplo uma conta de empréstimo bancário para pagar uma prestação de um *leasing*, não há um aumento do activo, pois apenas ocorreu a troca de um recurso financeiro por outro. Pode, no entanto, haver alteração da estrutura dos recursos financeiros, quando se troca recursos de curto prazo por capitais permanentes ou vice-versa.”

Fig.5 - Balanço na perspectiva financeira

Ativo não corrente (Ativo fixo)	Capital próprio
	Passivo não corrente (Passivo m/l prazo)
Ativo corrente (Ativo circulante)	Passivo corrente (Passivo circulante)

Fonte: Neves 2011

Para uma empresa que possua problemas de carácter operacional sendo essas as causas primárias para a obtenção de um resultado líquido negativo, a utilização de capital alheio pode até resolver alguns problemas imediatos como são os casos de pagamentos aos trabalhadores ou obrigações para com fornecedores. No entanto em termos estruturais poderá agravar os resultados líquidos futuros, dado o aumento do peso dos gastos financeiros sobre a mesma. Para solucionar problemas operacionais geradores de fraco nível de resultados, são necessárias medidas de reestruturação operacionais para que a empresa consiga suportar potenciais empréstimos que venham a ser obtidos. Neste sentido, a obtenção de financiamento externo sem que a empresa tenha condições futuras de suporte da cobertura das mesmas obrigações torna-se prejudicial.

Segundo Breia, Mata e Pereira (2014:115) a origem de resultados líquidos negativos pode ser: “[r]esultados operacionais positivos, sendo os prejuízos provocados pelo peso dos gastos financeiros e/ou operações extraordinárias extra-exploração (em geral não recorrentes); resultados operacionais negativos, agravados pelos gastos financeiros.”

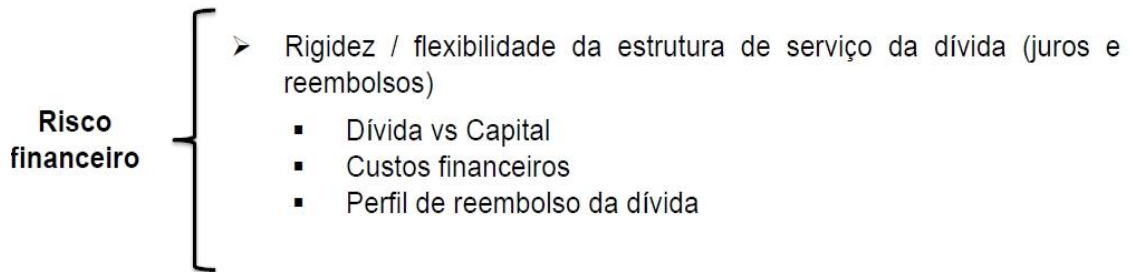
Os primeiros alertas verificam-se através do rácio do grau de alavanca financeiro que avalia o peso que os gastos financeiros têm sobre os resultados antes de impostos no qual é possível verificar o risco financeiro: quanto maior for o seu valor, maior será por sua vez o impacto dos gastos financeiros sobre o resultado antes de imposto e o risco futuro associado a restrições de crédito e/ou subida da taxa de juro.

Segundo Lopes (2013:6),

“[o]s conceitos retorno, incerteza e risco encontram-se presentes nos investimentos no mercado financeiro, pois estão associados ao mapa de *cash-flows*. [...] Incerteza é a imprevisibilidade associada a um resultado futuro de um investimento. Associando

probabilidades de ocorrência aos diferentes cenários de incerteza tem-se a noção de risco.”

Fig.6 - Factores de risco financeiro

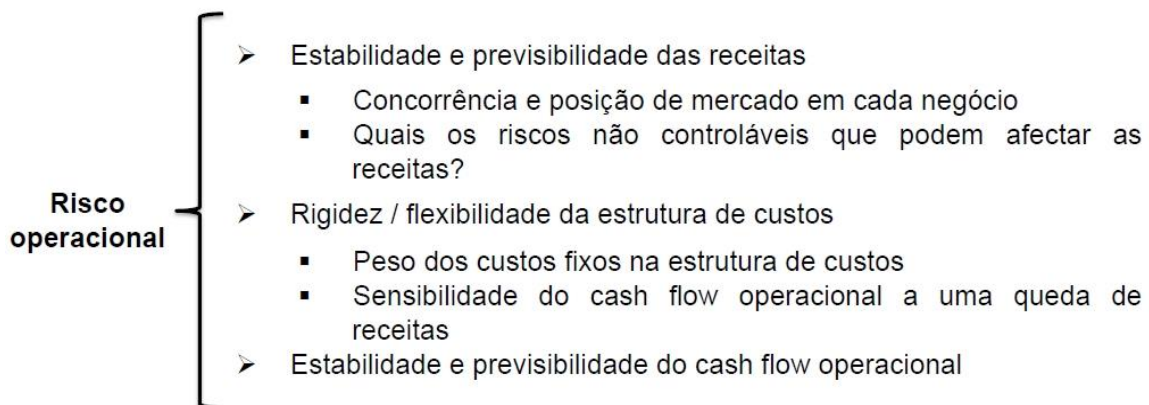


Fonte: Conferência Internacional Liderança e Empreendedorismo Maio 2014

Em algum dos casos de insuficiência de capitais próprios a solução pode passar, segundo Breia *et al* (2014), pela conversão da dívida em capital, aumentando o capital próprio.

No caso de resultados operacionais reduzidos ou mesmo negativos, deve ser efectuada uma reestruturação operacional juntamente com uma reestruturação financeira. Ao nível dos custos de exploração é necessário verificar qual o seu peso sobre os resultados operacionais tendo em conta o elevado risco operacional.

Fig.7 - Factores de risco operacional



Fonte: Conferência Internacional Liderança e Empreendedorismo Maio 2014

Outras medidas poderão ser aplicadas a nível das vendas, como é o caso da exploração de outros mercados, a tentativa de redução dos custos de produção e a procura pela conquista de vantagem competitiva face à concorrência. Contudo, é de salientar que este tipo de soluções terá pouco impacto no resultado líquido, mesmo sendo soluções eficazes, com uma estrutura de gastos estruturais pesada.

Segundo Brandão (1997:19),

“A reorganização das sociedades produz efeitos sobre:

- A flexibilidade nos pagamentos do reembolso de capital e dos juros graças aos períodos de carência e perdões das dívidas;
- A menor complexidade dos contractos medida através do número de dívidas a longo prazo por empresa;
- A concentração do capital, medida pelo número de accionistas;
- Os níveis de endividamento.”

Uma reestruturação dos custos financeiros juntamente (ou não, conforme o caso) com uma reestruturação de gastos fixos permite que a empresa, a médio/longo prazo, atinja o equilíbrio mais rapidamente. O rácio de solvabilidade, como já foi referido anteriormente, indica a capacidade de uma entidade ser capaz de solver o capital advindo de fonte alheia, a partir do seu capital próprio. As principais fontes dessa capacidade advêm fundamentalmente da geração de resultados positivos por parte da empresa, sendo estes provenientes da sua actividade de exploração, da redução de todos os riscos operacionais e financeiros e do aumento da capacidade de suporte para fazer face aos seus compromissos para com os credores. Segundo Nunes (2009:11), “Se a empresa detiver o rácio de solvabilidade com um valor elevado, então mais garantias terão os credores de receber o seu capital e maior poder de negociação terá a empresa para contrair novos financiamentos.” Na linha de Carvalho (2009), “ a solvabilidade representa um dos mais usados/tradicionais indicadores que apreciam o equilíbrio financeiro da empresa e quanto maior for o valor do rácio, menor é o risco dos credores” Carvalho (2009) *apud* Lopes (2013:19).

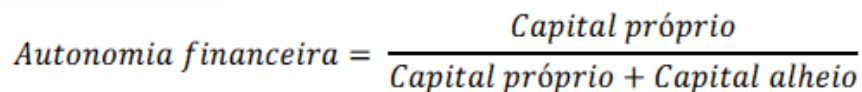
Este indicador evidencia o grau de dependência da empresa em relação aos credores e é também um bom ponto de partida para estes avaliarem o risco de eventuais operações com a empresa. Quanto maior for o seu valor, maior será o nível de independência da empresa face a compromissos financeiros assumidos, dando por sua vez uma maior margem de conforto aos seus credores no que concerne à liquidação das obrigações que a empresa tenha para com estes. Há que salientar que o rácio da solvabilidade pode ser condicionado por diversos factores (como prova o recente caso do Banco Espírito Santo), entre os quais, segundo Breia *et al* (2014:91),

“revalorizações do activo desajustadas da realidade económica e capacidade de geração de resultados futuros; imparidades não adequadas para cobrir as perdas potenciais (clientes, inventários, investimentos); não contabilização de provisões para riscos identificáveis; taxas de depreciação inadequadas face à vida útil dos activos (muitas vezes influenciadas pelos critérios fiscais).”

Para além da actividade de exploração existem outras formas de aumentar o nível de solvabilidade, segundo Encarnação (2009:40) “a empresa pode aumentar o autofinanciamento através de um reforço dos seus capitais próprios (entrada de capital sobre a forma de (i) prestações suplementares; (ii) cobertura de prejuízos; (iii) de aumento de capital) através de uma gestão que permita a redução dos activos circulantes.” No entanto, todo o tipo de aumento de capital próprio que não provenha directamente do ciclo de exploração sustentável promove o equilíbrio financeiro apenas a nível temporário. Existe a garantia de que os níveis de liquidez aumentam, ficando a empresa com capacidade para cobrir as suas obrigações de curto prazo. Porém, se uma entidade não resolver os seus problemas a nível da estrutura de custos (operacionais e/ou financeiros), tornar-se-ão permanentemente necessárias novas entradas de capital de forma a compensar os prejuízos entretanto originados, voltando a sustentabilidade a estar em causa.

No que toca ao equilíbrio financeiro existe outro rácio a ter igualmente em conta, uma vez que traduz a capacidade de suporte por parte da empresa para a obtenção empréstimos a médio e longo prazo suportados pelos capitais próprios, indicando a capacidade de financiamento proveniente dos sócios da própria empresa:

Fig.8 - Autonomia financeira



The image shows a screenshot of a document editor with a light blue header bar containing the text "New Snip Ctrl+N". Below the header, the formula for financial autonomy is displayed in a serif font. The formula is: 
$$\textit{Autonomia financeira} = \frac{\textit{Capital próprio}}{\textit{Capital próprio} + \textit{Capital alheio}}$$

Fonte: Próprio adaptado de Neves (2011)

Segundo Nunes (2009:11),

“[c]arrilho *et al.* referem que o rácio de autonomia financeira é “um indicador de grande importância na análise e na contratação de operações de financiamento”, uma vez que traduz a capacidade que a empresa detém para contrair empréstimos a médio e longo prazo suportados pelos capitais próprios. Uma fraca autonomia financeira torna a empresa dependente de terceiros, aumentando o risco financeiro da mesma.”

Na opinião de Farinha (1995),

“salienta que este rácio representa um dos mais utilizados indicadores sobre o endividamento da empresa, permitindo avaliar em percentagem que activo da empresa se encontra a ser financiado por capitais próprios, e o seu cálculo é obtido pelo quociente do capital próprio (ou situação líquida) e o activo” Farinha (1995) *apud* Lopes (2013:20)<sup>9</sup>

Partindo deste rácio verifica-se que uma entidade ficará menos dependente de capitais alheios quanto maior for o valor da sua autonomia financeira, permitindo que o seu risco de incumprimento seja mais reduzido. No entanto, essa autonomia financeira pode induzir em erro, visto que a existência de capitais próprios não é uma condição necessária e suficiente para que não existam problemas em termos de tesouraria. Poderão existir inventários, clientes, participações financeiras, entre outros - cuja transformação em caixa não seja rapidamente feita -, colocando eventualmente em causa o equilíbrio de tesouraria da empresa e criando uma falsa capacidade de suporte de financiamento externo através de um potencial valor elevado de autonomia financeira. Segundo Breia *et al.* (2014:91) “a existência de capitais próprios de nível razoável, num determinado momento, não é garantia de não existência de problemas de tesouraria; a existência de resultados negativos, maturidades inadequadas dos financiamentos ou vendas com dificuldades de cobrança poderão condicionar a situação financeira causando problemas de tesouraria ou mesmo riscos de insolvência.”

---

<sup>9</sup> LOPES, Armanda - Risco de crédito num contexto de crise. ISCAP. Porto. 2013

### 6.3 Síntese

O recurso à utilização de capitais alheios é uma forma de financiamento pela qual se deve optar após uma análise profunda da estrutura da empresa. É importante que esta compreenda primeiramente o estado da sua estrutura operacional. A obtenção de resultados sustentáveis que se traduzam em *cash-flow* sustentável é um factor essencial para conseguir suportar os encargos associados ao financiamento obtido. Caso tal não ocorra, poder-se-ão perspectivar dificuldades para a empresa, principalmente se a mesma detiver uma estrutura de custos elevada que não permita a obtenção de *cash-flow's* sustentáveis, o que por sua vez fará com que não tenha capacidade para suportar o serviço da dívida.

Numa situação em que ocorram dificuldades no que respeita ao pagamento dos empréstimos obtidos torna-se necessário analisar a situação da empresa por partes. Numa primeira análise, caso a estrutura de custos seja a razão pela qual a empresa não tenha capacidade para cobrir os seus compromissos, são necessárias soluções operacionais como é o caso do *outsourcing* e do *downsizing*. Esta última pode ser aplicada quando, nomeadamente os gastos com o pessoal são elevados face às necessidades da empresa tendo em conta a sua actividade (real ou esperada).

Numa segunda fase, quando os problemas ocorrem ao nível da estrutura financeira, poder-se-á recorrer a processos de negociação de datas de pagamentos, convertendo os financiamentos de curto-prazo em médio/longo e dando, por isso, à empresa tempo para se reorganizar de modo a que obtenha resultados sustentáveis. Estes processos poderão, contudo, tornar os encargos financeiros mais pesados. Outra solução poderá passar por uma conversão da dívida em capital social da empresa. Em qualquer uma destas situações é fundamental a atenção por parte dos responsáveis relativamente aos sintomas que a empresa pode apresentar ao nível da sua saúde financeira, de forma a anteciparem cenários possivelmente prejudiciais, principalmente ao nível dos efeitos sobre a sustentabilidade da empresa a médio/longo prazo.

## 7. Rácios económico-financeiros e a sua importância

De acordo com o que foi já dito relativamente à importância dos rácios económico-financeiros na análise do equilíbrio financeiro e da estrutura operacional, é importante salientar a existência também de rácios que permitem, de certo modo avaliar o risco associado aos gastos dos financiamentos obtidos. Por vezes, uma empresa pode aparentemente apresentar sinais de equilíbrio financeiro ao ser observada apenas a sua posição financeira estática, mas no entanto, os encargos financeiros podem ser de tal ordem elevados que podem comprometer a capacidade da empresa de os cobrir sobretudo em situações de potencial redução do volume de negócio. O GAF é um rácio que permite analisar o risco associado aos encargos financeiros relacionados com os empréstimos obtidos.

Fig.9 - Grau de alavanca financeiro

$$GAF = \frac{RAI}{RO}$$

Fonte: Próprio adaptado de Neves (2011)

Quanto maior for o GAF maior é o risco financeiro que a empresa apresenta, sobretudo em situações de recessão, crise financeira, restrições de crédito ou subida generalizada das taxas de juro. A gestão feita pela empresa deve ter em atenção o recurso ao capital alheio em períodos de recessão económica onde as taxas de juro podem tender a subir. A identificação dos sinais de degradação económica e financeira poderá ser manifestada, relativamente ao peso que os gastos financeiros têm sobre os resultados, levando ao “sufoco” da empresa. Este pode ser mais agravado se a empresa estiver associada a uma espiral de empréstimos sucessivos com os encargos cada vez maiores tornando-se incomportável o cumprimento dos mesmos.

Na linha de Neves (2011:369),

“[a] rendibilidade de capital próprio e dos capitais investidos podem diferir quando parte do investimento é financiada por capitais alheios [...] O modelo aditivo inspira-se no sistema DuPont criado na década de 1930. O conceito básico recolhido pelo sistema DuPont é o de que a rendibilidade pode ser obtida pela margem e pela

rotação. A conjugação deste modelo com a análise de risco constitui um importante instrumento para a compreensão da evolução financeira da empresa.”

Associados a estes conceitos encontra-se o efeito de alavanca de taxa que indica quanto é que uma empresa ganha por cada euro (€) de capital alheio financiado. Este efeito é expresso pelo modelo aditivo:

Fig.10 - Fórmula do modelo aditivo

$$RCP = \left[ ROA + \frac{PT}{CP} \underbrace{(ROA - i)}_{\text{Alavanca de taxa}} \right] (1 - t)$$

Efeito de Alavanca de financeiro

Fonte: Breia (2014)

É de salientar que a rendibilidade do activo (ROA) é um rácio útil quando se pretende analisar a rendibilidade de forma separada das decisões financeiras. A maioria das empresas está interessada em fazer com que seja gerado o maior resultado possível com um mínimo de activos. Este indicador além de ser útil para cálculo da rendibilidade, é importante para a definição da estrutura de capitais ou do endividamento das empresas permitindo aferir se um aumento de endividamento potencia ou amortece a rendibilidade dos capitais próprios de uma empresa. Se o custo do capital alheio for inferior a este rácio, um aumento de dívida melhora a rendibilidade dos capitais próprios da empresa; se for superior, um aumento de endividamento deteriora a rendibilidade dos capitais próprios da empresa, isto é, diminui a sua rendibilidade financeira.

Segundo Brealey e Myers (1996:490):

“[N]em todas as empresas em dificuldades vão à falência. Desde que a empresa possa “esgravatar” dinheiro suficiente para pagar os juros da dívida, pode ser capaz de adiar a falência durante muitos anos. A empresa pode acabar por recuperar, liquidar o seu passivo e, assim, evitar a falência.”

O financiamento escolhido por cada empresa tem que ser bem calculado, quer em função da economia em que essa empresa se encontra inserida, quer em função da saúde financeira em que esta se encontra.

Segundo Brealey e Myers (1996:498), a hierarquia da escolha dos financiamentos passa por, inicialmente e sempre que possível, o primeiro financiamento advir de fundos internos, principalmente do que é reinvestido e que tem origem no lucro. Depois, caso não seja possível a primeira opção, procede-se a emissões de dívida e emissões de ações.

Portanto, esta teoria de Brealey e Myers (1996:500) indica que a empresa deve dar prioridade ao autofinanciamento, sempre que isso seja possível. Deve adaptar os objectivos dos rácios de distribuição de dividendos, às oportunidades de investimento que surjam, tentando ao mesmo tempo evitar mudanças bruscas no processo de distribuição de dividendos. A política de distribuição de dividendos e as flutuações não previstas, quer ao nível da lucratividade quer ao nível das oportunidades de investimento, significam que os fundos internamente gerados pela empresa tanto podem ser superiores às necessidades da empresa como podem ser inferiores. No primeiro caso a empresa tende a amortizar a sua dívida ou efectuar investimentos em activos de médio/longo prazo como por exemplo em participações financeiras noutras empresas. No segundo caso, se o nível de lucratividade for inferior às obrigações da empresa, deve ser utilizado todo o saldo que uma empresa tenha ao nível de tesouraria e tentar gerar mais caixa através da venda de activos de médio/longo prazo obtendo menores rendibilidades efectivas.

Segundo Beaver H. (1966 *apud* Neves 2011:431) “[a] empresa pode ser encarada como um reservatório de activos líquidos, com entradas e saídas de dinheiro. O reservatório serve como segurança contra variações de fluxos. A insolvência da empresa pode ser definida como a probabilidade de o reservatório se esgotar e, nessa altura, a empresa ficará sem condições para pagar obrigações financeiras que se vencem.”<sup>10</sup> Reforçando a teoria de Brealey e Myers que foi descrita anteriormente, no caso de uma empresa optar por um financiamento externo, é necessário analisar o risco e o impacto sobre os rácios de alavanca financeira que esse financiamento juntamente com os seus encargos terá sobre a estrutura financeira de uma empresa. Esta análise é feita a partir de rácios que permitem a um analista financeiro saber se uma empresa tem condições para suportar um financiamento. O rácio de endividamento, que segundo Neves (2012:433), “apura a extensão com que a empresa utiliza capital alheio no financiamento.”. O *Debt to equity ratio* é normalmente o mais utilizado na relação entre passivo e capital próprio, onde é possível verificar o peso que o primeiro tem sobre o segundo. Quanto maior for o valor do financiamento obtido, maior será o passivo total e maior será a dificuldade de a empresa conseguir ter capacidade de se autofinanciar.

---

<sup>10</sup> NEVES, João Carvalho. Análise e Relato Financeiro - Uma visão integrada de gestão. Texto Editores. Lisboa: 978-972-474-326-4-

Trata-se do inverso do rácio de solvabilidade, sendo portanto numa visão distinta mas complementar da estrutura e das relações entre as diferentes origens de fundos.

Fig.11 - Debt to equity ratio

$$\text{Debt to equity ratio} = \frac{\text{Passivo total}}{\text{Capital Próprio}}$$

Fonte: Próprio adaptado de Neves (2011)

O financiamento pode ter um maior ou menor impacto, consoante o desempenho da empresa ao longo dos períodos na obtenção de bons resultados. No entanto, o período de tempo a que corresponde o valor do financiamento no passivo também é importante pois, se for de curto prazo, trará uma pressão acrescida à tesouraria da empresa principalmente se esta não conseguir ter capacidade para cobrir esse financiamento e os encargos associados. O rácio da estrutura de endividamento mede o peso que o passivo de curto prazo tem sobre o passivo total:

Fig.12 - Rácio de estrutura de endividamento

$$\text{Estrutura de envididamento} = \frac{\text{Passivo de curto prazo}}{\text{Passivo total}}$$

Fonte: Próprio adaptado de Neves (2011)

É importante este rácio na medida em que poderá ajudar os responsáveis pela empresa a verificar a necessidade de reestruturar a dívida financeira através da renegociação de prazos, que normalmente traz um maior peso de encargos financeiros associados mas permite à empresa ganhar margem de manobra para arranjar fundos para cobrir a respectiva dívida financeira e eventualmente aplicar medidas de reestruturação.

Outro rácio a ter em conta é referente à da cobertura dos gastos financeiros, que permite relacionar a capacidade da empresa gerar resultados operacionais e a partir destes cobrir os encargos financeiros associados aos empréstimos:

Fig.13 - Rácio de cobertura de custos financeiros

$$\text{Cobertura de custos financeiros} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Custos financeiros}}$$

Fonte: Próprio adaptado de Neves (2011)

Quanto maior for o seu valor, maior capacidade terá a empresa para gerar resultados suficientes a partir da sua actividade para cobrir não só os gastos estruturais desembolsáveis, como também os encargos financeiros. Um rácio que é utilizado para verificar a capacidade de cobertura da dívida financeira no que toca a previsões temporais é o rácio do período de recuperação de dívida, onde se estima em função da capacidade de autofinanciamento o período de tempo (em anos) que a empresa conseguirá, à partida, cobrir a dívida:

Fig.14 - Rácio do período de recuperação de dívida

$$\text{Período de recuperação da dívida} = \frac{\text{Dívida financeira anual}}{\text{EBITDA}}$$

Fonte: Próprio adaptado de Neves (2011)

O conjunto de rácios que foram descritos anteriormente permite analisar a capacidade de uma empresa suportar financiamento proveniente de capital alheio. Após a análise feita sobre estes rácios é possível verificar que qualquer empréstimo obtido terá sempre associado a capacidade de uma empresa a partir (fundamentalmente) da sua actividade de exploração, poder cobrir os encargos/compromissos associados. Caso as coisas não corram como esperado, é possível evitar o “desabamento” da empresa através de processos de reestruturação financeira da dívida, sendo a renegociação de prazos de pagamento uma das possibilidades, tendo potencialmente

como contraparte o aumento da taxa de juro. A cedência de capital social da própria empresa poderá ser outra possibilidade com efeitos mais estáveis/duradouros.

### **7.1 Vantagens e limitações dos rácios**

As vantagens da utilização dos rácios passam, nomeadamente, pela possibilidade de fazer comparações com dados históricos, previsionais ou de mercado, para verificar qual foi a evolução da empresa. A utilização de rácios económico-financeiros para analisar uma empresa permite, além de comparações, tirar ilações sobre um diagnóstico associado à existência presente ou futura de problemas a nível de sustentabilidade financeira, para que os responsáveis pela estratégia da empresa consigam acautelar-se para certos cenários de forma antecipada. No fundo, os rácios são indicadores informativos sobre a situação da posição financeira e do nível de desempenho de uma empresa numa visão presente.

A utilização de rácios económico-financeiros de uma empresa, segundo Neves (2007:132), tem algumas limitações:

“[o]s rácios tratam apenas dados quantitativos. Não têm em consideração factores qualitativos como a ética, a motivação, a qualidade dos gestores, a capacidade dos quadros. As decisões de curto prazo podem afectar profundamente os documentos financeiros e os rácios que lhes estão inerentes. A comparação de rácios entre empresas do mesmo sector, ou com médias do sector, pode ser falseada pelas diferenças das práticas contabilísticas das empresas. Existem algumas liberdades em termos de critérios de amortização, provisão, e valorização das existências bem como de considerações de custo ou investimento, sobretudo nos activos intangíveis.”

As limitações associadas aos rácios passam pela necessidade de quem os analisa, necessitar de ter um nível de conhecimento económico-financeiro razoável para os conseguir compreender interpretando os dados e os resultados que os rácios apresentam, com o intuito de encontrar respostas que os mesmos rácios possam transmitir. Os rácios não podem ser utilizados para efectuar comparações entre empresas que se encontram inseridas em conjunturas económicas diversas pois as perspectivas futuras de uma económica em recessão serão certamente diferentes de uma economia em crescendo ou estabilizada. No caso de empresas que possuem sistemas e políticas de contabilização diferentes, os rácios podem originar distorções aquando de uma comparação. A análise de um rácio por si só é insuficiente para retirar quaisquer ilações, sendo necessárias informações complementares para que não origine conclusões incorrectas.

Segundo Brealey e Myers,

“Não existe nenhum padrão internacional para os rácios financeiros. Vale muito mais um pouco de reflexão e bom senso do que aplicação cega das fórmulas [...] Os rácios financeiros não são uma bola de cristal. São apenas um instrumento prático para resumir um grande número de dados financeiros e comparar o desempenho das empresas. Os rácios ajudam a fazer perguntas certas, mas raramente fornecem as respostas.” Brealey e Myers *apud* Breia<sup>11</sup> *et al* (2014:64)

---

<sup>11</sup> BREIA, Arménio; MATA, Mário; PEREIRA, Vítor - Análise Económica e Financeira - Aspectos Teóricos e Casos Práticos. Rei dos Livros. 2014. ISBN: 978-989-8305-61-9.

## 8. Peso dos gastos estruturais sobre o resultado operacional

De acordo com Brilman (1993:125) existem várias formas de controlo operacional da estrutura de custos, entre as quais:

“A maior parte das vezes é suficiente dar uma vista de olhos numa empresa para saber se tem ou não um excesso de despesas gerais. A variedade das funções inéditas ou pouco habituais, o número de funções diferentes, a complexidade do desenho da estrutura, as múltiplas ligações e o carácter matricial são, do mesmo modo, sinais de estruturas de obstáculo. Simplificar um organigrama é uma operação extremamente dolorosa mas rica em resultados económicos. A simplificação não tem por finalidade criar grandes serviços: os reagrupamentos devem ser acompanhados do abandono de tarefas inúteis (ou que possam ser substituídas pelo avanço tecnológico) e duma redução global dos efectivos (reagrupamento de funções e simplificação do organigrama).”

O controlo do peso desta rubrica sobre o resultado operacional pode ser feito nomeadamente através da informação divulgada na demonstração de resultados, que é um suporte basilar para verificar o risco operacional e financeiro. O risco operacional associado ao peso dos gastos de estrutura pode ser avaliado pelo rácio grau de alavanca operacional. Este rácio procura avaliar, no essencial, o peso relativo que os gastos de estrutura têm sobre os resultados operacionais:

Fig.15 - Grau de alavanca operacional

$$GAO = \frac{MC}{RO}$$

Fonte: Próprio adaptado de Neves (2011)

Quanto maior for o valor, maior tenderá a ser o risco operacional, ou seja, os gastos de estrutura como os gastos com pessoal e fornecimentos e serviços externos têm um grande peso sobre o resultado operacional, provocando uma menor flexibilidade para a empresa reduzir os seus custos, principalmente em cenários de crise económica e financeira. Para além dos gastos estruturais, o risco operacional, estando associado à volatilidade dos resultados operacionais, pode ter outras origens, além da do peso dos gastos com pessoal sobre o RO. Segundo Neves

(2012:416), pode ter diversas causas como “ a recessão/expansão da economia internacional e/ou nacional que afecta todas as empresas ou sector específico, o lançamento de novos produtos (que podem não ser bem sucedidos no mercado), a concorrência, o aparecimento de produtos substitutos, decisões governamentais de controlo de preços dos produtos, das matérias ou da mão-de-obra, greves, acidentes naturais ou provocados (como fogos, inundações).” Este tipo de fenómenos gera um grau de incerteza sobre o RO que cada empresa poderá atingir em dado momento podendo afectar a sua sustentabilidade futura.

É de salientar que o GAO pode ser visto de várias perspectivas, segundo Neves, (2007:199): “constitui uma medida expedita da exposição ao risco económico, pois não é mais do que a sensibilidade do resultado operacional às variações do volume de vendas e é tanto mais elevado quanto mais próximo se encontrar do volume de vendas da empresa.”

Portanto, caso a tendência do volume de negócio seja crescente, o efeito que terá no rácio GAO será favorável para a empresa, partindo do pressuposto que os gastos estruturais se mantêm constantes. Caso haja uma oscilação destes últimos gastos, a análise feita em relação a este rácio já não é tão directa, visto que qualquer aumento dos gastos estruturais pode corresponder a uma diminuição do GAO, dependendo da proporção do aumento do volume de negócios. Cenário diferente é o caso do volume de negócio ter uma tendência decrescente. Partindo do pressuposto que os gastos estruturais se mantêm constantes, o GAO será desfavorável pois perante uma queda do volume de vendas, verificar-se-á uma diminuição mais que proporcional do RO. Nesta última situação o risco operacional pode aumentar, visto que perante uma queda do volume de negócio, o impacto sobre o RO será o da sua redução.

As empresas com grande volume de gastos estruturais normalmente efectuam processos de reestruturação operacional, optando por operações de *downsizing* efectuando despedimentos colectivos e pagando as respectivas indemnizações ou, pela subcontratação (*outsourcing*) para serem efectuados serviços temporários. Para a redução dos respectivos gastos estruturais excessivos segundo Breia *et al* (2014:165) “[d]everão identificar-se os factores críticos face aos objectivos, tendo em conta níveis de materialidade. Numa empresa onde os gastos com pessoal representam 80% ou 90% das vendas (prestação de serviços) é incontornável e óbvio que não é possível operar uma reestruturação sem mexer nessa área. A redução de gastos deverá passar por uma análise de quais as áreas, produtos, departamentos ou clientes geradores de gastos e resultados associados. Deverão ainda ser comparados gastos com soluções via “*outsourcing*”.”

É necessário ter em conta que as empresas precisam de ter certos comportamentos que não ponham em causa a sua estrutura operacional. Segundo Breia *et al* (2014:164), existem três comportamentos que as empresas devem ter por forma a evitar esse tipo de problemas:

- Optar pelo auto financiamento;
- Rever estruturas organizacionais;
- Reequacionar investimentos.

## 9. Outsourcing

Esta prática pode ser utilizada durante um processo de reestruturação e consiste na subcontratação de pessoas para executarem funções que podem estar associadas directamente às actividades principais da empresa ou apenas para a realização de tarefas auxiliares, de forma a prestar apoio às diversas áreas que compõem a estrutura da empresa.

Segundo Feliciano e Roberto (2009:4)

“O *outsourcing* foi moda no princípio dos anos 90 como uma forma de reduzir os custos de IT de um ponto de vista global, mesmo tempo que permitia ganhar competências para melhorar as operações. Contudo, quase 90% das empresas que investiram milhões de dólares em *outsourcing* acabaram por terminar o contrato e trazer a especialização de volta para casa. Essas empresas alegam que conseguem poupar milhões de dólares fazendo o trabalho IT internamente.”

O *outsourcing* passou a ser um processo de conversão de gastos estruturais fixos para gastos variáveis na medida em que permite às empresas obter uma maior flexibilização no que toca à sua estrutura de custos. Porém, é necessário salientar que a opção pelo *outsourcing*, apesar de permitir tal flexibilidade, necessita de uma análise cuidada visto que a função a desempenhar tanto pode ser mais específica ou generalizada em relação à actividade da empresa. No caso das empresas de tecnologias, a opção por esta modalidade de reestruturação pode dar origem a alguns riscos no que toca à vantagem competitiva, podendo traduzir-se na dificuldade de adaptação do *outsourcer* à função a desempenhar.

Segundo McIvor (2013:14)

*“[o]utourcing is a common element of many corporate restructuring efforts. Restructuring often involves focusing on core areas that are critical to competitive advantage, and outsourcing areas that are resource intensive and have little impact on competitive advantage. Back-office functions such as IT, HR, and finance and accounting have become targets for outsourcing as a result of corporate restructuring programmes.”*

Esta última forma de serviço prestado pelo *outsourcing* proporciona uma maior concentração no *core business* de uma empresa e uma maior aptidão para reagir às mudanças em ambiente externo. No entanto, a utilização deste processo pode ser feita com o intuito de encontrar mais-valias relevantes que contribuem directamente para a estratégia da empresa chegando desta forma à vantagem competitiva, nomeadamente pela procura de conhecimento externo. Segundo Loh & Venkatram (1999:16) “ é uma contribuição significativa proveniente do fornecedor externo de recursos humanos e/ou físicos podendo estes estar associados ao todo ou apenas a uma componente específica da organização”.

O *outsourcing* tem sido uma ferramenta de reestruturação que tem vindo a ganhar cada vez mais preponderância nas últimas duas décadas permitindo a evolução na área de actividades *core* e *non-core*, sendo uma prática muito importante na redução de custos e nas operações estratégicas das empresas. Segundo Greaver (1999), é muito difícil para uma empresa conseguir progredir e expandir-se no mercado, mantendo nos seus quadros trabalhadores com estatuto de “efectivo” nas mais diversas áreas. Este cenário promove um acréscimo da rubrica de gastos com pessoal, o fará com que a nível operacional os resultados sejam cada vez mais afectados. Existem factores no mercado que levam cada vez mais as empresas a apostarem em processos de *outsourcing*, não apenas pela poupança de custos estruturais mas também pela busca da inovação, maioritariamente tecnológica, que permita obter vantagem competitiva.

Segundo Grossman e Helpman (2002:135) “*[w]e live in an age of outsourcing. Firms seem to be subcontracting an ever expanding set of activities, ranging from product design to assembly, from research and development to marketing, distribution and after-sales service. Some firms have gone so far as to become “virtual” manufacturers, owning designs for many products but making almost nothing themselves.*”

Contudo, há gestores que defendem a não utilização abusiva do *outsourcing* já que não se deve externalizar processos essenciais à empresa, aumentando o risco de transferência e até a perda do conhecimento e das competências internas associadas à vantagem competitiva. No entanto, efectuando uma análise mais profunda a este processo, verifica-se que mesmo essas actividades

essenciais por vezes são difíceis de serem replicadas devido ao seu grau de complexidade, utilizando-se o *outsourcing* como meio para atingir o fim pretendido.

A razão pela qual uma entidade necessita de *outsourcing* podem passar pela poupança em termos financeiros bem como pela opção de recorrer a serviços de pessoas que sejam especializadas em certas áreas. Contudo, segundo a *Association of Chartered Certified Accountants* (ACCA) (2011:1), as principais razões para a utilização deste processo apresentam-se da seguinte forma:

*“1-It allows the organization to focus on its core, value-adding activities without the distraction of having to run support services. Support services can soak up both management time and financial resources and these would usually be better spent concentrating on where the business can use its resources and competences to gain competitive advantages.*

*2- Cost savings. Usually the organizations to which activities are outsourced specialize in those activities and, therefore, are likely to enjoy economies of scale, whether from the use of machinery or the employment of expertise. There can be additional cost savings if a process is outsourced to a foreign company operating in a cheaper labour area (off-shoring).*

*3- Cost restructuring. For some types of outsourcing such as component manufacturing, there will be lower fixed costs and higher variable costs. If all components are bought in, then these costs are all variable. Had the components been made in-house, there would inevitably have been associated substantial fixed overheads.*

*4- Access to cutting edge expertise and talent. In technically advanced, fast moving industries, it can be difficult for small companies to develop or make use of new processes. Outsourcing to a specialist company can give access to the latest technologies.*

*5- Capacity management. For example, it can be difficult for businesses to deal with variable demand: either they run out of capacity (unhappy customers), or have (expensive) unused capacity. Outsourcing to a large company can mitigate this problem.”*

Os responsáveis pelas empresas devem ter em atenção, quando recorrerem ao *outsourcing*, para verificar quais as áreas funcionais para as quais a empresa necessita de implementar este processo. A matriz de processo estratégico de Harmon permite fazer a filtragem de departamentos que devem ou não ser substituídos pelo *outsourcing*. Segundo Barney (1991), “*A key issue in competitive strategy involves understanding why one firm differs in performance from another. Some*

*firms gain advantage over others because they can conduct certain organizational processes in a superior manner relative to their competitors. Furthermore, the superior performance in the process is considered sustainable where it is extremely difficult for competitors to replicate within a realistic timeframe or cost.” Barney apud McIvor<sup>12</sup>*

Além da redução de custos estruturais, quando uma empresa recorre ao *outsourcing* tem que ter em conta o factor competitividade. A vantagem competitiva é aquilo que algumas empresas procuram atingir e outras procuram manter. Quando se recorre ao *outsourcing* existe sempre a probabilidade de haver falhas, pois apesar de serem especialistas externos a serem contratados para realizar as tarefas exigidas, elementos inerentes à empresa como a dinâmica de grupo e o trabalho em equipa interna podem sair afectados. Determinar qual será a contribuição e o acréscimo para vantagem competitiva, é fundamental para a decisão de implementação do *outsourcing*.

Todas as estruturas implementadas na empresa consideradas como essenciais para a manutenção da vantagem competitiva devem permanecer internamente na empresa, ou seja, dificilmente a vantagem competitiva destes mecanismos seria mantida com a utilização de *outsourcing*. Os mecanismos nucleares para manter a competitividade têm um grande impacto sobre a capacidade de organização de uma empresa através da aptidão para atingir uma posição de custo mais baixo e/ou criar níveis mais elevados de diferenciação face à concorrência. Posto isto, o desempenho superior nestes mecanismos permite a uma empresa oferecer redução de preços sustentados e/ou diferenciar o produto ou serviço. Os mecanismos considerados como não essenciais têm menor impacto sobre a vantagem competitiva de uma empresa, apesar do seu estatuto. Esses têm que ser realizados mas as melhorias que promovem não terão impacto diferenciador para o clientes através do produto ou serviço prestado. O processo de *outsourcing* implica que haja um certo investimento em capital humano para a realização de certas tarefas. No entanto, caso haja no mercado um número limitado de *outsourcers*, o custo apresentar-se-á mais alto mas ainda assim acabará por ser um processo vantajoso dada a flexibilização da estrutura de custos que proporciona à empresa. Aquando da opção pelo *outsourcing*, é necessário ter em conta certas dificuldades como é o caso da avaliação do desempenho e contribuição das tarefas realizadas pelos fornecedores de serviços, o que pode comprometer a relação entre cliente e fornecedor. Caso haja algumas tarefas que não tenham sido desenvolvidas pelo processo de *outsourcing*, será difícil avaliar o impacto no desempenho da mesma e efectuar uma comparação com o desempenho dessa tarefa com trabalhadores internos. Isto corresponde a um ponto fraco do *outsourcing*, ao qual as empresas podem defender-se.

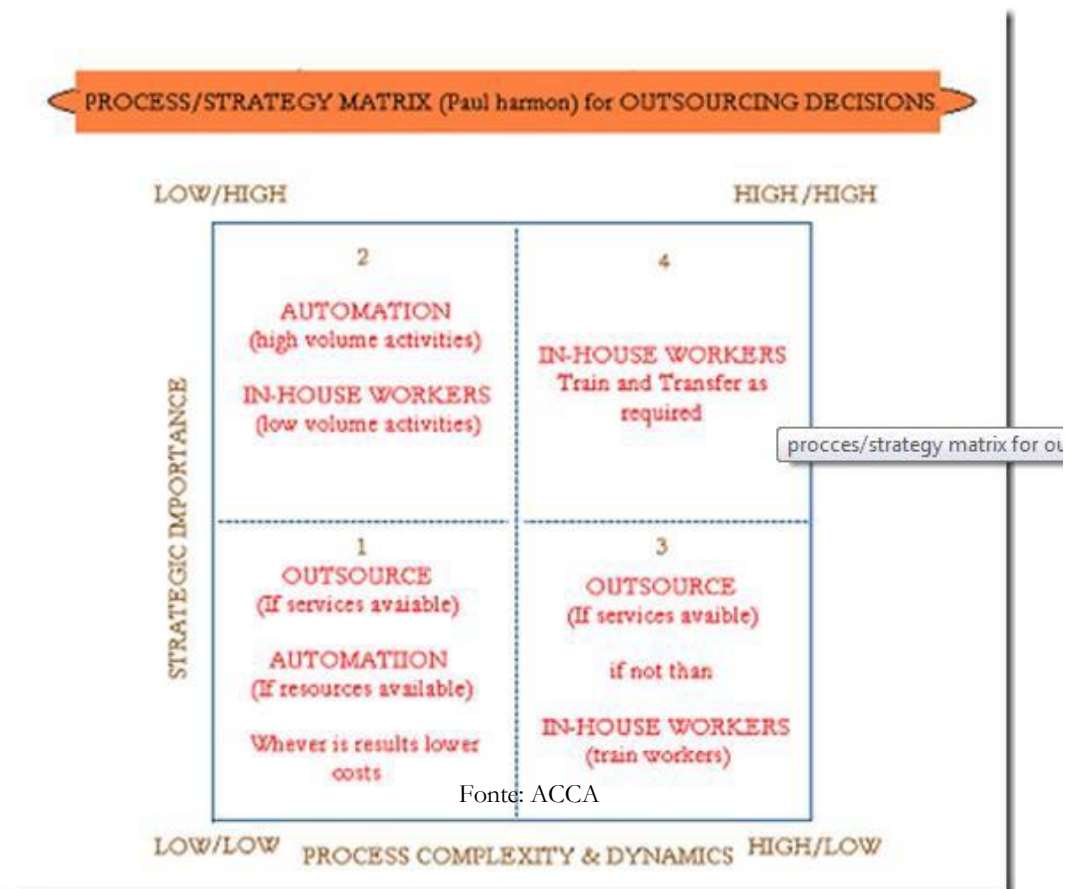
---

<sup>12</sup> MCIVOR, Roan - European Management Journal - What is the right outsourcing strategy for your process?. University of Glasgow. 2008)

Segundo McIvor (2008:28),

*“In an outsourcing situation where there is low level of investment in specific assets and relative certainty in requirements, a short-term contractual arrangement can be adopted. [...] This in turn will reduce the level of uncertainty in the transaction. In addition, it is possible that these more standard outsourced processes share some of the transaction characteristics of a short-term market contract. Another potential strategy for reducing opportunism is transferring the process to a supplier that the sourcing organization already has a relational contracting arrangement with. In fact, the outsourcing of such a process may be part of a wider strategy of the sourcing organization further strengthening a relational contracting arrangement with one of its key suppliers.”*

Fig.16 - Matriz dos processos estratégicos de Harmon



A importância estratégica de um processo e a avaliação do seu impacto na estrutura operacional, segundo Harmon, é feita em função da questão: o que aconteceria se certo processo não estivesse implementado na empresa? É importante verificar se a falta desse processo afecta o objectivo do negócio, principalmente no que toca à qualidade e controlo de custos. Se o seu impacto for grande, significa que esse processo tem uma elevada importância estratégica. Esta também pode ser identificada por reconhecimento dos principais *stakeholders*, através da sua afectação em relação a clientes, accionistas e credores. A outra variável desta matriz é composta por duas componentes: complexidade e dinâmica. A complexidade está associada à dificuldade do processo. É a variável que requer um maior nível de conhecimento, habilitações e experiência para executar a actividade. Alguns processos requerem que haja um nível de conhecimento técnico e participação directa em certos departamentos como é o caso da contabilidade, fiscalidade e finanças ao passo que existem outras actividades que podem ser feitas por qualquer pessoa experiente como é o caso do *marketing*. Maior nível de complexidade implica maior probabilidade de haver erro durante a execução do processo. A dinâmica está associada à mudança que é essencial implementar no processo. Por vezes é necessário haver alterações como a de um motor de busca existente no *website* da empresa e isso requer mudanças nos algoritmos que fazem parte da estrutura do *website*. Nestes casos a dinâmica é avaliada pela capacidade de adaptação à mudança. O crescente dinamismo traduz-se na menor probabilidade da empresa ser ultrapassada pela concorrência no que toca a pesquisas no próprio *website*.

A matriz apresentada na Fig.16 indica sugestões sobre a adequada utilização de *outsourcing* para processos de uma empresa mediante combinações entre importância estratégica e complexidade/dinâmica. É necessário frisar que esta não é uma fórmula universal mas apenas uma matriz que oferece sugestões, aquando da tomada de decisão que fornecerá uma orientação correcta mediante o contexto de determinado negócio.

**Baixo nível estratégico e baixo nível de complexidade/dinâmica:** As actividades podem ser elaboradas por processos de *outsourcing*, porque não comprometem o objectivo do negócio de forma significativa nem apresentam uma elevada capacidade de adaptação à mudança; quaisquer erros que ocorrem não serão prejudiciais no que toca ao objectivo da empresa.

**Baixo nível estratégico e alto nível de complexidade/dinâmica:** Estes tipos de actividades podem ser elaboradas através de processos de *outsourcing*, contudo, não estão associados directamente ao objectivo da empresa, requerendo uma grande capacidade de adaptação

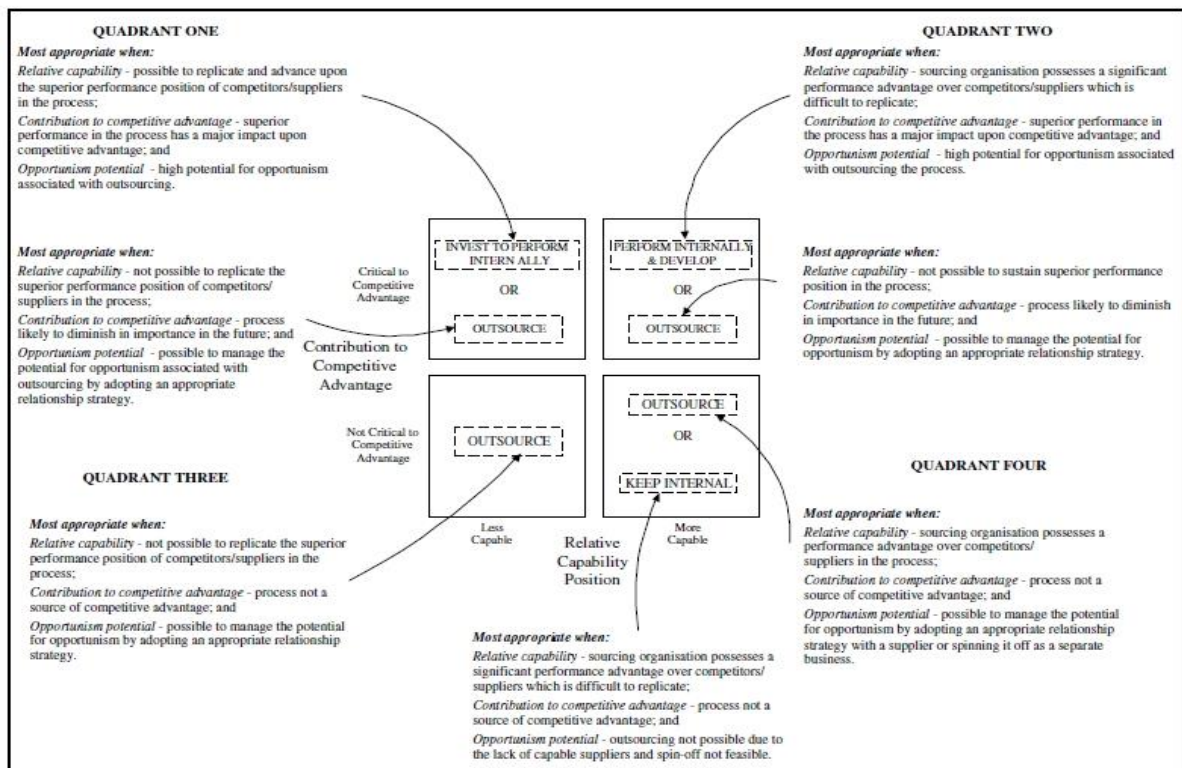
à mudança. No caso de se optar por trabalhadores internos será necessário investimento para formação dos mesmos actualizando o seu *know-how* e desenvolvendo as suas capacidades.

**Alto nível estratégico e baixo nível de complexidade/dinâmica:** As actividades associadas são essenciais para o negócio, tendo em conta o grau de relevância estratégica.

**Alto nível estratégico e alto nível de complexidade/dinâmica:** Estas actividades fazem parte do *core* do negócio da empresa e estão sempre em constante mudança; comumente as pessoas internas à empresa são as que executam as actividades, não sendo feita a utilização de *outsourcing*.

No entanto existe um método para verificar se os processos de uma empresa devem ser aplicados de forma interna ou a partir de fornecedores de serviços, consoante as suas necessidades. Segundo McIvor (2008:27), as variáveis desta matriz são: a vantagem competitiva e a aptidão a par do conhecimento que as equipas de trabalho têm para o desempenho dos processos.

Fig.17 - Modelo de McIvor



Fonte: McIvor (2008)

O propósito principal desta matriz consiste em indicar quais são as necessidades da empresa e se é propício ou não o recurso ao *outsourcing*. O funcionamento dos processos internos essenciais para a vantagem competitiva face à concorrência, tem de estar associado directamente ao produto ou serviço que presta ao cliente, assim como a sua capacidade de diferenciação no mercado. Quanto melhor for a sua performance maior capacidade terá a empresa de atingir elevados patamares de diferenciação da restante concorrência, tendo maior margem para oferecer de forma sustentada, os melhores preços aos clientes. Como tal, é necessária a presença de uma equipa que execute melhor o trabalho que a restante concorrência. Este tipo de processos internos, que têm impacto directo sobre os clientes, corresponde aos processos principais associados ao objectivo da empresa.

Segundo McIvor (2008:26): “Processes that are critical to competitive advantage have a major impact upon the ability of an organization to achieve competitive advantage either through the ability to achieve a lower cost position and/or create higher levels of differentiation than competitors.” Além destes processos principais incrementados numa empresa, também existem aqueles que se podem considerar acessórios, como o caso da contabilidade. Este tipo de processos têm um impacto limitado para a vantagem competitiva da empresa, sem esquecer que, têm de ser realizados para que haja um controlo sobre a mesma. McIvor define algumas situações em que possa haver a existência de dificuldades quando a escolha passa pelo *outsourcing*:

- Existência de um conjunto limitado de “*outsourcers*” capazes de realizar as tarefas pretendidas;
- A incerteza existente quanto ao ambiente externo pode pôr em causa a existência ou a duração do contrato de *outsourcing*;
- A Interdependência entre processos incentiva a necessidade da equipa de *outsourcing* ser mais dependente das restantes equipas internas da empresa, promovendo a resolução para potenciais problemas, de forma conjunta, o que faz com que a ideia da utilização de *outsourcing* aumente o foco das equipas internas, sobre a estratégia da empresa.

No **primeiro quadrante** existem duas possibilidades: a opção pelo investimento interno ou o recurso ao *outsourcing*. Quanto ao interno, a escolha deste tem como intuito corrigir eventuais falhas no desempenho dos respectivos processos que existem no presente. Desta forma o respectivo investimento será tanto maior quanto maior forem essas falhas. Além destas que possam ocorrer, o investimento pode ser efectuado pela razão de não existirem

especialistas suficientes no mercado que tenham competências suficientes para desempenhar tarefas consideradas essenciais e que contribuam directamente para a vantagem competitiva. Ao efectuar uma análise dos processos, poderão ser detectadas algumas falhas que podem influenciar a qualidade e a produtividade incentivando a procura constante pela melhoria. Através do processo de *benchmarking*, que consiste na recolha de informação para avaliar os métodos de trabalho exercidos pelas empresas concorrentes, para retirar os pontos fortes e fracos no sentido de fazer a respectiva aprendizagem e correspondente melhoria contínua, o investimento feito neste processo servirá para verificar onde os erros se encontram e proceder às respectivas correcções. No que toca a reestruturações, verifica-se que o *benchmarking* é uma ferramenta importante quando uma empresa se encontra em dificuldades. Olhando para o passado das outras que tiveram dificuldades semelhantes e que recuperaram, os responsáveis pela empresa ao avaliar a situação da própria podem achar necessário aplicar processos de reestruturação já aplicados por outras empresas, como é o caso da opção pelo *outsourcing*.

Quando internamente se olha para o desempenho dos processos e se verifica que existe um nível obsoleto elevado torna-se difícil optar-se pelo investimento interno que será, certamente, avolumado para efectuar uma melhoria capaz de se igualar ou superiorizar em relação aos processos desempenhados pela concorrência. McIvor defende que a escolha pelo *outsourcing* para funções que se encontram associadas a processos cruciais para a vantagem competitiva é uma opção difícil e que envolve um investimento elevado com o propósito de atingir o melhor desempenho possível. As empresas que utilizam frequentemente o *outsourcing* para a execução de tarefas cuja sua importância é diminuta, com o intuito de focar a sua atenção em processos cujos recursos são mais importantes para a criação de valor no presente e futuro da empresa.

Segundo McIvor (2008:29),

*“[i]n order to address productivity problems, the company considered undertaking a benchmarking exercise in this area with other utilities. However, previous experiences with benchmarking in other areas had revealed inconsistent results due to comparison difficulties such as differences in overhead allocations. Therefore, the company decided that the only means of determining a true measure of productivity in this area was to partially outsource this area through seeking tenders from a number of independent contractors.*

*[...] Partially outsourcing this process allowed the company to improve performance. The company was careful to mix both internal staff and contractor personnel in the same projects, which had the effect of stimulating internal improvement. The lack of internal capacity to refurbish the network meant that the company could bring external contractors with limited employee resistance. Furthermore, this strategy proved to be a flexible way of dealing with internal capacity constraints as the company established short-term contracts with the contractors and therefore reduced the potential for opportunism.”*

No **segundo quadrante** existem dois tipos de abordagens: O desenvolvimento interno, sua melhoria contínua e o recurso ao *outsourcing*. A estratégia descrita neste quadrante está associada à vantagem competitiva que envolve uma aposta nos processos internos bem como na sua capacidade de desenvolvimento e melhoria futura, que por sua vez resulta da detecção de falhas que possam ser encontradas e entretanto corrigidas. Quanto maior for o conhecimento, maior a probabilidade de se obter a inovação para os produtos ou serviços criados, bastando então criar um mecanismo que seja eficaz na distribuição desse conhecimento e partilha de experiências. McIvor defende que todas as capacidades desenvolvidas internamente pela empresa ao longo do tempo constituem uma vantagem competitiva para a empresa e que devem assim ser mantidas, de forma a haver um distanciamento vantajoso que favoreça a empresa. Perante este cenário de investimento interno, o *outsourcing* não tem lugar pois dado o nível de conhecimento criado internamente leva a que existam poucos *outsourcers* capazes de atender às necessidades e de acompanhar o nível de desenvolvimento da empresa.

Segundo McIvor (2008:30):

*“[t]his case relates to the sourcing strategy for a design process with an electronics company. Due to increasing customer demand and a high level of competition in the marketplace, the company had been under considerable pressure to achieve advances in the design of components that were important drivers in product functionality and cost. [...] by divesting its capability in this area, the company believed it would lose an important source of competitive differentiation both currently and in the future. Analysis of its own capabilities in this area relative to its suppliers and competitors revealed that it was marginally more capable than many of its competitors and suppliers. [...] the company had to make a decision on whether to rely more heavily on suppliers or invest in this area in order to build upon its current capabilities.*

*In this instance, the company decided to retain this design process internally and allocate additional resource in order to build upon its current position. By divesting its capability in this area, the company believed it would potentially lose a source of competitive differentiation both currently and in the future.”*

McIvor depreende que uma empresa deve focar-se naquilo que sabe fazer melhor, deixando para os demais a realização de tarefas em que não existe internamente capacidade para atingir o melhor desempenho. O recurso ao *outsourcing* pode ser considerado uma peça para alcançar vantagem competitiva de modo sólido e consistente, delegando conhecimento externo em áreas em que os responsáveis pelas empresas não são tão fortes, dando mais atenção à especialidade da empresa.

O **terceiro quadrante** corresponde à existência de preponderância da recorrência da empresa ao *outsourcing* para funções que não são essenciais para a vantagem estratégica. Quando existem condições em que a concorrência possui uma vantagem competitiva, será necessário que haja um foco maior na diversificação e inovação dos produtos e serviços para ganhar terreno face aos “rivais” de mercado, incentivando uma maior concentração sobre as funções que são consideradas como críticas para a vantagem competitiva, deixando as restantes funções para equipas de *outsourcing*. Na linha de McIvor (2008:30), “*Where the sourcing organization decides to outsource the process, the potential for opportunism from the supplier will influence the nature of the relationship strategy.*”. No caso de funções para as quais uma equipa de *outsourcing* é desejada e que estejam mais associadas aos protocolos da empresa, existindo um conjunto de processos já *standardizados*, é necessário que haja um tipo de colaboração mais próxima junto da equipa de *outsourcing*. Nesse caso já são necessários alguns requisitos específicos no que toca à abordagem ao mercado, contudo a relação empresa/equipa *outsourcing* pode levar a que haja um ajustamento da estrutura operacional da empresa no sentido de prestar o apoio não sendo necessário exigir um conjunto de requisitos maiores.

No **quarto quadrante** a empresa pode optar por uma estratégia envolvendo o recurso a *outsourcing* ou pode manter os mecanismos funcionais de forma interna. Apesar de neste quadrante as equipas de trabalho terem uma grande capacidade experimental e de conhecimento para executarem as suas funções, estas não incutem influência directa sobre a vantagem competitiva e portanto os responsáveis pela empresa devem ter em conta o

peso que acarreta ter uma grande quantidade de trabalhadores internos à empresa e poder considerar a hipótese de optar pelo recurso ao *outsourcing*. O nível de aptidão exigida é elevado, ao contrário do que sucede no quadrante anterior e para que a empresa não seja afectada é necessário manter a exigência sobre o *outsourcer*.

**“Do what you do best and outsource the rest!” - Tom Peters apud Robert Zaher<sup>13</sup>**

Por detrás desta afirmação encontra-se o incentivo no sentido de, cada elemento que compõe uma empresa, ter de ser capaz de prestar à mesma aplicação do seu *know-how*. Desta feita uma empresa que não tenha ninguém a executar funções na área da contabilidade a partir do *outsourcing*, não só essa lacuna é preenchida como existe a possibilidade de ter alguém especialista, única e exclusivamente focado naquela função. Portanto verifica-se que o *outsourcing* é uma importante ferramenta de reestruturação de processos internos à empresa permitindo uma melhoria contínua da eficiência funcional de processos, assim como uma maior flexibilização dos gastos estruturais da empresa.

### **9.1 Características intrínsecas ao outsourcing**

O recurso ao *outsourcing* foi muito influenciado pelo avanço das novas tecnologias que permitem a partilha e divulgação de informação de uma forma cada vez mais instantânea. A necessidade de mais especialização e a existência de infra-estruturas cada vez mais evoluídas permitiram que o *outsourcing* se tornasse cada vez mais eficaz. Na linha de Porter (1990:158), “[q]uem conseguir descobrir uma tecnologia melhor para executar uma actividade do que os seus concorrentes ganham, portanto, vantagem competitiva” Porter *apud* Costa<sup>14</sup>. Para além da tecnologia de informação o *outsourcing* encontra-se associado a um factor fundamental, o *know-how*. O *know-how* é a pedra basilar de um *outsourcer*, pois todo conhecimento relevante aos processos de execução da empresa proveniente do exterior é considerado uma mais-valia. A utilização desse *know-how* permite à empresa desenvolver os seus processos internos no sentido de atingir um grau de diferenciação, inovando e ganhando vantagem em relação aos seus competidores. Por outro lado, se o serviço de *outsourcing* for prestado apenas para a realização de uma tarefa individual fora do âmbito das actividades *core*, o *know-how* também se apresenta com elevada importância, visto que a execução de tarefas auxiliares tem o seu impacto na empresa.

---

<sup>13</sup> ZÄHLER, Robert - Evolution in Sourcing - The move to delivery optimization. 2006

<sup>14</sup> COSTA, Renato - Tecnologia: Um Recurso Estratégico no Processo de Externalizar. Estudos do ISCA. 6ª.Aveiro. 2013.3-5.

É necessário que uma empresa também possua certas capacidades através do seu capital humano para que o *outsourcing* seja eficaz.

- Capacidade de Absorção
- Capacidade de Dinâmica
- Competências Essenciais

Cohen e Levinthal (1990) referem que a capacidade de absorção consiste numa característica que permite com que a empresa consiga perceber o real valor da informação externa proveniente do *outsourcer*, de que forma possa ser rentabilizada, no sentido de ser uma mais-valia no processo de desenvolvimento das operações internas com o intuito de obter o grau de inovação pretendido. A capacidade dinâmica está associada a alterações organizacionais. Segundo Helfat *et al* (2007:4) “capacidade dinâmica é a capacidade de uma organização criar, expandir, ou modificar sua base de recursos configurando o seu modelo de negócios para capturar novas oportunidades de mercado de acordo com a mudança do ambiente de competição.” Quando o processo de *outsourcing* é solicitado por uma empresa, por vezes, é necessário proceder a alterações que levem a cabo melhorar o modo de transmissão de conhecimento para que seja possível a capitalização dos recursos. Por fim temos as competências essenciais, estão associadas à actividade da empresa com base nos seus recursos. É esta competência que permite que a empresa atinja patamares de inovação nos seus produtos e serviços prestados de modo a obter novas oportunidades de negócio e exploração de novos mercados. Num mercado em constante mudança é necessário as empresas conseguirem adaptar-se da melhor forma, sendo o ritmo de surgimento dessas mudanças demasiado elevado, o que acaba por tornar difícil essa adaptação. A opção pelo *outsourcing* confere também à empresa a entrada de informação actualizada com uma base organizacional sólida, construída com o foco na transferência de conhecimento, permitindo assim uma adaptação mais rápida e eficaz.

## 9.2 Tipos de outsourcing

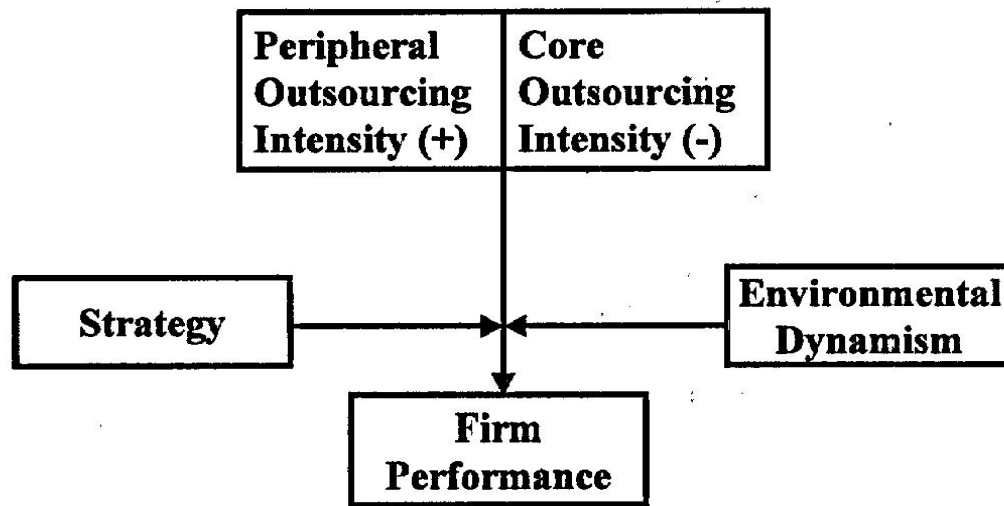
Recorrendo a Gilley e Rasheed (2000) existem dois tipos de *outsourcing*: o periférico e o *core*. O *outsourcing* periférico engloba as actividades *non-core* que não têm grande influência directa na estratégia da empresa normalmente é utilizado para tarefas de curto-prazo ao passo que o segundo consiste num processo de *outsourcing* relacionado com a actividade *core* da empresa tendo maior impacto a longo prazo. Segundo Gilley e Rasheed (2000:767): “*What constitutes a core or peripheral activity is essentially a judgment by each individual firm, based on what it considers as its core competency and the strategy it intends to pursue.*” Estes dois autores defendem que o conceito do *outsourcing* não é unidimensional e que existem dois pontos de vista sobre este processo: *outsourcing* em Largura e o *outsourcing* Profundo. Representam um conjunto de actividades que podem ser exercidas mediante o tipo de política de externalização de funções que a empresa tenha, que pode variar bastante de empresa para empresa.

Gilley e Rasheed efectuaram um estudo relacionado com efeitos que o *outsourcing* tem sobre o desempenho da empresa. Neste estudo o *outsourcing* em Largura e o Profundo juntaram-se combinaram-se num só tipo devido ao facto do grau de dependência das empresas pelo *outsourcing* não poder ser medido em função do número de actividades externalizadas, tendo em conta que existem actividades mais e menos *core*. Gilley e Rasheed (2000:768): “*Only when a firm’s breadth and depth of outsourcing are combined does an accurate picture of the firm’s reliance on outsourcing emerge*” A combinação do *outsourcing* em Largura com o Profundo origina o *outsourcing* intensivo.

As melhorias do desempenho de uma empresa que podem estar associadas a um cuidadoso planeamento estratégico, tendo como base o recurso ao *outsourcing*, têm de ter subjacente, na gestão da empresa as competências e recursos necessários para que a estratégia da mesma seja feita de modo sustentável. A empresa apesar de recorrer ao *outsourcing* para inúmeras tarefas deve proceder a um investimento contínuo nessas mesmas competências e recursos da sua actividade principal, deixando as demais actividades para o *outsourcing*. Segundo Peteraf (1993), as competências *core* de uma empresa são as que dão origem às bases e direcção necessárias para originar o crescimento da mesma. No que toca aos recursos, são estes que permitem às empresas atingir elevados graus de inovação que os principais rivais não conseguem obter gerando a vantagem competitiva através do desenvolvimento desses mesmos recursos e métodos que são difíceis de imitar, raros e de difícil substituição. Associado a esses recursos encontra-se inevitavelmente o factor conhecimento que pode ser depreciado com o passar do tempo se não for renovado. Uma hipótese para combater esse facto é

a possibilidade de uma empresa recorrer ao mercado de fornecedores para gerar novo conhecimento na sua estrutura, aumentando as hipóteses de manter a vantagem competitiva. O recurso ao *outsourcing* acarreta em si potenciais vantagens e desvantagens, permitindo por um lado uma redução de custos e um aumento de foco dos seus próprios recursos nas suas actividades principais. De outro modo se os *outsourcers* aos quais uma empresa recorre, possuem um grau de conhecimento gerador de pouca vantagem no que toca à inovação, certamente o valor acrescido para o nível competitivo será limitado. Posto isto, Gilles e Rasheed durante o seu estudo resolveram partir do pressuposto de que o desempenho de uma empresa é influenciado pelos processos de *outsourcing* periférico e *core* por uma única via, devido às incertezas associadas aos níveis de *outsourcing* intensivo que as desvantagens acarretam. Na figura 18 verifica-se então que os efeitos do *outsourcing* Intensivo Periférico e *Core* influenciam o desempenho da empresa e por sua vez, esta relação é influenciada pela estratégia e pela dinâmica existente no ambiente externo. Começando então por partes, no que toca ao *outsourcing* periférico definido anteriormente, este está associado a actividades *non-core* e este estudo indica que a sua influência no desempenho da empresa é positivo. Este manifesta-se de três formas: a redução da realização de tarefas internas permite com que os recursos da empresa se concentrem nas actividades que sabem fazer melhor, por consequência, esse foco nas actividades *core* permite que a empresa atinja patamares de inovação que a levam a atingir vantagem competitiva e a ter uma maior agilidade no que toca à dinâmica do ambiente externo. Em segundo lugar, quando é aplicado o *outsourcing* periférico, permite que as actividades *non-core* aumentem a sua qualidade pois são pessoas especializadas nas respectivas áreas, como é o caso da contabilidade, que executam as tarefas. O número restrito de funções a serem executadas pelas organizações de *outsourcing* permitem que a atenção direccionada para a tarefa a ser executada seja maior, aumentando a sua qualidade. Por fim, ao efectuar-se este processo os custos estruturais da empresa tendem a diminuir melhorando os resultados operacionais de forma global. Desta forma, a empresa que recorre ao *outsourcing* periférico tem maiores probabilidades de atingir melhores resultados do que uma empresa que não externaliza os seus processos *non-core*. Em suma, verifica-se que os efeitos que o *outsourcing* periférico intensivo tem sobre o desempenho de uma empresa, são positivos.

Fig.18 - Esquema de Gilley e Rasheed - *outsourcing* com o desempenho da empresa



Fonte: Gilley e Rasheed (2000)

Por outro lado o desempenho das empresas pode também ser influenciado pela intensidade com que o *outsourcing core* afecta a realização de tarefas relacionadas mais directamente com a actividade da empresa. Kotabe (1990) e Teece (1987) defendem que este tipo de externalização tem um impacto negativo sobre o nível de inovação, podendo conduzir a um decréscimo dos níveis de desempenho pondo em causa a vantagem competitiva. No entanto, Gilley e Rasheed acrescentam ainda que a transferência intensiva de conhecimento especializado para as actividades próximas do *core business* podem colocar em perigo o desempenho futuro da empresa. Perante este cenário, destaca-se a importância das empresas em manterem de forma interna a execução de actividades próximas do *core business*, pois no caso de recorrerem ao *outsourcing core* de modo intensivo, poderá causar perturbações no desempenho da empresa. Em suma, os efeitos do *outsourcing core* de modo intensivo nem sempre são positivos.

No que toca à relação entre o *outsourcing* intensivo, o desempenho pode gerar uma onda de incertezas quanto à estratégia a adoptar pela empresa. Quando a mesma opta pela utilização do *outsourcing* periférico é certo que o efeito que este tem sobre os custos estruturais é o de reduzir o seu peso sobre a estrutura de gastos da empresa. Contudo, existe um outro ponto de vista quando se opta pelo *outsourcing*, nomeadamente no que toca à melhoria do foco sobre o *core-business*. A utilização do periférico não garante automaticamente que haja tal melhoria; apenas dá uma maior margem para a empresa obter teoricamente melhores resultados operacionais.

Quando a empresa externaliza funções *non-core*, tem maior capacidade de foco sobre a actividade, que pode ser manifestada por uma melhoria do seu desempenho. No entanto, este efeito positivo do *outsourcing* periférico que se encontra na fig.18 pode ser reduzido a partir de uma diferenciação estratégica. A mesma apesar de permitir que haja uma maior incidência sobre as actividades principais e a respectiva redução de custos estruturais, sempre que ocorre uma diferenciação o impacto sobre essa redução tende a ser cada vez menor. Esta diferenciação está associada o aumento dos custos variáveis inerentes à produção ou serviços prestados, dos quais este tipo de *outsourcing* tem pouco ou nenhum impacto. Daí é possível concluir que pelo facto de existir uma diferenciação estratégica, o efeito que o *outsourcing* periférico tem sobre a performance da empresa será menor. Quanto ao *outsourcing core* o cenário torna-se diferente, já que empresas que utilizam este tipo de *outsourcing* encontram-se em panoramas de mudança estratégica, apresentando níveis baixos de performance, sendo que os efeitos negativos afectam tanto os custos estruturais como nos custos variáveis. Para os custos fixos, as desvantagens do *outsourcing core* são compensadas de forma parcial pela melhoria dos custos de competitivos, resultantes da constante procura por preços baixos provenientes de cada actividade principal. Posto isto, uma política de custos competitivos leva a uma redução dos efeitos negativos (ou um aumento dos efeitos positivos) do *outsourcing Core* no desempenho de uma empresa.

Por fim, no que toca à Dinâmica do ambiente externo, também existe a produção de efeitos sobre a relação entre os tipos de *outsourcing* intensivos e no nível de desempenho da empresa. O ambiente externo consiste numa barreira ao qual as empresas têm que ser capazes de se adaptar tendo em conta o seu grau de incerteza que lhe esta incutido; no que toca ao *outsourcing* intensivo os efeitos manifestados sobre as empresas pode ser diferente para cada tipo. Os efeitos que o *outsourcing* tem sobre o desempenho de uma empresa são directamente proporcionais à dinâmica que o ambiente externo impõe. Ao recorrer-se ao *outsourcing* periférico e *core* para a execução de certas actividades num ambiente onde existem mudanças (entre as quais enquadra-se os avanços tecnológicos), as empresas fornecedoras podem tirar partido dessas mesmas mudanças adquirindo equipamento que possa ser útil para uma prestação de serviço eficiente e eficaz, e ainda aproveitar para explorar sempre que possível uma potencial redução de custos. Daí o dinamismo que existe em ambiente externo poder beneficiar o *outsourcing* quando, consequentemente gera efeitos positivos sobre as empresas clientes, promovendo a melhoria do seu desempenho. No que toca a ambientes estáveis, os efeitos positivos do *outsourcing* intensivo tendem a decrescer, devido principalmente a duas ordens de razão:

A primeira está relacionada com as vantagens associadas aos recursos tecnológicos que cada fornecedor possui, uma empresa facilmente pode optar pelo fornecedor que tem melhores recursos para satisfazer as suas necessidades.

Num ambiente estático os avanços tecnológicos não existem com tanta frequência como num ambiente dinâmico e por consequência não trazem benefícios para o desempenho das empresas principalmente no que toca às áreas de produção e serviços. O segundo está associado à dificuldade das empresas inseridas em ambientes estáticos resistirem à externalização relacionada com a transferência de conhecimento. Por um lado a troca de conhecimento é positiva podendo elevar os níveis de inovação, contudo essa troca pode dar margem para que se dê a perda da “receita chave” que está associada à vantagem competitiva. Em suma verifica-se que em cenários onde existe um ambiente dinâmico o efeito do *outsourcing* intensivo sobre o desempenho de uma empresa tende a ser positivo, podendo ser vantajoso no que toca à redução de custos. Em cenários de ambiente estático, os efeitos positivos tendem a decrescer e os custos tendem a aumentar.

### 9.3 Vantagens e desvantagens

A utilização deste processo para uma organização tem intrínsecas vantagens que são traduzidas através de benefícios a nível económico nomeadamente a redução de custos operacionais. A nível do desempenho quando é utilizado o *expertise* juntamente com um conjunto de *skills* associadas aos *outsourcers*, no sentido de transmitir conhecimento à estrutura operacional com o intuito de promover a inovação (produção de produtos e serviços elevando os patamares de inovação da empresa) permite que haja um nível elevado de flexibilização de uma organização.

Segundo Duarte (2009),

“Existe, portanto, uma grande flexibilidade de opções quanto ao *outsourcing* que cada empresa pode fazer nos seus sectores de actividade. Mas seja qual for a opção, as vantagens são sempre as mesmas: menores custos de gestão, uma organização mais leves e flexível, a concentração dessa organização nas actividades que lhe são nucleares, maior eficácia na sua realização. Ceder actividades não nucleares em regime de *outsourcing* é, assim, parte do reforço da capacidade de gestão de cada

organização, reduzindo custos, permitindo a sua concentração naquilo que sabe fazer melhor e onde cria valor.” Duarte *apud* Pereira<sup>15</sup>

O *outsourcing* permite que haja uma sensibilização da empresa para a contratação ou dispensa de trabalhadores mediante o nível de produção corrente. No fundo, o grande benefício associado a este processo está na redução de investimento fixo tornando-se apenas necessário quando existem alturas em que a actividade em geral tende a aumentar. Em cenários de crise económica esta última vantagem torna-se de grande importância. A flexibilização de custos estruturais é bastante importante dada a potencial redução do volume de negócios, custos esses tais como a electricidade, água, telefone, rendas e salários associados a trabalhadores efectivos, que podem ser convertidos de custos estruturais para variáveis. O peso que estes custos têm sobre o resultado operacional é de vital importância dado que quanto menor for o volume de negócios (mantendo os custos estruturais), menor será o resultado operacional. Esta conversão de custos permite que os custos estruturais se tornem variáveis sendo vantajoso dada as potenciais alterações do volume de negócios no caso de ser decrescente, os custos podem acompanhar essa tendência, reduzindo o impacto negativo sobre os resultados operacionais. Para McIvor (2013:17) “*Vendors may take on investment and development costs while sharing these risks among many clients, thereby reducing vendor costs for all clients. [...] Furthermore, by gradually outsourcing processes the client can reduce risks by converting its fixed costs into variable costs.*”

Para Silva (2006:15) outras vantagens associadas ao recurso ao *outsourcing* passam por:

- Gestão de Resultados;
- Foco no negócio - mais receitas, menos custos, mais flexibilidade;
- Inovação contínua e alinhamento da tecnologia para melhoria do negócio;
- Contratação de capacidade e resultados;
- Melhor rentabilização de recursos;
- Custo de oportunidade relativo ao utilizador considerado muito importante.

Todos os esforços são feitos tendo com foco principal a actividade da empresa. Neste sentido, tanto o *outsourcing* estratégico (*core*) como o periférico prestam uma grande vantagem a quem os requisita. Este nível de focalização naquilo em que a empresa está mais apta a fazer, melhora significativamente a qualidade do serviço prestado.

<sup>15</sup> PEREIRA, Vânia - Vantagens e/ou Desvantagens do Outsourcing de Testes Aplicacionais para o Cliente. Lisboa: ISCTE, 2010

Segundo McIvor (2013:18), “*This (outsourcing process) involves focusing resource on internal processes that create value and allow the client to enhance its competitive position. Specialisation through outsourcing can allow an organisation to concentrate on areas of the business that drive competitive advantage and outsource peripheral processes enabling it to leverage the specialist skills of vendors.*” O nível de competitividade das empresas clientes tende a aumentar pois com o foco sobre o *core business*, o *outsourcer* pode fornecer recursos rapidamente, proporcionando aos gestores a possibilidade de aquisição de novos sistemas de gestão ou de suporte à actividade de negócio, de uma forma que não é possível numa unidade interna. Em termos de qualidade e eficácia, a empresa de *outsourcing* normalmente possui tecnologia e processos, prestando à empresa cliente um nível de eficiência e qualidade no trabalho muito superior do que um departamento interno. A melhoria dos processos de negócio também conduz a uma vantagem do *outsourcing* visto que os projectos elaborados pelos *outsourcers* em geral são controlados e projectados, incentivando propostas formais de investimento em tecnologias.

Contudo, este processo está sujeito a desvantagens que se encontram associadas a riscos que podem ocorrer aquando da prestação do serviço de *outsourcing*. Segundo Pereira (2010:24), os riscos associados ao *outsourcing* são:

- Possibilidade de o subcontratado se revelar mais ineficaz e ineficiente do que o subcontratante;
- A inexperiência do *outsourcer*;
- Incerteza quanto à evolução do negócio;
- Risco de surgirem, num futuro próximo, subcontratados mais eficientes e com maior diversidade de soluções;
- Risco de surgirem melhores alternativas em relação ao desempenho das actividades;
- Risco de a organização se encontrar numa situação fragilizada e sem competências internas para se adaptar à mudança;
- Perigo de a subcontratação se traduzir no aparecimento de mais um interlocutor a dificultar a comunicação e a gerar conflitos entre as várias partes envolvidas;
- Eventual ocorrência de custos ocultos;
- Tendência em considerar o *outsourcing* como um fim e uma solução definitiva, em vez de um meio de concentração de recursos em áreas vitais.

Quanto maiores forem os riscos e incertezas associados ao processo de externalização de tarefas, maior será o receio das empresas. Desta forma os processos serão executados de forma interna. É necessário que uma empresa antes de recorrer a este processo mesure todos os riscos e tente prever quais os potenciais impactos que um serviço de *outsourcing* possa a vir a ter internamente. Quando uma empresa cede a realização de tarefas a um fornecedor perde de certo modo, o controlo sobre as mesmas. É necessário que haja um nível de confiança, fiabilidade e viabilidade no fornecedor e que a empresa cliente assegure uma contrapartida por parte da empresa fornecedora para os casos em que ocorra o insucesso da realização das tarefas, pois a qualidade do serviço, *know-how* e elementos confidenciais podem estar em causa. Antes de se proceder à externalização de um processo é natural que uma empresa tenha algum receio de colocar nas mãos de um fornecedor o realização de determinados procedimentos. Portanto é imperioso que haja uma consciencialização das empresas no que toca ao conhecimento das necessidades processuais que carecem de ser externalizadas, assim como do tipo de fornecedor de *outsourcing* que precisa de estabelecer as condições para a prestação de serviços.

Segundo Costa (2013:5),

“é pertinente vincar a importância fulcral da existência de um contrato formal, bem como a importância da respectiva negociação abranger todas as situações relevantes, de que se destacam: os seus termos e condições, as penalidades por desempenho deficiente, a definição detalhada de planos de transição, a adaptação a alterações do volume ou requisitos, o calendário relativo à sua implementação, as condições de pagamento em termos de valores e prazos, as condições de rescisão do contrato, o nível qualitativo do serviço pretendido, a identificação com rigor das áreas que devem ser alvo de *outsourcing*.” Costa(2013:5) *apud* (Rothery e Robertson, 1995: 225).”

Segundo Pereira (2010), o risco transaccional está associado a todas as mudanças que são implementadas aquando da relação entre cliente e fornecedor é estabelecida. Por vezes a interacção entre o processo *core* e o serviço de *outsourcing* está sujeito a algum atrito visto que os colaboradores da empresa podem bloquear o desenvolvimento dos novos processos devido à falta de compreensão dos benefícios que o *outsourcing* traz.

Quanto ao risco técnico segundo Paredes (2007:47), este risco técnico “é denominado pela literatura por “*Shirking*” e representa o sub-desempenho de tarefas que são difíceis de medir e

devido a este facto são difíceis de detectar, pelo que são pagas como se fossem realizadas com elevado desempenho.” A utilização de *outsourcing* pode originar um conflito entre quem executa e quem verifica a qualidade do produto final, neste caso a empresa.

#### **9.4 Variáveis controladoras de desempenho**

Após o recurso ao *outsourcing* é necessário analisar o desempenho da empresa. Como já foi dito, o impacto que este processo tem ocorre ao nível dos gastos estruturais que são convertidos em gastos variáveis. Dada a existência de alterações que possam afectar o ambiente externo originando flutuações do volume de negócios, torna-se difícil fazer uma análise concreta sobre o desempenho da empresa mediante este processo de reestruturação. Partindo do pressuposto que existe uma diminuição do volume de negócios, com a utilização de colaboradores provenientes de prestações de serviço de *outsourcing*, existirá maior evidência da maior flexibilidade da empresa. Portanto, caso os restantes custos estruturais se mantenham constantes existe um menor impacto negativo sobre o resultado operacional. Contudo, caso o volume de negócios aumente, o impacto positivo que ocorre no resultado operacional tem a mesma proporção, partindo do pressuposto de que os restantes custos estruturais mantêm-se constantes. Perante esta situação pode ser feita uma análise quanto à relação entre o risco operacional e o recurso a serviços de *outsourcing*. Quanto menor for o impacto que os gastos com pessoal tiverem sobre os resultados operacionais, menor será o risco operacional, partindo do mesmo pressuposto quanto aos restantes custos estruturais, pois apenas esta rubrica por vezes cria uma sobrecarga desnecessária na empresa quando a actividade não é tão grande. Segundo Breia *et al* (2014:163) relativamente ao processo de redução de custos estruturais, “[p]ara proceder à selecção das prioridades, para além da materialidade e consequente impacto em resultados, é fundamental avaliar a evolução histórica e comparar os melhores concorrentes.” Nesta medida é importante tentar prever a situação futura da empresa no que toca à sua actividade, por forma a confirmar a necessidade de ter uma estrutura pesada de gastos com pessoal assim como a possível necessidade do recurso ao *outsourcing*.

#### **9.5 Síntese**

O *outsourcing* consiste num mecanismo de reestruturação operacional e/ou estratégico de uma empresa. As empresas olham actualmente para o *outsourcing* como uma forma de transformar os custos fixos em variáveis, levando a uma mudança, que deve ser vista como uma oportunidade de obter melhores resultados de carácter operacional a partir de recursos externos com um elevado *know-how* especializado para a tarefa a desempenhar.

A utilização deste processo para efeitos estratégicos é um recurso útil para a obtenção de vantagem competitiva. O conhecimento proveniente do exterior que seja adicional para a empresa, permite que a mesma atinja a diferenciação no mercado. No entanto é necessário que uma empresa se acautele aquando da opção por este processo, visto que possui riscos inerentes, que envolvem uma mudança interna que pode nem sempre originar resultados desejáveis. É necessário verificar primeiro qual o tipo de *outsourcing* que a empresa necessita em dado momento, através dos métodos de McIvor e Harmon onde se verifica as necessidades empresa deve prosseguir com a sua actividade a partir dos seus recursos internos ou não, ou se necessita ou não de recursos externos para a realização de tarefas *non-core*. Existe uma necessidade de relacionar o *outsourcing* juntamente com o desempenho da empresa e com a sua estratégia, e portanto é essencial verificar o tipo de *outsourcing* que é necessário encontrar para a empresa bem como a sua qualidade de serviço prestado, pois os motivos pelo que levam ao recurso deste processo de reestruturação estão frequentemente ligados a medidas de redução de custos e desempenho. Contudo, as empresas devem proceder a sua actividade dando prioridade à utilização de pessoal interino quanto a tarefas *core* (de forma a proteger a replicação de processos) a não ser que se dê o caso da busca por novo conhecimento para elevar o patamar de inovação, com vista à obtenção de a vantagem competitiva. No que toca às tarefas *non-core*, devem ser, externalizadas (sempre que possível) para que os seus recursos estratégicos aumentem o seu foco na actividade e potencializem a empresa. A negociação entre a empresa e o *outsourcer* deve ter em conta o plano de actuação do *outsourcing* que pode ser executado com sucesso ou insucesso. Em qualquer dos casos a empresa cliente deve acautelar-se contratualmente. A união entre a empresa cliente e o *outsourcer* deverá ser gerida em função do projecto ou das tarefas a desempenhar assim como da estratégia definida pelos líderes e gestores. A utilização do *outsourcing* operacional permite que a empresa utilize os seus recursos numa forma mais concentrada para atingir os objectivos estratégicos, assim como a possibilidade de economizar tempo e recursos, deixando as tarefas *non-core* associadas à monitorização e controlo para que a equipa externa realize. No entanto, o *outsourcing* estratégico visa complementar e/ou reforçar rumos estratégicos que uma empresa possa necessitar com base numa visão externa e com conhecimentos que sejam valorizadores. O processo de *outsourcing* deverá ser utilizado cada vez mais pelas empresas em todo o mundo, pois as mesmas procuram reduzir a margem de custos estruturais de forma a obter um maior valor no seu resultado ao nível operacional.

Assim, as mesmas terão uma maior margem para crescer. À medida que este processo se torna mais aceite e as oportunidades de externalização de processos se expandem o processo de *outsourcing* será cada vez mais uma ferramenta indispensável para as empresas que servirá para resolver os problemas estratégicos a longo prazo e os problemas operacionais a curto prazo.

## 10. Downsizing

Existem diversas formas do *downsizing* ser procedido, através de reduções de participações financeiras e desinvestimentos bem como a redução de custos estruturais via gastos com pessoal. Neste capítulo pretende-se explorar o impacto que a redução dos gastos com pessoal tem na empresa sob forma de reestruturação operacional. As empresas possuem nos seus quadros funcionários sem os quais a sua actividade não se desenvolveria. No entanto, o número ideal de funcionários para uma empresa é sempre uma questão subjectiva visto que depende do tipo de actividade em causa, do número de departamentos, se pretende ou não realizar certos procedimentos de forma interna ignorando a possibilidade de subcontratação (*outsourcing*). As empresas que suportam grandes quadros com pessoal têm implicitamente um peso maior de gastos estruturais sobre os seus resultados operacionais. No entanto, em cenários em que a actividade da empresa se encontra a decrescer, implicando uma redução no volume de vendas, a capacidade de suportar esses gastos estruturais (nomeadamente os salários) vai sendo menor e é necessário a tomada de medidas de ajuste a uma nova realidade. Perante esta situação, um processo de reestruturação como o *downsizing* irá implicar uma redução da carga salarial para que seja possível aliviar o peso estrutural dos gastos sobre os resultados, promovendo a sua flexibilização e conseqüente adaptação às realidades futuras - como é o exemplo das crises económicas que influenciam o poder de compra dos consumidores. De acordo com Cameron, Freeman e Mishra (1993:24) “[o]rganizational downsizing consists of a set activities that are undertaken on the part of management, designed to improve organizational efficiency, productivity, and/or competitiveness. It represents a strategy that affects the size of the firm’s workforce and its work processes. Downsizing is a term that has arisen out of popular usage, not precise theoretical construction.” O reajuste do capital humano de uma empresa feito por este processo, permite por um lado que a empresa tenha uma maior flexibilização para resistir a eventuais acções negativas proporcionadas pelo ambiente externo, no que toca à queda de vendas, aumentos de carga fiscal ou perda de competitividade; por outro lado, verifica-se que este processo ao ser realizado deverá ter em conta certos factores quer a nível psicológico, em relação aos trabalhadores, quer em termos organizacionais - principalmente no que toca aos processos associados com a inovação de produtos e serviços prestados.

O processo de *downsizing* numa empresa pode ter como origem diversas causas, mas todas elas têm em comum o facto de serem problemas de carácter operacional. O peso crescente dos custos estruturais associados à actividade da empresa, como os salários, sobre os resultados operacionais, poderá levar ao sufoco da mesma. Se a este factor forem acrescentado fenómenos externos que contribuam para uma redução do volume de vendas, haverá um impacto negativo evidente sobre o resultado operacional podendo a empresa caminhar para resultados líquidos decrescentes ou mesmo negativos (dependendo do estado da estrutura financeira).

Segundo Drew (1994),

*“[e]xamined the nature, management practice, and strategic planning of large downsized Canadian firms concluding that the forces driving downsizing were remarkably diverse. Empirical evidence revealed that declines in sales (industry specific), declines in profits (industry specific), poor financial results (company specific), greater responsiveness to customer needs (industry specific), and increased international competition (macroeconomic) were the main downsizing driving forces for the surveyed firms.”* Drew (1994) *apud* Gandolfi (2009:416)<sup>16</sup>

Segundo Ryan e Macky (1998), existem causas para a utilização deste processo que desencadeiam duas abordagens do processo de *downsizing* possíveis: o *downsizing* reactivo e o pró-activo. O primeiro está associado a um mecanismo de defesa que as empresas utilizam para reagirem a resultados que são afectados por uma desaceleração gradual da actividade da empresa, de forma a evitar a queda futura em termos de resultados. O segundo trata-se de um *downsizing* mais pró-activo, que exige uma componente estratégica associada de longo prazo, como é o caso da redução de pessoal devido à evolução tecnológica (empresas de produção) no cenário em que venha a existir um processo que seja mais eficaz e eficiente na produção face a um certo número de funcionários.

Segundo Ryan e Macky (1998)

*“[d]istinguished between downsizing as a reactive and downsizing as a proactive strategy. The former is regarded as a strategy implemented predominantly prior to the late 1980s in order to temporarily adjust to a cyclical downturn or to avoid organizational demise and bankruptcy. The more versatile proactive strategy seeks to address a multitude of organizational situations, including but not limited to rectifying historical tendencies towards overstaffing, managing cyclical business declines, introducing new information technology and the use of automation, as well as shifting business strategies, mergers and acquisitions (M&A), globalization, and cost-reduction strategies*

<sup>16</sup> GANDOLFI, Franco - Unravelling Downsizing - What do we know about the Phenomenon?. Review of International Comparative Management. USA.ISSN: 1-757-352-4483.10:3(2009) 415-426.

*aimed at achieving competitive advantages.” Ryan e Macky (1998) apud Gandolfi (2009:417)*

Para alguns autores a influência da tecnologia sobre a estrutura da actividade da empresa tem uma certa polémica dada a sua influência directa no recurso das mesmas aos processos de *downsizing*. Appelbaum *et al.* (1999) defendem que a introdução e inovação de novas tecnologias permitiram que fosse efectuado mais trabalho com menos pessoas. Contudo, Littler (1998) afirma que não foi necessariamente a introdução da tecnologia nas empresas que implicou a iniciação de processos de *downsizing* e que o número de trabalhadores com nível de conhecimento e experiência tenderia a aumentar para que os mesmos fossem capazes de trabalhar com essas novas tecnologias. Para Kets De Vries e Balazs (1997) não foi a entrada de nova tecnologia em si que resultou no processo de *downsizing* mas sim o impacto da transformação revolucionária na tecnologia de informação e comunicação.

A utilização deste processo consiste - além do carácter operacional que é traduzido na forma de redução de custos - também numa componente estratégica que tem como objectivo o aumento dos lucros via actividade da empresa. Cada vez mais este processo é natural nas empresas, principalmente nas que se encontram num contexto de economias em recessão, pois com a redução do poder de compra dos consumidores as empresas têm mais necessidade de transformar os seus custos fixos em variáveis para que estes possam variar em função da actividade. Quando se dá a incorporação do *downsizing* no plano de gestão estratégica a ideia é aumentar a eficiência organizacional através da manutenção de um foco nas competências essenciais e promover a vantagem competitiva. No entanto esta pode ou não aumentar, dependendo sempre da reacção dos colaboradores remanescentes na estrutura da empresa após o processo, influenciando os níveis de participação no mercado para além da capacidade de inovação que pode ser comprometida.

Segundo Davis (2003) “[r]esponding to an organizational crisis absent a well-defined strategic plan might result in across-the-board cuts that “penalize the most efficient units of the organization, thus decreasing its competitive advantage” Davis apud DeYoung e Mirabal (?:2)

## 10.1 Factores originadores do downsizing

Segundo Garrido (2001), existem diversos factores que influenciam uma empresa a optar por um processo de reestruturação como o *downsizing*. Estes foram divididos em quatro grupos: factores organizacionais racionais, factores extra-organizacionais racionais, factores organizacionais irracionais e factores extra-organizacionais irracionais.

No primeiro caso a utilização do *downsizing* ocorre por razões económicas (racionais) devido às empresas quererem reduzir os seus custos através da redução do seu tamanho e melhorando a sua eficiência operacional e a respectiva rentabilidade. Em termos racionais verifica-se a necessidade da empresa se adaptar ao ambiente que a rodeia, permitindo redefinir a sua estratégia como resposta às alterações existentes mantendo a sua actividade. Para Garrido (2001), “*Some of the main rational organizational causes of downsizing are: consolidations due to mergers and acquisitions, large investments in new technologies, size of the firm, etc.*” Garrido (2001) *apud* Milojevic e Dordevic (2003:66). A ocorrência de fusões entre empresas é muito propícia à realização de processos de *downsizing* visto que a junção de duas empresas (que possuem recursos humanos próprios) pode originar um excedente de colaboradores para certos departamentos. As empresas que têm necessidade de investir em tecnologia como forma de obter um processo de trabalho mais eficaz, estão também elas sujeitas à necessidade de reduzir o seu custo com o pessoal face às empresas que não têm essa tendência de investimento. No que toca à relação entre o *downsizing* e o tamanho da empresa, verifica-se que quanto maior for a empresa, maior é a probabilidade de dispersão no que toca à sua estratégia, considerando o elevado nível burocrático e número de departamentos (o que pode provocar uma ineficiência de processos e por consequência a necessidade de recorrer ao *downsizing*).

De acordo com Badunlenko (2007:2),

*“the relationship between firm size and relative performance received thorough attention. On the one hand, larger firms have better penetration in the market and they can exploit economies of scale; moreover, larger firms have more funds to employ a better manager (Kumar, 2003; Gumbau-Albert and Maudos, 2002; Torii, 1992) found that the technical efficiency increases with the size of the firm. On the other hand, in a larger firm much of the focus tends towards process, form, and bureaucracy and not towards results. Moreover, it is more difficult to keep all departments coordinated, that is, efficient (X-inefficiency, see Leibenstein, 1966). Additionally, the efficiency-size*

*paradigm appears in the literature in the light of relationship between efficiency and market concentration (Nickell, 1996; Tsekouras and Daskalopoulou, 2006)."*

No que toca ao segundo ponto, de acordo com Garrido, verifica-se que as empresas tendem a reagir quando ocorrem alterações em torno do ambiente em que se encontram inseridas, tentando reajustar os procedimentos internos de forma a manter a sua eficiência operacional. O principal foco das empresas, quando ocorrem estas alterações, é o valor de mercado das suas acções, as turbulências a nível económico e a forma como isso afecta a sua actividade no presente e no futuro. É defendido por Garrido que as empresas com menor valor de mercado têm maior dificuldade em resistir à necessidade de recorrer corte de pessoal, ao passo que aquelas que possuem um maior valor, através da credibilidade de que vão conquistando junto dos accionistas vão conseguindo injeções de capital permitem às empresas terem uma margem de manobra para poderem tentar resolver os problemas operacionais sem recorrerem no imediato ao *downsizing*. Quando existem turbulências na economia existe a necessidade da empresa reagir aumentando a sua eficácia operacional, perseguindo a vantagem competitiva face à concorrência, uma das formas de reagirem é optando pelo *downsizing*, mas nem sempre esta é a forma mais indicada pois depende da forma como o processo é executado. Muitas vezes o *downsizing* afecta a capacidade da empresa atingir patamares de inovação que a impulsionem a atingir a vantagem competitiva.

Quanto aos factores irracionais organizacionais, Garrido indica que as empresas devem estar associadas a uma cultura que seja capaz de resistir a pressões internas e externas protegendo a capacidade operativa e a sua respectiva eficiência. Com isto, a lealdade dos colaboradores perante a empresa tende a ser maior. No entanto, Garrido indica que não há evidências empíricas suficientes que levam em conta a cultura organizacional como um factor-chave do *downsizing*.

O último elemento tem em conta a influência de factores extra-organizacionais irracionais que estão associados à capacidade do ambiente externo incentivar a empresa a recorrer ao processo de *downsizing*. Contudo há poucas proposições que relacionam o impacto desses factores com o *downsizing*. Segundo Garrido (2001), "*downsizing rates will be higher among firms with many interlocks with past downsizers than among ones with less interlocks with downsizing firms. Second, as the percentage of downsizers with elite economic standards rises, the downsizing rate will rise too. Finally, downsizing rates will*

*be higher in industries that are highly competition oriented than in industries that are less competition oriented.”*  
Garrido (2001) *apud* Milojevic e Dordevic (2003:67)

## **10.2 Procedimento de execução**

A execução de um processo de *downsizing* do ponto de vista estratégico deve ser claro quanto aos seus critérios de aplicação, detectando quais serão os elementos que poderão ser alvo de eliminação. Caso não exista nenhum critério claro e rigoroso para tal, poderá ser posto em causa o funcionamento da empresa afectando os processos que conduzem à vantagem competitiva.

De acordo com Wilkinson (2004:4),

*“[e]ffectively managing work force reduction is thus of increasing importance in management practice not least because of its greater scale and frequency but also because of the potentially serious negative effects of its mis management. The mismanagement of work force reduction can clearly cause major damage to both the organization's employment and business reputations. Damage to the former can seriously effect an organization's attractiveness with potential future employees by producing an uncaring, hire and fire image”*

É preciso ter em conta que a forma como o *downsizing* é implementado é importante e como tal é necessário implementar medidas razoáveis para minimizar o potencial impacto negativo nas competências essenciais, de produtividade e comportamento da actividade da empresa. Segundo diversos autores, que o impacto negativo do *downsizing* pode-se manifestar de várias formas, de acordo com Wilkinson et al (2004:4): *“[d]ownsizing has a negative effect on "corporate memory" (Burke, 1997), employee morale (Brockner et al, 1987), distracts social networks (Priti, 2000), causes a loss of knowledge (Cole, 1993), and disrupts learning networks (Fisher and White, 2000). As a result, downsizing could "seriously handicap and damage the learning capacity of organisations" (Fisher and White, 2000: 249).*

Segundo Cummings e Worley, (2001) o início do processo de *downsizing* deve ser composto por 4 fases:

Fig.19 - 4 Fases da utilização do *downsizing* como processo estratégico

1. Clarification of the Organizational Strategies: Goals and Objectives
2. Assessment Stage: Relevant Choices and Key Decisions
3. Implementation Stage: Reduction in Workforce
4. Survivor Syndrome: Behavioral Implications of Remaining Workforce

Fonte: Cumming e Worley

Em primeiro lugar é necessário haver uma discussão entre os responsáveis pela empresa no sentido de estabelecer ou reajustar os objectivos da mesma principalmente no que toca ao longo prazo. Normalmente, neste tipo de discussões os responsáveis também ouvem as opiniões dos seus colaboradores de forma a obterem o aconselhamento e expressar as suas preocupações.

Em segundo lugar, depois dos objectivos clarificados é necessário estabelecer em que áreas o processo de *downsizing* irá abranger, assim como as suas implicações na estrutura operacional, podendo ser distinguidas três formas: redução da força de trabalho, reestruturação da organização, redefinição de sistema:

Fig.20 - Tipo de abordagem do processo *downsizing*

Downsizing Type	Characteristics	Payoff target	Period Application	Examples
<b>Workforce Reduction</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Aimed at headcount reduction;</li> <li>✓ Stimulation to transition and transformation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Short-term payoff</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Long-term adaptability</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Attrition;</li> <li>✓ Transfer and Outplacement;</li> <li>✓ Retirement Incentives;</li> <li>✓ Buyout packages;</li> <li>✓ Layoffs.</li> </ul>
<b>Organization Redesign</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Aimed at organization change;</li> <li>✓ Stimulation to transition and transformation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Moderate-term payoff</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Quick payback</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Eliminates functions;</li> <li>✓ Merge Units;</li> <li>✓ Eliminates layers;</li> <li>✓ Eliminates products;</li> <li>✓ Redesigns tasks.</li> </ul>
<b>Systemic Redesign</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Aimed at culture change;</li> <li>✓ Stimulation to transformation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Long-term payoff</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Short term cost savings</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Changes responsibility;</li> <li>✓ Involves all constituents;</li> <li>✓ Stimulation to continuous improvement/innovation;</li> <li>✓ Simplification;</li> <li>✓ Downsizing: a way of life.</li> </ul>

Na primeira opção, segundo Wilkinson (2004:5), está associada à redução do número de colaboradores que estão directamente relacionados com o núcleo dos processos de produção e/ou prestação de serviços. No entanto, é essencial estabelecer critérios para a “eliminação” de colaboradores desta área. Segundo Cameron (1994:197) “[i]t is difficult to predict exactly who will be eliminated and who will remain” Cameron (1994:197) *apud* Wilkinson<sup>17</sup>. Esta estratégia tem como objectivo a redução de custos a curto-prazo associada e como tal, a gestão da empresa não tem capacidade de estabelecer uma forma de comunicar aos seus colaboradores a decisão quanto à redução de pessoal. Isto pode originar efeitos negativos, tais como a falta de empenho, menos envolvimento e capacidade de compromisso com as missões definidas para cada colaborador.

Na segunda opção, o objectivo é a redução do trabalho a realizar à imagem do que faz a AutoEuropa quando a procura tende a diminuir. Contudo, esta estratégia é vista como tendo resultados no médio/longo prazo, dado à sua dificuldade de implementação, derivado dos acordos que têm que ser estabelecidos com os clientes.

A última opção tem como foco estratégico uma mudança a nível cultural, de atitude e valores implementados na empresa e não somente uma mudança no número de colaboradores. Segundo Cameron (1994:199), “[t]his involves redefining downsizing as an ongoing process, as a basis for continuous improvement, rather than as a programme or a target. Downsizing is also equated with simplification of all aspects of the organization - the entire system including supplies, inventories, design process, production methods, customer relations, marketing and sales support, and so on” Cameron *apud* Wilkinson (2004:7)

Em terceiro lugar está a implementação de uma redução do tamanho da organização. De acordo com Cummings e Worley, estes defendem que existem práticas que caracterizam uma implementação bem-sucedida do processo de redução da organização (como é o caso do *downsizing top-down*). As difíceis decisões devem ser tomadas pela gestão de topo mantendo-se intacto o foco e o rumo que se pretende dar à empresa de modo a evitar a tendência de proteger a sua posição ou função na empresa. Existe também a necessidade de identificar áreas cujo nível de ineficiência e/ou custos são elevados, de modo a eliminar todas as “gorduras” irrelevantes para a empresa.

---

<sup>17</sup> WILKINSON, Adrian - Downsizing, Rightsizing or Dumbsizing?: Quality and human resources, in the Management of Sustainability. TQM Journal. 2004

Aquando destas tomadas de decisões é essencial manter o foco da estratégia da organização e lembrar aos colaboradores de que o processo de reestruturação é parte de um plano para melhorar o desempenho da organização.

No quarto ponto ocorre o *Survivor Syndrome* onde se verifica o comportamento dos empregados que geralmente são convidados a assumir mais responsabilidades do que aquelas que tinham antes do processo e aprender processos novos nos seus postos de trabalho e por vezes sem nenhum aumento da sua remuneração. Esta etapa envolve um conjunto restrito de comportamentos de risco que podem pôr em causa a sobrevivência da organização. Existe uma grande carga emocional, que aumenta o nível de *stress* podendo afectar a organização. Um processo de reestruturação como o *downsizing* deve ter em conta o modo como os trabalhadores devem ser alertados para estas situações de forma a protegê-los contra eventuais choques que possam afectar o desempenho da empresa.

Na linha de (Muirhead, 2004),

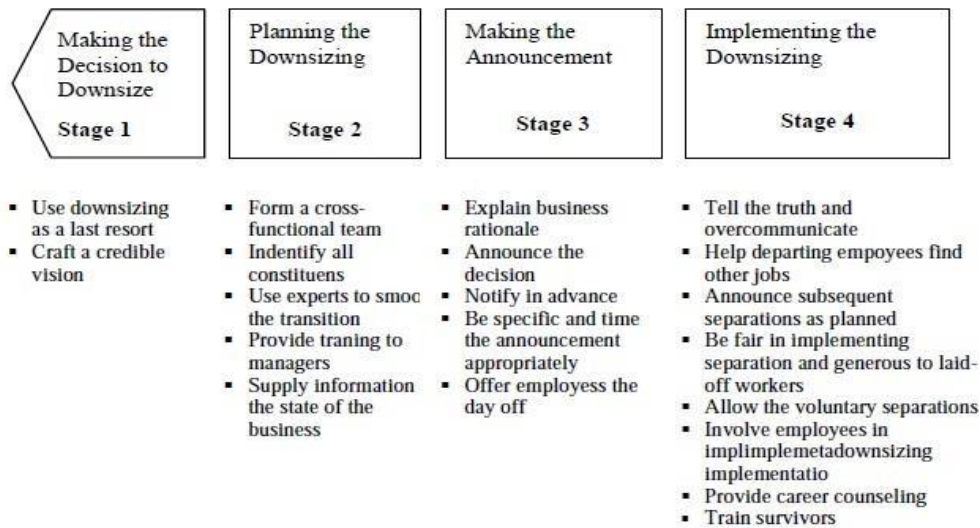
*“The emotional aftereffects in what is referred to as survivor syndrome include a workforce that exhibits fear, anger, frustration, anxiety and mistrust. Those employees who survive the downsizing intervention must assess how their personal values and beliefs align with that of the newly structured organization. Additionally, symptoms of survivor syndrome pose a real threat to performance and productivity with new roles and additional tasks required of each employee as a result of a smaller workforce restructured to perform an increasing number of responsibilities. The consequences are undeniable when an organization finds itself dealing with a workforce that is willing to assume fewer risks at the expense of productivity.”* Muirhead (2004) *apud* DeYoung e Mirabal (?:3)

Por vezes existe uma má preparação do processo que resulta na ineficácia em atingir os objectivos pretendidos, que são os de reduzir os custos para obter um melhor desempenho futuro. Segundo Mishra e Spreitzer (1998), o planeamento do processo é a base fundamental para a aplicação do mesmo e é composto por quatro passos:

- ✓ Tomada de decisão para efectuar o *downsizing*;
- ✓ Planeamento do processo;
- ✓ Fazer o anúncio oficial do processo;

✓ Implementação da reestruturação.

Fig.21 - 4 Passos do planeamento do *downsizing*



Fonte: Milojevic e Dordevic (2003:68)

### Tomada de decisão

Durante este processo, antes de tomar a decisão difícil de optar pela via do *downsizing*, é essencial verificar a existência de outras opções que ajudem a obter uma sustentabilidade futura para a empresa. Existem alternativas que podem passar pela interrupção do processo de contratação de colaboradores, que é comum nas empresas (principalmente as que estabelecem processos anuais de recrutamento). Com esta medida existe um maior controlo sobre o peso da massa salarial. De acordo com Mishra e Spreitzer, a equipa de trabalho tenderá a parar de crescer e começará a ficar reduzida com o passar dos anos.

É necessário que as razões que levam a aplicação do processo de reestruturação sejam claras e bem definidas, assim como a forma como o mesmo irá fazer com que a empresa melhore a sua estrutura operacional e ao mesmo tempo crie vantagem competitiva, dado que estes factores ajudam aos colaboradores a perceber o porquê da existência e necessidade da execução do *downsizing*.

Segundo Cascio (2002) a gestão de topo responsável pela reestruturação da empresa tem duas formas de abordar a questão do *downsizing* e argumenta dizendo que existe um grupo de empresas que olha para os seus colaboradores como custos que necessitam de ser cortados para que seja possível a obtenção de uma sustentabilidade eficaz. O restante grupo de empresas olha para os seus colaboradores como activos que podem ser desenvolvidos e que eventualmente serão a base para obter a vantagem competitiva futura. De acordo com Cascio (2002), “[e]mployees as costs to be cut, emphasis on the minimum number of employees needed to run the company and the irreducible core numbers of employees that the business requires. Employees as assets to be developed - emphasis on changing the way business is done, so that people can be used more effectively.” Cascio (2002) *apud* Wilkinson (2004:7)

### **Planeamento do Processo**

Antes de proceder à implementação do processo é necessário delinear todo um planeamento de modo a que todos os pontos que abordam a reestruturação sejam bem executados. Segundo Band e Tustin (1995:40), alguns pontos de vista que devem ser reflectivos e tidos em conta aquando do planeamento do processo de *downsizing*:

- ✓ Qual deverá ser o foco da estratégia de *downsizing*?
- ✓ Quem deverá ser o responsável pela implementação deste Processo?
- ✓ Qual o critério de a seguir para o procedimento?
- ✓ Qual será a compensação que os colaboradores dispensados terão? E quando a irão receber?
- ✓ Como e quando se dará a reorganização do trabalho dos colaboradores que sobreviveram ao processo?
- ✓ Será necessário haver mais formação para os novos postos de trabalho?

Para conseguir responder a todas estas perguntas é necessário realizar um conjunto de actividades que possibilite a obtenção de toda a informação necessária para analisar qual será a melhor forma de aplicar a reestruturação, entre as quais segundo Milojevic e Dordevic (2003:69): “a) form a cross-functional team, b) identify all constituents, c) use expert if it is needed, d) provide training for managers and e) supply information about the business.”

- a) É importante avaliar as diferentes perspectivas do processo de reestruturação, ao nível operacional e financeiro de modo a verificar quais os impactos que terão.
- b) Identificação de todos os elementos que serão afectados directa e indirectamente pelo processo.
- c) Divulgação das razões do processo aos colaboradores para que estes consigam entender que a empresa não está só preocupada em cortar custos, mas também mostra esforço para que todos fiquem satisfeitos. Durante o processo é importante ter a compreensão e confiança dos colaboradores.
- d) Os responsáveis por este processo na empresa devem receber formação ao nível da comunicação para que a mensagem passada aos colaboradores seja clara.
- e) A partilha de informação com os colaboradores irá esclarecer o porquê da origem da reestruturação preparando-os para as consequências que o *downsizing* possa originar.

### **Anúncio do downsizing**

Aquando da explicação aos colaboradores devem ser indicadas as razões principais que levaram a empresa a optar por efectuar o *downsizing*, podendo ter como origem a variação dos mercados, o descontrolo na gestão de custos, a recessão económica e consequente afectação no volume de vendas. A explicação permite clarificar e esclarecer o colaborador da real situação em que a empresa vive em termos económicos e financeiros. É um pormenor capaz de fazer a diferença na forma como os colaboradores lidam com a notícia: todos devem receber a notícia da reestruturação de forma simultânea. Segundo Milojevic e Dordevic, não é agradável para os colaboradores saberem da notícia por outras fontes que não as oficiais, poderá causar desconforto, preocupação e apreensão, podendo afectar a *performance* do trabalhador

### **Implementação do processo de downsizing**

Existem nesta fase dois factores essenciais a ter em conta: a Comunicação e o Envolvimento do colaborador. É importante indicar ao colaborador com toda a transparência o que a empresa

pretende implementar um processo de reestruturação e realçar a importância do mesmo para a sustentabilidade da empresa. Segundo Hunter (2000:4), *“Clarity of purpose, credible, two way communication and attention to the psychological and economic wellbeing of employees are hallmarks of effective downsizing. This should not be a surprise: these characteristics reflect good strategic and human resource management. Organisations that downsize skillfully are likely to be well-managed and it would be surprising if those that are badly managed could master such a process.”* Hunter *apud* Wilkinson (2004:8).

### **Abordagens do Downsizing**

As empresas que necessitam de recorrer ao *downsizing* para melhorar a sua situação operacional, devem ter em conta as implicações que este processo pode ter ao nível do seu desempenho futuro, principalmente no que toca aos colaboradores que permanecem na empresa. Portanto segundo Gandolfi (2009:420), existem dois tipos de abordagem mais usuais em relação ao *Downsizing*: o *Downsizing* Discreto e o *Downsizing* não-selectivo.

*Downsizing* Discreto - Normalmente esta abordagem é feita de forma discreta, os administradores e gestores da empresa são aconselhados a não falar sobre este tema de uma forma aberta quer em reuniões quer através de e-mails no sentido de evitar qualquer fuga de informação que possa causar destabilização na estrutura da empresa. Segundo McGregor (2008), *“Organizations engaging in such practices attempt to avoid negative press coverage at all costs, yet they are likely to create an atmosphere of distrust and unease among employees leading to lower levels of workforce morale and motivation as well as defections of talented people. In other words, organizations lay off individuals quietly.”*

Um exemplo segundo Krane (2002) da aplicação deste tipo de abordagem do *downsizing* é caso da IBM,

*“historically speaking, IBM has been known for engaging in stealth practices cutting small number of people across a range of departments and keeping the firm out of the public eye. Back in 2002, IBM unveiled its “resources actions” strategy, which entailed skills rebalancing and the elimination of redundancies. As a consequence, IBM cut 5,000 jobs over the course of four months without issuing an overarching public statement on the extent of the layoffs.”* Krane (2002) *apud* Gandolfi (2009:420)

*Downsizing* não-selectivo - Este tipo de abordagem de *downsizing* está associada a empresas que não determinam quem será alvo de dispensa, normalmente ocorre um corte ao nível de

determinados departamentos ou pura e simplesmente envolve uma dispensa colectiva, dado à falta de condições da empresa de sustentabilidade.

Segundo Gandolfi (2009),

*“In 2007, for instance, large pharmaceutical firms announced plant closures and employee layoffs with industry leader Pfizer reporting that it would abandon three research centers and close down two manufacturing plants in the U.S. reducing headcount by 10,000 employees (Martino, 2007). Similar announcements were made by AstraZeneca (7,600 jobs), Bayer (6,100), Johnson & Johnson (5,000), and Amgen (2,600) each cutting significant portions of their global workforces (Martino, 2007). During the same period, high-technology companies cut their employee levels with Dell shedding 8,800 jobs (Ogg, 2007) and Motorola releasing 10,000 employees (Deffree, 2007). Since the late 2007, the global finance industry has been severely impacted by the global credit squeeze (Elstein, 2008). In the wake of the U.S. subprime mortgage crisis, many firms have been forced to make deep personnel cuts. For instance, U.S.-based banks were forced to cut 65,000 employees during the June 2007 - 2008 time period (Story & Dash, 2008)”*

### **10.3 Downsizing e a performance**

Como já foi dito anteriormente, o recurso a este processo de reestruturação operacional tem em vista uma redução de custos com efeito na melhoria dos resultados operacionais assim como o nível de flexibilidade, segundo Freeman e Cameron (1993:12) *“The objective of downsizing is to improve the organizational efficiency, productivity and/or competitiveness”* apud Muñoz-Bullon e Sanchez-Bueno (2008:4). Contudo, a redução de mão-de-obra pode condicionar o desempenho da empresa no médio/longo prazo.

Segundo DeYoung e Mirabal (?):4),

*“Organizations competing under various market conditions may choose to implement downsizing with the intent to increase their financial performance. The decision to downsize can be attributed to many factors yet usually surrounds budgetary constraints or short-term business fluctuation. The decision to downsize is utilized mainly in an effort to achieve cost competitiveness (Lowe, 1998). An organization’s ability to enhance its financial performance can depend greatly on how the organization chooses to implement downsizing in an effort to create a positive effect on its financial performance”*

Segundo Lowe (1998:130),

*“Firms are bloated and performing poorly due to inefficient processes and excessive bureaucracy. To remedy these inefficiencies organizations need to be rightsized to improve productivity and reduce costs. Whether the rightsizing initiative takes the form of workforce reductions, asset reductions, or both, the decreased costs are expected to either increase earnings via margin improvements or improve competitiveness through greater flexibility.”*

É um facto que, no curto prazo, se uma empresa mantiver o seu nível de vendas e de margem de contribuição, ao reduzir o seu custo com pessoal conseguem obter uma variação positiva ao nível dos resultados operacionais. Contudo, em qualquer reestruturação deste nível podem existir repercussões que influenciam o desempenho da empresa. Segundo DeYoung e Mirabal (?:4), *“While downsizing may lead to short-term financial gains, research indicates that the long-term effects of such can lead to a decrease in financial performance.”* O impacto que este processo pode ter ao nível da estrutura operacional nomeadamente ao nível das vendas pode fazer com que venha a haver um decréscimo sucessivo dos resultados operacionais. Segundo Lowe (1998:130), *“Since firms compete under varying market conditions, downsizing also occurs under varied conditions and for different reasons. Sometimes employment levels are downsized in response to budgetary constraints or short-term business fluctuations in an effort to achieve cost competitiveness. Other times, a reduction in assets caused by a divestiture may require a commensurate change in headcount.”*

Não existe uma relação directa entre *downsizing* e *performance* de uma empresa. O *downsizing* apenas é uma ferramenta que uma empresa pode utilizar no sentido de reduzir alguns custos para obter uma maior flexibilização da sua estrutura operacional. Após um processo desta natureza, é necessário verificar quais os impactos que tem na estrutura operacional. Por vezes, o factor psicológico que recai sobre os trabalhadores sobre uma possível suspeição da estabilidade da empresa, influencia o seu desempenho. Para que uma empresa melhore o seu desempenho é necessário desencadear mecanismos internos que a incentivem para o efeito. O processo de reestruturação só por si não irá garantir um aumento de resultados a longo prazo nem uma sustentabilidade segura da empresa, de acordo com Hamel e Prahalad (1995:29), *“[d]ownsizing is not enough. The reduction of staff, which could be the equivalent of corporate anorexia, can slim down a firm, but it doesn’t necessarily make it healthier”* apud Muñoz-Bullon e Sanchez-Bueno (2008:5)

De acordo com Muñoz-Bullon e Sanchez-Bueno (2008:5)

*“An explanation for these findings is that downsizing may not be managed effectively. Indeed, learning how to downsize effectively is important not only for companies experiencing difficulties, but also as a proactive strategy for healthy organizations (Bruton, Keels and Shook, 1996; Cameron, Freeman and Mishra, 1991; Greengard, 1993; Hitt et al., 1994). Embarking on downsizing without learning how to do it well leads to several kinds of problems. The loss of vital organizational memory is one of the negative and expensive effects firms have suffered in downsizing. If managers do not think and plan ahead, their companies risk losing key skills and experiences as well as valuable knowledge when employees are moved out of their working units or leave the organization entirely (Hitt et al., 1994:25)”*

#### **10.4 Variáveis controladoras de desempenho**

Após um processo de *downsizing*, o desempenho da empresa deve ser avaliado. Mediante as flutuações que ocorrem no ambiente externo torna-se difícil efectuar uma avaliação. Segundo Yu and Park (2006:36) *“it is difficult to nail down the downsizing effect form stock market reactions because too many external variables other than downsizing affect capital market performance in firms. Also, since some downsizing practices tend to be implemented by firms in financial difficulty, the stock market would react negatively to downsizing as a sign of bad performance in those firms”* apud Muñoz-Bullon e Sanchez-Bueno (2008:11). Seguindo Muñoz-Bullon e Sanchez-Bueno é possível efectuar uma avaliação a partir de resultados contabilísticos, associados a rácios económico-financeiros como é o caso da rendibilidade operacional do activo (ROA). Este rácio permite verificar o peso dos resultados operacionais que são gerados sobre os activos totais e tendo em conta a análise em causa, existe um foco maior sobre a rubrica de clientes (pois é aquela que transmite o impacto sobre a facturação da empresa resultante da sua actividade). Segundo Muñoz-Bullon e Sanchez-Bueno (2008:13), *“ROA as a measure of the cash flow return on assets after the event under analysis (i.e., personnel reduction). ROA views “profitability in relation to the euros invested in the firm”. Any changes in the performance of the firm that result from employment downsizing should show up in the ROA measure.”*

Fig.22 - Rendibilidade operacional do activo

$$\text{Rendibilidade operacional do Activo} = \frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Activo total}}$$

Fonte: Próprio adaptado de Neves (2011)

É suposto as empresas que ajustam com sucesso a sua estrutura operacional estarem sujeitas a um aumento da produtividade dos funcionários e redução de custos, podendo ter uma possibilidade de aumentar o ROA através do aumento do resultado operacional.

É necessário salientar um facto que pode condicionar este rácio. Na actividade operacional o elemento que faz parte do conjunto de activos existentes na empresa são as disponibilidades financeiras. Quando existem PMR elevados em causa, é preciso ter em conta que esse elemento tende a ser reduzido independentemente do resultado líquido que a empresa venha a ter no período. Outro elemento em causa que pode influenciar este rácio passa pelo elevado valor na rubrica de clientes, que pode não ser traduzido em disponibilidades podendo eventualmente originar imparidades. Neste sentido, o ROA pode aumentar devido à existência de um resultado operacional relevante. No entanto, isso pode não significar que a empresa consiga obter disponibilidades suficientes para cumprir os seus compromissos.

Outro rácio que pode permitir a avaliação do desempenho da empresa é a rendibilidade operacional das vendas. Segundo Neves (2011:346) “[r]endibilidade das vendas é o rácio que analisa a relação entre os resultados e o volume de negócio. [...] ara além de ser afectada pelos factores da margem de contribuição (eficiência no consumo de custos variáveis, preços dos custos de factores variáveis, preços de venda e mix de produtos) é também afectada pela eficiência de gestão dos custos estruturais e respectivos custos de factores.”

Fig.23 - Rendibilidade operacional das vendas

$$\text{Rendibilidade operacional das vendas} = \frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Volume de negócios}}$$

Fonte: Próprio adaptado de Breia (2014)

Um outro elemento para o qual possa ser avaliado o desempenho de uma empresa, segundo Muñoz-Bullon e Sanchez-Bueno (2008:12) passa pelo tamanho da empresa assim como a sua diversificação e internacionalização:

Tamanho - *“Firm size affects the association between downsizing and performance (Chadwick et al., 2004; Yu and Park, 2006). For example, Cascio and Young (2003: 132) indicated that small companies, especially small manufacturers, tend to resist layoffs because they are trying to project the substantial investments they made in finding and training workers. Total firm sales are included to control for any size effects (Krisbnan and Park, 1998).”* Em empresas de grande dimensão existe maior preponderância para o número de funcionários ser mais elevado. Dependendo do volume de negócios da empresa, o peso dos custos estruturais na estrutura tende a ser maior sobre o resultado operacional. No caso da primeira variável reduzir, uma empresa com maior número de colaboradores terá maior dificuldade em obter uma flexibilização perante o novo cenário do que uma empresa mais pequena em que o número de colaboradores é mais reduzido. Segundo Jensen (1993) *“firms downsize after they grow beyond their optimal size and begin to experience deterioration in performance, the size of a firm immediately before downsizing should be associated with the change in the firm’s performance after downsizing.”* apud Muñoz-Bullon e Sanchez-Bueno (2008:12)

Diversificação - *“Several studies have examined the relationship between diversification and performance, obtaining contradictory results. Some authors find a linear association between both variables (Hamilton and Sbergill, 1993; Hoskisson et al., 1993; Mayer and Whittington, 2003)”* apud Muñoz-Bullon e Sanchez-Bueno (2008:12) No que toca à diversificação, uma empresa consegue conquistar o seu espaço no mercado através do produto que apresenta e quanto mais diversificado este for, maior será o apelo que os consumidores terão perante aquele produto. No meio de um mercado tão sobrelotado com tantas empresas a fazerem produtos semelhantes e sucedâneos, a diversificação é um meio da empresa inovar e atingir a sua vantagem competitiva e por consequência aumentar o seu desempenho a partir do seu volume de negócio.

Indústria - Segundo Mentzer (1996) e Pasmore et al (1979) *“the relationship between downsizing and profitability may vary from industry to industry. In particular, the use of machines and people to produce goods may vary by industry and, thus, the balance of these two factors may imply that workforce reductions have a different impact on firm performance in each industry.”* apud Muñoz-Bullon e Sanchez-Bueno (2008:13). A necessidade de recorrer ao *downsizing* pode criar impactos diferentes de indústria para indústria (tal como de empresa para empresa). A redução ocasional de recursos humanos pode ser necessário em algumas indústrias no sentido de melhorar o desempenho da empresa, principalmente quando a tecnologia é mais eficiente que o ser humano em

determinadas tarefas e menos dispendioso. Contudo, em sectores cuja actividade se situa num patamar de complexidade mais baixo no que toca à produção, o *downsizing* pode ter maior impacto sobre o desempenho da empresa, porque a mão-de-obra tem maior influência nos recursos humanos.

Mercado de acções - De acordo Muñoz-Bullon e Sanchez-Bueno (2008:15) *“managers are under considerable pressure from their stockholders to improve financial performance (Budros, 2002). In this sense, managers in companies listed on the stock market may accept employment downsizing as a strategy for cutting costs.*

## 10.5 Síntese

O *downsizing* é um processo de reestruturação que deve ser utilizado de uma forma muito cuidadosa e pensada antes de ser executada. O sucesso deste processo depende muito da forma como os responsáveis pela empresa querem atingir o objectivo de alavancar a sustentabilidade da empresa. Os elementos que são sujeitos à reestruturação devem ser informados desde a situação em que empresa se encontra, até à necessidade que a mesma tem em dispensar os seus serviços, de forma atempada para que nenhum dos colaboradores ponha em causa o seu desempenho até à conclusão do mesmo. Os colaboradores que sobrevivem a este processo devem sentir-se apoiados pela estrutura envolvente no sentido de serem dados todos os ingredientes para desempenhar ao máximo a sua potencial nova função. Mais que uma reestruturação, o que deve estar na mente da gestão de topo é o desempenho que a empresa terá no futuro pois é disso que dependerá a sustentabilidade da mesma. Tendo sido destacada a importância de componentes que envolvem a inovação de produtos e serviços - como são os casos do conhecimento, criatividade e estrutura de gestão - o *downsizing* pode comprometer a capacidade de diferenciação de mercado se o processo não for planeado e executado de forma mais eficiente. O nível de conhecimento e experiência da estrutura pode reduzir podendo a empresa baixar a sua capacidade competitiva. Este processo deve ser implementado de uma forma pró-activa, no sentido de reestruturar e potencializar a empresa no sentido de obter a sua sustentabilidade com base na sua principal actividade. Após uma reestruturação via *downsizing* é necessário também verificar índices que controlem o desempenho da empresa, como é o caso do ROA e da rentabilidade de vendas, com intuito de verificar a evolução da empresa após o processo.

Em suma, o *downsizing* é um processo de reestruturação que necessita de ser bem planeado, pois uma reestruturação que tem como objectivo reduzir os custos estruturais pode pôr em causa a sustentabilidade da própria empresa a partir da sua actividade, principalmente ao nível da afectação dos recursos humanos pois serão aqueles que sobrevivem ao processo que vão ser uma das peças-chave que servirão para alavancar a empresa no futuro.

## 11. Fusões e Aquisições (F&A)

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

Segundo Ferreira (2002), as F&A consistem num conjunto de operações que tem vindo a crescer, por darem origem a um caminho mais rápido e aparentemente mais seguro para atingir os objectivos de crescimento e diversificação. Este método estratégico de crescimento, através de aquisições é maioritariamente utilizado pelas empresas de maior dimensão.

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995:670), “na fusão ou consolidação as firmas envolvidas geralmente têm estrutura semelhante e combinam-se mediante uma simples permuta de acções, dando origem a uma outra empresa, enquanto na aquisição ocorre a compra de uma empresa por outra e somente uma delas mantém a respectiva identidade.”

Existem diversas razões para que uma F&A ocorra, quer do ponto de vista estratégico quer do ponto de vista financeiro. São determinantes na origem das F&A os motivos estratégicos das empresas, sendo que estes se podem associar ao interesse no valor dos activos que uma empresa tem pela outra, como é o exemplo da carteira de clientes, a localização, a reputação no mercado e todo o restante *goodwill* que possa ser considerado interessante. As actividades de aquisição podem surgir de diferentes motivações, como o domínio do mercado ou o acesso ao conhecimento técnico. O último motivo é particularmente importante no caso de rápidas mudanças tecnológicas levarem a uma mudança rápida no ambiente externo. Através de aquisições, a gestão da empresa adquirente traz uma parte do ambiente externo sob controlo interno a fim de reduzir a sua incerteza externa.

Como já tinha sido verificado nos capítulos relacionados com o *outsourcing* e *downsizing*, é importante que uma empresa detenha a tecnologia, sendo que esta é um factor em constante evolução, de forma a não ser ultrapassada pela concorrência e consequentemente não perder vantagem competitiva no mercado. Segundo Hitt *et al* (1991), as F&A também são efectuadas tendo em conta o seu impacto sobre os potenciais lucros que possam ocorrer no futuro.

A eficácia das aquisições como estratégia de inovação empresarial depende do tipo de aliança que possa haver entre as empresas fundidas. Segundo Beers e Dekker (2009:3) “*firms expand through acquisitions but also re-structure their productive activities through divestitures. Selling parts of the production process to other firms can release resources that can be used for the innovation process.*” Normalmente, quando ocorrem fusões entre empresas, o número de trabalhadores em excesso tende a aumentar, podendo ser necessária uma reestruturação operacional via *downsizing*. Segundo Roth e Shook (?:3), “*firms downsize, merge with or acquire other firms in order to meet and gain an advantage in new and changing environments* (Porter, 2008). *They downsize to quickly increase profitability and they merge or acquire to increase market share, decrease time to market, and strengthen their position against competition* (Gandolfi, 2006). *All of these strategies require planning for the efficient use of capital and employees to achieve desired goals.*”

Existem certas consequências que devem ser previstas aquando da consumação das F&A. Quando duas empresas se juntam não são apenas os seus activos que se juntam, mas também os seus custos. Como tal, é necessário recorrer a certos ajustes para que a empresa fundida não fique sobrecarregada no que toca à sua estrutura de custos de exploração e financeiros. Este tipo de operações tem sido considerado um fenómeno económico em crescimento nos últimos anos, sendo a título de exemplo nacional a fusão entre a ZON e a Optimus originando a NOS e de exemplo internacional o caso da aquisição da Compaq por parte da HP.

### **11.1 Factores que fomentam as F&A**

Tem-se verificado uma maior tendência para a utilização destes mecanismos de reestruturação organizacional das empresas. A actual vaga de F&A que ocorre a nível internacional pode ser explicada através de factores estratégicos relacionados com os posicionamentos das empresas no mercado, no que respeita ao sector onde actuam.

No entanto, segundo Neves (1997:3), há mudanças globais de mercado que forçam este comportamento empresarial, nomeadamente:

“a) As sucessivas etapas de integração das economias dos países da União Europeia;

- b) A globalização dos mercados e produtos;
- c) O desenvolvimento tecnológico e os investimentos que lhe estão associados exigem uma gestão de concepção do produto, marketing, produção e distribuição, adequada à rentabilização do investimento, passando por economias de escala e alargamento do campo de acção da empresa;
- d) A disponibilidade de capitais para investimento e a inovação financeira tem concebido produtos financeiros que se adaptam ao risco dos investimentos e suportam operações de tomada de controlo que há alguns anos atrás seriam impensáveis;
- e) A tendência para a privatização das empresas nas últimas décadas originou um volume de transacções impossíveis noutro contexto.”

Na opinião de Hitt, Ireland e Hoskisson (2002) *apud* Elicker (2007:20), as razões que promovem a elaboração de processos de F&A são:

- Ganho de poder de mercado, que resulta dos recursos de que a empresa dispõe e da sua capacidade de competição no mercado;
- Entrada em novos mercados com maior rapidez;
- Redução de custos no desenvolvimento de um novo produto;
- Diminuição do risco comparado ao de desenvolver novos produtos;
- Maior diversificação de produtos ou serviços;
- Redução ao nível de competitividade no mercado, “absorvendo” empresas concorrentes.

A respeito de factores estratégicos para a F&A de empresas, o objectivo é maioritariamente o de assegurar o controlo sobre o sector de actividade escolhido, por exemplo, uma determinada empresa pode querer ganhar posição nesse mercado em expansão lucrativa, não tendo, porém, nenhuma experiência ou conhecimento na área. Poderá esta empresa, então, adquirir uma outra que já tenha um historial de sucesso no novo mercado. Uma alternativa séria a de um novo produto ser desenvolvido por uma equipa de pesquisa numa tentativa de alcançar as empresas mais competitivas no mercado. Contudo, esta alternativa tem inerente um conjunto de implicações a nível de custo e tempo, pois a pesquisa e desenvolvimento são processos morosos e que nem sempre têm resultados garantidos.

No caso de uma empresa já possuir experiência em produtos ou serviços relacionados com o sector em que pretenda actuar, os processos de pesquisa e de desenvolvimento serão mais

rápidos. A empresa apresenta assim vantagem estratégica, não existindo necessidade de se fundir com ou adquirir outra empresa. Na área tecnológica, a Sony é um exemplo ao tomar uma decisão estratégica de criar um centro de pesquisa e de desenvolvimento na unidade electrónica de consolas de vídeo jogos, a fim de desenvolver bases competitivas viáveis nesta área, apesar de existir um número relativamente pequeno de concorrentes (na altura da sua fundação) poderosos e estabelecidos na área. Segundo Elicker (2007:21) “As razões estratégicas são as seguintes: aumento da fatia de mercado, eliminação de um concorrente, entrada em novos mercados ou novos segmentos de actividades, redefinição do foco, aquisição de um fornecedor ou cliente chave, internacionalização, melhoramento da imagem da companhia, reestruturação societária.”

A F&A pode também ocorrer por motivos de necessidade, no caso de o mercado ficar cada vez mais competitivo e uma empresa não ter, assim, condições para evoluir sozinha.

Segundo Roberts *et al* (2012:23),

*“If there are several large mergers in a particular sector, a non-merged company may be pressured into merging with another non-merged company in order to maintain its competitive position. This strategic scenario tends to happen in sectors dominated by relatively large players. In the UK, all of the major high street banks were engaged in merger activity between 1995 and 2002. In the global oil production sector, all of the major oil producers were involved in merger activity in the same period. In some cases three or more major producers merged into super-companies. In both industries the merger wave was driven by a need to respond to the merger activities of competitors.”*

A busca por uma maior eficácia e eficiência dos processos de gestão pode constituir-se igualmente como causa para uma fusão, dado que uma empresa particular pode ter um défice de experiência de gestão em uma ou mais áreas-chave. Estas são consideradas "chave" por serem fundamentais para uma nova área de crescimento que a empresa procura atingir, ou porque se relacionam com a realização de novos objectivos estratégicos estabelecidos.

Segundo Orsi (2003), as F&A pressupõem um conjunto de factores condicionantes, entre os quais: “O desenvolvimento de novos produtos para os mercados já existentes e os novos mercados; Desenvolver novos mercados ou ampliar vias de distribuição para produtos existentes; Controlar fornecedores (integração vertical) ou ampliar em direcção a linhas de clientes dos produtos (integração à frente); A obtenção de economia de escala como condição para reduzir custos de produção; Aumentar o reconhecimento da marca; Melhorar habilidades gerenciais; A aquisição de novas tecnologias, patentes ou capacitação em P&D.”

Segundo Jacquemin (1990), “os benefícios de uma fusão podem ser de dois tipos: a redução dos custos de transacção e ganhos de eficiência em matéria de gestão. Na redução dos custos de produção incluem-se as economias de escala e de gama, que poderão ser obtidas através do aumento da escala de produção ou da reorganização/racionalização da actividade produtiva, motivadas pela fusão. As fusões seriam, assim, uma resposta do próprio mercado à existência de ineficiências produtivas ou de outra ordem, levando a que as empresas com custos mais baixos aumentem a sua quota de mercado à custa de outras menos eficientes, que conseqüentemente encerrariam as suas portas. Quanto aos custos de transacção, criados pela utilização do mecanismo dos preços, estes podem também ser eliminados ou internalizados através de uma fusão, em particular, no caso da integração vertical de empresas.” Jacquemin (1990) *apud* Riscado (2004:5)

Em suma, todos os factores de incentivo à fusão e aquisição de empresas apresentam uma vertente estratégica, seja para salvar as mesmas de uma situação difícil, seja para promover o seu crescimento e desenvolvimento através da criação de um novo produto ou serviço ou do desenvolvimento de um já existente. Ao nível da estrutura financeira e de exploração isto poderá permitir uma maior redução de custos e a cobertura de prejuízos por parte da empresa adquirida, libertando esta de cenários de insolvência imediata.

## 11.2 Barreiras às F&A

Se por um lado existem factores que tendem a promover e a favorecer o surgimento de fusões e aquisições, também há que referir a existência de forças em sentido contrário que tendem a dificultar o seu desenvolvimento, principalmente nos casos de F&A a nível internacional e que por vezes podem criar o próprio insucesso da estratégia de desenvolvimento. Na linha de Sudarsanam (1995), existem barreiras a nível estrutural, técnico, informativo e cultural:

- a) **Barreiras estruturais** - “estão relacionadas com a legislação que impede de algum modo este tipo de actividade ou com a ausência de serviços de apoio aos processos de aquisição, tais como serviços bancários, consultoria financeira, contabilística e jurídico-legal.”
- b) **Barreiras técnicas** - “são as dificuldades criadas pelos gestores nas transmissões de quotas e acções, nomeadamente, através de “*poison pills*”, “*golden parachutes*” e outras técnicas de defesa.”
- c) **Barreiras de informação** - “são as resultantes de dificuldades de acesso a informação, nomeadamente, inexistência ou fraca qualidade das demonstrações

financeiras, desconhecimento público da estrutura de capital das sociedades e incerteza quanto à eficácia da regulamentação ou mudança ao sabor dos interesses instalados.”

- d) **Barreiras culturais e tradição** - “estas derivam da falta de interesse, por parte dos empresários, em alienar o controlo de capital das suas empresas. Esta situação acontece em países onde a venda da empresa possa ser vista pela sociedade como o acto de um empresário falhado. Pode também acontecer que os empresários não pretendam intromissões nos seus negócios, etc.” Sudarsanam *apud* Neves (1997:6)

Ainda segundo Elicker (2007:20), a empresa adquirente pode enfrentar problemas, como:

- Dificuldade de integração;
- Avaliação inadequada da empresa a ser adquirida;
- Dívidas grandes ou extraordinárias que podem ser obtidas por meio de aquisições

A nível cultural, as empresas que procuram novas parcerias no mercado através de F&A têm por objectivo ganhar destaque marcando a sua posição no mercado, o que poderá ser manifestado pela compra de activos tangíveis e/ou intangíveis - como é o caso de aquisição de patentes de processos de produção ou registo de marcas - para um possível desenvolvimento tecnológico. Porém, existe sempre o risco de um produto/serviço não ser bem desenvolvido, não vingar no mercado respectivo ou ainda criar demasiada polémica, ocorrendo uma falha por parte da estratégia de crescimento/desenvolvimento. Sudarsanam (2006) define alguns factores que se encontram associados ao sucesso e insucesso deste tipo de operações: “tratamento adequado do potencial da aquisição no processo de implementação; clareza na lógica de criação de valor, percepção da extensão e da velocidade dos benefícios da integração; flexibilização do plano de integração, para se adaptar a realidades não percebidas no processo de negociação.” Sudarsanam *apud* Elickler (2007:22)

### 11.3 Tipos de F&A

Os processos de Fusão e Aquisição podem dar-se, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995:670), de três formas:

- **Fusão Horizontal** - Respeita à fusão entre empresas que laboram no mesmo ramo de actividade e que normalmente são concorrentes directas uma da outra.
- **Fusão Vertical** - Consiste na fusão entre empresas que fazem parte da mesma cadeia de produção. A fusão pode ser vista a montante, no sentido de uma fusão com os fornecedores, ou a jusante, no sentido dos distribuidores.
- **Fusão em conglomerado** - Refere-se à fusão entre empresas cujo ramo de actividade não está relacionado. O principal objectivo da fusão passa pela diversificação de investimentos com o intuito de redução de riscos e aproveitamento das oportunidades de mercado. Segundo Kyriazopoulos e Petropoulos (2010:449) *“is when businesses presenting no similarities or production dependency, the activities of which however supplement one another, form an alliance.”*

Na linha de Ferreira (2012:14), acrescenta a Concentração Concêntrica, Fusão-Concentração ou Consolidação e a Fusão por Incorporação ou Aquisição:

- **Concentração Concêntrica** - as empresas situam-se em unidades de negócios diferentes, porém mais ou menos relacionadas particularmente pelo mercado ou pela tecnologia. Numa outra análise, o autor avalia as decisões em relação ao património das empresas outorgantes;
- **Fusão-Concentração ou Consolidação** - os patrimónios das empresas são transferidos para uma nova entidade a constituir. Do ponto de vista jurídico, em princípio, nenhuma das empresas contratantes sobrevive. Há, porém, inúmeras alternativas a este processo padrão;
- **Fusão por Incorporação ou Aquisição** - o património de uma ou mais empresas é transferido para uma outra empresa compradora ou incorporante.

### **Caracterização da Fusão Vertical**

Este tipo de fusão é efectuado atendendo à redução de custos de transacção que decorrem essencialmente da participação no mercado. Alguns autores afirmam que este tipo de fusões de empresas têm como motivação e resultado o aumento da concentração, podendo gerar-se situações de poder de monopólio por parte da empresa integrada num determinado estado de produção.

As principais motivações para incremento da fusão vertical são, segundo Ferreira (2012:17),

“a obtenção de economias de ordem tecnológica, a eliminação ou redução de custos de pesquisa, publicidade, comunicação, coordenação da produção, de cobrança e outros custos de transacção, a melhoria no planeamento de inventários e de produção devido a fluxos de informação mais eficientes no seio de uma só entidade, a redução dos aspectos cíclicos ou sazonais e com incerteza na procura, o acesso assegurado aos mercados, a redução do perigo de falhas no mercado com influência na empresa e a maior proximidade dos verdadeiros clientes.”

A Fusão Vertical consiste numa operação de carácter estratégico complexo, que envolve elevados custos. Este tipo de integração aponta para um grande número de insucessos e de perdas. A sua reversão é difícil de ser efectuada e segundo Ferreira (2012:18), “deverão ser esgotadas todas as possibilidades de utilização de outras formas de integração antes de se iniciar o processo (por exemplo, *joint ventures* ou outro tipo de alianças, contractos a longo prazo ou licenciamentos, dado que envolvem menor investimento e apresentam maior flexibilidade).”

Este tipo de fusão tem impacto sobre os custos de capital e de exploração, no que toca aos riscos envolvidos e na eficácia de coordenação. Para que exista esta eficácia deve estar implícita a criação de valor que permita uma melhoria dos resultados.

Segundo Ferreira (2012:18), antes de se proceder a este tipo de fusão devem ser analisados os seguintes factores:

- Equilíbrio ou desequilíbrio na estrutura competitiva do mercado;
- Equilíbrio ou desequilíbrio no poder de negociação entre os estádios da cadeia de valor no interior da indústria;
- Criação ou aprofundamento do poder de negociação;
- Posicionamento do negócio em termos de ciclo de vida;
- Razões infundadas ou falsas que justificam a integração.

No que toca à fusão vertical, na opinião de Kyriazopoulos e Petropoulos (2010:449),

*“refers to mergers of banks and generally businesses which cover different but supplementary stages of the production procedure( e.g., pumping, distilling and distribution of oil) as well as businesses which belong to succeeding stages of the whole circuit of production and distribution of goods or services merge or form alliances in various ways, in order to overcome serious disadvantages which result from the apportionment of projects, e.g., concentration of cotton mill - spinning mill - textile factory - ready to*

*wear clothing factory, or banks - stockbroker companies - insurance companies - exchange bureaus. Vertical integration therefore is the buying out of a customer or a supplier or a partner.”*

Segundo Wallace e Moles (2012:26), as vantagens quanto à utilização deste tipo de Fusão:

- **Combined processes** - *“The production processes of most organizations carry fixed price overheads. Typical examples include human resources and IT support. Where integration allows these overhead functions to become combined, there is, theoretically, the prospect of increased support function efficiency”;*
- **Reduced risk and/or enhanced risk management** - *“Vertical integration allows some of the risk associated with suppliers to be removed. Obvious examples are sudden supply price increased and late and/or defective deliveries. In many ways, the control of supply products and raw materials passes to the acquirer”;*
- **Quality management** - *“This is an increasingly important consideration for most organizations. A fully integrated production system provides the opportunities for an enterprise wide quality management system covering everything from raw materials, through production to sales. As with risk management, quality management is more easily executed where supplies, production and sales are contained in-house rather than externally”.*

### **Caracterização da Fusão Horizontal**

Quanto ao processo de fusão horizontal, segundo Ferreira (2012:15), o seu incremento apresenta dois factores básicos: a maximização de valor e a melhoria da gestão. Os principais elementos condicionantes destes factores respeitam à criação de valor e a uma maior eficiência na produção e na distribuição. Existe um aumento do poder de mercado por expectativas de crescimento e uma reconfiguração, racionalização e melhoria das competências fundamentais e dos recursos.

### **Caracterização da Fusão em Conglomerado**

Como foi dito anteriormente, estas fusões são elaboradas por empresas cujo ramo de actividade não se encontra relacionado.

Na linha de Roberts *et al* (2012:28),

*“Conglomeration mergers occur where the merging companies continue to operate in different sectors and industries. Conglomeration can be a useful approach in spreading business risk across a range of different areas. As conglomerates grow and expand, however, they run the risk of becoming*

*unfocused as their senior management team may be unfamiliar with the new products, services and markets that are introduced as unrelated companies are acquired. In effect, the risks increase rather than decrease.”*

Segundo Ferreira (2002), “apresenta as características das estruturas de grupo ou *holdings*, caracterizadas pela propriedade e gestão de um conjunto de actividades não relacionadas [...] a diversificação é feita fundamentalmente através de aquisições e não por crescimento orgânico, existe o controlo de um conjunto de empresas posicionadas em várias indústrias que requerem diferentes técnicas e aptidões de pesquisa, engenharia, produção, vendas e distribuição” Ferreira (2002) *apud* Ferreira (2012:19) A ideia deste tipo de fusões é o de uma empresa conseguir alargar o leque de actividades no sector em que está inserida de forma a obter maior capacidade de controlo sobre o mercado.

Segundo Weston *et al* (1999) e Ferreira (2012:19), existem vários tipos de conglomerados:

- **Financeiro ou de controlo financeiro** - Consiste num conglomerado que tem influência sobre conjunto de actividades financeiras e de planeamento estratégico, não ocorrendo envolvimento na actividade operacional;
- **Gestão** - Associa-se a funções de controlo financeiro, ocorrendo influência ao nível das operações de exploração e participação activa em actividades de carácter estratégico e empresarial.

#### 11.4 Impacto das F&A sobre os trabalhadores

Este tipo de operações tem impacto na estrutura operacional da empresa. As F&A envolvem a junção do número de trabalhadores, o que poderá ser um número excessivo em função dos departamentos da “nova” empresa. Dependendo da política adoptada pela “nova” empresa, esta poderá ou não criar novos departamentos atendendo à estratégia de mercado que pretende aplicar. Como já foi visto no capítulo referente ao *downsizing*, verifica-se que, perante a existência de um clima de insegurança por parte dos trabalhadores relativamente à estabilidade e garantia do seu posto na empresa, menor é a sua rendibilidade e eficácia. Como tal, torna-se necessário que os recursos humanos intervenham da melhor forma possível. Segundo Shook e Roth (? : 21), “*Human resource practitioners exert little influence over the volatile competitive environment in which organizations operate, but they can contribute to positive organizational change and facilitate adaptation to the new environment. HR practitioners are expected to provide solutions to a*

*vast array of people problems in order to maximize employee contributions to organizations.*” Posto isto, todos os impactos causados pelo processo de *downsizing* comportam um conjunto de oportunidades para os elementos que compõem os recursos humanos de mostrar o seu conhecimento e a sua habilidade em gestão de capital humano.

Fig.24 - Função dos recursos humanos em cenários de F&A

Characteristics of Downsizings, Mergers, and Acquisitions	Recommended Involvement of HR Practitioners
Workplaces become chaotic and stressful after a downsizing, merger, or acquisition.	HR should conduct substantial due diligence on employee related issues, just as financial experts conduct due diligence on financial accounts and records.
Workplace culture is a prime contributor to post downsizing, merger, and acquisition failure or success.	HR practitioners should study the best practices of both cultures and then present a transition plan that assures these best practices will be engrained in the post combination culture.
HR is not always “at the table” when downsizing, merger, or acquisition decisions are analyzed. This absence limits HR’s role to one of damage control following the downsizing activity.	When HR practitioners are involved as strategic partners, they can offer a more comprehensive array of interventions, including: training, coaching, and other activities to enhance productivity and morale.

Fonte: Shook e Roth

Quando ocorrem estes grandes processos de alteração estrutural das empresas, especificamente das F&A, os Recursos Humanos precisam de demonstrar às equipas de liderança executiva que eles podem trazer uma mais-valia ao nível de conhecimentos motivacionais para os colaboradores. Existe uma grande importância no papel das equipas de recursos humanos durante estes processos, não em termos estratégicos para a conclusão da fusão, mas sim no que respeita ao “cuidado” a ter com os elementos que compõem a estrutura operacional da empresa. Estes têm a função de saber como agregar valor na organização. Necessitam de desenvolver uma estratégia que permita aplicar os seus processos e práticas estratégicas de intervenção junto dos colaboradores, tendo sempre em vista as necessidades do negócio. Esta estratégia abrange os diversos departamentos dentro da organização e a sua incrementação pode ser feita da seguinte forma:

Fig.25 - Papeis dos RH nos processos de F&A

<p>For Executives:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Case studies of M &amp; A success and failure, based upon alignment of culture</li> <li>• Assessing organizational culture</li> <li>• Identifying and documenting best practices</li> <li>• Retaining productivity after downsizings or mergers</li> <li>• HR roles as a strategic partner during the downsizing strategy planning and pre-merger and due diligence phases</li> <li>• Communicating change in the workplace</li> <li>• Cost/benefit analysis of outplacement services</li> </ul>
<p>For Those exiting the company:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• References for managing a transition</li> <li>• Use of the employee assistance program</li> <li>• Explanation of the benefits and severance pay</li> <li>• Establishing and using professional references</li> <li>• Unemployment compensation, and other government benefits</li> </ul>
<p>For Those who Remain:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Coping with an increased workload</li> <li>• Continuous improvement and the re-engineering of processes</li> <li>• Retaining positive morale and workplace friendships</li> <li>• Communicating changes to your customers</li> </ul>
<p>For Teams that are Merged:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Designing a blended culture</li> <li>• Learning from best practices</li> <li>• Team building</li> </ul>

Fonte: Shook e Roth

O principal objectivo da empresa é o de gerar lucro, em função da sua actividade. Com base neste propósito as empresas procuram reforçar a sua posição no mercado através da procura pela vantagem competitiva. Porém, existem, por vezes, estratégias que podem revelar a necessidade de haver uma reestruturação interna das práticas e procedimentos de trabalho das empresas. No mundo empresarial, essa intenção pode ao *downsizing*. Desafios provenientes de ambientes internos e externos podem influenciar os métodos de gestão de grandes “eventos” de mudança na organização. Como resultado dessas alterações, os recursos humanos devem assumir responsabilidades adicionais. Segundo Shook e Roth os recursos humanos devem fazer parte do planeamento estratégico no que toca às alterações que ocorram internamente na “nova” empresa, antes, durante e após o *downsizing*.

### 11.5 Impacto sobre a performance financeira e operacional

A utilização das fusões como mecanismo de reestruturação pode permitir às empresas ganhos resultantes das sinergias ao nível administrativo e estratégico. Segundo Ferreira (2012:23) “[e]xistem potencialidades de obtenção destas vantagens, designadas de maneira genérica por sinergias operacionais, nas combinações horizontais e verticais, dado que se tratam de actividades relacionadas.” Nas operações de fusão, em termos operacionais, é esperado que haja uma melhoria do nível de eficiência principalmente no que toca à sua *performance*, ou

seja, uma melhor utilização dos recursos para que atinja um resultado maior. A empresa que tiver menor eficiência entre as que se iram combinar, espera-se que melhore a sua *performance* sem que a outra reduza a sua. Segundo Ferreira, consiste na teoria da exploração de eficiências operacionais. 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. Para além de haver um maior benefício de eficiência operacional proveniente das economias de escala, segundo Pautler (2001) as fusões podem promover a eficiência através da “utilização de tecnologias de produção menos dispendiosas, da melhoria na utilização de informação e do *know-how*, da combinação mais eficiente dos activos e de economias de gama ao nível do consumo” Pautler (2001) *apud* Ferreira (2012:23).

Os pressupostos para a iniciação de um processo de fusão, em termos estratégicos, passam pela obtenção de maior quota de mercado de forma a obter vantagem sobre a concorrência, através da diversificação de produtos, da exploração de processos de produção mais eficientes ou mesmo da exploração, expansão e controlo sobre outros mercados. Segundo Matos e Rodrigues (2000), “a obtenção de eficiência operativa é outra das razões explicativas das fusões. Na prossecução do objectivo de maximização do lucro, as empresas deverão produzir eficientemente e, assim, poderão obter um determinado nível de produção com o mínimo de custos.” *apud* Ferreira (2012:24)

Uma outra razão para o incremento de um processo de F&A relaciona-se com as oportunidades de redução dos impostos, principalmente no caso de uma das empresas possuir prejuízos acumulados. Porém, este tipo de situações não revela carácter principal numa operação desta natureza, até porque, segundo o CIRC, quaisquer alterações em mais de 50% do capital social de uma empresa conduzem-na a uma perda do seu reporte fiscal referente aos prejuízos dos períodos anteriores (Artº52 nº8 CIRC)

Uma vez realizada a fusão, existirá necessidade de uma reestruturação dos activos que foram consolidados, podendo estes ser sujeitos a actividades diferentes das iniciais. Estas actividades variam em função da estratégia que se pretende adoptar de acordo com a empresa fundida. Na opinião de Weston *et al* (1999), a estratégia por de traz das fusões está associada à ocorrência de economias de escala e à eficiência de utilização dos recursos. Estes autores indicam que este tipo de operações, através da sua diversificação externa, permite que a empresa adquira capacidades de gestão que poderão servir para satisfazer as suas necessidades. Contudo, esta diversificação também pode ser desenvolvida internamente. Neste caso, o factor a ter em consideração será a capacidade de adaptação sobre as diferentes formas de diversificação: fusões ou crescimento orgânico.

## 11.6 Síntese

Os processos de fusão e aquisição correspondem a mecanismos de alteração estrutural de uma ou mais empresas. As razões para a realização deste tipo de processos podem ter como alvo motivos estratégicos, financeiros e/ou operacionais. Normalmente a conquista de espaço no mercado, através de diversificação de produtos ou serviços ou a aquisição de processos de produção mais eficientes são factores a ter em conta e que levam ao consumo destas operações. Existem três principais formas de fusão: vertical (que poderá haver uma colaboração directa com fornecedor ou mesmo distribuidor aproveitando as suas capacidades e integrando-as para a empresa interessada) horizontal (onde empresas provenientes no mesmo sector unem esforços para obter uma maior quota de mercado através da sua produção) e ainda em conglomerado (consiste na fusão entre empresas provenientes de actividades diferentes, onde a troca de informação é fomentada de modo a obter maior amplitude no que toca às actividades envolvidas, permitindo a ambas as empresas envolverem-se nas actividades uma da outra poupando tempo em pesquisa e desenvolvimento). Contudo, este tipo de operações reestruturais podem estar sujeitas a outras colaterais, como é o caso do *downsizing*. Muitas vezes quando ocorre a fusão entre duas empresas ou a incorporação de uma noutra, verifica-se a existência de excesso de pessoal - o que pode levar a que haja uma redução gradual do número de colaboradores. Contudo, existe sempre a possibilidade da “nova” empresa poder rentabilizar os colaboradores em excesso, como é o caso de exploração de novos mercados ou novos produtos e serviços.

## Estudo de Caso

Neste capítulo estudar-se-ão algumas reestruturações feitas pelas empresas que se encontram cotadas em bolsa no PSI-20, no sector não bancário, no sentido de comprovar a importância deste processo para o desenvolvimento das empresas. Para isso serão tratados as demonstrações financeiras que se encontram nos relatórios e contas das empresas em análise, através do qual serão apurados alguns factos que terão como base rácios económico-financeiros.

### 12. Portugal Telecom

#### 12.1 Caracterização da empresa

A Portugal Telecom (PT) é uma empresa operadora de telecomunicações, sendo considerada líder nesse sector. Segundo o sítio oficial da PT, esta é actualmente considerada “a entidade empresarial portuguesa com maior projecção nacional e internacional.”

A PT encontra-se cotada nas bolsas de Lisboa e de Nova Iorque. Enquanto empresa de telecomunicações, o seu portfólio de serviços abrange o serviço telefónico internacional e local de longa distância, o aluguer de circuitos, as comunicações móveis, a internet, a televisão por cabo, os conteúdos e sistemas de informação, as soluções empresariais e o entretenimento.

A Portugal Telecom, segundo o seu sítio oficial, presta serviços em países como China, Angola, Cabo Verde e Timor, bem como no mercado brasileiro, onde a PT é actualmente o maior investidor português.

#### 12.2 Contextualização do caso de estudo

Antes de partir para a análise sobre a operação efectuada em 2010 pela Portugal Telecom com outra empresa de telecomunicações, a “Telefónica Móviles”, é necessário ter em conta a origem da participação da PT no capital da VIVO. Em 2003, a Portugal Telecom anunciou o lançamento da marca única "VIVO" para a *joint venture*, detida em partes iguais com a Telefónica Móviles, para os negócios móveis no Brasil. Esta estratégia empresarial atendeu a factores institucionais relacionados com a economia brasileira, assim como o processo de privatização dessa mesma economia e ainda factores económicos e culturais do país.

Estes foram factores impulsionadores para o investimento no Brasil, tendo sido essenciais para fazer face à entrada de novos concorrentes num mercado muito competitivo. O intuito era o de arrecadar mais clientes, promovendo o crescimento e a sustentabilidade da empresa. Esta operação fez com que a VIVO se tornasse uma das grandes operadoras de telecomunicações do Brasil, ao conseguir cobrir 86% do território brasileiro, sendo mesmo a única marca em 19 Estados e no Distrito Federal. A Portugal Telecom divulgou que a VIVO tinha atingido os 20 milhões de clientes, tornando-se na empresa com maior número de clientes do sector de telecomunicações e de toda a economia brasileira.

A PT investiu cerca de 2.077 Milhões de euros na VIVO. Em Julho de 2010, a PT cedeu a gestão da VIVO à Telefónica devido à venda da participação de 50% que detinha sobre a mesma. O valor da operação foi de 7.500 Milhões de euros, sendo o pagamento feito num conjunto de 3 tranches: 4.500 Milhões no próprio dia da operação, 1.000 Milhões em 30 de Dezembro de 2010 e por último 2.000 Milhões até Outubro de 2011.

Segundo *Press Release* (2010:84),

“A PT informou ter chegado a acordo com a Telefónica para a alienação da participação de 50% na Brasilcel detida pela PT. O Conselho de Administração da Portugal Telecom aprovou a venda da sua participação de 50% da Brasilcel à Telefónica por um valor total de 7,5 mil milhões de euros, dos quais: (i) 4,5 mil milhões de euros foram pagos na data da conclusão da transacção - 27 de Setembro de 2010 - (ii) mil milhões de euros pagos em 30 de Dezembro de 2010, e (iii) 2 mil milhões de euros serão pagos até 31 de Outubro de 2011.”

Cerca de metade do montante desta operação foi destinado às aquisições de participações sobre empresas de telecomunicações como a Oi e a Contax. A PT obteve uma participação de cerca de 22,4% sobre a Oi, o que permitiu a manutenção do negócio na América Latina. Segundo o R&C 2010 (2010:55), “[e]m resultado da assinatura dos acordos definitivos de compra e venda, subscrição e acordos de accionistas com a Oi e com os seus accionistas controladores, a PT irá investir aproximadamente 3,7 Mil Milhões de euros na aquisição de uma participação económica mínima, directa e indirecta de 22,38% na Oi.”. Cerca de 20% do valor recebido aquando da aquisição da Oi, o correspondente a mais de 1.500 Milhões de euros, foi usado no pagamento de um dividendo especial aos accionistas, sendo ele correspondente a 1,65 euros por acção, com distribuição de 1 euro em Dezembro de 2010 e os restantes 0,65 em Maio do ano seguinte.

Segundo R&C 2010 (2010:75):

“Em 3 de Novembro de 2010, o Conselho de Administração deliberou apresentar uma nova política de remuneração accionista que consiste na distribuição de: um dividendo excepcional de 1,65 euros por acção, dos quais 1,00 euro foi pago em Dezembro de 2010 e 0,65 euro será pago em 2011, sujeito à aprovação da Assembleia Geral de accionistas. Um dividendo ordinário de 0,65 euro por acção para os anos fiscais de 2010 e 2011, representando um aumento de 13% relativamente à proposta inicial de 0,575 euros para o mesmo período, que também está sujeito à aprovação da Assembleia Geral de Accionistas.”

Com um montante de disponibilidades, no final de 2010, que ultrapassava os 5 Mil milhões de euros (cerca de uma vez e meia o valor da facturação consolidada sem a VIVO), este facto permitiu a redução do valor dos gastos financeiros líquidos assim como o pagamento de indemnizações aos trabalhadores que resultaram num conjunto de rescisões amigáveis tendo atingido cerca de 145 milhões de euros permitindo reduzir os gastos operacionais futuros.

## **Processos de Reestruturação Financeira e Operacional**

### **12.3 Impacto sobre os capitais próprios**

No período de 2010, a rentabilidade com base nos capitais próprios em 31 de Dezembro de 2010, ultrapassou os 100%, podendo ser visto como uma percentagem excepcional, em consequência da mais-valia obtida na venda da participação sobre a VIVO, segundo o *press release* (2010:8) “[o] resultado líquido aumentou para 5.672 milhões de euros em 2010, face a 685 milhões de euros em 2009, reflectindo, principalmente, o aumento dos resultados das operações descontinuadas na sequência do ganho obtido com a transacção da VIVO no 3T10.” A PT conseguiu fazer uma gestão cuidadosa do montante recebido resultante da operação quando adquiriu a participação de cerca de 22,4% sobre a Oi, procedendo a um investimento de aproximadamente 3,65 Mil Milhões de euros, tendo optado por uma empresa com possibilidade de gerar resultados futuros relevante que potencialmente se aproximassem dos históricos resultados da VIVO e ainda permitindo a manutenção da presença no mercado brasileiro com uma posição economicamente relevante.

Esta operação teve um impacto positivo sobre a RCP tendo este rácio aumentado de forma acentuada. Contudo, é de realçar que este crescimento teve origem num rendimento extra-

operacional, de características totalmente extraordinárias resultante da venda de uma participação financeira, segundo *press release* (2010:7) “Os resultados das operações descontinuadas incluem principalmente, o ganho líquido de despesas relacionadas, obtido com a alienação do investimento na VIVO que ficou concluída em 27 de Setembro de 2010 e os resultados da VIVO antes de interesses minoritários até à mesma data.” Eventualmente, caso esta operação não tivesse ocorrido, a RCP seria significativamente inferior face aos valores de 2009. Após a aquisição da participação sobre a Oi o valor do rácio voltou a cair substancialmente, sendo que os factores que contribuíram para a sua queda se encontram relacionados com o facto de não ter havido um RLP tão elevado como o período de 2010 estando associado a uma redução quer da rentabilidade operacional quer ao nível da alavancagem de taxa.

Em termos comparativos, ao nível do desempenho de ambas as participadas, verificou-se que a Oi fez gerar um conjunto de receitas menor com gastos operacionais superiores, o que conduziu à obtenção de um resultado mais baixo, deixando uma margem de manobra inferior para enfrentar os gastos financeiros. Assim, gerou-se um RLP inferior, tendo a rentabilidade dos capitais próprios descido comparativamente com o período anterior em a PT detinha a participação na VIVO. Apesar de ter havido uma redução ao nível da RCP, a PT conseguiu adquirir uma participação financeira que proporcionou o lançamento das bases de um possível processo de fusão, com as consequentes sinergias e impactos nos resultados.

#### 12.4 Alavancagem de Taxa

Fig.26 - Cálculo da alavancagem de taxa

Período	Alavanca Taxa
2009	0,0369
2010	0,0352
2011	0,0246

Fonte: Próprio

Para o cálculo da respectiva alavancagem de taxa, foram utilizados para o efeito da ROA, o valor dos activos totais deduzidos do impacto que a operação da venda da participação da VIVO teve ao nível das disponibilidades, no sentido de comparar os restantes períodos em análise de forma consistente.

No passivo total tal como aconteceu ao activo total foram retirados os impactos das disponibilidades. Ao nível dos custos médios de capital alheio foram utilizados apenas aqueles que corresponderam aos custos financeiros líquidos suportados associados a empréstimos obtidos.

Fig.27 - Custos financeiros líquidos suportados

	2009	2010	2011
<b>Custos (ganhos) financeiros</b>	<b>(200,7)</b>	<b>81,6</b>	<b>212,9</b>
Juros suportados líquidos	227,5	185,0	297,1
Perdas (ganhos) em empresas associadas	(456,0)	(141,7)	(209,2)
Outros custos (ganhos) financeiros líquidos	27,9	38,3	125,0

Fonte: *Press Release* PT 2010 e 2011

No período de 2010, houve a possibilidade de fazer uma reestruturação, principalmente ao nível financeiro, visto que o valor recebido era suficiente para cobrir uma parte relevante da dívida financeira. De notar que neste período, apesar da alavanca de taxa ter diminuído face a 2009, o valor da RCP tendeu a crescer resultado da operação extra-exploração que teve um grande impacto positivo nos resultados (há que salientar o facto de nos cálculos efectuados terem sido utilizados juros suportados líquidos na parcela de gastos financeiros - que consistem na diferença entre juros pagos e recebidos). A existência de um valor crescente de disponibilidades que resultaram, essencialmente, da operação de venda da participação sobre a VIVO, permitiu que o valor da dívida líquida (definição seguida pelo *Press Release* 2010 da PT) fosse menor tal como os gastos financeiros líquidos contribuindo para o aumento da RCP em 2010.

Segundo R&C (2010:88),

“[a] PT está exposta ao risco da taxa de juro se desviar do seu valor esperado, originando rendimentos de investimentos mais baixos do que os expectáveis, ou custos de produtos ou de empréstimos mais elevados do que os previstos. A instabilidade dos mercados financeiros e a flutuação da taxa de juro da dívida soberana Portuguesa potenciam a materialização deste factor de risco.”

Normalmente, sempre que existe uma diminuição da alavanca de taxa e esta se aproxima de zero, o valor da RCP tende a diminuir, como ocorre no período de 2011 (o efeito na dívida líquida reduziu, em virtude de parte do montante da venda da VIVO ter sido aplicado em 2011 na compra da Oi, da Contax e na distribuição de dividendos).

A aquisição da participação sobre a Oi, apesar de resultar numa empresa que em geral, gera um menor RLP que a VIVO, tem um maior potencial de crescimento futuro dada a sua diversidade de produtos e mercados. Com a Oi, a PT conseguiu também tornar-se parte integrante de uma das maiores operadoras de telecomunicações a nível mundial, com potenciais efeitos a nível de receitas e sinergias de gastos operacionais.

## 12.5 Efeitos na sustentabilidade

Fazendo uma análise sobre a importância desta operação, a partir da demonstração de resultados de 2011 da PT:

Fig.28 - Gastos financeiros 2010 e 2011

Tabela 2 _ Demonstração dos resultados consolidados <sup>(1)</sup>				Milhões de euros		
	4T11	4T10	Δ10/11	2011	2010	Δ10/11
<b>Custos (ganhos) financeiros</b>	<b>96,0</b>	<b>(64,1)</b>	<b>n.s.</b>	<b>212,9</b>	<b>81,6</b>	<b>160,9%</b>
Juros suportados (obtidos) líquidos	97,7	9,5	n.s.	297,1	185,0	60,6%
Perdas (ganhos) em empresas associadas	(40,1)	(76,3)	(47,5%)	(209,2)	(141,7)	47,6%
Outros custos (ganhos) financeiros líquidos	38,4	2,8	n.s.	125,0	38,3	226,7%
<b>Resultado antes de impostos</b>	<b>3,0</b>	<b>72,4</b>	<b>(95,9%)</b>	<b>531,1</b>	<b>332,2</b>	<b>59,9%</b>
Imposto sobre o rendimento	35,7	(13,4)	n.s.	(108,2)	(77,5)	39,6%
<b>Resultado das operações continuadas</b>	<b>38,6</b>	<b>59,0</b>	<b>(34,6%)</b>	<b>422,9</b>	<b>254,6</b>	<b>66,1%</b>
Resultado das operações descontinuadas	0,0	14,0	n.s.	0,0	5.565,4	n.s.
<b>Resultado antes de interesses não controladores</b>	<b>38,6</b>	<b>73,0</b>	<b>(47,1%)</b>	<b>422,9</b>	<b>5.820,1</b>	<b>(92,7%)</b>

Fonte: R&C2011

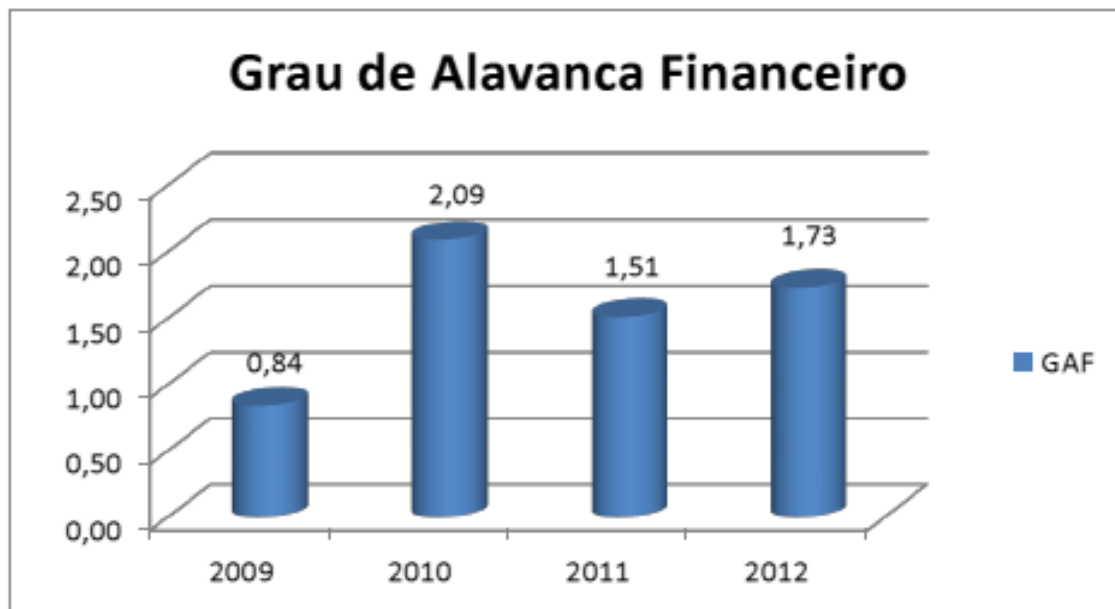
Segundo o R&C 2010 (2010:88) “a crise financeira internacional poderá prolongar a recessão ao nível da economia portuguesa e mundial e atrasar a retoma, o que poderá ter um impacto ao nível da procura de produtos e serviços e, conseqüentemente, ao nível da *performance* operacional e financeira do Grupo PT.” O quadro acima mostra que é possível verificar que o resultado das operações continuadas em 2010 foi de cerca de 254,6 Milhões de euros, em comparação com o período de 2009 (onde se verifica um aumento do volume de negócios) ocorre uma queda de 64%. Tendo em conta a previsão futura do volume de negócios que a PT apresenta no seu R&C, a tendência seria o da sua queda de 2010 por diante, o que com o acumular dos gastos financeiros, contribuiria para uma queda dos RLP.

O principal problema ao nível financeiro que a PT apresentava passou por um elevado nível de risco resultante da constante utilização de capitais alheios e respectivo aumento dos juros que conseqüentemente colocou em causa as perspectivas de um resultado líquido futuro crescente da empresa. É de acrescentar que caso a operação de venda da participação não tivesse ocorrido, a PT poderia enfrentar algum risco de alavancagem negativa, relevante se for tido em conta o seu nível de estrutura do financiamento antes da operação.

Segundo R&C (2010:88)

“[e]ventos recentes aumentaram a incerteza e volatilidade dos mercados financeiros em geral e os prémios de risco nos mercados aumentaram significativamente. Nesse sentido, as condições actuais dos mercados financeiros poderão afectar negativamente a capacidade de acesso ao capital que a PT necessita para suportar o seu crescimento e as suas estratégias e para gerar retornos financeiros futuros.”

Gráfico.1 - Grau alavanca financeiro



Fonte: Próprio

No período de 2009, a PT, ainda detentora da VIVO, já possuía um valor de gastos financeiros considerável (no entanto estes foram cobertos pelos proveitos financeiros provenientes de associadas). Porém no período seguinte, o risco financeiro duplicou em consequência do aumento das taxas de juro associadas aos empréstimos de médio/longo prazo (constituídos em 2009) que variaram entre os 3,75% e os 6,95%, criando um cenário complicado na perspectiva de uma possível melhoria dos RLP visto que a actividade da empresa encontrava-se praticamente estacionária. Um aumento do peso dos gastos financeiros futuros poderia ditar uma diminuição natural dos RLP. Contudo, após a operação de venda da participação sobre a VIVO, ocorreu uma redução do risco financeiro, consequência da redução dos gastos financeiros líquidos e da dívida líquida. Em 2011 verificou-se que os juros suportados líquidos associados aos financiamentos obtidos foram maiores face ao período anterior, essencialmente pelo efeito nas contas consolidadas da Oi (afectando a sua comparabilidade).

Essa tendência crescente adveio, por um lado da situação agravada da dívida pública/risco financeiro que o país atravessava e, por outro lado como já foi referido (em 2011 e seguintes) pelo efeito na consolidação da Oi e da redução dos juros recebidos (aplicação de parte das disponibilidades no final de 2010).

Segundo anexo ao R&C 2011 (2011:60)

“[o] aumento dos juros suportados líquidos é explicado essencialmente pelo impacto da consolidação proporcional da Oi, da Contax e dos seus acionistas controladores a partir de 1 de abril de 2011, no montante de 175 milhões de euros. Ajustando por este efeito, os juros suportados líquidos teriam ascendido a 122 milhões de euros em 2011, uma diminuição de 63 milhões, face aos 185 milhões de euros em 2010, refletindo os juros obtidos no primeiro trimestre de 2011 relativos aos depósitos em Reais Brasileiros que foram utilizados para pagar o investimento estratégico na Oi, em 31 de março de 2011, e os ganhos com juros relativos ao efeito do valor atual da conta a receber da Telefónica no âmbito da alienação da VIVO. Estes efeitos compensaram bastante o impacto do aumento da dívida líquida média nas operações em Portugal.”

## 12.6 Síntese

De um modo geral, a operação que a PT efectuou, permitiu o desencadeamento de diversos processos de reestruturação bem como um investimento de uma participação financeira em cerca de 22,4% na Oi.

Durante os períodos de 2009 e 2010, a redução do poder de compra dos consumidores levou a que o volume de negócios ficasse praticamente estático, fomentando uma queda dos RAI. Dada a situação descrita, a PT procedeu a uma operação que levou a uma alavancagem futura dos resultados líquidos.

Foi então efectuada uma operação de venda da participação financeira que a PT detinha sobre a VIVO originando uma verba no valor de 7.500 Milhões de euros, traduzindo-se numa mais-valia de 5.423 Milhões de euros.

A reestruturação operacional ocorreu através de um processo de *downsizing*, permitindo uma melhoria na estrutura operacional da PT, tendo sido efectuadas rescisões de contractos que resultaram num conjunto de gastos na ordem dos 145,4 milhões de euros. Esta medida permitiu melhorar a estrutura operacional por forma a conseguir no futuro resultados melhores e mais sustentáveis. Em termos financeiros, a reestruturação ocorreu através da cobertura de parte do valor dos empréstimos obtidos o que promoveu a redução dos juros suportados líquidos, segundo *press release* (2010:6), “[o]s juros líquidos diminuíram para 185 milhões de euros em 2010, o que compara com 227 milhões de euros em 2009, principalmente em resultado da diminuição da dívida líquida média, no seguimento do recebimento em Setembro de 2010 da primeira prestação relativa à aquisição da participação de 50% na Brasilcel da PT (4.500 milhões de euros). Este efeito foi compensado por um ligeiro aumento no custo médio da dívida de 4,3% em 2009 para 4,4% em 2010.” A PT conseguiu ainda adquirir uma participação financeira sobre uma empresa que possui uma maior capacidade de expansão face à VIVO, potencializando a possibilidade de futuras sinergias com vista à redução de gastos.

Segundo R&C 2010 (2010:92) “[a] parceria estratégica estabelecida com a Oi, que incluí a aquisição pela PT de uma posição de controlo na Oi, a PT pretende explorar mais o potencial de crescimento dos activos da Oi, alavancando nos registos favoráveis demográficos do Brasil perspectivas de crescimento económico e aumento do potencial de penetração de serviços de telecomunicações.”

Em suma, a ligação entre ambas as empresas poderá resultar numa eventual fusão podendo potencializar a criação de um grupo poderoso ao nível do mercado de telecomunicações, dada a maior capacidade de expansão que a Oi tem em relação à VIVO.

## **13. REN**

### **13.1 Caracterização da empresa**

Segundo o sítio oficial, a REN (Redes Energéticas Nacionais) é uma empresa que actua em duas grandes áreas de negócio: por um lado, o transporte de electricidade em muito alta tensão e a gestão técnica global do Sistema Eléctrico Nacional; por outro, o transporte de gás natural em alta pressão e a gestão técnica global do Sistema Nacional de Gás Natural, garantindo a recepção, armazenamento e regaseificação de GNL, bem como o armazenamento subterrâneo de gás natural.

### **13.2 Contextualização do caso de estudo**

No final do período de 2008 a REN preparava-se para elaborar um plano de reestruturação de dívida financeira, tendo sido este colocado em prática ao longo do período de 2010/2012. O objectivo principal era a passagem da dívida de curto prazo para médio/longo, dando à empresa uma maior margem para poder aumentar a sua capacidade financeira para fazer frente aos seus investimentos.

Segundo o relatório e contas de 2010 (2010:59), “A reestruturação da dívida nos últimos anos, no sentido de prolongar o seu prazo médio, de diversificar as fontes de financiamento e de aumentar as linhas de crédito veio dotar a empresa dos meios necessários para responder às restrições de liquidez durante o ano.”

A REN pretendia com esta operação, obter maior capacidade ao nível das suas disponibilidades para fazer face aos seus compromissos com os seus credores, através de uma renegociação dos prazos de pagamento dos empréstimos obtidos, de modo a obter uma margem temporal para a resolução do problema com que se deparava.

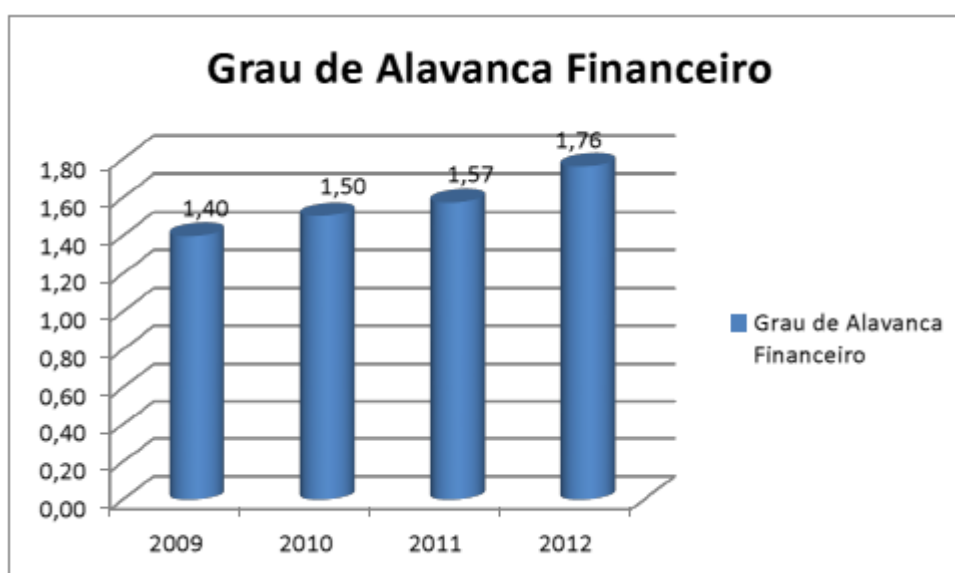
### 13.3 Caracterização do Processo de reestruturação financeira

O intuito principal desta operação de reestruturação prende-se com o facto do peso dos empréstimos obtidos de curto prazo se terem avolumado e de a REN em 2009 não ter tido capacidade de suprir o pagamento dos devidos financiamentos a curto prazo e continuar a investir simultaneamente na inovação da empresa, pelo que foi efectuada uma reestruturação de dívida financeira através da renegociação dos prazos de pagamento.

Quanto à sua dívida financeira, segundo o Jornal de Negócios em notícia, publicada em 29-04-2008 por Patrícia Dias:

“A dívida da Redes Energéticas Nacionais - REN foi ontem, pela primeira vez, objecto de classificação por parte das agências de notação financeira internacionais. Face aos "ratings" atribuídos pela Standard & Poor's e pela Moody's, a opinião é unânime: a qualidade do crédito da REN é elevada, apesar do perfil financeiro fraco. [...] Apesar da classificação positiva, ambas as agências alertam para as debilidades da estrutura financeira da REN. A Moody's salienta que o "baixo perfil financeiro" deverá manter-se a médio prazo, tendo em conta o programa de investimentos de 1,8 mil milhões de euros na melhoria e extensão da rede. Já a Standard & Poor's afirma que os pontos fortes da REN "são ofuscados pelas modestas medidas de protecção da dívida".”

Gráfico.2 - Grau de alavanca financeira 2009-2012



Fonte: Próprio

Ao passar parte do passivo financeiro para o médio/longo prazo, verificou-se (principalmente entre o período de 2010 a 2012) um risco financeiro crescente devido ao aumento do peso dos gastos de financiamento (sobre o resultado antes de impostos), isto porque alargamento do prazo poderá ter implícito um aumento dos custos associados aos empréstimos obtidos, mais concretamente os respeitantes aos empréstimos obrigacionistas e outros gastos financeiros relacionados com as emissões de papel comercial, tal como demonstra a figura seguinte:

Fig.29 - Gastos financeiros de 2010-2012

<b>Gastos financeiros</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>Δ<sup>2010_11</sup></b>	<b>Δ<sup>2011_12</sup></b>
Empréstimos obrigacionistas	50.584	57.007	82.432	6.423	25.425
Emissões de papel comercial	7.194	21.176	27.711	13.982	6.535
Outros Empréstimos	23.087	25.632	25.277	2.545	-355
Outros Investimentos Financeiros	0	1.452	1.382	1.452	-70
Swaps	9.018	6.674	8.938	-2.344	2.264
<b>Total</b>	<b>89.883</b>	<b>111.941</b>	<b>145.740</b>	<b>22.058</b>	<b>33.799</b>
RAI	166.620,00	179.838,00	178.542,00		
G <sub>fin</sub> /RAI (%)	53,94	62,25	81,63		

Fonte: Próprio

Neste tipo de reestruturação que envolve uma renegociação de prazos de dívida de financiamento, o aumento de risco associado ao grau de alavanca financeiro é considerado normal, dado não ter ocorrido liquidação (adiado o prazo para o seu pagamento). A contraparte associada à operação (a entidade financiadora), tomou como contrapartida um aumento da taxa de juro, contribuindo para um agravamento do peso dos mesmos sobre os resultados antes de impostos no período em análise.

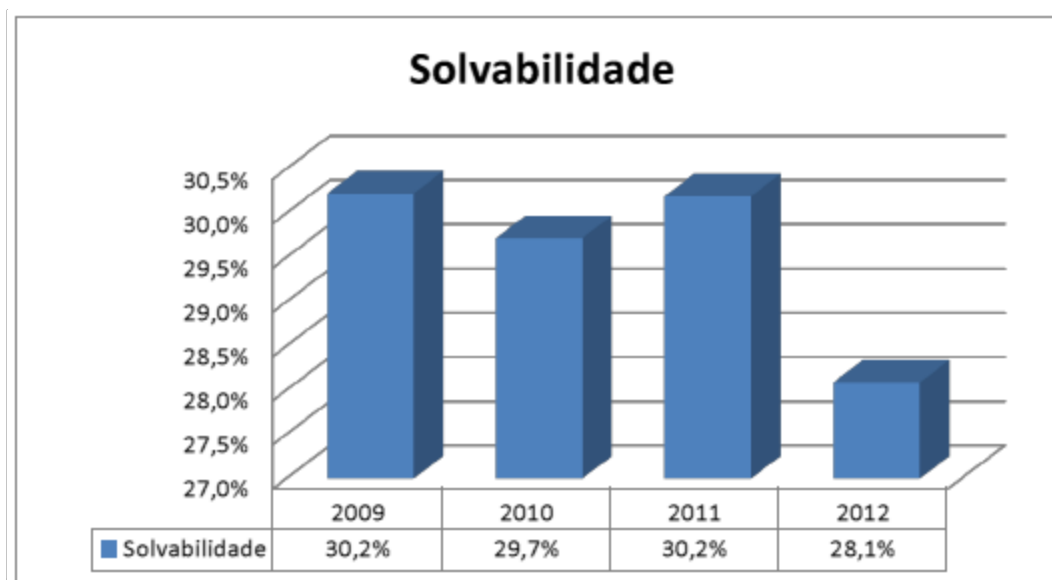
Caso esta operação não tivesse sido levada a cabo e dado que o volume de negócios do período de 2010 para 2011 sofreu uma redução, a empresa teria tido certamente problemas de equilíbrio financeiro, dado o aumento das dificuldades para fazer face aos compromissos financeiros.

Esta operação permitiu à empresa obter uma maior margem “temporal” para a procura de opções estratégicas que contribuíssem para uma maior obtenção de disponibilidades de forma a cobrir os seus compromissos perante os seus credores. Cabe aos responsáveis administrativos das empresas, ao nível da sua capacidade de empreendedorismo, encontrarem

as estratégias indicadas para que a empresa consiga melhorar a sua capacidade de captação de disponibilidades. Estratégias como a procura de novos mercados, ou aplicação de reestruturações operacionais são exemplos que contribuem para uma melhoria da gestão de caixa e unidades equivalentes.

### 13.4 Impactos da reestruturação

Gráfico.3 - Rácio de solvabilidade



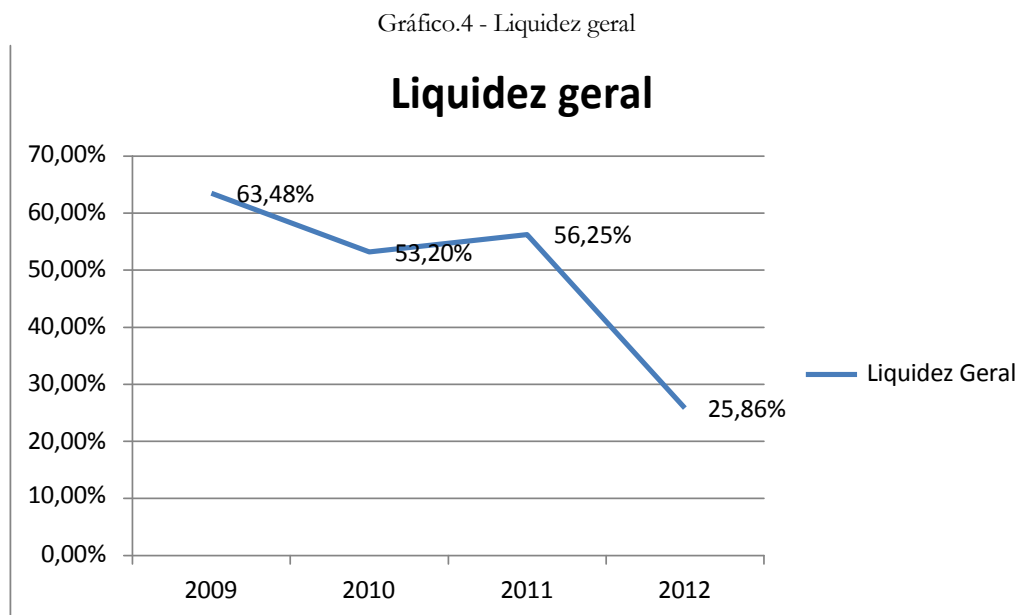
Fonte: Próprio

No que toca ao equilíbrio de médio/longo prazo, esta operação permitiu à REN conseguir obter uma capacidade de solvência praticamente constante, ocorrendo ligeiras variações entre o período de 2009 a 2011. No entanto no último período verificou-se uma redução ao nível deste rácio, indicando que foi este onde o equilíbrio de médio/longo prazo foi mais baixo dos que se encontram em análise.

No período de 2012, é relevante destacar que grande parte do passivo financeiro cujo prazo havia sido renegociado em 2009 venceu. É de referir também que no que toca à solvabilidade 2012 é o período em que apresenta valores mais baixos comparativamente com as restantes que se encontram em análise.

Este facto deve-se à existência de um aumento face a 2011 das obrigações de reforma para com os colaboradores. Quanto ao valor das obrigações relacionadas com empréstimos obtidos, tendo em conta que em 2012 venciam os prazos renegociados em 2009, estas obrigações financeiras passaram do passivo de médio/longo prazo para o curto prazo.

Contudo, a capacidade de liquidez da empresa, traduzida em equilíbrio de curto prazo, decresceu entre 2009 e 2010, e verificando-se novamente um decréscimo de modo mais acentuado, entre 2011 e 2012, tendo sido ligeiramente crescente em 2011:



Fonte: Próprio

No cenário onde ocorre a transferência de passivo de curto para médio/longo prazo e esta rubrica passa a ser a que possui maior peso no passivo não corrente, será de esperar que o equilíbrio de curto prazo seja maior, aumentando o poder de cobertura do activo curto-prazo sobre o passivo de curto-prazo permitindo que haja uma maior capacidade de cumprimento de compromissos para com os credores no curto-prazo.

Porém, no caso da REN verifica-se que entre o período de 2009 a 2010 ocorreu uma diminuição mais acentuada do activo de curto prazo, devido à redução à queda da rubrica de clientes (mesmo tendo ocorrido a conversão de parte do seu valor em caixa e equivalentes aumentando esta rubrica) tendo sido essa a razão principal para a queda do rácio de liquidez geral.

No entanto, entre 2010 e 2011 período onde começou a surgir o efeito da reestruturação financeira, existiu um ligeiro aumento na capacidade de liquidez devido à conversão de grande parte dos financiamentos obtidos de curto prazo para médio/longo. Esta redução de passivo de curto prazo permitiu na perspectiva do rácio de liquidez geral que houvesse um aumento ligeiro, libertando a REN do cumprimento das obrigações para com os credores financeiros. Torna-se importante destacar impacto que esta teve sobre o *cash-flow*.

Ao proceder a um confronto entre rubricas de caixa e equivalentes de caixa juntamente com dívidas de clientes a receber verifica-se que o seu valor somado não chegaria para cobrir os financiamentos obtidos que se venceriam no curto-prazo, daí a necessidade decorrente da reestruturação da dívida financeira.

No período de 2012 ocorre uma descida acentuada da liquidez geral derivado ao aumento do passivo de curto-prazo (devido à dívida financeira cujo prazo tinha sido renegociado vence nesse período). Portanto a reestruturação financeira não teve o impacto positivo que seria de esperar dado que a REN não foi capaz de gerar resultados operacionais sustentáveis, durante o período desta operação, capazes de originar disponibilidades suficientes para fazer face aos compromissos financeiros cujo prazo de pagamento tinha sido renegociado.

Fig.30 - Empréstimos Obtidos 2012

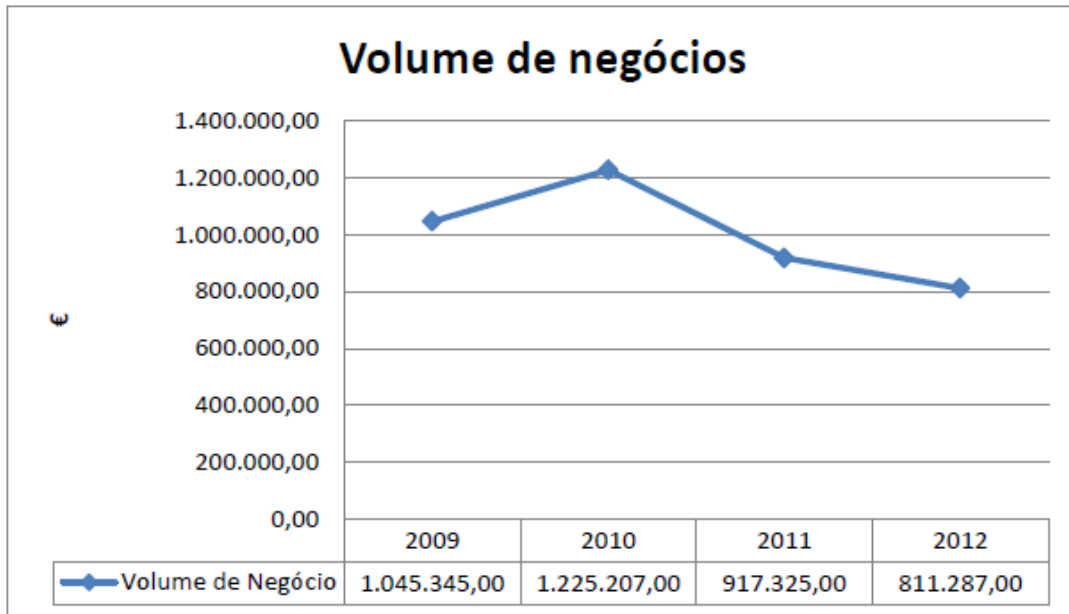
	'12			'11		
	CORRENTE	NÃO CORRENTE	TOTAL	CORRENTE	NÃO CORRENTE	TOTAL
Papel comercial	250.000	93.000	343.000	-	555.000	555.000
Empréstimos obrigacionistas	850.000	771.676	1.621.676	-	1.100.123	1.100.123
Empréstimos bancários	66.123	670.085	736.208	41.173	698.208	739.381
Descobertos bancários (Nota 17)	-	-	-	1.049	-	1.049
Locações financeiras	643	734	1.377	1.088	702	1.790
	<b>1.166.766</b>	<b>1.535.495</b>	<b>2.702.261</b>	<b>43.310</b>	<b>2.354.032</b>	<b>2.397.342</b>
Juros a pagar - empréstimos	18.816	-	18.816	14.831	-	14.831
Juros pagos (antecipação)	(15.183)	-	(15.183)	(4.554)	-	(4.554)
<b>Empréstimos</b>	<b>1.170.400</b>	<b>1.535.495</b>	<b>2.705.895</b>	<b>53.587</b>	<b>2.354.032</b>	<b>2.407.619</b>

Fonte: R&C 2012

Ao ter em conta a rubrica de clientes a receber assim como o valor de disponibilidades que a REN apresenta, esta volta a ter o mesmo problema com que se deparou no período que conduziu à reestruturação financeira.

Isto é, não sendo possível aproveitar o adiamento da dívida financeira para obter mais capacidade financeira de modo a cobrir a mesma, e tendo em conta a redução gradual do volume de vendas que ocorreu entre 2009 e 2012, a empresa não conseguiu obter melhores números ao nível das suas disponibilidades, a partir da sua actividade:

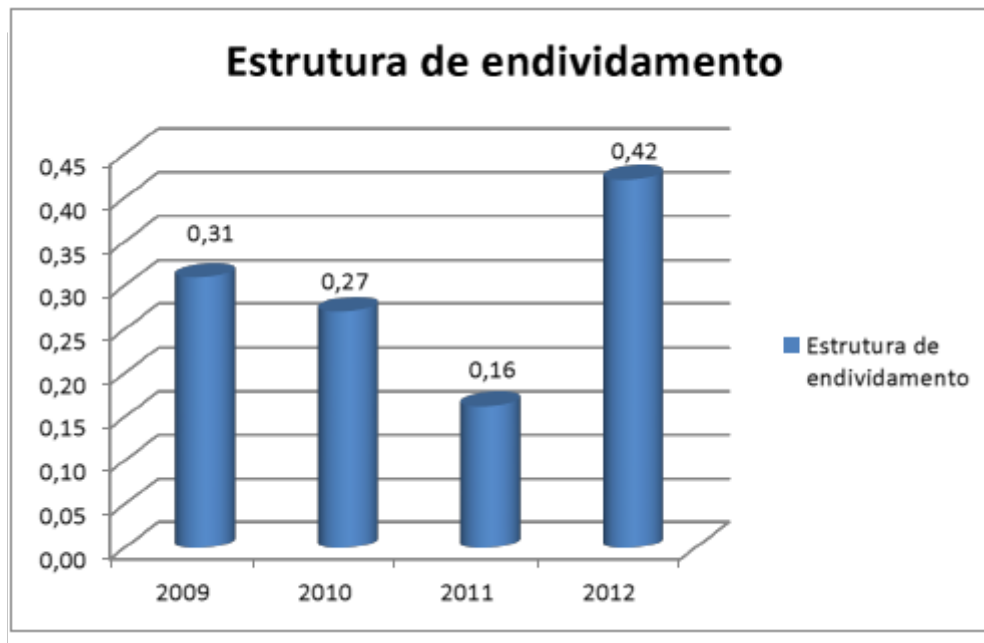
Gráfico.5 - Volume de negócios 2009-2012



Fonte: Próprio

Efectuando uma análise quanto à estrutura de endividamento da REN entre o período de 2009 a 2012, onde se mede o impacto que o passivo de curto prazo tem sobre a totalidade do passivo, verifica-se que o adiamento da cobertura da dívida financeira do curto para o médio/longo prazo apresenta automaticamente consequências quanto a este rácio:

Gráfico.6 - Estrutura de endividamento



Fonte: Próprio

Atendendo ao gráfico é possível verificar que a estrutura de endividamento vai-se tornando cada vez menor até 2011 paralelamente à diminuição do passivo de curto prazo dada a passagem do financiamento para o médio/longo prazo.

Tal como já foi referido anteriormente, apenas a conversão do passivo permitiu à REN deter uma maior margem de manobra de modo a conseguir ter disponibilidades suficientes para que futuramente conseguisse cobrir a respectiva dívida, juntamente com um maior peso de encargos financeiros associados a juros que a reestruturação implica.

Porém, essa margem não foi aproveitada, dado que em 2012 o valor deste rácio aumentou significativamente, sendo isto devido principalmente ao aumento da rubrica de empréstimos obtidos que se vencem naquele período. O aumento deste rácio coincide com a queda gradual de disponibilidades e dívidas a receber de clientes, traduzindo-se por sua vez numa queda do equilíbrio financeiro de curto prazo. Isto significa que a REN não aproveitou a margem de manobra que foi concedida pela reestruturação financeira, para gerar capacidade de liquidez suficiente para fazer face às obrigações financeiras cujo prazo tinha sido renegociado.

### **13.5 Síntese**

No caso em análise verificou-se que o peso dos empréstimos obtidos pela REN entre 2009 a 2010 encontravam-se perto do seu período de vencimento, pelo que havia a necessidade da empresa ter que cumprir as suas obrigações para com a entidade financiadora. Contudo, existiam também obrigações a cumprir para com fornecedores a curto-prazo, existindo por conseguinte uma carência de disponibilidades financeiras para satisfazer todas as necessidades para com os seus credores por parte da REN. Tornou-se então necessário elaborar um processo de reestruturação adiando o pagamento da dívida financeira para o período de 2012. Porém, este tipo de operações concede apenas uma margem para que a entidade encontre alternativas e mecanismos de modo a conseguir obter disponibilidades que sejam capazes de satisfazer as obrigações futuras, o que no caso da REN não se verificou. Esta reestruturação por si só não resolve os problemas financeiros da empresa. O volume de negócios da REN tendeu a decrescer no período de 2012, justamente onde seria necessário efectuar a cobertura da dívida financeira cujo prazo tinha sido renegociado, tal como o valor de dívidas de clientes para com a REN aumentou e o valor de disponibilidades financeiras reduziu. A margem temporal que a reestruturação concedeu com o intuito de serem reunidas

as condições a nível de disponibilidades suficientes para cobrir a dívida financeira não foi o suficiente para que a REN melhorasse a sua liquidez.

## **14. SONAE Indústria**

### **14.1 Caracterização da empresa**

A Sonae Indústria é numa das maiores empresas industriais do sector dos derivados de madeira a nível mundial. A sua produção encontra-se associada aos produtos e serviços de valor acrescentado - componentes, soluções e sistemas - para as indústrias de mobiliário, construção, decoração, bricolage, entre outros. Segundo o seu sítio oficial, “A Sonae Indústria é um líder mundial na produção de painéis derivados de madeira (a sua actividade principal), detendo 25 fábricas, distribuídas por 3 continentes (em Dezembro 2012).” A sua entrada no principal índice bolsista (PSI-20) ocorreu no período de 2006.

### **14.2 Contextualização do caso de estudo**

Com base nas demonstrações financeiras contidas nos relatórios e contas de 2009 - 2012 é possível constatar que a empresa apresenta maioritariamente resultados operacionais negativos. O indicador que influenciou esta situação foram os gastos com pessoal, o que levou a administração da empresa a optar por uma reestruturação operacional com o intuito de reduzir o número de colaboradores.

A Sonae Indústria iniciou o plano de reestruturação em 2008, tendo esta levado ao encerramento de algumas unidades. A Sonae Indústria, afectada pela recessão económica, foi obrigada a reajustar-se no sentido da obtenção de uma estrutura capaz de suportar todas as necessidades de exploração. Segundo o relatório de sustentabilidade 2008/09 (2009:28), “a recessão económica obrigou-nos a reduzir a capacidade produtiva e o correspondente número de colaboradores em França, Irlanda do Norte, África do Sul e Alemanha. Nestas circunstâncias, as administrações locais assumem a responsabilidade de conduzir o processo de redução do quadro de pessoal, de acordo com as regulamentações locais e o Código de Conduta da Sonae Indústria. Em todos os casos, demos início ao processo através de conversações com os colaboradores e os sindicatos, de modo a reduzir e mitigar o impacto destas mudanças nos visados.” Esta reestruturação passou pela redução do número de fábricas que a SONAE Indústria detinha quer na Africa do Sul como em França. A administração da empresa teve como principal objectivo apresentar níveis de rentabilidade idênticos aos dos anos anteriores.

Segundo o Relatório Sustentabilidade 2008/2009 (2009:15),

“[a] actual conjuntura económica e a recessão da indústria da construção associadas aos custos crescentes, particularmente, dos químicos e da madeira, tiveram um forte impacto na rentabilidade das nossas subsidiárias. Num esforço de ajustar a produção à procura do cliente, reduzimos a utilização da capacidade e iniciámos o processo de reestruturação nas nossas filiais Spanboard Products Limited (no Reino Unido), Isoroy SAS (em França), Sonae Novobord, Ltd. (na África do Sul) e Glunz AG (na Alemanha)[...] Em 2009, em França, foram conduzidas conversações entre a nossa subsidiária, Isoroy SAS, e os representantes dos trabalhadores, relativamente à reorganização de parte das operações industriais e comerciais. A sobrecapacidade recorrente, instalada no mercado francês, em relação à procura local, tornou-se necessário considerar o encerramento de duas unidades fabris, para ajustar a empresa à procura do mercado.”

### **14.3 Caracterização do processo de reestruturação operacional**

Numa primeira abordagem ao nível das demonstrações de resultados é possível verificar que a estrutura de gastos de exploração era demasiado pesada para a actividade que a SONAE Indústria apresentava no período de 2009, nomeadamente no que toca a gastos com pessoal, fornecimentos e serviços externos, passando ainda por um elevado valor ao nível de provisões e perdas por imparidade.

Neste tipo de cenários, onde existe um elevado peso gastos com pessoal sobre os resultados operacionais, uma das medidas para a recuperação da empresa será uma reestruturação operacional através de um processo associado ao *downsizing*.

Foi uma operação deste tipo que a SONAE Indústria implementou no período de 2009, tendo a necessidade de encerrar duas fábricas, uma sedeadada em território francês através de uma empresa subsidiária e ainda uma fábrica sedeadada na África do Sul.

Segundo os comunicados à CMVM (2009),

“[a] Sonae Indústria, SGPS, SA informa que a sua subsidiária Isoroy S.A.S entrou em negociações com os representantes dos seus trabalhadores, tendo em vista a reorganização de parte das suas operações industriais e comerciais em França. A Isoroy S.A.S opera em 6 fábricas, com 791 trabalhadores. O recorrente excesso de

capacidade instalada relativamente à procura no mercado francês, é uma situação já bem conhecida. O clima económico actual e a desaceleração do sector da construção e mobiliário, aliados às dificuldades históricas, obrigam a redimensionar as operações em França. Neste contexto, torna-se necessário considerar o encerramento de duas fábricas, com vista a adaptar a produção à procura de mercado. A Sonae Indústria mantém o seu total compromisso com o mercado francês e lamenta que o actual ambiente empresarial tenha exigido esta acção.”

“A Sonae Indústria, SGPS, SA informa que a sua subsidiária Sonae Novobord, Ltd entrou em negociações com as partes interessadas sobre a reestruturação das suas operações na África do Sul. O arranque da nova linha de aglomerado de partículas, em White River, aliado a um crescimento do sector da construção inferior ao esperado, resultou num excesso de capacidade, em relação à procura no mercado. Esta situação obriga a implementar uma reestruturação na actividade daquela sociedade participada e a considerar o encerramento de uma das suas unidades de produção situada em George, África do Sul.”

A redução que ocorreu nos seus quadros permitiu uma diminuição no peso dos custos estruturais ao nível da rubrica de gastos com o pessoal e, conseqüentemente, o conjunto de resultados operacionais apresentou-se gradualmente menos negativo até 2012. Neste ano, o conjunto de resultados operacionais chegou a ser positivo (ver gráfico seguinte) o que permitiu à empresa obter um maior nível da sua flexibilidade, de modo a poder ter um maior controlo sobre a sua estrutura de exploração.

Gráfico.7- Evolução do Resultado operacional



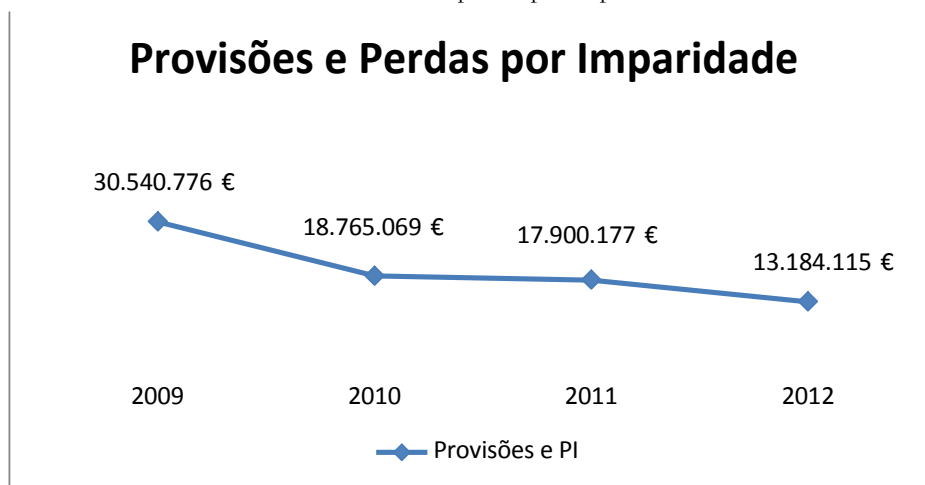
Fonte: Próprio

Um outro elemento da estrutura de custos que influenciou a melhoria dos resultados operacionais foram as reduções progressivas da rubrica relativa a provisões. No período de 2009, as provisões constituídas ocorreram principalmente devido ao início do processo de reestruturação operacional, relacionando-se com indemnizações associadas a dispensas de colaboradores, visto que segundo o Relatório e Contas (R&C) de 2009 da SONAE Indústria, a maior parte das mesmas estão associadas com custos a incorrer nesse processo nas empresas subsidiárias, quer em França quer na Alemanha.

Segundo o Anexo do R&C (2009:66) “Provisão para reestruturação: o saldo de 22,6 milhões de euros diz respeito, na quase totalidade, aos custos que o Grupo estima incorrer com os processos de reestruturação em curso na França e Alemanha, nomeadamente custos com pessoal, com desmantelamento das instalações industriais e recuperação ambiental e paisagística dos respectivos locais.”

Contudo, os valores remanescentes relacionados com esta rubrica correspondem a processos judiciais em curso associadas a compensações a ex-trabalhadores relativo a anteriores processos de reestruturação e de devolução de subsídios ao investimento correspondente a um total de 7,4 milhões de euros e ainda responsabilidades de natureza ambiental no montante de 2,9 milhões de euros.

Gráfico.8 - Provisões e perdas por imparidade



Fonte: Próprio

Posto isto, a reestruturação permitiu à SONAE indústria um melhoramento na sua estrutura de exploração conduzindo a um aumento dos resultados operacionais de 2010 a 2012 apesar da redução do volume de negócio, consequência directa da crise financeira que se fez sentir ao nível do poder de compra dos consumidores.

Este último factor é de grande relevância dado que no R&C de 2013 a SONAE indústria volta a apresentar resultados operacionais negativos devido, em grande parte à queda do volume de vendas, prestação de serviços e outros rendimentos obtidos. Mesmo tendo-se constatado a redução de gastos com pessoal, verifica-se que a empresa tem uma estrutura de outros custos operacionais que para serem sustentáveis, a mesma necessita de atingir um volume de negócio mínimo para os conseguir suportar (ponto morto económico).

Contudo há que salientar que os resultados operacionais voltam a ser negativos no mesmo período em que existe um aumento de provisões e perdas por imparidade - este é semelhante ao montante que existia em 2009. Porém, a diferença é que no período de 2013 o maior peso desta rubrica recai sobre as perdas por imparidade principalmente relativa a activos fixos tangíveis.

Fig.31 - Perdas por imparidade e provisões variação de 2012-13

Descrição	Saldo inicial	Variação cambial	31.12.2013			Outras Variações	Saldo final
			Aumento	Utilização	Reversão		
<b>Perdas por imparidade:</b>							
Ativos fixos tangíveis	32 922 834		41 741 500		6 736 192	1 445 529	69 373 671
Goodwill			7 727 749				7 727 749
Ativos intangíveis	19 242						19 242
Outros ativos não correntes	10 931 182						10 931 182
Clientes	25 156 732	- 767 287	4 557 159		2 204 475	- 1 965 281	24 726 848
Outras dívidas de terceiros	16 111					- 12 609	3 502
Subtotal perdas por imparidade	69 046 101	- 767 287	54 026 408		8 940 667	- 532 361	112 832 194
<b>Provisões:</b>							
Processos judiciais em curso	2 150 693		126 114	187 000		- 26 529	2 063 278
Garantias a clientes	690 770	- 362		42 611			647 797
Reestruturações	10 911 412	- 85 774	86 800	8 464 460	1 885 430		562 548
Outras	5 638 746	- 6 025	91 458	4 234 448		3 994 190	5 483 921
Subtotal provisões	19 391 621	- 92 161	304 372	12 928 519	1 885 430	3 967 661	8 757 544
Subtotal perdas por imparidade e provisões	88 437 722	- 859 448	54 330 780	12 928 519	10 826 097	3 435 300	121 589 738
<b>Outras perdas:</b>							
Investimentos	36 985 875						36 985 875
Ajuste ao valor realizável líquido dos inventários	8 833 140	- 77 864	4 889 219		5 921 981	- 893 321	6 829 193
<b>Total</b>	<b>134 256 737</b>	<b>- 937 312</b>	<b>59 219 999</b>	<b>12 928 519</b>	<b>16 748 078</b>	<b>2 541 979</b>	<b>165 404 806</b>

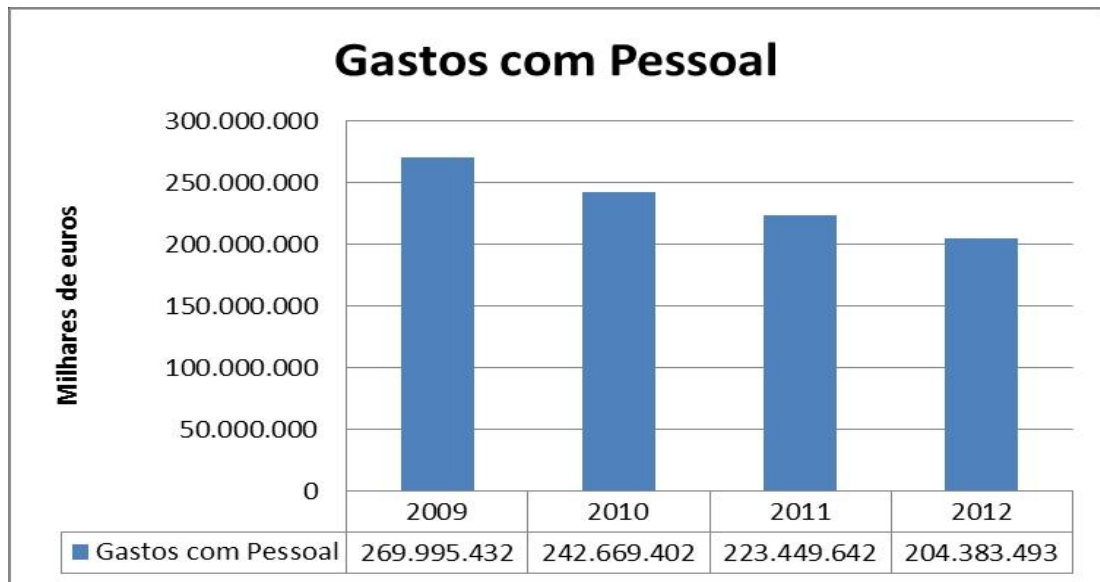
Fonte: R&C 2013

#### 14.4 Impactos da reestruturação

É de realçar que nesta análise feita à SONAE Indústria nos períodos de 2009 a 2012 não foram calculados rácios financeiros relacionados com resultados, pois estes encontravam-se em situação negativa, e portanto os rácios como os de carácter operacional (alavancagem e rentabilidade) seriam igualmente negativos. A reestruturação operacional efectuada pela

SONAE indústria foi relevante, ao nível da estrutura de exploração, tendo em conta que a tendência que se tem verificado, desde o período de 2011 a 2012 no que se relaciona com a empresa, é a existência de uma diminuição do volume de negócios. A reestruturação permitiu que a empresa não fosse afectada negativamente, obtendo resultados operacionais gradualmente melhores, contribuindo para isso a redução dos gastos estruturais.

Gráfico.9 - Evolução gastos com pessoal 2009-2012



Fonte: Próprio

Perante este cenário, após a aplicação da reestruturação operacional, dado que os resultados operacionais foram crescentes praticamente em todo o período em análise, é possível considerar que o objectivo principal da SONAE Indústria foi cumprido.

É necessário salientar outros elementos que apesar de não fazerem parte directamente da reestruturação operacional são importantes para avaliar a capacidade de cumprimento de obrigações por parte da empresa.

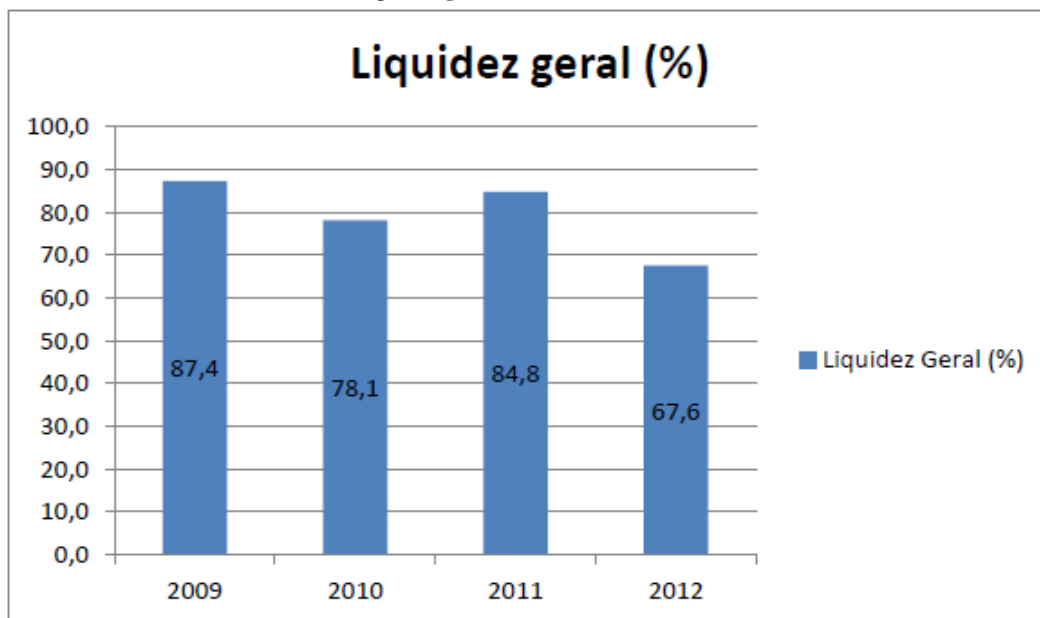
Ao nível de tesouraria, no período em questão verifica-se a tendência de descida no que toca às disponibilidades financeiras, nomeadamente, caixa e equivalentes. É um factor importante tendo em conta nomeadamente o peso dos gastos salariais.

A reestruturação operacional efectuada também produziu um efeito positivo sobre a tesouraria, visto que, dada a redução de actividade que a empresa sentiu no período recente, a conversão do valor de vendas em caixa em função do ciclo de exploração tornar-se-ia mais dificultada, caso o número de colaboradores não fosse reduzido. A redução do volume de

negócio implica que a capacidade da empresa conseguir gerar fluxos de caixa seja menor, e, por consequência, maiores sejam as dificuldades em cumprir as obrigações nomeadamente salariais.

Com esta reestruturação houve um contributo para uma menor instabilidade ao nível do equilíbrio financeiro no curto prazo. Contudo, entre 2009 e 2012 existiram oscilações no que toca à capacidade de liquidez da SONAE Indústria no curto-prazo:

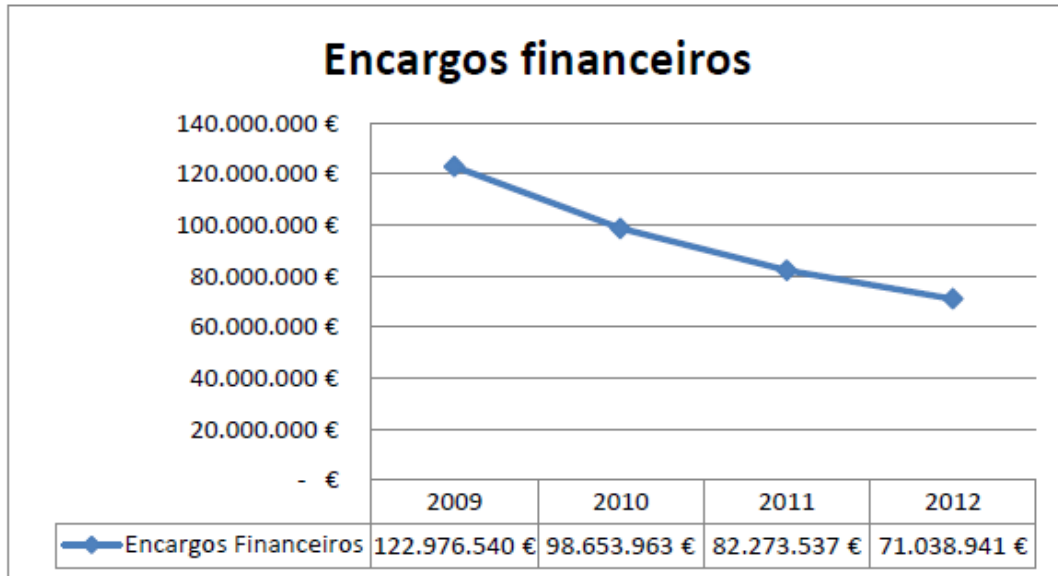
Gráfico.10 - Liquidez geral SONAE Indústria 2009-2012



Fonte: Própria

Quanto à estrutura financeira, verifica-se a existência de um nível de encargos, que os resultados operacionais são incapazes de suportar, mesmo após a reestruturação operacional ter sido elaborada.

Gráfico.11 - Encargos financeiros 2009-2012



Fonte: Próprio

Mesmo tendo em conta a redução significativa dos encargos financeiros ao longo do período em análise, verifica-se que em 2012, período onde os resultados operacionais atingiram o valor positivo, os juros e demais encargos foram bastante altos, originando a obtenção de resultados líquidos negativos nesse ano. Passa a existir um problema de carácter financeiro que pode ser solucionado a partir de factores operacionais, como é o caso da geração de um maior volume de negócios ou até uma tentativa de redução maior dos custos operacionais. Uma das potenciais soluções pode passar por uma renegociação dos prazos médios de recebimento com clientes no sentido da obtenção de um maior nível de disponibilidades financeiras de forma a cobrir os encargos em causa, sendo a maior parte deles resultantes de empréstimos e descobertos bancários:

Fig.32 - Encargos financeiros 2012

	<u>31.12.2012</u>	<u>31.12.2011</u>
<b>Gastos financeiros:</b>		
Juros suportados		
relativos a descobertos e empréstimos bancários	15 069 447	14 453 288
relativos a obrigações não convertíveis	10 720 660	11 077 130
relativos a contratos de locação financeira	4 032 610	4 351 616
relativos a empréstimos de operações descontinuadas		52 961
outros	<u>1 990 622</u>	<u>754 889</u>
	31 813 339	30 689 884
Diferenças de câmbio desfavoráveis		
relativas a empréstimos	<u>6 809 577</u>	<u>14 024 829</u>
	6 809 577	14 024 829
Descontos de pronto pagamento concedidos	16 009 211	15 263 525
Ajustamento para o justo valor de instr. financ. registados ao justo valor através de resultados	9 800 890	15 292 404
Outros gastos e perdas financeiros	<u>6 605 924</u>	<u>6 357 901</u>
	<u>71 038 941</u>	<u>81 628 543</u>

Fonte: R&amp;C 2012

A opção pelo *factoring* pode também ser levada em consideração, principalmente no que toca à modalidade sem recurso onde os juros são mais elevados mas existe o retorno de grande parte do valor em dívida para com clientes, tornando a empresa mais capaz de satisfazer as suas obrigações para com os encargos financeiros.

#### **14.5 Síntese**

O caso da SONAE Indústria remete para uma situação cuja respectiva estrutura operacional originava resultados negativos de forma sucessiva, pelo que existiu a necessidade de haver um reajustamento dessa mesma estrutura no sentido de melhorar esses resultados. A solução passou por elaborar uma reestruturação de carácter operacional, com intuito de reduzir o número de colaboradores pelas diversas fábricas onde a SONAE Indústria tinha participação. Após a elaboração dessa operação foi possível verificar uma melhoria crescente dos resultados operacionais, inclusive no período entre 2011 e 2012, no qual, apesar de ter ocorrido uma ligeira redução da actividade da empresa, foi possível obter resultados positivos. Em termos operacionais, o objectivo da reestruturação foi alcançado. Contudo, a empresa continuava a apresentar prejuízos ao nível do RLP. Esta situação remonta ao facto dos gastos associados a financiamentos obtidos serem bastante elevados, apesar do seu decréscimo desde 2009 até 2012. Perante este cenário, a empresa terá que de tentar aumentar o seu volume de negócio no sentido de uma maior capacidade de gerar disponibilidades futuras, ou optar por uma modalidade de *factoring*.

## **15. ZON Multimédia e Sonaecom**

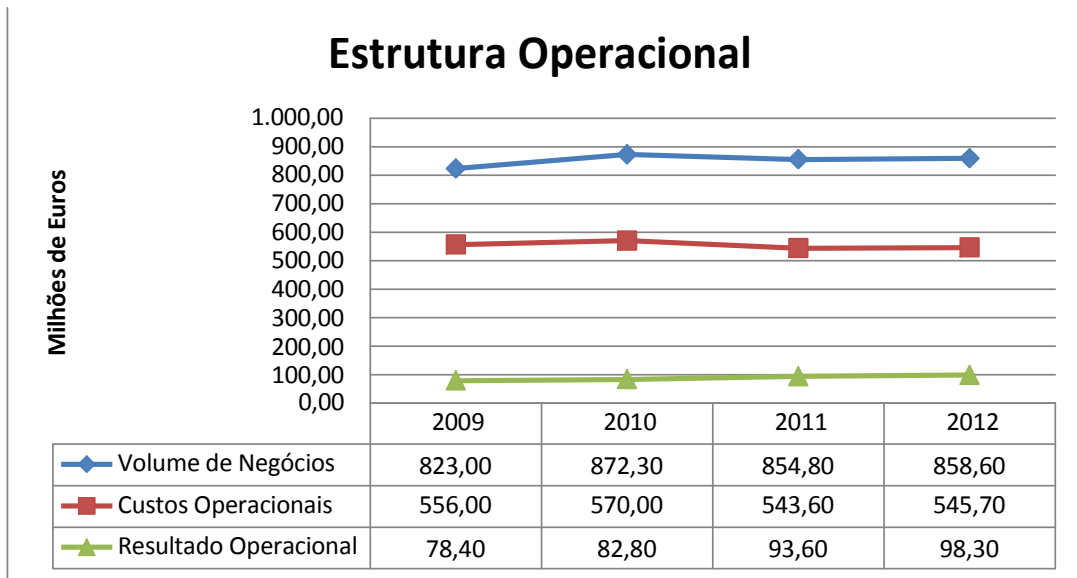
### **15.1 Caracterização das empresas**

Segundo o relatório e contas de 2012, a ZON (actualmente designada por NOS) tem um forte impacto na economia portuguesa principalmente no que toca aos sectores económico, social e cultural, disponibilizando grande parte dos serviços de telecomunicações usados pela maioria dos portugueses. Segundo este relatório (2012:9), “[a] actividade da ZON projecta-se em emprego induzido e na economia em geral, em particular nos serviços, mas também na manufactura e na exportação.” A sua actividade passa por serviços de banda larga de nova geração (ZON Fibra), distribuição e exibição cinematográfica sendo também o único operador de telefone fixo em crescimento. A ZON é hoje uma empresa de referência do PSI- 20, líder do mercado de TV por subscrição em Portugal. Quanto à Sonaecom, segundo o seu sítio oficial, consiste numa “sub-holding do Grupo Sonae para a área de Software e Sistemas de Informação, Media e Telecomunicações, desenvolvendo um papel activo na gestão integrada das unidades de negócio sob o seu controlo directo, identificando e explorando as sinergias existentes e o potencial de crescimento da empresa.” As suas áreas de negócio passam pelas telecomunicações (NOS), pelos média (Jornal Público) e ainda pelos sistemas de informação e *software* (Bizdirect). A Sonaecom era detentora de 100% dos direitos económicos da Optimus.

### **15.2 Contextualização do caso de estudo**

A análise sobre esta empresa relaciona-se com uma operação de fusão com a Optimus, que ficou concluída no segundo semestre de 2013. Tendo em conta o espectro periódico em estudo, torna-se necessário uma primeira análise sobre a estrutura operacional da empresa entre 2009 a 2012. Devido à falta de documentação, principalmente no que toca ao relatório e contas de 2014 (havendo apenas o referente ao primeiro semestre cujas contas não se encontram auditadas), ano que corresponde ao consumo da nova empresa designada por NOS, SGPS SA será apenas feita uma pequena abordagem sobre o tipo de fusão em análise assim como as razões que motivaram a sua execução.

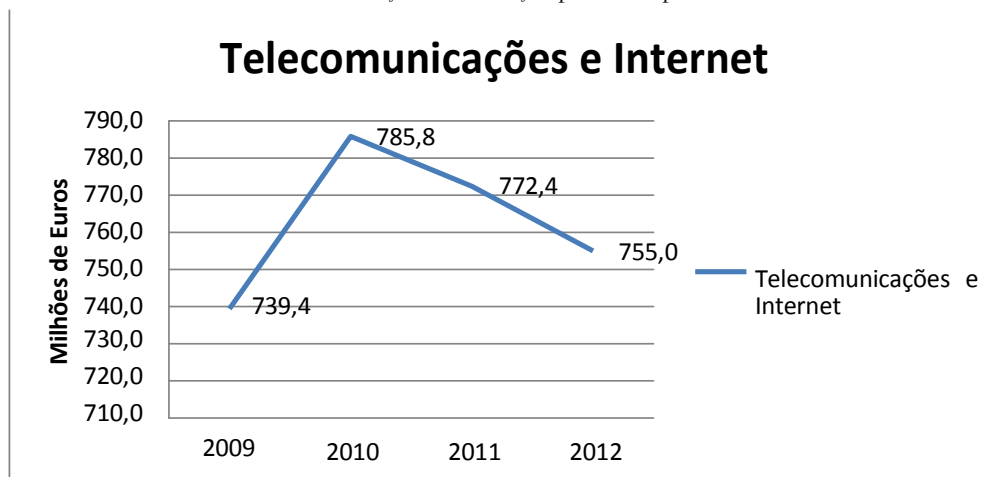
Gráfico.12 - Estrutura Operacional da ZON Multimédia



Fonte: Próprio

Com base nos relatórios e contas dos diversos anos, é possível verificar que a ZON apresentava uma estrutura saudável ao nível da sua actividade, tendo um volume de negócio capaz de suportar os custos fixos. Contudo, numa visão mais focada em termos de conteúdo sobre os serviços que a empresa disponibiliza, as receitas dos serviços de comunicação e internet tiveram uma tendência decrescente principalmente a partir de 2010.

Gráfico.13 - Evolução dos serviços prestados pela ZON



Fonte: Próprio

Esta tendência poder-se-ia manter ou até mesmo acentuar-se no decorrer dos anos seguintes, motivo que levou a administração da ZON Multimédia a colocar hipóteses que pudessem contribuir para a inversão desta tendência.

### 15.3 Fusão - Carácter horizontal e os Factores impulsionadores da operação

A operação de fusão entre a ZON Multimédia e a Optimus teve como objectivo aumentar o peso do seu poder sobre o mercado português e a melhoria e exponenciação dos produtos e serviços principalmente ao nível das comunicações. Ao mesmo tempo a fusão de ambas as empresas tem em vista um conjunto de sinergias que irá permitir uma poupança referente aos custos operacionais, ao nível dos gastos com publicidade e fornecimentos de bens e serviços, mas sobretudo ao nível dos gastos com pessoal. Tendo em conta que praticamente ambas as empresas exercem o mesmo tipo de actividade, segundo Ross, Westerfield e Jaffe a fusão pode ser considerada de carácter horizontal. De acordo com Ferreira, esta fusão também pode ser vista como uma fusão por incorporação, visto que o património da Optimus foi transferido para a ZON.

A fusão entre ambas as empresas processou-se da seguinte forma:

Fig.33 - Esquema da fusão entre ZON e Optimus



Fonte: Público

A Sonaecom e Isabel dos Santos, em Dezembro de 2012, chegaram a acordo para a promoção de uma operação de fusão entre a ZON SGPS e Optimus SGPS, que incluía a incorporação de todos os activos e passivos da Optimus SGPS na Zon. Foi também anunciada detenção da nova empresa, que viria a ser designada por NOS, SGPS em partes iguais pela Sonaecom e Isabel dos Santos, que controlará a maior parte do capital (50,1%).

Em Janeiro de 2013, a Optimus SGPS e a Zon anunciaram a aprovação por unanimidade do projecto de fusão.

Segundo comunicado à CMVM em 27 de Agosto de 2013,

“[a] fusão assumiu esta forma por incorporação total - implicando, nestes termos, a transferência global do património da OPTIMUS, na qualidade de sociedade incorporada, para a ZON - ora ZON OPTIMUS - na qualidade de sociedade incorporante. Mais se informa que a fusão implica ainda: (i) o aumento do capital social da Sociedade de 3.090.968,28 Euros para 5.151.613,80 Euros, mediante a emissão de 206.064.552 novas acções a entregar aos accionistas da sociedade incorporada; (ii) a alteração da denominação da Sociedade para ZON OPTIMUS, SGPS, S.A.; e (iii) as correspondentes alterações aos estatutos da Sociedade. O registo comercial destas alterações ficou igualmente concluído nesta data.”

Os incentivos à realização da fusão de ambas as empresas passaram por:

- Criar um grupo de telecomunicações com dimensão relevante e com capacidade de aumentar a projecção no mercado de capitais português - Ao longo da proposta de fusão é estimado que esta operação permitirá ao grupo daí resultante alcançar uma quota de receitas de, aproximadamente, 26% do mercado doméstico de telecomunicações. Segundo ainda esta proposta, “a conjugação dos negócios da ZON e da OPTIMUS determinará, assim, o aumento da capacidade competitiva, gerando mais concorrência no mercado das comunicações, que se pretende dinâmico, inovador e gerador de bem-estar social, com benefícios claros para os consumidores e para o País”;
- Potenciar o crescimento originado pela complementaridade e convergência das infra-estruturas próprias de ambas as Sociedades Participantes, com o conseqüente desenvolvimento de produtos e serviços inovadores e mais abrangentes - Para melhoria em termos de crescimento dos serviços disponíveis para os clientes, a ZON tem com esta fusão uma oportunidade de inovar os serviços que se encontravam a decrescer no que toca à adesão dos seus clientes. Segundo o projecto de fusão “A fusão projectada permitirá maximizar o aproveitamento tecnológico das infra-estruturas e dos sistemas de informação existentes, explorando a convergência e potenciando a inovação tecnológica. [...]

De facto, a junção das infra-estruturas de rede dos dois Grupos dará origem a uma rede de telecomunicações, fixa e móvel, de alto débito e de futuro, com uma cobertura muito alargada do território e da população Portuguesa, que permitirá, assim, uma concorrência mais forte e sustentável”;

- Fomentar concorrência, da produtividade e da inovação, através da criação de um operador com presença relevante e dimensão em todos os segmentos de mercado em Portugal - o que irá permitir assegurar a disponibilização de produtos e serviços em todos os sectores de telecomunicações relevantes em Portugal, bem como criar e lançar novas ofertas de comunicações, internet e TV, com novas funcionalidades e a preços mais apelativos e competitivos para os consumidores. Segundo o projecto de fusão, “ao valor acrescentado para o cliente corresponderá uma melhoria do serviço prestado, o que certamente será um factor de sucesso que resultará da junção dos dois Grupos.”;
- Criar um operador mais sólido e mais forte, em resultado de uma operação com maior escala, com a respectiva captura de sinergias operacionais;
- Possibilitar o aumento da exposição e o crescimento internacional.

A respectiva fusão entre as empresas tem como função a criação de um grupo mais forte e sólido que permita um maior suporte para o prosseguimento de uma estratégia de crescimento sustentável, de internacionalização e de gestão eficiente, no qual a partilha de experiência e competências das suas equipas de trabalho se estabelecem como um factor essencial para o projecto. Esta operação irá formar um grupo capaz de investir e promover a sua competitividade, juntamente com uma geração de valor para todos os *stakeholders*.

Segundo o comunicado à CMVM a 14-12-2012 (2012:2):

“A Kento/Jadeium e a Sonaecom entendem que a fusão entre a ZON e a OPTIMUS, SGPS permitirá obter uma optimização de recursos significativa e uma maior eficiência e rendibilidade que servirão de alavanca para o reforço da capacidade de investimento da entidade resultante, seja em novos mercados (sobretudo em mercados emergentes) seja em novos produtos, com maior qualidade e competitividade e, bem assim, que a mesma corresponde ao cenário de consolidação do sector das telecomunicações português com maior potencial para intensificar os níveis de concorrência entre. No que toca às barreiras que esta fusão esteve sujeita, destaca-se principalmente aquela que se encontra relacionada

com a necessidade de aprovação da autoridade da concorrência, podendo ser classificada como uma barreira estrutural. Contudo essa aprovação veio-se a verificar, ficando o caminho aberto para a realização da operação permitindo originar uma maior capacidade para competir no mercado português.”

#### 15.4 Processos de reestruturação - Downsizing

Por vezes estes processos de fusão obrigam a que as empresas se reorganizem no que toca a sua estrutura operacional. A fusão entre a ZON e a Optimus não foi excepção, já que no período de 2014 se verificou a necessidade da nova empresa, então denominada como “NOS”, reajustar o seu número de colaboradores no qual se verificou um despedimento de cerca de 8% dos mesmos.

Segundo notícia divulgada no Jornal Económico por Alves (15-01-2014),

“A ZON Optimus está a realizar um processo de reestruturação para eliminar redundâncias, que deverá levar a rescisões amigáveis com cerca de 150 funcionários da empresa, ou 8% da sua força de trabalho, apurou o Diário Económico.

Questionada, a segunda maior operadora de ‘telecoms’ portuguesa não confirma estes números, mas admite um processo de "ajuste" tornado necessário após a integração da Optimus na ZON e salienta que não está em cima da mesa um despedimento colectivo.”

Numa pequena análise no quadro referente ao anexo às demonstrações financeiras entre o primeiro semestre de 2014 com o último ano de 2013, verifica-se uma relevante diferença em torno da rubrica de gastos com pessoal:

Fig.34 - Gastos com pessoal

	2013	2014
Remunerações	10.091.517	7.887.567
Encargos sociais	1.261.577	1.454.654
Benefícios sociais	164.103	107.489
Outros	188.650	126.249
	<b>11.705.847</b>	<b>9.575.959</b>

Fonte: R&C NOS 2014

Durante o processo de fusão houve a necessidade de elaborar outros processos de reestruturação que implicaram diversos reajustes principalmente ao nível do desmantelamento de activos (desinvestimentos) assim como processos judiciais em curso. Como é natural, essa reestruturação teve custos que contribuíram para uma diminuição do resultado líquido no período de 2013 comparando com o que a ZON obteve em 2012.

### 15.5 Impacto sobre o equilíbrio financeiro

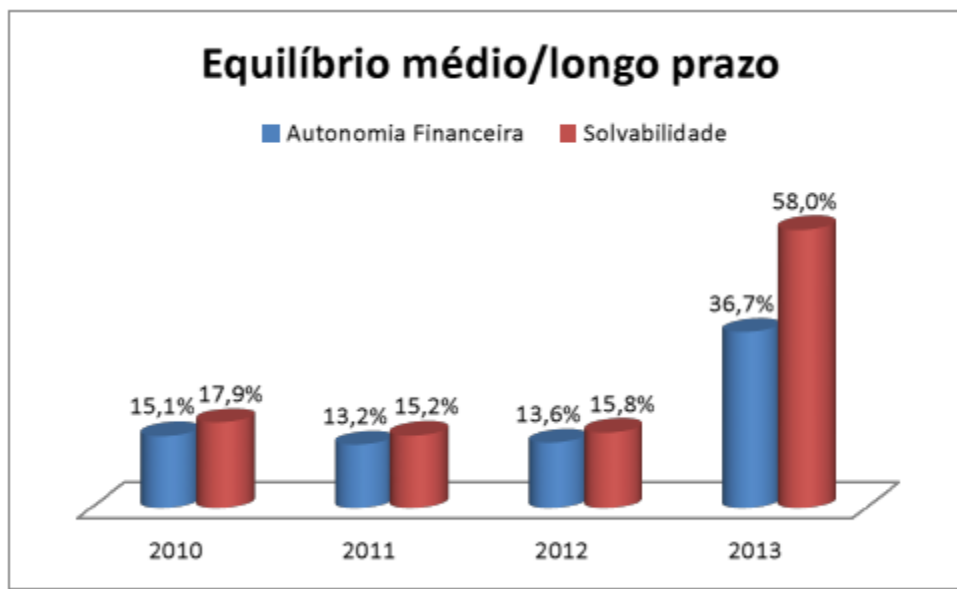


Gráfico.13 - Equilíbrio médio/longo prazo ZON

É importante salientar o impacto ao nível do equilíbrio financeiro que esta operação teve, verifica-se que entre os períodos de 2010 a 2012 não existiram alterações de grandes relevâncias, visto que os resultados líquidos que foram sendo obtidos não tiveram oscilações que criassem impacto sobre este rácio. No entanto após a oficialização da fusão entre a ZON e a Optimus existiu um crescimento relevante principalmente ao nível da solvabilidade. Esta subida do equilíbrio financeiro a médio/longo prazo encontra-se ligada ao aumento significativo do capital próprio face aos períodos transactos devido à entrada de capital no montante de 856.404.278 euros, correspondendo ao total das acções emitidas que ocorreu após a ocorrência da operação de fusão.

### 15.6 Síntese

É possível verificar que uma operação de fusão como a abordada neste capítulo, reporta a uma operação em que o seu ponto de vista foi basicamente estratégico. Atendendo à prestação de serviços, nomeadamente de internet e telecomunicações, cujo valor era

decrecente desde o período de 2010, a ZON necessitou de alterar o seu rumo estratégico para melhorar a sua actividade, olhando para a Optimus como o parceiro estratégico de eleição, elaborando a operação de fusão consumando a formação da NOS SGPS, SA. Os motivos que levaram à realização desta operação passam fundamentalmente por uma maior projecção sobre o território português, de forma a cimentar a posição dominante que a ZON já possuía no que toca aos seus serviços, mas tendo em conta a redução que se vinha sentir no que toca a serviços de internet e telecomunicações, o reforço estratégico Optimus correspondeu a uma tentativa de melhoria futura e inversão da tendência dessa queda constante que veio a ocorrer desde 2010. O tipo de fusão que se encontra em causa é composto pela incorporação da Optimus na ZON. Segundo o relatório do projecto de fusão entre as empresas “a fusão em apreço será realizada na modalidade de transferência global do património da Sociedade Incorporada para a Sociedade Incorporante, nos termos do disposto na alínea a) do n.º 4 do Artigo 97.º do CSC. A fusão será, assim, efectuada mediante a incorporação da Optimus na ZON.” Contudo, dado ambas as empresas terem ramos de actividade comuns, como é o caso, segundo Ferreira, é considerada uma fusão horizontal. Toda a fusão de empresas pode estar sujeita a ajustamentos no que toca à sua estrutura, e no caso da NOS, em 2014 veio a confirmar-se não só a necessidade de reduzir os quadros de pessoal elaborando uma operação de *downsizing* mas também a necessidade de efectuar desinvestimentos nalguns activos. Esta fusão contribuiu para uma melhoria significativa do equilíbrio financeiro de médio/longo prazo, tendo sido o aumento de capital próprio o factor que impulsionou este indicador.

## 16. Metodologia da dissertação

Esta dissertação foi elaborada no sentido de estudar as principais razões que levam as empresas a reestruturarem-se. As razões para a escolha deste tema passou pela curiosidade de estudar as razões que levam a uma empresa a reinventar-se. Existem diversas razões que tanto passam por uma simples estratégia como pela necessidade de sobrevivência, e a reestruturação quer de carácter operacional quer financeiro têm intrínsecas processos que mexem com a estrutura da empresa, levando-as a atingir os patamares desejados, sejam eles a de obtenção de maior quota de mercado ou o da rentabilização do seu volume de negócios. Ficou patente que elementos associados tanto ao ambiente externo (como panoramas económico-financeiros desfavoráveis) como interno (aumento dos custos estruturais) são factores potencial alterações nas estruturas das empresas com o intuito de obter o equilíbrio financeiro. A metodologia utilizada para a construção da dissertação passou pela análise de dados relativos aos relatórios e contas das empresas em estudo. Conforme cada caso estudado, foram utilizadas as demonstrações financeiras para perceber a evolução de determinados rácios de modo a perceber o impacto que as reestruturações tiveram sobre as empresas. Ao longo dos relatórios de gestão das empresas podem ser encontradas informações que revelem as intenções da empresa no médio longo prazo e que podem influenciar o impacto que a reestruturação, estes elementos também foram tidos em conta aquando da análise efectuada sobre as empresas em estudo. A utilização de rácios económico-financeiros foi uma metodologia utilizada no sentido de entender o impacto que não so as reestruturações têm sobre as empresas, mas também para entender os motivos que desencadearam a necessidade das empresas recorrerem a estes processos.

## 17. Conclusão

Esta dissertação teve como objectivo o estudo dos processos de reestruturação e os seus impactos na estrutura das empresas ao nível financeiro, operacional e estratégico. “Cada caso é um caso” e esta afirmação aplica-se igualmente às empresas. Dependendo do tipo de problemas com os quais estas se possam deparar, um processo de reestruturação pode ser a chave para que as mesmas possam encontrar soluções de forma a resolver/dissolver esses problemas, a curto ou a longo prazo.

Uma empresa deve fazer uma análise, primeiramente, ao nível da sua actividade operacional visto esta ser a principal fonte geradora de receitas através da qual a empresa deve garantir a sua sustentabilidade. Existem outros cenários que poderão criar constrangimentos para as empresas, como são os casos dos elevados custos com pessoal. Tal como analisado na parte prática, no caso da SONAE Indústria verifica-se que um elevado custo com pessoal prejudica o valor dos resultados operacionais obtidos por estes serem custos estruturais que tornam a estrutura da empresa menos flexível a qualquer alteração de volume de negócios.

Perante este cenário operacional, um processo de reestruturação via *downsizing* pode ser a solução encontrada para a redução do peso dos custos estruturais sobre o resultado operacional. O caso estudado da SONAE Indústria, é elucidativo relativamente ao efeito deste processo, visto que entre os períodos de 2010 a 2012 o resultado operacional negativo foi sendo crescente tornando-se positivo em 2012. Contudo, é importante referir que muitas vezes um processo de reestruturação não é sinónimo de reequilíbrio ou garantia de sustentabilidade futura, é apenas um processo que auxilia a empresa a recompor a sua estrutura de forma temporária ou não, dependendo das medidas futuras tomadas pelos seus responsáveis.

Contudo as reestruturações de carácter operacional ligadas à redução de pessoal podem ser complementadas com a introdução de elementos externos à empresa. Fala-se mais concretamente do *outsourcing*, que é considerado um mecanismo eficaz para a conversão de custos estruturais em custos variáveis, contribuindo para uma maior flexibilidade da empresa no que toca à flutuação do seu volume de negócio.

Dependendo do tipo de *outsourcing* a utilizar, podendo ser mais ou menos próximo do *core business* da empresa, existem variantes relacionadas com o processo que podem contribuir de modo mais directo ou não para o sucesso da actividade operacional da empresa. Em todo o caso, quanto mais próximo estiver a tarefa a desempenhar da actividade principal da empresa,

mais cuidadoso tem de ser o processo de aquisição de serviços de *outsourcing* dada a sensibilidade da matéria em causa.

Depois da estrutura operacional, surge a financeira que muitas vezes é alvo de reestruturações dada a existência de um elevado volume de empréstimos obtidos pelas empresas, e quando as mesmas não possuem capacidade de liquidar a curto-prazo os encargos associados. O caso estudado pela REN é elucidativo no que toca a uma reestruturação financeira, visto que as disponibilidades que possuíam face aos empréstimos que venciam a curto-prazo eram bastante inferiores, deixando a empresa sem capacidade de liquidez. Portanto, a ideia principal da reestruturação financeira associada aos empréstimos obtidos, é a de renegociar prazos de pagamento passando-os de curto para médio/longo prazo, dando uma margem de manobra para a empresa conseguir estrategicamente obter mais fundos para pagar os respectivos passivos que virão a vencer e que foram renegociados.

Contudo este tipo de reestruturação tem como repercussão o aumento do peso dos gastos financeiros sobre os resultados antes de impostos, podendo contribuir para a redução do RLP (partindo do pressuposto que não existem influências significativas nos resultados extra-exploração). O caso estudado da REN mostrou que a empresa não teve capacidade suficiente para gerar fundos que fossem capazes de cobrir a dívida financeira que viria a vencer em 2012. Com isto concluiu-se que no período em análise a reestruturação financeira não teve a eficácia desejada.

O caso da Portugal Telecom está associado à operação da venda da participação que detinha sobre a VIVO que permitiu cobrir grande parte do passivo financeiro, rescindir amigavelmente com trabalhadores e ainda fazer um investimento numa outra empresa, como foi o caso da aquisição da participação financeira sobre a Oi. Verificou-se, ao longo da análise efectuada, principalmente até 2011 que caso esta operação não tivesse ocorrido, a PT provavelmente iria ter problemas ao nível da cobertura das dívidas financeiras futuras, mais concretamente no que toca aos juros associados, dado que a actividade operacional encontrava-se em decrescendo. Neste caso a reestruturação financeira foi bem-sucedida, visto que além de terem obtido a redução de parte do passivo financeiro e do ajustamento do número de trabalhadores, a PT adquiriu uma participação numa empresa que permite obter resultados semelhantes ao que a participação sobre a VIVO originava. As reestruturações podem permitir com que as empresas obtenham o folgo necessário para proceder à sua recuperação no âmbito da obtenção de estratégias essenciais que promovam a sustentabilidade económica futura.

Noutros processos de reestruturação como são o caso das fusões e aquisições, verifica-se que podem ser associados a este processo factores de natureza estratégica como são os casos da expansão e conquista de novos mercados juntado à globalização e inovação de novos produtos e serviços. As fusões e aquisições também podem surgir por necessidade de sobrevivência de uma empresa que se encontre numa situação difícil. Por vezes, a via por um destes fenómenos, torna-se uma oportunidade para as empresas com maior porte e melhor situação financeira no mercado para poder expandir o seu negócio podendo explorar novos ramos ou potencializar o próprio ramo de actividade. As fusões entre empresas podem ser classificadas em função da sua natureza e sector de mercado em que laboram. Numa fusão por conglomerado, onde apesar das empresas laborarem em mercados diferentes, estas podem encontrar-se ligadas pela tecnologia. Na fusão horizontal, as empresas fundidas encontram-se a laborar no mesmo ramo de actividade e a fusão vertical pode ser elaborada por elementos que fazem parte da cadeia do ciclo de exploração, como são o caso dos fornecedores ou distribuidores. No caso da fusão entre a ZON e a Optimus, dado que ambas as empresas têm em comum o mercado das telecomunicações a fusão acabou por ser horizontal envolvendo a incorporação da Optimus na ZON. Contudo é de salientar que os processos de fusão podem desencadear outros processos de reestruturação como é o caso do *downsizing*. Por vezes a junção de empresas pode originar um conjunto de elementos excessivo, em relação às áreas de exploração que a empresa fundida pretende abordar.

Em suma, os processos de reestruturação explorados ao longo da dissertação podem permitir com que as empresas se recomponham das situações difícil que apresentam. Contudo, não são elementos de solução definitiva para a sustentação futura, sendo necessários ajustamentos de médio/longo prazo para que a mesma seja feita com sucesso.

## 17.2. Causas, soluções e aplicações – Reestruturações

Perante uma análise a fazer a uma empresa é necessário ter em conta diversos factores. Os problemas de carácter financeiro podem ou não estar relacionados com problemas de carácter operacional. Não existe uma solução padrão para todas as empresas, cada caso é um caso e antes de aplicar qualquer processo de reestruturação é necessária uma análise ponderada, capaz de perspectivar o equilíbrio de curto-prazo assim como a sustentabilidade a médio/longo. O quadro seguinte mostra um resumo de potenciais causas, soluções e exemplos de empresas do PSI-20 que estiveram sujeitas a determinado tipo de reestruturação.

Fig.35 – Quadro resumo

Causas	Soluções	Exemplos Práticos	Fontes
Baixo nível de volume de vendas; Numero elevado de gastos estruturais face ao volume de negócios obtido (situação constante).	<p><b>Reestruturação Operacional</b></p> <p>Redução de gastos estruturais, através de medidas via <i>downsizing</i>, redução ou procura de fornecimentos externos compatíveis com a actual capacidade financeira da empresa.</p> <p>Exploração de novos mercados no sentido de melhorar o volume de negócios da empresa e consequentemente, aumentar a capacidade de suporte de gastos operacionais.</p> <p>Como forma de promover a flexibilidade de custos estruturais, a opção pelo <i>outsourcing</i> pode ser bastante vantajosa. A utilização deste processo permite converter custos fixos (gastos com pessoal) em custos variáveis.</p>	Sonae Industria EDP	Garrido (2001); <a href="#">Badunlenko (2007)</a> ; <a href="#">Wilkinson (2004)</a> ; <a href="#">Freeman e Cameron (1993)</a> ; <a href="#">Muñoz-Bullon e Sanchez-Bueno (2008)</a> ; <a href="#">Lowe (1998)</a> ; Breia (2014), Cameron, <a href="#">Freeman e Mishra (1993)</a> , <a href="#">Drew (1994)</a> , <a href="#">Rvan e Macky (1998)</a> , <a href="#">Davis (2003)</a> , <a href="#">Milojevic e Dordevic (2003)</a> , <a href="#">Cummings e Worley, (2001)</a> , (Muirhead:2004), Cameron (1994), <a href="#">Band e Tustin (1995)</a> , <a href="#">Breia et al (2014)</a> , <a href="#">Krane (2002)</a> , <a href="#">Gandolfi (2009)</a>
Um número crescente de gastos financeiros que não sejam acompanhados com uma evolução positiva e proporcional do volume de negócios; Incapacidade de gerar	<p><b>Reestruturação Financeira</b></p> <p>Renegociação de prazos de pagamento dos empréstimos obtidos por forma a gerar uma margem temporal no sentido da empresa</p>	REN SEMAPA Portugal Telecom EDP	Neves (2003); Nunes (2009); <a href="#">Correia (2010)</a> ; <a href="#">Neves (2004)</a> ; <a href="#">Lopes (2013)</a> ; <a href="#">Breia et al (2014)</a> ; <a href="#">Santos (2000)</a> ; <a href="#">Neves (2011)</a> ; <a href="#">Brandão (1997)</a> ; <a href="#">Encarnação</a>

Fonte: Próprio

<p>liquidez positiva via fluxos de caixa; Prazos médios de recebimento elevados</p>	<p>conseguir gerar mais capacidade de liquidez; <i>Factoring</i> pode ser utilizado no sentido da obtenção do valor em dívida perante clientes; Exploração de novos mercados no sentido de melhorar o volume de negócios da empresa e conseqüentemente, aumentar a capacidade de suporte de gastos financeiros.</p>		<p>(2009); Farinha (1995);</p>
<p>As empresas que pretendem entrar em novos mercados olham para este tipo de processos de reestruturação como meio de concretizar o seu objectivo, o de exploração da sua marca e/ou produto; Troca de conhecimentos sobre processos de produção; Redução de custos no desenvolvimento de um novo produto; A globalização dos mercados e produtos; O desenvolvimento tecnológico e os investimentos associados exigem uma gestão de concepção do produto, marketing, produção e distribuição, adequada à rentabilização do investimento, passando por economias de escala e alargamento do campo de acção da empresa;</p>	<p><b>Fusões e Aquisições</b> Existem diversas modalidades de fusões e aquisições: Fusão Horizontal – Respeita à fusão entre empresas que laboram no mesmo ramo de actividade e que normalmente são concorrentes directas uma da outra. Fusão Vertical – Consiste na fusão entre empresas que fazem parte da mesma cadeia de produção. A fusão pode ser vista a montante, no sentido de uma fusão com os fornecedores, ou a jusante, no sentido dos distribuidores. Fusão em conglomerado – Refere-se à fusão entre empresas cujo ramo de actividade não está relacionado. O principal objectivo da fusão passa pela diversificação de investimentos com o intuito de redução de riscos e aproveitamento das oportunidades de mercado. Fusão por Incorporação ou Aquisição – o património de uma ou</p>	<p>NQS Mota-Engil</p>	<p>Ross, <u>Westerfield</u> e <u>Jaffe</u> (1995); <u>Ferreira</u> (2012); <u>Naves</u> (1997); <u>Hitt</u>, <u>Ireland</u> e <u>Hoskisson</u> (2002), <u>Sudarsanam</u> (1995), <u>Wallace</u> e <u>Moles</u> (2012), <u>Ferreira</u> (2002), <u>Weston et al</u> (1999), <u>Roberts et al</u> (2012:28),</p>

	<p>mais empresas é transferido para uma outra empresa compradora ou incorporante.</p> <p>Concentração Concêntrica – as empresas situam-se em unidades de negócios diferentes, porém mais ou menos relacionadas particularmente pelo mercado ou pela tecnologia. Numa outra análise, o autor avalia as decisões em relação ao património das empresas outorgantes;</p> <p>Fusão-Concentração ou Consolidação – os patrimónios das empresas são transferidos para uma nova entidade a constituir. Do ponto de vista jurídico, em princípio, nenhuma das empresas contratantes sobrevive. Há, porém, inúmeras alternativas a este processo padrão</p>		
--	--	--	--

# Anexo

## Demonstrações financeiras

### Portugal Telecom

#### DEMONSTRAÇÃO CONSOLIDADA DA POSIÇÃO FINANCEIRA

31 DE DEZEMBRO DE 2010 E 2009 E 1 DE JANEIRO DE 2009

			euros	
	Notas	31 Dez 2010	31 Dez 2009 (reexpressa)	1 Jan 2009 (reexpressa)
<b>ACTIVO</b>				
<b>Activo corrente</b>				
Caixa e equivalentes de caixa		4.764.732.734	1.449.516.549	1.010.655.196
Investimentos de curto prazo	24	341.772.444	26.867.252	52.933.160
Contas a receber - clientes	25	1.054.028.600	1.398.864.344	1.244.602.525
Contas a receber - outros	26	2.330.095.617	1.69.707.724	201.884.374
Existências	27	101.515.755	239.877.325	297.382.096
Impostos a recuperar	28	37.545.321	254.765.524	317.865.624
Custos diferidos	29	39.617.800	137.262.528	131.470.086
Outros activos correntes	30	25.647.001	22.191.369	60.188.716
Activos não correntes detidos para venda	31	160.448.046	-	-
<b>Total do activo corrente</b>		<b>8.355.403.318</b>	<b>3.699.052.615</b>	<b>3.316.981.781</b>
<b>Activo não corrente</b>				
Contas a receber - clientes		1.451.332	2.594.779	3.384.632
Contas a receber - outros	26	17.661.730	8.845.235	4.856.624
Impostos a recuperar	28	267.622	196.429.460	140.771.497
Investimentos em empresas participadas	31	361.517.602	597.210.048	613.179.099
Outros investimentos	32	17.680.614	16.885.925	21.111.478
Activos intangíveis	33	1.111.692.584	4.074.303.198	3.486.237.730
Activos tangíveis	34	3.874.613.414	4.843.868.200	4.621.486.868
Benefícios de reforma	14	1.927.991	67.588.596	1.557.026
Activos por impostos diferidos	19	653.075.198	1.019.511.128	1.032.723.979
Outros activos não correntes	30	274.640.756	314.203.554	478.954.057
<b>Total do activo não corrente</b>		<b>6.314.528.843</b>	<b>11.141.440.123</b>	<b>10.404.262.990</b>
<b>Total do activo</b>		<b>15.169.932.161</b>	<b>14.840.492.738</b>	<b>13.721.244.771</b>
<b>PASSIVO</b>				
<b>Passivo corrente</b>				
Dívida de curto prazo	35	951.921.279	494.531.900	2.254.666.256
Contas a pagar	36	711.489.295	1.335.127.377	1.372.302.781
Acréscimos de custos	37	558.974.927	636.891.385	647.156.746
Proveitos diferidos	38	287.808.093	417.777.933	362.622.368
Impostos a pagar	28	57.410.840	293.891.365	337.641.837
Provisões	39	87.683.131	77.815.865	72.214.080
Outros passivos correntes	40	28.391.582	142.370.844	107.020.445
<b>Total do passivo corrente</b>		<b>2.583.679.157</b>	<b>3.398.406.670</b>	<b>5.153.624.513</b>
<b>Passivo não corrente</b>				
Dívida de médio e longo prazo	35	6.254.380.288	6.551.516.128	4.441.190.114
Impostos a pagar	28	3.805.301	59.217.420	38.730.319
Provisões	39	40.947.202	102.629.790	96.806.426
Benefícios de reforma	14	968.792.596	1.558.341.521	1.836.850.906
Passivos por impostos diferidos	19	311.597.337	483.112.334	462.192.770
Outros passivos não correntes	40	297.585.145	299.822.417	495.612.901
<b>Total do passivo não corrente</b>		<b>7.377.107.869</b>	<b>9.054.639.610</b>	<b>7.371.383.436</b>
<b>Total do passivo</b>		<b>10.560.787.026</b>	<b>12.453.046.280</b>	<b>12.525.007.949</b>
<b>CAPITAL PRÓPRIO</b>				
Capital social	41	26.895.375	26.895.375	26.895.375
Acções próprias	41	(178.071.827)	(178.071.827)	(178.071.827)
Reserva legal	41	6.773.139	6.773.139	6.773.139
Reserva de acções próprias	41	6.970.320	6.970.320	6.970.320
Reserva de reavaliação	41	693.283.402	722.108.135	790.686.788
Outras reservas e resultados acumulados	41	3.836.598.153	733.636.104	(421.227.368)
<b>Capital próprio excluindo interesses não-controladores</b>		<b>4.392.448.562</b>	<b>1.318.311.246</b>	<b>232.026.427</b>
Interesses não-controladores	21	216.696.573	1.069.135.212	964.210.395
<b>Total do capital próprio</b>		<b>4.609.145.135</b>	<b>2.387.446.458</b>	<b>1.196.236.822</b>
<b>Total do capital próprio e do passivo</b>		<b>15.169.932.161</b>	<b>14.840.492.738</b>	<b>13.721.244.771</b>

**DEMONSTRAÇÃO CONSOLIDADA DOS RESULTADOS**

EXERCÍCIOS FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2010 E 2009

		euros	
	Notas	2010	2009 (reexpressa)
<b>OPERAÇÕES CONTINUADAS</b>			
<b>RECEITAS</b>			
Prestações de serviços	6	3.516.023.963	3.491.970.083
Vendas	6	165.615.850	197.167.935
Outras receitas	6	60.614.025	44.266.786
	6	<b>3.742.253.838</b>	<b>3.733.404.804</b>
<b>CUSTOS, PERDAS E (GANHOS)</b>			
Custos com o pessoal	8	637.115.622	546.689.537
Custos directos dos serviços prestados	9	547.559.101	522.353.576
Custo das mercadorias vendidas	10	179.893.915	207.256.041
Marketing e publicidade		81.096.858	78.608.913
Fornecimentos e serviços externos	11	724.519.676	733.310.901
Impostos indirectos	13	45.418.246	57.816.564
Provisões e ajustamentos	39	34.951.944	30.505.493
Amortizações	33 e 34	758.567.813	716.851.789
Custos com beneficios de reforma, liquidos	14	38.209.838	89.630.520
Custos de curtailment e de liquidação	14	145.513.252	14.804.659
Ganhos com a alienação de activos fixos, liquidos		(5.542.839)	(1.955.803)
Outros custos, liquidos	15	141.194.008	45.609.985
		<b>3.328.497.434</b>	<b>3.041.482.175</b>
<b>Resultado antes de resultados financeiros e impostos</b>		<b>413.756.404</b>	<b>691.922.629</b>
<b>CUSTOS E (GANHOS) FINANCEIROS</b>			
Juros suportados, liquidos	16	185.044.935	227.491.155
Perdas com variações cambiais, liquidas		6.814.213	212.867
Ganhos em activos financeiros e outros investimentos, liquidos	17	(1.860.287)	(8.067.568)
Ganhos em empresas participadas, liquidos	31	(141.709.104)	(456.043.545)
Outros custos financeiros, liquidos	18	33.300.530	35.715.551
		<b>81.590.287</b>	<b>(200.691.540)</b>
<b>Resultado antes de impostos</b>		<b>332.166.117</b>	<b>892.614.169</b>
Imposto sobre o rendimento	19	77.525.848	185.890.157
<b>Resultado das operações continuadas</b>		<b>254.640.269</b>	<b>706.724.012</b>
<b>OPERAÇÕES DESCONTINUADAS</b>			
Resultado das operações descontinuadas	20	5.565.426.533	82.462.164
<b>RESULTADO LÍQUIDO</b>		<b>5.820.066.802</b>	<b>789.186.176</b>
Atribuível a interesses não-controladores	21	147.871.835	104.452.033
<b>Atribuível a accionistas da Portugal Telecom</b>	23	<b>5.672.194.967</b>	<b>684.734.143</b>
<b>Resultado liquido por acção</b>			
Básico	23	6,48	0,78
Diluido	23	6,06	0,76
<b>Resultado liquido por acção das operações continuadas</b>			
Básico	23	0,19	0,74
Diluido	23	0,19	0,72

**PORTUGAL TELECOM, SGPS, S.A.**
**DEMONSTRAÇÃO CONSOLIDADA DOS RESULTADOS**
**EXERCÍCIOS FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2011 E 2010**

		euros	
	Notas	2011	2010
<b>OPERAÇÕES CONTINUADAS</b>			
<b>RECEITAS</b>			
Prestações de serviços	6	5.859.286.893	3.516.023.963
Vendas	6	141.455.409	165.615.850
Outras receitas	6	146.102.419	60.614.025
	6	<b>6.146.844.721</b>	<b>3.742.253.838</b>
<b>CUSTOS, PERDAS E (GANHOS)</b>			
Custos com o pessoal	8	1.020.475.455	637.115.622
Custos diretos dos serviços prestados	9	1.012.274.450	547.559.101
Custo das mercadorias vendidas	10	169.875.122	179.893.915
Marketing e publicidade		131.118.820	81.096.858
Fornecimentos, serviços externos e outras despesas	11	1.281.382.721	724.519.676
Impostos indiretos	13	187.460.760	45.418.246
Provisões e ajustamentos	42	156.264.110	34.951.944
Amortizações	36 e 37	1.325.584.609	758.567.813
Custos com benefícios de reforma	14	58.527.048	38.209.838
Custos com redução de efetivos	14	36.429.874	145.513.252
Ganhos com a alienação de ativos fixos, líquidos		(9.190.969)	(5.542.839)
Outros custos, líquidos	15	32.632.583	141.194.008
		<b>5.402.834.583</b>	<b>3.328.497.434</b>
<b>Resultado antes de resultados financeiros e impostos</b>		<b>744.010.138</b>	<b>413.756.404</b>
<b>CUSTOS E (GANHOS) FINANCEIROS</b>			
Juros suportados, líquidos	16	297.114.673	185.044.935
Perdas com variações cambiais, líquidas	17	18.146.031	6.814.213
Ganhos em ativos financeiros e outros investimentos, líquidos	18	(577.737)	(1.860.287)
Ganhos em empresas participadas, líquidos	34	(209.183.860)	(141.709.104)
Outros custos financeiros, líquidos	19	107.402.475	33.300.530
		<b>212.901.582</b>	<b>81.590.287</b>
<b>Resultado antes de impostos</b>		<b>531.108.556</b>	<b>332.166.117</b>
Imposto sobre o rendimento	20	108.196.813	77.525.848
<b>Resultado das operações continuadas</b>		<b>422.911.743</b>	<b>254.640.269</b>
<b>OPERAÇÕES DESCONTINUADAS</b>			
Resultado das operações descontinuadas	21	-	5.565.426.533
<b>RESULTADO LÍQUIDO</b>		<b>422.911.743</b>	<b>5.820.066.802</b>
Atribuível a interesses não controladores	22	83.782.511	147.871.835
<b>Atribuível a acionistas da Portugal Telecom</b>	24	<b>339.129.232</b>	<b>5.672.194.967</b>
<b>Resultado líquido por ação</b>			
Básico	24	0,39	6,48
Diluído	24	0,39	6,06
<b>Resultado líquido por ação das operações continuadas</b>			
Básico	24	0,39	0,19
Diluído	24	0,39	0,19

**DEMONSTRAÇÃO CONSOLIDADA DA POSIÇÃO FINANCEIRA**

31 DE DEZEMBRO DE 2011 E 2010

euros

	Notas	31 dez 2011	31 dez 2010
<b>ATIVO</b>			
<b>Ativo corrente</b>			
Caixa e equivalentes de caixa		4.930.012.396	4.764.732.734
Investimentos de curto prazo	25	738.112.198	341.772.444
Contas a receber - clientes	26	1.580.334.752	1.054.028.600
Contas a receber - outros	27	332.635.396	2.330.095.617
Existências	28	133.506.967	101.515.755
Impostos a recuperar	29	374.500.400	37.545.321
Custos diferidos	30	73.584.328	39.617.800
Depósitos judiciais	31	229.321.275	-
Outros ativos correntes	32	41.028.329	25.647.001
Ativos não correntes detidos para venda	33	-	160.448.046
<b>Total do ativo corrente</b>		<b>8.433.036.041</b>	<b>8.855.403.318</b>
<b>Ativo não corrente</b>			
Contas a receber - clientes		1.225.001	1.451.332
Contas a receber - outros	27	22.096.000	17.661.730
Impostos a recuperar	29	56.406.992	267.622
Investimentos em empresas participadas	34	533.444.415	361.517.602
Outros investimentos	35	22.884.590	17.680.614
Ativos intangíveis	36	5.424.100.459	1.111.692.584
Ativos tangíveis	37	6.228.622.568	3.874.613.414
Benefícios de reforma	14	13.620.935	1.927.991
Ativos por impostos diferidos	20	1.220.882.009	653.075.198
Depósitos judiciais	31	854.761.888	-
Outros ativos não correntes	32	132.710.054	274.640.756
<b>Total do ativo não corrente</b>		<b>14.510.754.911</b>	<b>6.314.528.843</b>
<b>Total do ativo</b>		<b>22.943.790.952</b>	<b>15.169.932.161</b>
<b>PASSIVO</b>			
<b>Passivo corrente</b>			
Dívida de curto prazo	38	3.291.558.305	951.921.279
Contas a pagar	39	1.244.239.461	711.489.295
Acréscimos de custos	40	922.779.134	558.974.927
Proveitos diferidos	41	299.352.137	287.808.093
Impostos a pagar	29	411.776.877	57.410.840
Provisões	42	282.487.720	87.683.131
Outros passivos correntes	43	359.660.738	28.391.592
<b>Total do passivo corrente</b>		<b>6.811.854.372</b>	<b>2.683.679.157</b>
<b>Passivo não corrente</b>			
Dívida de médio e longo prazo	38	8.989.400.331	6.254.380.288
Contas a pagar	39	201.956.296	11.110.580
Impostos a pagar	29	314.374.825	3.805.301
Provisões	42	579.396.803	40.947.202
Benefícios de reforma	14	1.004.065.628	968.792.596
Passivos por impostos diferidos	20	1.052.457.228	311.597.337
Outros passivos não correntes	43	247.479.376	286.474.565
<b>Total do passivo não corrente</b>		<b>12.389.130.487</b>	<b>7.877.107.869</b>
<b>Total do passivo</b>		<b>19.200.984.859</b>	<b>10.560.787.026</b>
<b>CAPITAL PRÓPRIO</b>			
Capital social	44	26.895.375	26.895.375
Ações próprias	44	(326.382.864)	(178.071.827)
Reserva legal	44	6.773.139	6.773.139
Reserva de ações próprias	44	6.970.320	6.970.320
Reserva de reavaliação	44	556.543.594	693.283.402
Outras reservas e resultados acumulados	44	2.557.270.220	3.836.598.153
<b>Capital próprio excluindo interesses não controladores</b>		<b>2.828.069.784</b>	<b>4.392.448.562</b>
Interesses não controladores	22	914.736.309	216.696.573
<b>Total do capital próprio</b>		<b>3.742.806.093</b>	<b>4.609.145.135</b>
<b>Total do capital próprio e do passivo</b>		<b>22.943.790.952</b>	<b>15.169.932.161</b>

# Demonstração consolidada da posição financeira

31 de dezembro de 2012 e 2011

(euros)

	Notas	2012	2011 Reexpresso (Nota2)
<b>ATIVO</b>			
<b>Ativo corrente</b>			
Caixa e equivalentes de caixa		2.507.099.156	4.930.012.396
Investimentos de curto prazo	24	880.194.809	738.112.198
Contas a receber - clientes	25	1.518.550.466	1.580.334.752
Contas a receber - outros	26	470.271.206	332.635.396
Existências	27	141.514.547	133.506.967
Impostos a recuperar	28	409.174.905	374.500.400
Custos diferidos	29	96.759.592	73.584.328
Depósitos judiciais	30	199.547.504	229.321.275
Outros ativos correntes	31	3.194.935	41.028.329
Ativos não correntes detidos para venda	32	62.634.567	-
<b>Total do ativo corrente</b>		<b>6.288.941.687</b>	<b>8.433.036.041</b>
<b>Ativo não corrente</b>			
Contas a receber - clientes		380.879	1.225.001
Contas a receber - outros	26	22.916.932	22.096.000
Impostos a recuperar	28	66.971.235	56.406.992
Investimentos em empresas participadas	33	408.274.726	533.444.415
Outros investimentos	34	19.413.515	22.884.590
Goodwill	35	1.449.387.000	1.503.189.189
Ativos intangíveis	36	3.640.126.087	4.126.609.728
Ativos tangíveis	37	6.018.873.354	6.228.622.568
Benefícios de reforma	14	11.415.335	13.620.935
Ativos por impostos diferidos	20	1.184.140.639	1.247.784.040
Depósitos judiciais	30	950.726.173	854.761.888
Outros ativos não correntes	31	34.175.455	132.710.054
<b>Total do ativo não corrente</b>		<b>13.806.801.330</b>	<b>14.743.355.400</b>
<b>Total do ativo</b>		<b>20.095.743.017</b>	<b>23.176.391.441</b>
<b>PASSIVO</b>			
<b>Passivo corrente</b>			
Dívida de curto prazo	38	1.712.752.887	3.291.558.305
Contas a pagar	39	1.117.189.049	1.244.239.461
Acréscimos de custos	40	792.816.394	922.779.134
Proveitos diferidos	41	337.279.573	299.352.137
Impostos a pagar	28	445.632.973	411.776.877
Provisões	42	271.559.380	312.159.078
Outros passivos correntes	43	94.223.535	359.660.738
<b>Total do passivo corrente</b>		<b>4.771.453.791</b>	<b>6.841.525.730</b>
<b>Passivo não corrente</b>			
Dívida de médio e longo prazo	38	9.385.752.988	8.989.400.331
Contas a pagar	39	146.054.007	201.956.296
Impostos a pagar	28	312.630.917	314.374.825
Provisões	42	510.340.404	628.849.066
Benefícios de reforma	14	932.835.606	1.004.065.628
Passivos por impostos diferidos	20	922.009.795	1.052.457.228
Outros passivos não correntes	43	260.621.195	401.589.580
<b>Total do passivo não corrente</b>		<b>12.470.244.912</b>	<b>12.592.692.954</b>
<b>Total do passivo</b>		<b>17.241.698.703</b>	<b>19.434.218.684</b>
<b>CAPITAL PRÓPRIO</b>			
Capital social	44	26.895.375	26.895.375
Ações próprias	44	(337.520.916)	(326.382.864)
Reserva legal	44	6.773.139	6.773.139
Reserva de ações próprias	44	6.970.320	6.970.320
Reserva de reavaliação	44	524.724.045	556.543.594
Outras reservas e resultados acumulados	44	2.065.524.601	2.557.270.220
<b>Capital próprio excluindo interesses não controladores</b>		<b>2.293.366.564</b>	<b>2.828.069.784</b>
Interesses não controladores	21	560.677.750	914.102.973
<b>Total do capital próprio</b>		<b>2.854.044.314</b>	<b>3.742.172.757</b>
<b>Total do capital próprio e do passivo</b>		<b>20.095.743.017</b>	<b>23.176.391.441</b>

**Demonstração consolidada dos resultados**

Exercícios findos em 31 de dezembro de 2012 e 2011

		(euros)	
	Notas	2012	2011
<b>RECEITAS</b>			
Prestações de serviços	6	6.193.964.346	5.859.286.893
Vendas	6	198.666.864	141.455.409
Outras receitas	6	206.173.628	146.102.419
	6	<b>6.598.804.838</b>	<b>6.146.844.721</b>
<b>CUSTOS, PERDAS E (GANHOS)</b>			
Custos com o pessoal	8	1.102.367.005	1.020.475.455
Custos diretos dos serviços prestados	9	1.092.366.255	1.012.274.450
Custo das mercadorias vendidas	10	183.068.741	169.875.122
Marketing e publicidade		124.445.803	131.118.820
Fornecimentos, serviços externos e outras despesas	11	1.475.205.400	1.281.382.721
Impostos indiretos	13	247.031.379	187.460.760
Provisões e ajustamentos	42	105.578.423	156.264.110
Amortizações	36 e 37	1.390.645.957	1.325.584.609
Custos com benefícios de reforma	14	58.309.755	58.527.048
Custos com redução de efetivos	14	2.077.178	36.429.874
Ganhos com a alienação de ativos fixos, líquidos	37	(32.734.901)	(9.190.969)
Outros custos (ganhos), líquidos	15	(8.708.170)	32.632.583
		<b>5.739.652.825</b>	<b>5.402.834.583</b>
<b>Resultado antes de resultados financeiros e impostos</b>		<b>859.152.013</b>	<b>744.010.138</b>
<b>CUSTOS E (GANHOS) FINANCEIROS</b>			
Juros suportados, líquidos	16	498.835.624	297.114.673
Perdas com variações cambiais, líquidas	17	2.246.163	18.146.031
Perdas (ganhos) em ativos financeiros e outros investimentos, líquidas	18	3.875.511	(577.737)
Ganhos em empresas participadas, líquidos	33	(209.674.551)	(209.183.860)
Outras despesas financeiras, líquidas	19	90.647.087	107.402.475
		<b>385.929.834</b>	<b>212.901.582</b>
<b>Resultado antes de impostos</b>		<b>473.222.179</b>	<b>531.108.556</b>
Imposto sobre o rendimento	20	147.604.824	108.196.813
<b>RESULTADO LÍQUIDO</b>		<b>325.617.355</b>	<b>422.911.743</b>
Atribuível a interesses não controladores	21	95.344.319	83.782.511
<b>Atribuível a acionistas da Portugal Telecom</b>	<b>23</b>	<b>230.273.036</b>	<b>339.129.232</b>
<b>Resultado líquido por ação</b>			
Básico	23	0,27	0,39
Diluído	23	0,27	0,39

# REN

## Demonstrações consolidadas da posição financeira em 31 de Dezembro de 2010 e 2009

<b>ACTIVO</b>			
<b>Não corrente</b>			
Activos fixos tangíveis	7	1.201	884
Goodwill	7	3.774	3.774
Outros activos intangíveis	7	3.720.857	3.450.992
Interesses em "Joint ventures"	8	–	11.063
Activos por impostos diferidos	9	60.802	37.627
Activos financeiros disponíveis para venda	10 e 11	84.301	90.419
Instrumentos financeiros derivados	10 e 15	20.699	–
Outros investimentos financeiros	10	7.119	7.276
Clientes e outras contas a receber	10 e 12	66.505	44.122
		<b>3.965.255</b>	<b>3.646.157</b>
<b>Corrente</b>			
Existências	13	4.047	23.789
Clientes e outras contas a receber	10 e 12	275.796	426.527
Imposto sobre o rendimento a receber	10 e 29	361	25.115
Depósitos de garantia recebidos	10 e 14	74.234	102.637
Instrumentos financeiros derivados	10 e 15	2.212	–
Caixa e equivalentes de caixa	10 e 16	138.598	69.888
		<b>495.248</b>	<b>647.955</b>
<b>Total do activo</b>		<b>4.460.503</b>	<b>4.294.113</b>
<b>CAPITAL PRÓPRIO</b>			
<b>Capital e reservas atribuíveis aos detentores de capital</b>			
Capital social	17	534.000	534.000
Ações próprias	17	(10.728)	(10.728)
Outras reservas	18	211.582	161.638
Resultados acumulados	18	170.453	177.067
Resultado líquido consolidado	18	110.265	134.107
		<b>1.015.572</b>	<b>996.085</b>
Interesses minoritários	34	6.329	514
<b>Total capital próprio</b>		<b>1.021.901</b>	<b>996.599</b>

Montantes expressos em milhares de euros - mEuros	Notas	2010	2009
<b>PASSIVO</b>			
<b>Não corrente</b>			
Empréstimos	10 e 19	1.910.650	1.711.320
Passivos por impostos diferidos	9	71.551	81.586
Obrigações de benefícios de reforma e outros	20	66.031	69.846
Instrumentos financeiros derivados	10 e 15	2.875	10.149
Provisões para outros riscos e encargos	21	4.611	4.307
Fornecedores e outras contas a pagar	10 e 22	451.940	399.508
		<b>2.507.659</b>	<b>2.276.716</b>
<b>Corrente</b>			
Empréstimos	10 e 19	347.134	497.456
Provisões para outros riscos e encargos	21	12.470	981
Fornecedores e outras contas a pagar	10 e 22	432.806	419.726
Imposto sobre o rendimento a pagar	10 e 29	59.925	-
Instrumentos financeiros derivados	10 e 15	4.375	-
Depósitos de garantia a pagar	10 e 14	74.234	102.637
		<b>930.944</b>	<b>1.020.800</b>
<b>Total passivo</b>		<b>3.438.603</b>	<b>3.297.515</b>
<b>Total do capital próprio e passivo</b>		<b>4.460.503</b>	<b>4.294.113</b>

Montantes expressos em milhares de euros - mEuros	Notas	31 de Dezembro	
		2010	2009
Vendas	23	917	1.299
Prestações de serviços	23	757.910	550.179
Rendimentos de construção em activos concessionados	3,2	420.483	458.024
Outros rendimentos operacionais	27	37.806	25.809
Ganhos/(perdas) em joint ventures	8	8.092	10.033
<b>Total dos proveitos operacionais</b>		<b>1.225.207</b>	<b>1.045.345</b>
Custo de vendas		(747)	(1.120)
Gastos de construção em activos concessionados	3.2	(394.548)	(434.154)
Fornecimentos e serviços externos	24	(80.423)	(84.718)
Gastos com pessoal	25	(51.223)	(55.844)
Amortizações e depreciações do exercício	7	(172.633)	(160.491)
Reversões/(Provisões) do exercício	21	(12.774)	53.536
Outros gastos operacionais	26	(262.340)	(103.854)
<b>Total dos gastos operacionais</b>		<b>(974.688)</b>	<b>(786.645)</b>
<b>Resultados operacionais</b>		<b>250.519</b>	<b>258.699</b>
Gastos de financiamento	28	(89.883)	(85.216)
Rendimentos financeiros	28	2.194	8.103
Dividendos de empresas participadas	11 e 28	3.790	3.338
<b>Resultados consolidados antes de impostos</b>		<b>166.619</b>	<b>184.925</b>
Imposto sobre o rendimento	9 e 29	(56.353)	(50.878)
<b>Resultado líquido consolidado do exercício antes de interesses minoritários</b>		<b>110.266</b>	<b>134.047</b>
<b>Atribuível a:</b>			
Accionistas do grupo REN		<b>110.265</b>	<b>134.107</b>
Interesses Minoritários		1	(60)
<b>Resultado líquido consolidado do exercício</b>		<b>110.266</b>	<b>134.047</b>
<b>Resultado por acção atribuível aos detentores do capital do Grupo durante o ano (expresso em euros)</b>			
- básico		0,21	0,25
- diluído		0,21	0,25

		31 de Dezembro	
		Notas	
Activo		2011	2010
<b>Não corrente</b>			
Activos fixos tangíveis	7	488	1,201
Goodwill	7	3,774	3,774
Outros activos intangíveis	7	3,888,161	3,720,857
Activos por impostos diferidos	9	63,057	60,802
Activos financeiros disponíveis para venda	10 e 11	82,051	84,301
Instrumentos financeiros derivados	10 e 15	26,696	20,699
Outros investimentos financeiros	10	5,667	7,119
Participações financeiras em associadas	8	8,717	-
Cientes e outras contas a receber	10 e 12	80,079	66,505
		<u>4,158,691</u>	<u>3,965,255</u>
<b>Corrente</b>			
Inventários	13	3,628	4,047
Cientes e outras contas a receber	10 e 12	226,791	275,796
Imposto sobre o rendimento a receber	10 e 29	14,015	361
Depósitos de garantia recebidos	8, 10 e 14	-	74,234
Instrumentos financeiros derivados	10 e 15	1,144	2,212
Caixa e equivalentes de caixa	10 e 16	69,407	138,598
		<u>314,984</u>	<u>495,248</u>
<b>Total do Activo</b>	<b>6</b>	<b><u>4,473,675</u></b>	<b><u>4,460,503</u></b>
<b>Capital Próprio</b>			
Capital e reservas atribuíveis aos detentores de capital			
Capital social	17	534,000	534,000
Ações próprias	17	(10,728)	(10,728)
Outras reservas	18	215,401	211,582
Resultados acumulados	18	178,189	170,453
Resultado líquido consolidado	18	120,576	110,265
		<u>1,037,439</u>	<u>1,015,572</u>
Interesses não controlados	36	-	6,329
<b>Total capital próprio</b>		<b><u>1,037,439</u></b>	<b><u>1,021,901</u></b>
<b>Passivo</b>			
<b>Não corrente</b>			
Empréstimos obtidos	10 e 19	2,354,032	1,910,650
Passivos por impostos diferidos	9	66,875	71,551
Obrigações de benefícios de reforma e outros	20	55,110	66,031
Instrumentos financeiros derivados	10 e 15	14,239	2,875
Provisões para outros riscos e encargos	21	4,520	4,611
Fornecedores e outras contas a pagar	10 e 22	381,495	451,940
		<u>2,876,271</u>	<u>2,507,659</u>
<b>Corrente</b>			
Empréstimos obtidos	10 e 19	53,587	347,134
Provisões para outros riscos e encargos	21	27,794	12,470
Fornecedores e outras contas a pagar	10 e 22	476,328	432,806
Imposto sobre o rendimento a pagar	10 e 29	520	59,925
Instrumentos financeiros derivados	10 e 15	1,735	4,375
Depósitos de garantia a pagar	10 e 14	-	74,234
		<u>559,965</u>	<u>930,944</u>
<b>Total Passivo</b>	<b>6</b>	<b><u>3,436,236</u></b>	<b><u>3,438,603</u></b>
<b>Total do capital próprio e passivo</b>		<b><u>4,473,675</u></b>	<b><u>4,460,503</u></b>

	Notas	Período findo em 31 de dezembro	
		2011	2010
Vendas	6 e 23	798	917
Prestações de serviços	6 e 23	530,023	509,848
Rendimentos de construção em ativos concessionados	7 e 36	349,269	420,483
Outros rendimentos operacionais	27	26,909	37,806
Ganhos/(perdas) em joint ventures		-	8,092
Ganhos/(perdas) em associadas	8	10,326	-
Total dos proventos operacionais		917,325	977,145
Custo de vendas		(1,417)	(747)
Gastos de construção em ativos concessionados	36	(316,305)	(394,548)
Fornecimentos e serviços externos	24	(52,923)	(80,423)
Gastos com pessoal	25	(48,284)	(51,223)
Amortizações e depreciações do exercício	7	(181,765)	(172,633)
Reversões / (Provisões) do exercício	21	(15,234)	(12,774)
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	10 e 12	(2,650)	-
Outros gastos operacionais	26	(15,558)	(14,278)
Total dos gastos operacionais		(634,136)	(726,626)
Resultados operacionais		283,189	250,519
Gastos de financiamento	28	(111,942)	(89,883)
Rendimentos financeiros	28	3,995	2,194
Dividendos de empresas participadas	28	4,596	3,790
Resultados financeiros		(103,351)	(83,900)
Resultados consolidados antes de impostos		179,838	166,619
Imposto sobre o rendimento	10 e 29	(59,250)	(56,353)
Resultado líquido consolidado do exercício antes de interesses não controlados		120,588	110,266
Atribuível a:			
Acionistas do grupo REN		120,576	110,265
Interesses não controlados		12	1
Resultado líquido consolidado do exercício		120,588	110,266
Resultado por ação atribuível aos detentores do capital do Grupo durante o ano (expresso em euros )			
- básico	30	0,23	0,21
- diluído		0,23	0,21

31 DE DEZEMBRO

ACTIVO	NOTAS	'12	'11
<b>NÃO CORRENTE</b>			
Ativos fixos tangíveis	8	827	488
Goodwill	9	3.774	3.774
Ativos intangíveis	8	3.891.464	3.888.161
Participações financeiras em associadas	10	9.382	8.717
Ativos disponíveis para venda	12 e 13	131.002	82.051
Instrumentos financeiros derivados	12 e 18	6.853	28.696
Outros investimentos financeiros	12	112.583	5.667
Clientes e outras contas a receber	12 e 14	70.451	80.079
Ativos por impostos diferidos	11	61.215	63.057
		4.287.552	4.158.691
<b>CORRENTE</b>			
Inventários	15	2.920	3.628
Clientes e outras contas a receber	12 e 14	310.738	228.791
Imposto sobre o rendimento a receber	11 e 12	14.318	14.015
Instrumentos financeiros derivados	12 e 18	416	1.144
Outros investimentos financeiros	12	8.864	-
Caixa e equivalentes de caixa	12 e 17	61.246	69.407
		398.503	314.984
<b>Total do Ativo</b>	<b>7</b>	<b>4.686.054</b>	<b>4.473.675</b>
<b>CAPITAL PRÓPRIO</b>			
<b>CAPITAL E RESERVAS ATRIBUÍVEIS AOS DETENTORES DE CAPITAL</b>			
Capital social	18	534.000	534.000
Ações próprias	18	(10.728)	(10.728)
Outras reservas	19	231.753	215.401
Resultados acumulados		148.671	178.189
Resultado líquido consolidado do período atribuível a detentores de capital		123.892	120.576
<b>Total capital próprio</b>		<b>1.027.599</b>	<b>1.037.439</b>
<b>PASSIVO</b>			
<b>NÃO CORRENTE</b>			
Empréstimos obtidos	12 e 20	1.535.495	2.354.032
Obrigações de benefícios de reforma e outros	21	105.808	55.110
Instrumentos financeiros derivados	12 e 18	27.958	14.239
Provisões para outros riscos e encargos	22	4.801	4.520
Fornecedores e outras contas a pagar	23	380.895	381.495
Passivos por impostos diferidos	11	62.797	66.875
		2.117.755	2.876.271
<b>CORRENTE</b>			
Empréstimos obtidos	12 e 20	1.170.400	53.587
Provisões para outros riscos e encargos	22	2.419	27.794
Fornecedores e outras contas a pagar	23	387.081	478.326
Imposto sobre o rendimento a pagar	11 e 12	-	520
Instrumentos financeiros derivados	12 e 18	811	1.735
		1.540.711	558.965
<b>Total Passivo</b>	<b>7</b>	<b>3.658.465</b>	<b>3.436.236</b>
<b>Total do capital próprio e passivo</b>		<b>4.686.054</b>	<b>4.473.675</b>

## PERÍODO FINDO EM 31 DE DEZEMBRO

	NOTAS	'12	'11
Vendas	7 e 24	405	798
Prestações de serviços	7 e 24	588.568	530.023
Rendimentos de construção em ativos concessionados	7 e 25	200.507	349.269
Ganhos e perdas imputadas de associadas	10	665	10.326
Outros rendimentos operacionais	26	21.143	26.909
<b>Total dos rendimentos operacionais</b>		<b>811.287</b>	<b>917.325</b>
Custo das vendas		(797)	(1.417)
Gastos de construção em ativos concessionados	25	(172.892)	(316.305)
Fornecimentos e serviços externos	27	(57.532)	(52.923)
Gastos com pessoal	28	(50.340)	(48.284)
Depreciações e amortizações do exercício	8	(197.368)	(181.765)
Reversões / (reforços) de provisões	22	(2.636)	(15.234)
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	14	(2.646)	(2.650)
Outros gastos operacionais	29	(12.512)	(15.558)
<b>Total dos gastos operacionais</b>		<b>(496.722)</b>	<b>(634.136)</b>
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>		<b>314.565</b>	<b>283.189</b>
Gastos de financiamento	30	(145.740)	(111.942)
Rendimentos financeiros	30	2.257	3.995
Dividendos de empresas participadas	13	7.461	4.596
<b>Resultado financeiro</b>		<b>(136.023)</b>	<b>(103.351)</b>
<b>Resultado consolidado antes de impostos</b>		<b>178.542</b>	<b>179.838</b>
Imposto sobre o rendimento	11	(54.650)	(59.250)
<b>Resultado líquido consolidado do período</b>		<b>123.892</b>	<b>120.588</b>
<b>ATRIBUÍVEL A:</b>			
Acionistas do grupo REN		123.892	120.576
Interesses não controlados		-	12
<b>Resultado líquido consolidado do período</b>		<b>123.892</b>	<b>120.588</b>
<b>Resultado por ação (Básico e Diluído) – Euros</b>	<b>31</b>	<b>0,23</b>	<b>0,23</b>

# SONAE Indústria

ACTIVO	Notas	31.12.2010	31.12.2009
<b>ACTIVOS NÃO CORRENTES:</b>			
Activos fixos tangíveis	8,11	983 531 105	1 083 367 412
Diferenças de consolidação	14	93 999 204	92 175 949
Activos fixos intangíveis	12	10 119 422	12 446 257
Propriedades de investimento	13	1 401 731	6 665 733
Investimentos em associadas e empresas excluídas da consolidação	10	2 683 341	3 011 096
Investimentos disponíveis para venda	10	1 031 189	300 702
Activos por impostos diferidos	15	40 182 950	33 229 430
Outros activos não correntes	16	919 720	1 357 948
Total de activos não correntes		<u>1 133 868 662</u>	<u>1 232 554 527</u>
<b>ACTIVOS CORRENTES:</b>			
Existências	8,18	129 459 556	133 939 030
Clientes	8,19	159 041 460	163 348 206
Outras dívidas de terceiros	20	14 049 685	12 488 146
Estado e outros entes públicos	22	9 504 284	14 240 208
Outros activos correntes	21	11 663 953	11 487 023
Caixa e equivalentes de caixa	8, 23	26 915 003	34 328 941
Total de activos correntes		<u>350 633 941</u>	<u>369 831 554</u>
Activos não correntes detidos para venda	17	1 092 209	
<b>TOTAL DO ACTIVO</b>		<u><u>1 485 594 812</u></u>	<u><u>1 602 386 081</u></u>
<b>CAPITAL PRÓPRIO, INTERESSES MINORITÁRIOS E PASSIVO</b>			
<b>CAPITAL PRÓPRIO:</b>			
Capital social	24	700 000 000	700 000 000
Reserva legal	24	3 131 757	2 737 181
Outras reservas e resultados acumulado	24	- 402 853 822	- 326 976 317
Outro rendimento integral acumulado	24	- 2 609 633	- 22 778 753
Total		<u>297 668 302</u>	<u>352 982 111</u>
Interesses Minoritários	25	1 105 065	1 703 556
<b>TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO</b>		<u><u>298 773 367</u></u>	<u><u>354 685 667</u></u>
<b>PASSIVO:</b>			
<b>PASSIVOS NÃO CORRENTES:</b>			
Empréstimos bancários de longo prazo - ilíquidos da parcela de curto prazo	8, 26	132 402 184	215 964 021
Empréstimos obrigacionistas não convertíveis - ilíquidos da parcela de curto prazo	8, 26	301 063 535	301 912 691
Credores por locações financeiras - ilíquidos da parcela de curto prazo	26	43 539 714	43 725 783
Outros empréstimos	26	93 307 071	91 940 590
Benefícios pós-emprego	30	25 583 340	25 334 414
Outros passivos não correntes	29	62 358 212	65 790 251
Passivos por impostos diferidos	15	70 589 486	57 367 250
Provisões	8, 34	9 257 411	22 316 496
Total de passivos não correntes		<u>738 100 953</u>	<u>824 351 496</u>
<b>PASSIVOS CORRENTES:</b>			
Parcela de curto prazo dos empréstimos bancários de longo prazo	8, 26	144 443 713	103 996 868
Empréstimos bancários de curto prazo	8, 26	25 583 321	29 679 489
Parcela de curto prazo dos credores por locações financeiras de longo prazo	26	4 468 308	3 919 801
Outros empréstimos	26	79 615	303 667
Fornecedores	8, 31	152 135 488	154 737 056
Estado e outros entes públicos	32	12 983 549	13 302 885
Outros passivos correntes	33	102 650 824	101 703 507
Provisões	8, 34	6 375 674	15 705 635
Total de passivos correntes		<u>448 720 492</u>	<u>423 348 918</u>
<b>TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO</b>		<u><u>1 485 594 812</u></u>	<u><u>1 602 386 081</u></u>

	Notas	31.12.2010	2º. Sem. 10	1º. Sem. 10	31.12.2009
<b>Proveitos operacionais:</b>					
Vendas	43	1 287 002 692	630 923 175	656 079 517	1 277 806 148
Prestações de serviços	43	5 554 084	2 559 060	2 995 024	5 077 086
Outros proveitos operacionais	37	65 983 460	21 046 410	44 937 050	161 786 116
Total de proveitos operacionais		<u>1 358 540 236</u>	<u>654 528 645</u>	<u>704 011 591</u>	<u>1 444 669 350</u>
<b>Custos operacionais</b>					
Custo das vendas		643 759 219	311 250 556	332 508 663	613 183 007
Variação da produção		1 357 597	9 253 150	- 7 895 553	24 670 071
Fornecimentos e serviços externos		367 660 351	174 031 995	193 628 356	373 147 083
Custos com o pessoal		242 669 402	107 003 599	135 665 803	269 995 432
Amortizações e depreciações	11, 12, 13, 43	95 349 205	43 819 535	51 529 670	121 312 007
Provisões e perdas por imparidade	11, 12, 13, 34,43	18 765 069	11 049 748	7 715 321	30 540 776
Outros custos operacionais	38	14 878 919	7 418 937	7 459 982	13 710 153
Total de custos operacionais		<u>1 384 439 762</u>	<u>663 827 520</u>	<u>720 612 242</u>	<u>1 446 558 529</u>
Resultados operacionais	43	<u>- 25 899 526</u>	<u>- 9 298 875</u>	<u>- 16 600 651</u>	<u>- 1 889 179</u>
<b>Proveitos financeiros</b>					
Proveitos financeiros	40	51 593 962	22 825 995	28 767 967	68 873 743
Custos financeiros	40	98 653 963	47 581 721	51 072 242	122 976 540
Resultados relativos a empresas associadas		- 101 683	39 034	- 140 717	- 64 597
Resultados relativos a investimentos		57 810	57 810		98 700
Resultado antes de impostos		<u>- 73 003 400</u>	<u>- 33 957 757</u>	<u>- 39 045 643</u>	<u>- 55 957 873</u>
<b>Imposto sobre o rendimento</b>					
Imposto sobre o rendimento	15, 41	2 414 926	- 12 707	2 427 633	3 692 143
Resultado depois de impostos		<u>- 75 418 326</u>	<u>- 33 945 050</u>	<u>- 41 473 276</u>	<u>- 59 650 016</u>
<b>Resultados de operações em descontinuação após impostos</b>					
		--	-	-	-
<b>Resultado consolidado do exercício</b>		<u>- 75 418 326</u>	<u>- 33 945 050</u>	<u>- 41 473 276</u>	<u>- 59 650 016</u>
<b>Atribuível a:</b>					
Accionistas da Empresa-Mãe		- 74 434 785	- 33 516 752	- 40 918 033	- 58 782 190
Interesses Minoritários		<u>- 983 541</u>	<u>- 428 298</u>	<u>- 555 243</u>	<u>- 867 826</u>
<b>Resultados por acção</b>					
<b>Excluindo operações em descontinuação</b>					
Básico	42	- 0.5317	- 0.2394	- 0.2923	- 0.4199
Diluído	42	<u>- 0.5317</u>	<u>- 0.2394</u>	<u>- 0.2923</u>	<u>- 0.4199</u>
<b>Das operações em descontinuação</b>					
Básico	42	-	-	-	-
Diluído	42	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>

ACTIVO	Notas	31.12.2011	31.12.2010
<b>ACTIVOS NÃO CORRENTES:</b>			
Activos fixos tangíveis	11	915 418 700	983 531 105
Diferenças de consolidação	14	92 620 183	93 999 204
Activos fixos Intangíveis	12	8 576 779	10 119 422
Propriedades de Investimento	13	1 357 473	1 401 731
Investimentos em associadas e empresas excluídas da consolidação	10	2 360 890	2 683 341
Investimentos disponíveis para venda	10	1 069 440	1 031 189
Activos por impostos diferidos	15	37 874 949	40 182 950
Outros activos não correntes	16	3 606 230	919 720
Total de activos não correntes		<u>1 062 884 644</u>	<u>1 133 868 662</u>
<b>ACTIVOS CORRENTES:</b>			
Existências	18	137 414 763	129 459 556
Cientes	19	158 400 706	159 041 460
Outras dívidas de terceiros	20	13 132 676	14 049 685
Estado e outros entes públicos	22	13 628 325	9 504 284
Outros activos correntes	21	21 664 946	11 663 953
Caixa e equivalentes de caixa	23	23 570 163	26 915 003
Total de activos correntes		<u>367 811 580</u>	<u>350 633 941</u>
Activos não correntes detidos para venda	17	911 164	1 092 209
<b>TOTAL DO ACTIVO</b>		<u><u>1 431 607 388</u></u>	<u><u>1 485 594 812</u></u>
<b>CAPITAL PRÓPRIO, INTERESSES QUE NÃO CONTROLAM E PASSIVO</b>			
<b>CAPITAL PRÓPRIO:</b>			
Capital social	24	700 000 000	700 000 000
Reserva legal	24	3 131 757	3 131 757
Outras reservas e resultados acumulado	24	- 460 542 177	- 402 853 822
Outro rendimento integral acumulado	24	- 7 045 530	- 2 609 633
Total		<u>235 544 050</u>	<u>297 668 302</u>
Interesses que não controlam	25	332 511	1 105 065
<b>TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO</b>		<u>235 876 561</u>	<u>298 773 367</u>
<b>PASSIVO:</b>			
<b>PASSIVOS NÃO CORRENTES:</b>			
Empréstimos bancários de longo prazo - líquidos da parcela de curto prazo	26	155 127 941	132 402 184
Empréstimos obrigacionistas não convertíveis - líquidos da parcela de curto prazo	26	287 993 050	301 063 535
Credores por locações financeiras - líquidos da parcela de curto prazo	26	39 494 029	43 539 714
Outros empréstimos	26	98 597 712	93 307 071
Benefícios pós-emprego	30	24 960 203	25 583 340
Outros passivos não correntes	29	77 332 116	62 358 212
Passivos por impostos diferidos	15	64 258 210	70 589 486
Provisões	34	14 327 908	9 257 411
Total de passivos não correntes		<u>762 091 169</u>	<u>738 100 953</u>
<b>PASSIVOS CORRENTES:</b>			
Parcela de curto prazo dos empréstimos bancários de longo prazo	26	111 796 391	144 443 713
Empréstimos bancários de curto prazo	26	24 554 807	25 583 321
Parcela de curto prazo dos empréstimos obrigacionistas não convertíveis de longo prazo	26	15 000 000	
Parcela de curto prazo dos credores por locações financeiras de longo prazo	26	4 593 444	4 468 308
Outros empréstimos	26	1 477 788	79 615
Fornecedores	31	161 475 903	152 135 488
Estado e outros entes públicos	32	13 211 850	12 983 549
Outros passivos correntes	33	101 325 866	102 650 824
Provisões	34	203 609	6 375 674
Total de passivos correntes		<u>433 639 658</u>	<u>448 720 492</u>
<b>TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO</b>		<u><u>1 431 607 388</u></u>	<u><u>1 485 594 812</u></u>

ATIVO	Notas	31.12.2012	31.12.2011
<b>ATIVOS NÃO CORRENTES:</b>			
Ativos fixos tangíveis	11	806 163 927	915 418 700
Goodwill	14	92 496 051	92 620 183
Ativos intangíveis	12	7 137 808	8 576 779
Propriedades de Investimento	13	1 313 215	1 357 473
Investimentos em associadas e empresas excluídas da consolidação	10	2 262 846	2 360 890
Investimentos disponíveis para venda	9, 10	1 091 540	1 069 440
Ativos por impostos diferidos	15	24 189 158	37 874 949
Outros ativos não correntes	9, 16	1 389 646	3 606 230
Total de ativos não correntes		<u>936 044 191</u>	<u>1 052 884 644</u>
<b>ATIVOS CORRENTES:</b>			
Inventários	18	129 963 908	137 414 763
Clientes	9, 19, 28	140 918 477	158 400 706
Outras dívidas de terceiros	9, 20	13 801 900	13 132 676
Estado e outros entes públicos	22	8 126 925	13 628 325
Outros ativos correntes	9, 21, 27	12 548 389	21 664 946
Caixa e equivalentes de caixa	9, 23	23 182 513	23 570 163
Total de ativos correntes		<u>328 562 112</u>	<u>367 811 580</u>
Ativos não correntes detidos para venda	17	4 411 224	911 164
<b>TOTAL DO ATIVO</b>		<u><b>1 269 017 527</b></u>	<u><b>1 431 607 388</b></u>
<b>CAPITAL PRÓPRIO, INTERESSES QUE NÃO CONTROLAM E PASSIVO</b>			
<b>CAPITAL PRÓPRIO:</b>			
Capital social	24	700 000 000	700 000 000
Reserva legal	24	3 131 757	3 131 757
Outras reservas e resultados acumulados	24	-569 867 023	-460 542 177
Outro rendimento integral acumulado	24	2 792 960	-7 045 530
Total		<u>136 057 694</u>	<u>235 544 050</u>
Interesses que não controlam	25	- 900 628	332 511
<b>TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO</b>		<u><b>135 157 066</b></u>	<u><b>235 876 561</b></u>
<b>PASSIVO:</b>			
<b>PASSIVOS NÃO CORRENTES:</b>			
Empréstimos bancários - líquidos da parcela corrente	9, 26, 28	128 275 420	155 127 941
Empréstimos obrigacionistas não convertíveis - líquidos da parcela corrente	9, 26, 28	248 344 033	287 993 050
Credores por locações financeiras - líquidos da parcela corrente	9, 26, 28	36 192 908	39 494 029
Outros empréstimos	9, 26, 28	78 868 673	98 597 712
Benefícios pós-emprego	30	23 610 290	24 960 203
Outros passivos não correntes	9, 29	64 940 905	77 332 116
Passivos por impostos diferidos	15	60 072 909	64 258 210
Provisões	34	7 372 628	14 327 908
Total de passivos não correntes		<u>647 677 766</u>	<u>762 091 169</u>
<b>PASSIVOS CORRENTES:</b>			
Parcela corrente dos empréstimos bancários não correntes	9, 26, 28	64 693 562	111 796 391
Empréstimos bancários correntes	9, 26, 28	68 492 770	24 554 807
Parcela corrente dos empréstimos obrigacionistas não convertíveis não correntes	9, 26, 28	55 000 000	15 000 000
Parcela corrente dos credores por locações financeiras não correntes	9, 26, 28	4 114 170	4 593 444
Outros empréstimos	9, 26, 28	4 060 098	1 477 788
Fornecedores	9, 31	177 584 402	161 475 903
Estado e outros entes públicos	32	14 103 601	13 211 850
Outros passivos correntes	9, 27, 33	86 115 099	101 325 866
Provisões	34	12 018 993	203 609
Total de passivos correntes		<u>486 182 695</u>	<u>433 639 658</u>
<b>TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO</b>		<u><b>1 269 017 527</b></u>	<u><b>1 431 607 388</b></u>

	Notas	31.12.2012	31.12.2011
Vendas	44	1 316 890 424	1 348 192 142
Prestação de serviços	44	4 339 792	3 949 643
Outros rendimentos e ganhos	37	34 400 251	30 012 978
Custo das vendas		679 064 964	702 539 170
Variação da produção		- 1 496 556	- 2 058 779
Fornecimentos e serviços externos	35	357 166 572	349 087 235
Gastos com o pessoal		204 383 493	214 599 032
Amortizações e depreciações	11,12,13,42,44	77 323 387	79 938 031
Provisões e perdas por imparidade (aumentos / reduções)	11,12,13,34,44	13 184 115	4 958 370
Outros gastos e perdas	38	14 086 910	37 485 604
Resultado operacional	44	11 717 582	- 4 393 900
Gastos financeiros	40	71 038 941	81 628 543
Rendimentos financeiros	40	20 242 177	33 661 637
Ganhos ou perdas relativos a empresas associadas		- 212 981	- 20 728
Resultados relativos a investimentos		79 861	5 271
Resultado antes de impostos das operações que continuam		- 39 212 302	- 52 376 263
Imposto sobre o rendimento	41	15 628 002	307 730
Resultado depois de impostos das operações que continuam		- 54 840 304	- 52 683 993
Resultados depois de impostos das operações descontinuadas	42	- 45 211 595	- 5 829 977
Resultado líquido consolidado do período		- 100 051 899	- 58 513 970
Atribuível a:			
Acionistas da Empresa-Mãe			
Operações que continuam		- 54 215 194	- 52 041 106
Operações descontinuadas		- 44 661 686	- 5 759 067
Acionistas da Empresa-Mãe		- 98 876 879	- 57 800 173
Interesses que não controlam			
Operações que continuam		- 625 111	- 642 887
Operações descontinuadas		- 549 909	- 70 910
Interesses que não controlam		- 1 175 020	- 713 797
Resultados por ação			
Das operações que continuam:			
Básico	43	- 0.3873	- 0.3717
Diluído	43	- 0.3873	- 0.3717
Das operações descontinuadas:			
Básico	43	- 0.3190	- 0.0411
Diluído	43	- 0.3190	- 0.0411

	Notas	31.12.2011	31.12.2010
<b>Rendimentos e ganhos operacionais:</b>			
Vendas	43	1 360 915 603	1 287 002 692
Prestações de serviços	43	3 393 767	5 554 084
Outros rendimentos e ganhos operacionais	37	67 301 302	65 983 460
Total de rendimentos e ganhos operacionais		<u>1 431 610 672</u>	<u>1 358 540 236</u>
<b>Gastos e perdas operacionais</b>			
Custo das vendas		713 162 702	643 759 219
Variação da produção		- 3 194 610	1 357 597
Fornecimentos e serviços externos		361 533 390	367 660 351
Gastos com o pessoal	30	223 449 642	242 669 402
Amortizações e depreciações	11, 12, 13, 43	83 931 199	95 349 205
Provisões e perdas por imparidade	11, 12, 13, 34, 43	17 900 177	18 765 069
Outros gastos e perdas operacionais	38	42 644 771	14 878 919
Total de gastos e perdas operacionais		<u>1 439 427 271</u>	<u>1 384 439 762</u>
Resultados operacionais		- 7 816 599	- 25 899 526
<b>Rendimentos financeiros</b>			
Rendimentos financeiros	40	31 899 353	51 593 962
Gastos financeiros	40	82 273 537	98 653 963
Resultados relativos a empresas associadas		- 20 728	- 101 683
Resultados relativos a investimentos		5 271	57 810
Resultado antes de impostos		<u>- 58 206 240</u>	<u>- 73 003 400</u>
<b>Imposto sobre o rendimento</b>			
Imposto sobre o rendimento	15, 41	307 730	2 414 926
Resultado depois de impostos		<u>- 58 513 970</u>	<u>- 75 418 326</u>
<b>Resultados de operações em descontinuação após impostos</b>			
		-	-
Resultado consolidado do exercício		<u>- 58 513 970</u>	<u>- 75 418 326</u>
<b>Atribuível a:</b>			
Accionistas da Empresa-Mãe	42	- 57 800 173	- 74 434 785
Interesses que não controlam		<u>- 713 797</u>	<u>- 983 541</u>
<b>Resultados por acção</b>			
<b>Excluindo operações em descontinuação</b>			
Básico		- 0.4129	- 0.5317
Diluído		<u>- 0.4129</u>	<u>- 0.5317</u>

# ZON Multimédia

Notas	31-12-2010	4º Trim 10	31-12-2009	4º Trim 09	
		(Não auditado) (a)		(Não auditado) (a)	
<b>RÉDITOS:</b>					
Prestação de serviços	832.920.508	208.890.071	783.263.021	205.928.901	
Vendas	34.855.379	10.741.145	34.937.057	10.323.220	
Outras receitas	4.773.428	1.431.160	4.837.719	1.205.125	
7	<b>872.349.315</b>	<b>221.062.376</b>	<b>823.037.797</b>	<b>217.457.246</b>	
<b>CUSTOS, PERDAS E GANHOS:</b>					
Custos com o pessoal	8	58.272.849	15.545.529	58.227.180	16.002.241
Custos directos	9	251.731.908	83.841.992	232.820.990	84.920.025
Custo das mercadorias vendidas	10	14.510.815	4.548.835	15.408.154	2.854.183
Marketing e publicidade		25.489.390	9.580.130	25.743.324	9.254.947
Serviços de suporte	11	7.151.435	18.985.279	83.087.444	16.817.386
Fornecimentos e serviços externos	11	137.078.854	33.394.815	139.484.488	35.198.449
Outros custos operacionais	12	344.489	(105.875)	918.239	790.899
Impostos indirectos		3.406.821	2.174.759	2.885.889	823.387
Provisões e ajustamentos	13	7.817.032	(109.589)	17.521.082	5.472.040
Depreciações e amortizações	30 e 31	219.294.578	59.309.501	180.402.489	48.808.027
Perdas por imparidade	30 e 31	288.785	(388.316)	8.185.081	4.374.254
Custos de reestruturação		682.500	-	1.485.224	265.000
Perdas / (ganhos) com a alienação de activos, líquidas		(274.398)	(384.825)	(41.028)	(288.720)
Outros custos (ganhos) não operacionais	12	158.876	(108.873)	278.492	124.285
		<b>790.098.536</b>	<b>208.165.782</b>	<b>748.348.988</b>	<b>204.826.363</b>
<b>Resultado antes de resultados financeiros e impostos</b>					
		<b>82.250.779</b>	<b>14.896.594</b>	<b>78.690.831</b>	<b>12.630.883</b>
Custos de financiamento	14	23.065.087	5.888.849	25.985.245	5.825.775
Perdas / (ganhos) em variações cambiais, líquidas		(171.572)	(7.374)	111.255	(7.810)
Perdas / (ganhos) em activos financeiros, líquidas	15	(17.990)	(27.732)	389.745	320.894
Perdas / (ganhos) em empresas participadas, líquidas	16	7.877.713	2.445.583	(17.258.215)	(324.191)
Outros custos / (proveitos) financeiros, líquidos	14	5.384.342	1.345.425	5.692.702	2.248.911
		<b>36.117.580</b>	<b>9.558.751</b>	<b>14.920.732</b>	<b>7.799.579</b>
<b>Resultado antes de impostos</b>					
		<b>46.133.199</b>	<b>5.337.843</b>	<b>61.770.099</b>	<b>4.831.304</b>
Imposto sobre o rendimento	17	9.347.064	1.376.113	18.119.555	1.881.483
<b>Resultado consolidado líquido</b>					
		<b>36.786.135</b>	<b>3.961.730</b>	<b>45.650.544</b>	<b>3.189.841</b>
<b>Atribuível a:</b>					
Interesses não controlados	18	1.347.883	90.089	1.682.544	149.189
Acionistas do Grupo ZON Multimédia		<b>35.438.272</b>	<b>3.871.661</b>	<b>43.968.001</b>	<b>3.020.672</b>
<b>Resultado líquido por acção</b>					
Básico	20	0,12	0,01	0,15	0,01
Diluído	20	0,12	0,01	0,15	0,01

	Notas	31-12-2010	31-12-2009
<b>Activo</b>			
<b>Activo corrente:</b>			
Caixa e equivalentes de caixa	22	264.645.614	176.988.410
Contas a receber - clientes	23	126.661.588	113.968.288
Contas a receber - outros	24	62.122.278	70.997.423
Existências	25	58.628.028	39.906.212
Impostos a recuperar	26	2.765.914	21.553.864
Activos não correntes detidos para venda		678.217	-
Pagamentos antecipados	27	15.924.543	12.990.978
<b>Total do activo corrente</b>		<b>531.426.182</b>	<b>436.405.173</b>
<b>Activo não corrente:</b>			
Contas a receber - outros	24	60.945.529	62.407.027
Investimentos em empresas participadas	28	1.137.616	1.274.970
Activos financeiros disponíveis para venda	29	21.798.211	21.777.351
Activos intangíveis	30	336.732.524	353.759.291
Activos tangíveis	31	645.848.283	554.572.281
Activos por impostos diferidos	17	51.037.647	47.913.336
Outros activos não correntes	32	1.786.302	1.073.855
<b>Total do activo não corrente</b>		<b>1.119.286.112</b>	<b>1.042.778.111</b>
<b>Total do activo</b>		<b>1.650.712.294</b>	<b>1.479.183.284</b>
<b>Passivo</b>			
<b>Passivo corrente:</b>			
Empréstimos obtidos	33	92.577.453	246.539.399
Contas a pagar - fornecedores	34	135.399.988	138.271.322
Contas a pagar - outros	35	75.083.100	37.638.158
Acréscimos de custos	36	70.452.210	74.734.297
Proveitos diferidos	37	4.070.343	3.734.642
Impostos a pagar	26	10.797.273	29.757.711
Provisões correntes	38	10.365.327	13.883.093
<b>Total do passivo corrente</b>		<b>398.745.695</b>	<b>544.558.622</b>
<b>Passivo não corrente:</b>			
Empréstimos obtidos	33	973.044.728	722.717.780
Contas a pagar - outros	35	5.331.314	7.240.829
Proveitos diferidos	37	2.945.265	3.476.745
Provisões não correntes	38	12.631.436	4.446.323
Passivos por impostos diferidos	17	5.258.790	6.075.949
Instrumentos financeiros derivados	40	2.571.610	1.032.109
<b>Total do passivo não corrente</b>		<b>1.001.783.144</b>	<b>744.989.735</b>
<b>Total do passivo</b>		<b>1.400.528.838</b>	<b>1.289.548.357</b>
<b>Capital próprio</b>			
Capital social	39.1	3.090.968	3.090.968
Ações próprias	39.2	(17.305)	(87.236.629)
Reserva legal	39.3	3.556.300	3.556.300
Outras reservas	39.3	155.146.027	197.195.421
Resultados acumulados		78.516.745	63.779.018
<b>Capital próprio ex cluindo interesse s minoritários</b>		<b>240.292.735</b>	<b>180.385.078</b>
Interesses não controlados	18	9.890.721	9.249.849
<b>Total do capital próprio</b>		<b>250.183.456</b>	<b>189.634.927</b>
<b>Total do capital próprio e do passivo</b>		<b>1.650.712.294</b>	<b>1.479.183.284</b>

Notas	4º Trím 10	12M 10	4º Trím 11	12M 11
	(Não auditado) (€)		(Não auditado) (€)	
<b>RÉDITOS:</b>				
Prestação de serviços	208.890.071	832.920.508	205.834.498	821.498.900
Vendas	10.741.145	34.655.379	8.845.309	29.079.706
Outras receitas	1.431.160	4.773.428	926.681	4.249.854
7	<b>221.062.376</b>	<b>872.349.315</b>	<b>215.606.488</b>	<b>854.828.460</b>
<b>CUSTOS, PERDAS E GANHOS:</b>				
Custos com o pessoal	8	15.545.529	58.272.849	14.895.168
Custos diretos	9	63.841.992	251.731.908	60.767.158
Custo das mercadorias vendidas	10	4.546.635	14.510.815	3.261.091
Marketing e publicidade		9.580.130	25.489.390	9.365.085
Serviços de suporte	11	18.865.279	71.518.435	16.372.414
Fornecimentos e serviços externos	11	33.394.815	137.078.654	33.234.992
Outros custos operacionais	12	(105.675)	344.489	216.777
Impostos indiretos		2.174.759	3.406.621	1.474.575
Provisões e ajustamentos	13	(109.569)	7.617.032	2.381.744
Depreciações e amortizações	31 e 32	59.309.501	219.294.578	54.247.713
Perdas por imparidade	31 e 32	(386.316)	266.785	(928.105)
Custos de reestruturação		-	682.500	176.624
Perdas / (ganhos) com a alienação de ativos, líquidas		(384.625)	(274.396)	(433.238)
Outros custos (ganhos) não operacionais	12	(106.673)	158.876	228.844
		<b>206.165.782</b>	<b>790.098.536</b>	<b>195.280.842</b>
<b>Resultado antes de resultados financeiros e impostos</b>		<b>14.896.594</b>	<b>82.250.779</b>	<b>20.325.646</b>
Custos de financiamento	14	5.868.849	23.065.087	6.534.826
Perdas / (ganhos) em variações cambiais, líquidas		(73.374)	(171.572)	(43.139)
Perdas / (ganhos) em activos financeiros, líquidas	15	(27.732)	(17.990)	(48.661)
Perdas / (ganhos) em empresas participadas, líquidas	16	2.445.583	7.877.713	3.160.156
Outros custos / (projeitos) financeiros, líquidos	14	1.345.425	5.364.342	2.083.965
		<b>9.558.751</b>	<b>36.117.580</b>	<b>11.787.147</b>
<b>Resultado antes de impostos</b>		<b>5.337.843</b>	<b>46.133.199</b>	<b>8.538.499</b>
Imposto sobre o rendimento	17	1.376.113	9.347.064	2.658.074
<b>Resultado consolidado líquido</b>		<b>3.961.730</b>	<b>36.786.135</b>	<b>5.880.425</b>
<b>Atribuível a:</b>				
Interesses não controlados	18	90.069	1.347.863	210.806
Acionistas do Grupo ZON Multimédia		3.871.661	35.438.272	5.669.620
<b>Resultado líquido por ação</b>				
Básico	19	0,01	0,12	0,02
Diluído	19	0,01	0,12	0,02

	Notas	31-12-2010	31-12-2011
<b>Ativo</b>			
<b>Ativo corrente:</b>			
Caixa e equivalentes de caixa	22	264.645.614	407.362.404
Contas a receber - clientes	23	126.661.588	124.757.470
Contas a receber - outros	24	62.122.278	113.059.680
Existências	25	58.628.028	46.741.084
Impostos a recuperar	26	2.765.914	5.081.059
Ativos não correntes detidos para venda		678.217	876.134
Pagamentos antecipados	27	15.924.543	10.529.786
Instrumentos financeiros derivados	41	-	531.882
<b>Total do ativo corrente</b>		<b>531.426.182</b>	<b>708.939.499</b>
<b>Ativo não corrente:</b>			
Contas a receber - outros	24	60.945.529	21.316.933
Investimentos em empresas participadas	28	1.137.616	470.492
Investimentos detidos até à maturidade	29	-	20.488.677
Ativos financeiros disponíveis para venda	30	21.798.211	21.823.211
Ativos intangíveis	31	336.732.524	314.666.060
Ativos tangíveis	32	645.848.283	647.126.417
Propriedades de investimento		-	883.980
Ativos por impostos diferidos	17	51.037.647	49.895.295
Outros ativos não correntes	33	1.786.302	-
<b>Total do ativo não corrente</b>		<b>1.119.286.112</b>	<b>1.076.671.065</b>
<b>Total do ativo</b>		<b>1.650.712.294</b>	<b>1.785.610.564</b>
<b>Passivo</b>			
<b>Passivo corrente:</b>			
Empréstimos obtidos	34	92.577.453	499.961.096
Contas a pagar - fornecedores	35	135.399.988	153.108.029
Contas a pagar - outros	36	75.083.100	54.004.930
Acréscimos de custos	37	70.452.210	56.476.764
Provetos diferidos	38	4.070.343	3.775.044
Impostos a pagar	26	10.797.273	17.155.977
Provisões correntes	39	10.365.327	4.233.699
Instrumentos financeiros derivados	41	-	350.214
<b>Total do passivo corrente</b>		<b>398.745.695</b>	<b>789.065.753</b>
<b>Passivo não corrente:</b>			
Empréstimos obtidos	34	973.044.728	729.423.538
Contas a pagar - outros	36	5.331.314	785.578
Provetos diferidos	38	2.945.265	1.882.302
Provisões não correntes	39	12.631.436	23.006.169
Passivos por impostos diferidos	17	5.258.790	4.206.669
Instrumentos financeiros derivados	41	2.571.610	2.226.692
<b>Total do passivo não corrente</b>		<b>1.001.783.144</b>	<b>761.530.948</b>
<b>Total do passivo</b>		<b>1.400.528.838</b>	<b>1.550.596.701</b>
<b>Capital próprio</b>			
Capital social	40.1	3.090.968	3.090.968
Ações próprias	40.2	(17.305)	(554.401)
Reserva legal	40.3	3.556.300	3.556.300
Outras reservas	40.3	155.146.027	162.918.859
Resultados acumulados		78.516.745	56.018.625
<b>Capital próprio excluindo interesses não controlados</b>		<b>240.292.735</b>	<b>225.030.351</b>
Interesses não controlados	18	9.890.721	9.983.512
<b>Total do capital próprio</b>		<b>250.183.456</b>	<b>235.013.863</b>
<b>Total do capital próprio e do passivo</b>		<b>1.650.712.294</b>	<b>1.785.610.564</b>

	NOTAS	4º TRIM 11	12M 11	4º TRIM 12	12M 12
		(NÃO AUDITADO) (a)		(NÃO AUDITADO) (a)	
<b>RÉDITOS:</b>					
PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS		205.834	821.499	203.560	818.713
VENDAS		8.845	29.080	8.722	33.373
OUTRAS RECEITAS		927	4.250	2.416	6.514
	<u>7</u>	<b>215.606</b>	<b>854.828</b>	<b>214.698</b>	<b>858.600</b>
<b>CUSTOS, PERDAS E GANHOS:</b>					
CUSTOS COM O PESSOAL	<u>8</u>	14.895	59.291	15.496	59.783
CUSTOS DIRETOS	<u>9</u>	60.767	243.904	63.380	243.401
CUSTO DAS MERCADORIAS VENDIDAS	<u>10</u>	3.281	7.352	3.327	16.066
MARKETING E PUBLICIDADE		9.365	24.616	7.097	24.176
SERVIÇOS DE SUPORTE	<u>11</u>	16.372	66.024	15.597	60.430
FORNECIMENTOS E SERVIÇOS EXTERNOS	<u>11</u>	33.235	130.410	31.346	126.351
OUTROS CUSTOS/(GANHOS) OPERACIONAIS	<u>12</u>	217	778	383	1.127
IMPOSTOS INDIRETOS		1.475	5.762	704	5.426
PROVISÕES E AJUSTAMENTOS	<u>13</u>	2.382	5.465	2.703	8.941
DEPRECIações, AMORTIZAÇÕES E PERDAS POR IMPARIDADE	<u>31 e 32</u>	53.320	217.598	54.505	214.580
CUSTOS DE REESTRUTURAÇÃO		177	1.395	333	1.310
PERDAS / (GANHOS) COM A ALIENAÇÃO DE ATIVOS, LÍQUIDAS		(433)	(828)	111	(517)
OUTROS CUSTOS / (GANHOS) NÃO OPERACIONAIS	<u>12</u>	229	392	(7)	211
		<b>195.281</b>	<b>762.158</b>	<b>194.982</b>	<b>761.287</b>
<b>RESULTADO ANTES DE RESULTADOS FINANCEIROS E IMPOSTOS</b>		<b>20.326</b>	<b>92.671</b>	<b>19.716</b>	<b>97.313</b>
CUSTOS DE FINANCIAMENTO	<u>14</u>	6.635	25.289	7.323	27.427
PERDAS / (GANHOS) EM VARIAÇÕES CAMBIAIS, LÍQUIDAS		(43)	(241)	12	(289)
PERDAS / (GANHOS) EM ATIVOS FINANCEIROS, LÍQUIDAS	<u>15</u>	(49)	(49)	10	638
PERDAS / (GANHOS) EM EMPRESAS PARTICIPADAS, LÍQUIDAS	<u>16</u>	3.160	10.321	19	217
OUTROS CUSTOS / (PROVEITOS) FINANCEIROS, LÍQUIDOS	<u>14</u>	2.084	7.715	4.179	14.455
		<b>11.787</b>	<b>43.035</b>	<b>11.543</b>	<b>42.448</b>
<b>RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS</b>		<b>8.538</b>	<b>49.636</b>	<b>8.173</b>	<b>54.865</b>
IMPOSTO SOBRE O RENDIMENTO	<u>17</u>	2.658	14.787	1.775	17.978
<b>RESULTADO CONSOLIDADO LÍQUIDO</b>		<b>5.880</b>	<b>34.849</b>	<b>6.397</b>	<b>36.888</b>
<b>ATRIBUÍVEL A:</b>					
INTERESSES NÃO CONTROLADOS	<u>18</u>	211	650	9	869
<b>ACIONISTAS DO GRUPO ZON MULTIMÉDIA</b>		<b>5.670</b>	<b>34.199</b>	<b>6.388</b>	<b>36.018</b>
<b>RESULTADO LÍQUIDO POR AÇÃO</b>					
BÁSICO - EUROS	<u>19</u>	0,02	0,11	0,02	0,12
DILUÍDO - EUROS	<u>19</u>	0,02	0,11	0,02	0,12

	NOTAS	31-12-2011	31-12-2012
<b>ATIVO</b>			
<b>ATIVO CORRENTE:</b>			
CAIXA E EQUIVALENTES DE CAIXA	22	407.362	308.251
CONTAS A RECEBER - CLIENTES	23	124.757	130.522
CONTAS A RECEBER - OUTROS	24	113.060	41.901
EXISTÊNCIAS	25	46.741	44.317
IMPOSTOS A RECUPERAR	26	5.081	4.669
ATIVOS NÃO CORRENTES DETIDOS PARA VENDA		876	678
PAGAMENTOS ANTECIPADOS	27	70.530	11.930
INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVADOS	40	532	-
<b>TOTAL DO ATIVO CORRENTE</b>		<b>708.939</b>	<b>542.269</b>
<b>ATIVO NÃO CORRENTE:</b>			
CONTAS A RECEBER - OUTROS	24	21.317	25.455
INVESTIMENTOS EM ASSOCIADAS	28	470	222
INVESTIMENTOS DETIDOS ATÉ À MATURIDADE	29	20.489	22.387
ATIVOS FINANCEIROS DISPONÍVEIS PARA VENDA	30	21.823	20.629
ATIVOS INTANGÍVEIS	31	314.666	319.155
ATIVOS TANGÍVEIS	32	647.126	632.047
PROPRIEDADES DE INVESTIMENTO		884	842
ATIVOS POR IMPOSTOS DIFERIDOS	37	49.895	48.146
<b>TOTAL DO ATIVO NÃO CORRENTE</b>		<b>1.076.671</b>	<b>1.068.685</b>
<b>TOTAL DO ATIVO</b>		<b>1.785.611</b>	<b>1.610.953</b>
<b>PASSIVO</b>			
<b>PASSIVO CORRENTE:</b>			
EMPRÉSTIMOS OBTIDOS	33	499.961	363.254
CONTAS A PAGAR - FORNECEDORES	34	153.108	157.052
CONTAS A PAGAR - OUTROS	35	54.005	57.076
ACRÉSCIMOS DE CUSTOS	36	56.477	51.628
PROVEITOS DIFERIDOS	37	3.775	9.514
IMPOSTOS A PAGAR	26	17.566	12.800
PROVISÕES CORRENTES	38	4.234	420
INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVADOS	40	350	45
<b>TOTAL DO PASSIVO CORRENTE</b>		<b>789.066</b>	<b>651.788</b>
<b>PASSIVO NÃO CORRENTE:</b>			
EMPRÉSTIMOS OBTIDOS	33	729.424	721.219
CONTAS A PAGAR - OUTROS	35	786	90
PROVEITOS DIFERIDOS	37	1.882	1.385
PROVISÕES NÃO CORRENTES	38	23.006	8.411
PASSIVOS POR IMPOSTOS DIFERIDOS	37	4.207	2.776
INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVADOS	40	2.227	6.051
<b>TOTAL DO PASSIVO NÃO CORRENTE</b>		<b>761.531</b>	<b>739.931</b>
<b>TOTAL DO PASSIVO</b>		<b>1.550.597</b>	<b>1.391.719</b>
<b>CAPITAL PRÓPRIO</b>			
CAPITAL SOCIAL	391	3.091	3.091
AÇÕES PRÓPRIAS	392	(554)	(914)
RESERVA LEGAL	393	3.556	3.556
OUTRAS RESERVAS	393	162.919	164.381
RESULTADOS ACUMULADOS		56.019	39.723
<b>CAPITAL PRÓPRIO EXCLUINDO INTERESSES NÃO CONTROLADOS</b>		<b>225.030</b>	<b>209.838</b>
INTERESSES NÃO CONTROLADOS	38	9.984	9.396
<b>TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO</b>		<b>235.014</b>	<b>219.234</b>
<b>TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO</b>		<b>1.785.611</b>	<b>1.610.953</b>

	NOTAS	4º TRIM 12 REPORTADO (a)	12M 12 REPORTADO	4º TRIM 12 REEXPRESSO (a)	12M 12 REEXPRESSO (a)	4º TRIM 13 (a)	12M 13
<b>RÉDITOS:</b>							
Prestação de serviços		203.560	818.713	188.466	757.587	333.736	945.469
Vendas		8.722	33.373	6.366	24.805	15.721	35.646
Outras receitas		2.416	6.514	1.778	4.741	4.450	9.144
	7	<b>214.698</b>	<b>858.600</b>	<b>196.609</b>	<b>787.133</b>	<b>353.907</b>	<b>990.259</b>
<b>CUSTOS, PERDAS E GANHOS:</b>							
Custos com o pessoal	8	15.496	59.783	14.114	54.398	25.165	66.193
Custos diretos	9	63.380	243.401	57.007	224.551	102.668	285.784
Custo das mercadorias vendidas	10	3.327	16.066	919	6.415	13.479	20.339
Marketing e publicidade		7.097	24.176	6.334	21.296	13.696	27.310
Serviços de suporte	11	15.597	60.430	14.844	59.019	23.617	65.755
Fornecimentos e serviços externos	11	31.346	126.351	26.333	101.271	48.742	128.033
Outros custos/(ganhos) operacionais	12	383	1.127	428	767	(51)	391
Impostos indiretos		704	5.426	537	4.838	2.448	7.179
Provisões e ajustamentos	13	2.703	8.941	2.601	8.839	6.858	13.078
Depreciações, amortizações e perdas por imparidade	31 e 32	54.505	214.580	51.944	204.119	83.625	243.070
Custos de reestruturação	38	333	1.310	333	1.310	9.054	25.187
Perdas / (ganhos) com a alienação de ativos, líquidas		111	(517)	60	(566)	(1.505)	(2.172)
Outros custos / (ganhos) não recorrentes	12	(1)	211	4	165	19.209	35.484
		<b>194.982</b>	<b>761.287</b>	<b>174.458</b>	<b>686.422</b>	<b>346.026</b>	<b>916.631</b>
<b>RESULTADOS ANTES DE RESULTADOS FINANCEIROS E IMPOSTOS</b>							
		<b>19.716</b>	<b>97.313</b>	<b>22.151</b>	<b>100.710</b>	<b>7.882</b>	<b>74.628</b>
Custos de financiamento	14	7.323	27.427	6.047	22.106	9.437	31.700
Perdas / (ganhos) em variações cambiais, líquidas		12	(289)	85	(90)	169	262
Perdas / (ganhos) em ativos financeiros, líquidas	15	10	638	10	638	10	1.340
Perdas / (ganhos) em empresas participadas, líquidas	16	19	217	1.088	2.062	(1.540)	(3.875)
Outros custos / (provetos) financeiros, líquidas	14	4.179	14.455	4.288	16.328	3.923	17.509
		<b>11.643</b>	<b>42.448</b>	<b>11.518</b>	<b>41.044</b>	<b>11.999</b>	<b>46.936</b>
<b>RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS</b>							
		<b>8.173</b>	<b>54.865</b>	<b>10.633</b>	<b>59.666</b>	<b>(4.117)</b>	<b>27.692</b>
Imposto sobre o rendimento	17	1.775	17.978	2.468	19.303	9.098	16.433
<b>RESULTADO CONSOLIDADO LÍQUIDO</b>							
		<b>6.397</b>	<b>36.888</b>	<b>8.165</b>	<b>40.363</b>	<b>(13.216)</b>	<b>11.259</b>
<b>ATRIBUÍVEL A:</b>							
Interesses não controlados	18	9	869	9	869	(121)	449
<b>ACIONISTAS DO GRUPO ZON OPTIMUS</b>							
<b>RESULTADO LÍQUIDO POR AÇÃO</b>							
Básico - euros	19	0,02	0,11	0,03	0,13	(0,03)	0,03
Diluído - euros	19	0,02	0,11	0,03	0,13	(0,03)	0,03

	NOTAS	01-01-2012 REEXPRESSO	31-12-2012 REPORTADO	31-12-2012 REEXPRESSO	31-12-2013
<b>ATIVO</b>					
<b>ATIVO CORRENTE:</b>					
Caixa e equivalentes de caixa	22	406.237	308.251	273.179	74.380
Contas a receber - clientes	23	114.501	130.522	119.147	276.630
Contas a receber - outros	24	29.003	41.901	38.826	32.999
Inventários	25	38.362	44.317	31.581	32.579
Impostos a recuperar	26	3.298	4.669	2.556	11.830
Ativos não correntes detidos para venda		876	678	678	678
Pagamentos antecipados	27	9.611	11.930	9.886	25.546
Outros ativos correntes	40	357	-	242	199
Instrumentos financeiros derivadas		532	-	-	-
<b>TOTAL DO ATIVO CORRENTE</b>		<b>602.776</b>	<b>542.269</b>	<b>476.094</b>	<b>454.841</b>
<b>ATIVO NÃO CORRENTE:</b>					
Contas a receber - outros	24	21.999	25.455	1.700	5.173
Impostos a recuperar	26	16	-	1	4.226
Investimentos em empreendimentos conjuntos e associadas	28	35.024	222	35.079	31.614
Investimentos detidos até à maturidade	29	20.489	22.187	22.187	-
Ativos financeiros disponíveis para venda	30	21.823	20.629	20.629	19.329
Ativos Intangíveis	31	315.675	319.155	323.621	1.111.107
Ativos tangíveis	32	638.602	632.047	618.238	1.096.823
Propriedades de investimento		884	842	842	801
Ativos por impostos diferidos	17	54.801	48.146	52.793	165.416
<b>TOTAL DO ATIVO NÃO CORRENTE</b>		<b>1.109.313</b>	<b>1.068.685</b>	<b>1.074.490</b>	<b>2.434.489</b>
<b>TOTAL DO ATIVO</b>		<b>1.712.089</b>	<b>1.610.953</b>	<b>1.550.584</b>	<b>2.889.330</b>
<b>PASSIVO</b>					
<b>PASSIVO CORRENTE:</b>					
Empréstimos obtidos	33	449.768	363.254	295.328	213.431
Contas a pagar - fornecedores	34	155.303	157.052	158.133	296.823
Contas a pagar - outros	35	51.461	57.076	52.350	70.748
Acréscimos de custos	36	55.735	51.628	50.274	129.902
Provetos diferidos	37	2.498	9.514	5.232	25.518
Impostos a pagar	26	15.993	12.800	12.525	22.992
Provisões correntes	38	3.628	420	420	-
Instrumentos financeiros derivadas	40	350	45	45	2.814
<b>TOTAL DO PASSIVO CORRENTE</b>		<b>734.736</b>	<b>651.788</b>	<b>574.307</b>	<b>762.228</b>
<b>PASSIVO NÃO CORRENTE:</b>					
Empréstimos obtidos	33	710.210	721.219	711.994	928.239
Contas a pagar - outros	35	-	90	-	-
Acréscimos de custos	36	-	-	-	28.705
Provetos diferidos	37	1.882	1.385	1.385	2.060
Provisões não correntes	38	23.536	8.411	29.951	92.429
Passivos por impostos diferidos	17	7.785	2.776	7.488	15.456
Instrumentos financeiros derivadas	40	2.227	6.051	6.051	-
<b>TOTAL DO PASSIVO NÃO CORRENTE</b>		<b>745.640</b>	<b>739.931</b>	<b>756.869</b>	<b>1.066.889</b>
<b>TOTAL DO PASSIVO</b>		<b>1.480.376</b>	<b>1.391.719</b>	<b>1.331.175</b>	<b>1.829.117</b>
<b>CAPITAL PRÓPRIO</b>					
Capital social	39.1	3.091	3.091	3.091	5.152
Prêmio de emissão de ações	39.2	-	-	-	854.219
Ações próprias	39.3	(554)	(914)	(914)	(2.003)
Reserva legal	39.4	3.556	3.556	3.556	3.556
Outras reservas	39.4	162.919	164.381	164.381	174.639
Resultados acumulados		52.718	39.723	39.898	15.035
<b>CAPITAL PRÓPRIO EXCLUINDO INTERESSES NÃO CONTROLADOS</b>		<b>221.730</b>	<b>209.838</b>	<b>210.013</b>	<b>1.050.598</b>
Interesses não controlados	18	9.984	9.396	9.396	9.615
<b>TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO</b>		<b>231.713</b>	<b>219.234</b>	<b>219.409</b>	<b>1.060.213</b>
<b>TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO</b>		<b>1.712.089</b>	<b>1.610.953</b>	<b>1.550.584</b>	<b>2.889.330</b>

## 18. Referências Bibliográficas

ACCA Training Courses Notes - What is Process/Strategy Matrix for Outsourcing Decisions in Business Management? (30 Nov.2013) Disponível em: <http://accalecturenotes.blogspot.pt/2011/02/what-is-processtrategy-matrix-for.html>

ALVES, Filipa - Jornal Economico - Zon Optimus corta 8% do pessoal no “ajuste” pós-fusão. [Consul. 12 Jul 2014]. Disponível em: [http://economico.sapo.pt/noticias/zon-optimus-corta-8-do-pessoal-no-ajuste-posfusao\\_185171.html](http://economico.sapo.pt/noticias/zon-optimus-corta-8-do-pessoal-no-ajuste-posfusao_185171.html)

ALAGHEHBAND, F.; S. RIVARD; S. Wu & S. GOYETTE - An Assessment of the use of Transaction Cost Theory in Information Technology Outsourcing. Journal of Strategic Information Systems, Vol. 20 (2), pp. 125-138.

AMABILE, Teresa M.; CONTI, Regina - Changes in the Work Environment for Creativity During Downsizing. Academy of Management Journal, Vol. 42 (No. 6): pp. 630-640.1999.

APPELBAUM, S.H.; DONIA, M.-The Realistic Downsizing Preview: A Multiple Case Study, Part II: Analysis of RDP Model: Results of Data Collected and Proposed New Model. Retrieved May 18, 2004.

APPELBAUM, Steven H.; DELAGE, Claude; LABIB, Nadia; GAULT, George - The Survivor Syndrome: Aftermath of Downsizing. Carrer Development International. Canadá. ISSN: 1362-0436. 278-286

APPELBAUM, S.H.; EVERARD, A. - Strategic downsizing: critical success factors”. Management Decision, 37 (7), 535-559.1999

BADULENKO, Oleg - Downsizing in German Chemical Manufacturing Industry during the 1990s. Why Small is Beautiful?. German Institute of Economic Research. ISSN:1619-4535.2007

BAND D., TUSTIN Ch. - Strategic Downsizing. Management Decision, Vol. 33 No.8, 1995.

- BEERS, Cees Van; DEKKER, Ronald - Acquisitions, Divestitures and Innovation Performance in the Netherlands. Delft University of Technology. Netherlands.2009.
- HUNTER, L. - Myths and Methods of Downsizing, FT, Mastering People Management, 2000, pp.2-4.
- BONNER, Joseph M., RUEKERT, ROBERT W., WALKER Jr, ORVILLE C.-Upper Management Control of New Product Development Projects and Project Performance. Journal of Product Innovation Management, Vol. 19 (No. 3): pp. 233-245.2002
- BOMMER, Michael; JALAJAS, David S. - The Threat of Organizational Downsizing on the Innovative Propensity of R&D Professionals. R&D Management, Vol. 29 (No. 1): pp. 27-34.1999
- BRANDÃO, Elísio - Reestruturação de Empresas e Estrutura de Capitais. FEUP. 1997. Porto
- BREIA, Arménio; MATA, Mário; PEREIRA, Vítor - Análise Económica e Financeira - Aspectos Teóricos e Casos Práticos. Rei dos Livros. 2014. ISBN: 978-989-8305-61-9.
- BRILMAN, Jean - Gestão de Crise e Recuperação de Empresas.Ed.Lisboa:Zénite Edições e Gestão, Lda, 2-7057-0369-1.
- BRUTON, G.D., KEELS, J.K. & SKOOK, C.L. - Downsizing the Firm: Answering the Strategic Question. The Academy of Management Executive, 10, 38-45.1996
- CAMERON, Kim S.; FREEMAN, Sarah J.; MISHRA, Aneil K. - Downsizing and Redesign. In. HUBER, George P.; GLICK, William H. - Organizational Change and Redesign. New York:Oxford University Press,1993.ISBN: 0-19-507285-5.20-62.
- CAMERON, K.S. - Strategies for successful organizational downsizing - Human Resource Management, Vol. 33 No. 2, Summer 1994, pp. 189-211.
- CAMPBELL, C.; UNDERWOOD, B. - Corporate Insolvency in Practice - An Analytical Approach. Paul Chapman Publishing: Liverpool, p.18.1991

CAPPELINI, P.; BASSI, L.; KATZ, H.; KNOKE, D.; OSTERMAN, P.; USEEM, M. -  
Change at Work, Oxford: Oxford University Press.1997

CASCIO, W.F. - "Downsizing: what do we know? What have we learned", Academy of  
Management Executive, Vol. 7 No. 1., February 1993, pp. 95-104.

CHADWICK, C.; HUNTER, L. ;WALTON, S. - Effects of downsizing Practices on the  
Performance of Hospitals, Strategic Management Journal, Vol. 25, No. 5. 405-427.2004

COHEN, W. M.; LEVINTHAL, D. A. Absorptive capacity: a new perspective on learning  
and innovation. Administrative Science Quarterly, v. 35, n. 1 p. 128-152, 1990.

CONFERENCIA INTERNACIONAL EMPREENDEDORISMO. [Consul 11 Out 2013].  
Disponível em: <http://aep.org.pt/portais-aep/fundacao/eventos/ficha-do-evento/2014/04/10/iii-confer%C3%A7%C3%A3o-internacional-lideran%C3%A7%C3%A3o-e-emprededorismo>

COMUNICADO CMVM - INCORPORAÇÃO DO PATRIMONIO DA OPMITUS NA  
ZON. CMVM. [Consul. 12 Jul 2014]. Disponível em:  
<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR46572.pdf>

COMUNICADO CMVM - Fusão ZON e Optimus. [Consul 15 Jul 2014.] Disponível em:  
<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR42711.pdf>

CORREIA, Carlos - Reestruturação, Formulação e Avaliação Estratégica - ACR. ISCTE.  
Lisboa. 2010

COSTA, Renato - Tecnologia: Um Recurso Estratégico no Processo de Externalizar. Estudos  
do ISCA. 6ª.Aveiro. 2013.3-5.

CUNHA, Vasco - Outsourcing de Tecnologias de Informação. [Acesso em 09 Dez. 2013]  
Disponível em: <http://escolas.madeira-edu.pt/Portals/140/O%20Outsourcing%20de%20TI%20-%20Vasco%20Cunha.pdf>

- CUMMINGS, T.; WORLEY, J. - Organization Development and Change (7th ed.). Cincinnati, OH: Southwestern College Publishing, Inc. Davis, J. A. (2003). Organizational Downsizing: A Review of Literature for Planning and Research. Journal of Healthcare Management. 48(3), 181-199. 2001
- DePAMPHILIS, Donald - Mergers and Acquisitions Basics - All You Need To Know. Oxford. 2011. ISBN 978-0-12-374948-2
- DIAS, Patrícia - Jornal de Negocio - Classificação da dívida permite à REN avançar com reestruturação financeira [Consul. 12 Jul 2014]. Disponível em: [http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/detalhe/classificacao\\_da\\_divida\\_permite\\_a\\_ren\\_avancar\\_com\\_reestruturacao\\_financeira.html](http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/detalhe/classificacao_da_divida_permite_a_ren_avancar_com_reestruturacao_financeira.html)
- DJAVANSHIR, G. REZA - “Surveying the Risks and Benefits of IT outsourcing”; IT Pro; November/December 2005 (Magazine)
- DOUHERTY, N. HORSTED, J. - Helping survivors to stay on board - People Management, Vol. 1 No. 1, January 1995, pp. 26-31.
- DOUGHERTY; DEBORAH; BOWMAN, Edward H. - The Effects of Organizational Downsizing on Product Innovation. California Management Review, Vo. 37 (No. 4): pp. 28-44. 1995
- DUARTE, Filipe - Gestão de Recursos Humanos e Outsourcing. Expresso Emprego [Acesso em 12 Dez. 2013]. Disponível em: <http://clix.expressoemprego.pt/PageTree.aspx?PageTreeId=4782>
- DREW, S.A.W. - Downsizing to improve strategic position - MCManagement Decision, 32, 1
- ELICKER, Fabiana - Fusões e aquisições internacionais no Brasil. Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis. 2007
- ENCARNAÇÃO, Carina - Indicadores económico-financeiros: Os impactos da alteração normativa em Portugal. Lisboa. ISCTE. 2009

FAIRWAY TECHNOLOGIES - Location, Location, Location! - Best practices for selecting Onshore, Nearshore or Offshore Technology Services. Setembro 2010

FELICIANO, Ricardo; ROBERTO, José - Responsabilidade Social Empresarial nas decisões de Offshore Outsourcing e Deslocalização. Universidade de Évora. Évora. 2009

FERREIRA, Tomázia - Expectativas dos Stakeholders para as Fusões e Aquisições (Um estudo de caso: Aquisição do Finibanco pelo Montepio). ISCAP. Porto. 2012

GANDOLFI, Franco - Unravelling Downsizing - What do we know about the Phenomenon?. Review of International Comparative Management. USA. ISSN: 1-757-352-4483. 10:3(2009) 415-426.

GARRET, Ken - Association of Chartered Certified Accountants - Outsourcing. 2011

GILLEY, K. M.; RASHEED, A. - Making more by doing less: an analysis of outsourcing and its effects on firm performance. Journal of Management. v. 26. n. 4, p.763-790, 2000.

GOO, J.; KISHORE R.; RAO, H; NAM, K. The Role of Service Level Agreements in Relational Management of Information Technology Outsourcing: An Empirical Study. MIS Quarterly, Vol. 33 (1), pp. 119-145. 2009

GOMES, Patrícia - Fenómenos de ciclicidade nas dinâmicas de crescimento do leasing e do factoring. ISEG. Lisboa. 2011

GUPTA, Poornima - HP's outlook disappoints, driving shares to 9-year low - REUTERS. [Consult. 30 Out. 2013] Disponível em <http://www.reuters.com/article/2012/10/03/us-hp-investors-idUSBRE8920Z220121003?feedType=RSS>

GREAVER II, M. F. Strategic outsourcing - a structured approach to outsourcing decisions and initiatives. New York, USA, AMACON, 1999

GROSSMAN, Gene; HELPMAN, Elhanan - Outsourcing in a Global Economy. Harvard University e Princeton University.2002, 135-159.

HELPHAT, C. E. et al. Dynamic capabilities: understanding strategic change in organizations, Blackwell Publishing, 2007

HILL, R.; WESTERFIELD, S. ; JORDAN, R. (1998), Princípios de Administração Financeira, McGraw-Hill.

JORNAL DE NOTÍCIAS - PT vende Vivo à Telefónica e entra na Oi com participação de 22,4%. [Consul. 12 Jul 2014]. Disponível em: [http://www.jn.pt/PaginaInicial/Economia/Interior.aspx?content\\_id=1628758](http://www.jn.pt/PaginaInicial/Economia/Interior.aspx?content_id=1628758)

JORNAL PÚBLICO - Isabel dos Santos e Sonae repartem controlo na fusão da Zon e Optimus. [Consul 15 Fev 2014]. Disponível em: <http://www.publico.pt/economia/jornal/isabel-dos-santos-e-sonae-repartem-controlo-na-fusao-da-zon-e-optimus-25758050>

KETS de VRIES, M., BALAZS, K - The downsizing of downsizing. Human Relations, 50, 11-50.1997

KOTABE, M. - The relationship between offshore sourcing and innovativeness of U.S. multinational firms: An empirical investigation. Journal of International Business Studies, 3 : 623-638.1990

KYRIAZOPOULOS, Georgios; PETROPOULOS, Dimitrios - What are the Advantages and disadvantages that lead banks into mergers and acquisitions? Is Atlman's z-score model for bankruptcy motivate banks for mergers and acquisitions? Evidente from the greek banking system. International Conference On Applied Economics. 2010. pp 447 - 458

LEE, H.H. - Downsizing survivors can get back on track with help. Personnel Journal. November 1994, p. 18.

LINDER, Jane C.- Outsourcing para a Mudança Radical.2008.Lisboa.Monitor.ISBN:978-972-9413-75-9.

- LITTLER, C.R., (1998). “Downsizing organisations: the dilemmas of change”, Human Resources Management Bulletin, CCH Australia Limited, Sydney
- LOH L.; VENKATRAM N.V. - Determinants of Information Technology Outsourcing: A Cross Sectional Analysis. Journal of Management Information Systems, pp. 7-24.1992
- LOPES, Armanda - Risco de crédito num contexto de crise. ISCAP. Porto. 2013
- LOWE, K.B. - Downsizing and firm performance: Panacea or paradise lost? The Academy of Management Executive, Briarcliff Manor: Nov 1998. 12 (4), 130-132.1998.
- MACHADO, Alexandra - Autoridade da Concorrência "chamada" ao problema dos pagamentos com atraso às empresas - Jornal de Negócios. [Consult. 30 Out. 2013]  
Disponível em:  
[http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/detalhe/autoridade\\_da\\_concorrencia\\_chamada\\_ao\\_problema\\_dos\\_pagamentos\\_com\\_atraso\\_as\\_empresas.html](http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/detalhe/autoridade_da_concorrencia_chamada_ao_problema_dos_pagamentos_com_atraso_as_empresas.html)
- MADEIRA, Paulo - Empresas em situação difícil: Recuperação ou Falência. Jornal Técnico de Contas e Empresa. Agosto/Setembro 2001;
- MAURICIO, Rui - Outsourcing Dinâmico e Distribuído. [Texto Policopiado]. Lisboa. Instituto Superior Técnico.
- MARREIROS, José - Sistema Fiscal Português. 10.ª Ed. Lisboa: Areas Editora. 2014. ISBN: 9789898058836
- MARTINS, J.M.; ANTÓNIO, N.S. - The transfer of knowledge within MNEs: a case study applied to subsidiaries operating overseas. Int. J. Business Performance Management, Vol. 12, No. 3, pp.242-259.2011
- MARKOWICH, M., “Lifeboat strategies for corporate renewal”, Management Review, Vol. 83 No. 9, September 1994, pp. 59-61

- MCIVOR, Roan - European Management Journal - What is the right outsourcing strategy for your process?. University of Glasgow. 2008
- MCIVOR, Roan - What Do We Know About Services Outsourcing?.2013.Grãbertanha.ICAS.ISBN 978-1-904574-96-5
- MILOJEVIC, Radenko; DORDEVIC, Biljana - The Stages of Downsizing Project. Economics and Organizations,Servia e Montenegro. 2:1(2003).65-72
- MIRABAL, Nell; DEYOUNG, Robert - Downsizing as a strategic intervention.St.Thomas,EUA.St.Thomas University.?
- MOTA, António Gomes, CUSTÓDIO, Cláudia (2006); Finanças da Empresa - Manual de Informação, Análise e Decisão Financeira para Executivos; Booknomics; Lisboa.
- MROCZKOWSKI, T. & HANOAKA, M. - Effective Rightsizing Strategies in Japan and America: Is There a Convergence of Employment Practices? The Academy of Management Executive, 11, 57-67.1997
- MUIRHEAD, S. - Compassionate Downsizing: Making the Business Case for Education and Training Services. The Conference Board/Across the Board; January/February 2004. Retrieved September 19, 2004. Disponível em :[http://www.conferenceboard.org/cgi-bin/MsmGo.exe?grab\\_id=1&EXTRA\\_ARG=&SCOPE=Public&CFGNAME=MssFind%2Ecfig&host\\_id=42&page\\_id=9307136&query=muirhead&hiword=muirhead+](http://www.conferenceboard.org/cgi-bin/MsmGo.exe?grab_id=1&EXTRA_ARG=&SCOPE=Public&CFGNAME=MssFind%2Ecfig&host_id=42&page_id=9307136&query=muirhead&hiword=muirhead+)
- MUÑOS-BULLON, Fernando; SANCHEZ-BUENO, María - Does downsizing improve organizational performance? An analysis of Spanish manufacturing firms. Business Economic Series 07. Universidad Carlos III Madrid. 8:30 (2008).
- MUÑOS-BULLON, Fernando; SANCHEZ-BUENO, María - Downsizing implementation and financial performance. Business Economic Series 06. Universidad Carlos III Madrid. 8:29 (2008).

- MYERS, Stewart C.; BREALEY, Richard A. - Principles of corporate finance. 7ª. Ed. Lisboa: McGraw Hill, 2003. 0-07-007417-8
- NASCIMENTO, João Paulo Guerra - Os custos e riscos do Outsourcing. Universidade de Coimbra. 2006.
- NEVES, João Carvalho - Análise Financeira - Técnicas Fundamentais. Lisboa: Texto Edições, 2007. ISBN 978-972-47-2597-0
- NEVES, João Carvalho - Análise e Relato Financeiro - Uma visão integrada de gestão. Texto Editores. Lisboa. 2011 ISBN: 978-972-474-326-4
- NUNES, Marisa - Equilíbrio Financeiro - Relatório de Projecto Mestrado em Finanças. ISCTE. Lisboa. 2009
- NEVES, João Carvalho - Reestruturação de Empresas - Papel das fusões e aquisições na internacionalização da economia. VI Congresso dos ROC Lisboa, Universidade Católica Portuguesa. Lisboa. 1997
- NOER, D. - Healing the Wounds - Overcoming the Trauma of Layoffs and Revitalizing Downsizing Organizations, Jossey Bass, San Francisco, CA, 1993, p. 248.
- NOGUEIRA, Nuno - Ráeios de funcionamento [em linha]. [Consult. 20 Maio. 2014]  
Disponível em <http://www.portal-gestao.com/financas/item/2295-r%C3%A1cios-de-funcionamento.html>
- OBERT, Robert - As Previsoes na Empresa. Paris: Edições CETOP, 1991. ISBN 972-641-175-0.
- PEREIRA, Vânia - Vantagens e/ou Desvantagens do Outsourcing de Testes Aplicacionais para o Cliente. Lisboa: ISCTE, 2010
- PEREIRA, Cidália - Caracterização do Outsourcing serviços de sistemas de informação na banca em Portugal. Universidade de Trás-os-Montes e Alto Douro. Vila Real. 2009

PISANI, John; CONSONI, Flávia; BERNARDES, Roberto - Práticas de Outsourcing Estratégico na Gestão da P&D: Reflexões a Partir da Indústria Automobilística Brasileira. São Paulo. Centro Universitário das Faculdades Metropolitanas Unidas (FMU). (Ano ?)

PORTUGAL TELECOM - Quem Somos. [Consul. 12 Jul 2014]. Disponível em:

<http://www.telecom.pt/InternetResource/PTSite/PT/Canais/SobreaPT/Quem+Somos>

POWER, J.; DEOUSA, K.; BONIFAZI, C.; - The Outsourcing Handbook: How to Implement a Successful Outsourcing Process - Creative Print, País de Gales.2006

PRESS RELEASE - PORTUGAL TELECOM 2010.[Consul. 20 Ago 2014].Disponível em:

[http://www.telecom.pt/NR/rdonlyres/2A8C60F2-A084-46C4-9F9F-81B82442E54D/1454621/PT\\_4Q10\\_P1.pdf](http://www.telecom.pt/NR/rdonlyres/2A8C60F2-A084-46C4-9F9F-81B82442E54D/1454621/PT_4Q10_P1.pdf)

PRESS RELEASE - PORTUGAL TELECOM 2011.[Consul. 20 Ago 2014].Disponível em:

<http://www.telecom.pt/InternetResource/PTSite/PT/Canais/Investidores/Pressrel/Noticias/2012/res30mar12.htm>

QUINN, J. B. Outsourcing innovation: the new engine of growth. Sloan Management Review, v.41, n.4, p. 13-16, 2000

RANGANATHAN, C.; BALAJI, S. - Critical Capabilities for Offshore Outsourcing of Information Systems. University of Illinois e Indiana University. Chicago e Bloomington. 2007

RHC Advisory Services - Reestruturação e Financiamento - III Conferência Internacional Liderança e Empreendedorismo. Maio 2014

RAMOS, João - Zon Optimus: fusão provoca saída de 100 pessoas. Jornal Expresso. [Consul.

12 Jul 2014]. Disponível em:

<http://www.ver.pt/conteudos/verClipping.aspx?id=11719>

REN - Quem somos. [Consul. 12 Jul 2014]. Disponível em:  
[http://www.ren.pt/quem\\_somos/perfil\\_da\\_empresa/](http://www.ren.pt/quem_somos/perfil_da_empresa/)

REN - Relatório e Conta 2010 [Consul. 12 Jul 2014]. Disponível em:  
<http://www.ren.pt/RelatorioContas2010/pt/Relatoriodegestao/Financiamentoedivida.html>

RELATÓRIO E CONTAS 2010 - Portugal Telecom. [Consul. 10 Maio 2014]. Disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC32874.pdf>

RELATÓRIO E CONTAS 2011 - Portugal Telecom. [Consul. 10 Maio 2014]. Disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC38620.pdf>

RELATÓRIO E CONTAS 2012 - Portugal Telecom. [Consul. 10 Maio 2014]. Disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC43900.pdf>

RELATÓRIO E CONTAS 2010 - REN. [Consul. 10 Maio 2014]. Disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC32433.pdf>

RELATÓRIO E CONTAS 2011 - REN. [Consul. 10 Maio 2014]. Disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC37881.pdf>

RELATÓRIO E CONTAS 2012 - REN. [Consul. 10 Maio 2014]. Disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC44292.pdf>

RELATÓRIO E CONTAS 2010 - SONAE Indústria. [Consul. 10 Maio 2014]. Disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC32099.pdf>

RELATÓRIO E CONTAS 2011 - SONAE Indústria. [Consul. 10 Maio 2014]. Disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC37867.pdf>

RELATÓRIO E CONTAS 2012 - SONAE Indústria. [Consul. 10 Maio 2014]. Disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC43961.pdf>

RELATÓRIO E CONTAS 2010 - ZON Multimédia. [Consul. 10 Maio 2014]. Disponível em: <http://web3.cmv.m.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC32407.pdf>

RELATÓRIO E CONTAS 2011 - ZON Multimédia. [Consul. 10 Maio 2014]. Disponível em: <http://web3.cmv.m.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC38465.pdf>

RELATÓRIO E CONTAS 2012 - ZON Multimédia. [Consul. 10 Maio 2014]. Disponível em: <http://web3.cmv.m.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC44151.pdf>

RELATÓRIO E CONTAS 2013 - ZON OPTIMUS. [Consul. 10 Maio 2014]. Disponível em: <http://web3.cmv.m.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC49247.pdf>

RELATÓRIO E CONTAS 2013 1º SEMESTRE - NOS. [Consul. 13 Out 2014]. Disponível em: <http://web3.cmv.m.pt/sdi2004/emitentes/docs/PCS51792.pdf>

RICKEY, M.W.- The impact of corporate downsizing on employees. Business Forum. Vol. 17 No. 3, Summer 1992, pp. 9-13.

RISCADO, Sara - Fusões e Aquisições na perspectiva internacional: consequências económicas e implicações para as regras de concorrência. FEUC. Coimbra.2004

ROBERTS, Alexander; WALLACE, William; MOLES, Peter - Mergers and Acquisitions. Edinburgh Business School. Heriot-Watt University. 2012

ROGÃO, Márcia - Determinantes da estrutura de capitais das empresas cotadas portuguesas: evidência empírica usando modelos de dados em painel. Universidade da Beira Interior. Departamento de Gestão e economia UCP Ciências Sociais e Humanas.2006. Covilhã.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. - Administração financeira: corporate finance. São Paulo: Atlas, 1995. 670 p.

ROTHAERMEL, F. T.; HITT, M. A.; JOBE, L. A. Balancing vertical integration and strategic outsourcing. Strategic Management Journal, v. 27, p.1033-1056, 2006.

RYAN, L.; MACKY, K.A. - Downsizing organizations: Uses, outcomes and strategies”, Asia Pacific Journal of Human Resources, 36 (2), 29-45.1998

SÁ, Calor - Liquidez e Fluxo de Caixa: Um estudo teórico sobre alguns elementos que atuam no processo de formação do caixa e na determinação do nível de liquidez de empresas privadas não financeiras. EPGE - FGV.2004.Rio de Janeiro

SADHEV, K. (2003) Survivors' reactions to downsizing: the importance of contextual factors, Human Resource Management Journal, Vol. 13, No. 4, pp. 56

SANTOS, António (1998). Outsourcing e Flexibilidade: Uma ferramenta de Gestão para o Século XXI. Texto Editora, 1ª Edição, Lisboa.

SANTOS, Paulo - Falência Empresarial - Modelo Discriminante e Logístico de Previsão Aplicado às PME do sector têxtil e do vestuário. ISCAC. Coimbra.2000

SANTOS, Tiago - Especificação e análise de um Módulo de Gestão do Conhecimento: Aplicação à Gestão da Inovação.FEUP.Coimbra.2011

SARAIVA, Nuno - O Outsourcing e as Áreas críticas do controlo da empresa.XIV Congresso Internacional de Contabilidade e Auditoria

SCHWEIGER, D.M.; IVANCEVICH, J.M.; POWER, F.R. - Executive actions for managing human resources before and after acquisition. Academy of Management Executive, Vol. 1 No. 2, 1987, pp. 127-38.

SHOOK, La Verne; ROTH, Gene - Downsizings, Mergers, and Acquisitions: How Human Resource Practitioners View Their Involvement. Northern Illinois University. Illinois.

SHI, Y. (2007), 'Today's Solution and Tomorrow's Problem: The Business Process Outsourcing Risk and Management Puzzle', California Management Review, 49(3), 27-44.

SONAEcom - História. [Consul. 20 Out 2014]. Disponível em: <http://www.sonae.com/sobre-a-sonae.com/historia/>

SONAEcom - Sobre nós. [Consul. 20 Out 2014]. Disponível em:  
<http://www.sonae.com/sobre-a-sonaecom/quem-somos/estrutura-de-gestao/equipa-de-gestao/>

SONAE Industria - Sobre nós. [Consul. 12 Jul 2014]. Disponível em: <http://www.sonae-industria-tafisa.com/page.php?ctx=2,0,20>

SONAE Industria - [Consul. 12 Jul 2014]. Disponível em:  
[http://www.sonaeindustria.com/file\\_bank/reports/annual/SI\\_RS0809\\_PRT.pdf](http://www.sonaeindustria.com/file_bank/reports/annual/SI_RS0809_PRT.pdf)

SONAE Industria - Comunicado Relacionado com o fecho de fabricas. [Consul. 12 Jul 2014].  
Disponível em:  
[http://www.sonaeindustria.com/file\\_bank/press/announcements/Com20090202-pt.pdf](http://www.sonaeindustria.com/file_bank/press/announcements/Com20090202-pt.pdf)

SILVA, Carlos - Empreendedorismo e Outsourcing em Portugal (2006) [Acesso em 09 Dez. 2013]. Disponível em: <http://informania.di.fc.ul.pt/2006/files/28.04.06-CarlosSilva.pdf>

SRIVASTAVA, Vikas; MUSHTAQ, Ghausia - Corporate Restructing - A Financial Strategy - Asian Journal of Technology & Management Research. ISSN: 2249 -0892.Vol.01.Issue 01.2011

TEECE, D. - Capturing value from technological innovation: Integrationm strategic partnering, and licensing decisions. In B. Guile & H.Brooks (ED), Technology and global industry; 65-95. Washington: National Academy Press.1987

TSF - Mais de 400 trabalhadores aceitaram sair da PT nos últimos três meses. [Consul. 12 Jul 2014]. Disponível em:  
[http://www.tsf.pt/PaginaInicial/Economia/Interior.aspx?content\\_id=1843537&tag=Vivo](http://www.tsf.pt/PaginaInicial/Economia/Interior.aspx?content_id=1843537&tag=Vivo)

TVI - ESTADO MAU PAGADOR. [Consult. 29 Out. 2013] Disponível em:  
<http://www.tvi.iol.pt/videos/13994388>

VECCHIO, R.P.; APPELBAUM, S.H. - Managing Organizational Behaviour. Harcourt Brace, Canada, 1995, p. 97.

WESTON, *et al.* (1999). Mergers, Restructuring and Corporate Control. Prentice Hall.

WILKINSON, Adrian - Downsizing, Rightsizing or Dumbsizing?: Quality and human resources, in the Management of Sustainability. TQM Journal. 2004

XIONG, W. (2008). Study of a customer satisfaction-oriented model for outsourcing software quality management using Quality Function Deployment (QFD) Paper presented at the 4th International conference on wireless communications, networking and mobile computing, Dalian.

ZAHLER, Robert - Evolution in Sourcing - The move to delivery optimization. 2006

ZON Multimédia Relatório e contas 2012 - [Consul. 12 Jul 2014]. Disponível em: <http://web3.cmv.m.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC44151.pdf>

ZON OPTIMUS - Projecto de fusão - [Consul. 12 Jul 2014]. Disponível em: <https://www.nos.pt/institucional/PT/assembleia-geral/convocatorias/Documents/2013-marco/Projeto-Fusao-PT.pdf>