

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



ISCAL

DECISÕES ESTRATÉGICAS PARA A
CONCENTRAÇÃO DE
INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

– A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO
NÃO CONCRETIZADA DO BCP AO BPI

HELENA MARIA DOS MUCHANGOS CABRAL

Lisboa, Dezembro de 2010

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

DECISÕES ESTRATÉGICAS PARA A
CONCENTRAÇÃO DE
INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

— A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO
NÃO CONCRETIZADA DO BCP AO BPI

HELENA MARIA DOS MUCHANGOS CABRAL

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Gestão de Instituições Financeiras, realizada sob a orientação científica de Doutor Jorge José Martins Rodrigues, Professor Coordenador, área de Organização e Gestão.

Constituição do Júri:

Presidente: Doutor Manuel Mendes da Cruz

Arguente: Doutor Domingos da Silva Ferreira

Vogal: Doutor Jorge José Martins Rodrigues (Orientador)

L i s b o a , D e z e m b r o d e 2 0 1 0

DECLARAÇÃO

Declaro ser a autora 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.

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho aos meus pais pelo apoio incondicional, motivação e incentivo, factos que me têm inspirado a traçar sempre as minhas metas e a desenvolver esforços para as alcançar da melhor forma possível.

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao professor Doutor Jorge Rodrigues por me ter sugerido o interessante tema da OPA do BCP ao BPI, pela orientação deste trabalho, pela forma como o fez, pela utilidade das suas recomendações, e pela liberdade de acção que me proporcionou.

Agradeço também a sua atenção e interesse, as críticas e sugestões, e toda a motivação que me transmitiu, de forma a melhorar a realização deste trabalho.

Agradeço ao professor Doutor Domingos Ferreira pela sua disponibilidade, partilha de conhecimentos e colaboração em responder aos pedidos que efectuei. Agradeço também pelas valiosas aulas da cadeira extra-curricular de Fusões Aquisições e Reestruturação de Empresas, que frequentei no 1º semestre do ano lectivo 2009/2010, cuja matéria constituiu uma das bases de apoio para a realização deste trabalho.

Agradeço aos meus pais, que sempre me acompanharam e incentivaram a realizar e concluir todos os objectivos a que me proponho.

Agradeço a toda a minha família, amigos e colegas que me apoiaram ao longo desta longa e incansável jornada.

A vossa força, apoio e estímulo, incentivaram-me ainda mais a seguir em frente e a realizar o trabalho da melhor forma possível, de modo a conseguir concluir o meu mestrado.

Deixo também uma palavra de agradecimento a todos os professores do ISCAL que leccionaram o 1º Mestrado em Contabilidade e Gestão de Instituições Financeiras (ano lectivo 2008/2009), pela forma como o fizeram e por terem transmitido não só os conhecimentos e interesse pelas matérias, mas também por nos terem estimulado e incentivado a aperfeiçoarmos cada vez mais os nossos conhecimentos gerais, e a forma de os transmitirmos com eficácia e sucesso.

Por fim, agradeço a todas as pessoas que directa ou indirectamente contribuíram para aumentar a minha motivação na realização desta dissertação de mestrado, estimulando-me intelectualmente e emocionalmente.

RESUMO

A tendência das operações de concentração de instituições financeiras parece clara e é global, abrindo assim oportunidades, que somadas aos ganhos resultantes da redução da concorrência no mercado, tornam atractiva a operação de concentração.

O objectivo deste trabalho é a análise das decisões estratégicas de concentração e a realização de um estudo aprofundado sobre a OPA do BCP ao BPI, cujo processo decorreu durante o período de Março/2006 até ao final do mês de Novembro/2007, analisando assim as estratégias adoptadas por cada instituição, os motivos que levaram à rejeição da proposta, e o papel dos reguladores neste processo.

Os resultados deste trabalho consistem numa análise ao tema, sobre várias perspectivas. A análise dos dados recolhidos permitem verificar as estratégias utilizadas por cada instituição e analisar a importância e o papel dos reguladores no processo em estudo.

A conclusão tem por base uma reflexão sobre o tipo de estratégias adoptadas por cada instituição e o impacto provocado por cada iniciativa. Pretende-se também fazer uma reflexão sobre as táticas defensivas de cada instituição durante o decorrer da operação.

Os resultados fornecem também uma base sólida para concluir que as decisões estratégicas do BPI foram mais fortes que as decisões do BCP, e as decisões dos reguladores também tiveram um peso importante no desfecho da operação, ainda que, os procedimentos existentes tendam a ser cada vez mais desburocratizados e autónomos.

Palavras-chave: Concentração, OPA, Estratégias, Decisões

ABSTRACT

The trend of mergers of financial institutions seems clear and it's global, opening up opportunities that added to the earnings resulting from reduced competition in the market, make the merger attractive.

The purpose of this study is the analysis of strategic decisions to concentrate and carry out a detailed study of the BCP's bid to BPI, a process that took place during March of 2006 until the end of November of 2007, analyzing the strategies adopted by each institution, the reasons for the rejection of the proposal, and the role of regulators in this process.

The results of this study consist of an analysis of the issue on multiple perspectives. The analysis of data collected will determine about the strategies used by each institution, and analyze the importance and the role of the regulators in the process under study.

The conclusion will be based on a reflection on the type of strategies adopted by each institution and the impact caused by each initiative. We also want to reflect about the defensive tactics of each institution during the course of the operation.

The results also provide a sound basis for concluding that the strategic decisions of BPI were stronger than the decisions of BCP, and the decisions of the regulators took an important role in the outcome of the operation, though, existing procedures tend to be increasingly autonomous and less bureaucratic.

Keywords: Concentration, Takeover, Strategies, Decisions

ÍNDICE

DEDICATÓRIA	v
AGRADECIMENTOS	vi
RESUMO	vii
ABSTRACT	viii
ÍNDICE DE FIGURAS	xii
ÍNDICE DE GRÁFICOS	xiii
ÍNDICE DE ANEXOS	xiv
LISTA DE ABREVIATURAS	xv
1 – INTRODUÇÃO	1
1.1 – Apresentação.....	1
1.2 – Objectivo do estudo	2
1.3 – Metodologia	3
1.4 – Introdução ao tema.....	4
2 – DECISÕES ESTRATÉGICAS PARA A CONCENTRAÇÃO DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS	8
2.1 – Conceito de Estratégia	9
2.1.1 - O conceito de <i>Andrews</i>	10
2.1.2 - <i>Porter</i> : A indústria e as cinco forças	11
2.1.3 - <i>Prahalad e Hamel</i> : O foco interno na formulação da estratégia.....	12
2.1.4 - <i>Henderson</i> : A estratégia como processo ecológico.....	13
2.1.5 - <i>Mintzberg</i> : Os cinco P's da estratégia	14
2.2 – Decisões estratégicas: Tipos e características	15
2.3 – Desenvolvimento orgânico ou interno	19
2.4 – Cooperação: Acordos ou alianças entre empresas	20
2.5 – Fusões e Aquisições (F&A)	22
2.5.1 – Causas da concentração empresarial.....	23
2.5.2 – Fusão	24
2.5.3 – Aquisição	26
2.5.3.1 – A Oferta Pública de Aquisição (OPA).....	27
2.5.3.2 – Características e tipos de operações <i>Buy-out</i>	28
2.5.3.3 – LBO – <i>Leverage Buy-outs</i>	29
2.5.4. – As motivações para as F&A: Principais Teorias	30

2.5.4.1 – Teoria da performance económica e da eficiência.....	30
2.5.4.2 – Teoria da Agência.....	31
2.5.4.3– Teoria de <i>Hubris</i>	32
2.6 – Medidas de defesa contra propostas não amigáveis ou hostis	32
2.6.1 – Medidas activas ou para retaliação	33
2.6.2 – Medidas preventivas ou antecipadas: <i>Shark Repellents</i>	35
2.7 – As Sinergias	36
2.7.1 – <i>Trespasse (Goodwill)</i>	37
2.7.2 – Tipos de Sinergias.....	38
2.7.2.1 – Sinergias de crescimento, conluio, operacionais, financeiras e de gestão	39
2.7.2.2 – Sinergias nos termos dos componentes da fórmula do retorno sobre o investimento.....	40
2.7.2.3 – Sinergias por fases: Inicial e Operacional.....	41
2.8 – Contabilização das concentrações de actividades empresariais	42
2.9 – A importância dos processos de <i>due diligence</i>	43
2.10 – Entidades reguladoras das instituições financeiras	45
2.11 – O impacto da crise nas F&A	47
2.12 – Concentração de instituições financeiras no Mundo	49
2.12.1 – Situação em Portugal	51
2.12.2 – Situação na Europa	53
2.12.3 – Situação nos EUA.....	54
2.12.4 – Situação no resto do Mundo	55
2.13 – O impacto do <i>stress test</i> e Basileia III nas decisões de concentração.....	56
3 - CASO DE ESTUDO: A OPA DO BCP AO BPI.....	60
3.1 – Enquadramento Teórico	60
3.1.1 – Apresentação dos intervenientes: BCP e BPI.....	60
3.1.2 – A oferta do BCP: Estratégia e Motivos	61
3.1.3 – A resposta do BPI	75
3.1.4 – A resposta dos reguladores	78
3.1.5 – Alteração da Oferta pelo BCP	88
3.1.6 – Resposta final do BPI	90
3.1.7 – Reviravolta com a oferta do BPI ao BCP	92
3.2 – Problema e objectivos do estudo.....	94

3.2.1 – Problema do Estudo	94
3.2.2 – Objectivos do estudo.....	94
3.2.3 – Formulação de hipótese	95
3.3 – Modelo geral da investigação: Demonstração dos objectivos propostos	95
3.3.1 – Análise do estudo de caso “A OPA do BCP ao BPI”;.....	95
3.3.2 – Porquê falhou a OPA?	106
3.4 – Contributos da investigação e limitações do estudo	107
4 – CONCLUSÕES	109
5 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	111
ANEXOS	118

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 2.1 – Principais decisões estratégicas	16
Figura 2.2 – Funções nos níveis da estratégia	17
Figura 2.3 – Métodos de desenvolvimento nas organizações	18
Figura 2.4 – Alianças estratégicas	20
Figura 2.5 – Tipos de cooperação entre empresas e sua intensidade	21
Figura 2.6 – Fusões e Aquisições anunciadas em 2010 (Portugal e Espanha)	47
Figura 2.7 – Dados mensais do montante e número de operações realizadas	48
Figura 2.8 – Principais medidas de Basileia III	59
Figura 3.1 – Destaques da transacção OPA BCP/BPI	62
Figura 3.2 – Instituição combinada com forte presença no mercado	63
Figura 3.3 – Comparação entre o prémio de oferta versus ofertas domésticas	70
Figura 3.4 – Análise do prémio sobre as cotações de fecho	71
Figura 3.5 – Prémios de oferta anteriores sobre bancos europeus	72
Figura 3.6 – Valor contabilístico das acções BPI	72
Figura 3.7 – Duas culturas diferentes/ Dois modelos de governo distintos	77
Figura 3.8 – Comissão média cobrada por cliente	77
Figura 3.9 – Comparação da posição accionista do BPI (Dez 2005 e Dez 2006)	80
Figura 3.10 – Evolução da cotação do BPI e BCP desde a OPA até fim de 2006	83
Figura 3.11 – Compromissos exigidos ao BCP pela Autoridade da Concorrência	84
Figura 3.12 – Valor contabilístico por acção do BPI	85
Figura 3.13 – Condições finais da oferta do BCP	89
Figura 3.14 – Criação de líder no mercado português (dados de 31 de Dez 2006)	90
Figura 3.15 – Cotações das acções BPI do ano 2000 ao ano 2005	97

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico I – Volume global de F&A por quadrimestre	50
Gráfico II – Volume global das F&A anuais	51
Gráfico III – Rácios de solvabilidade dos cinco Bancos portugueses no <i>stress test</i>	57
Gráfico IV – Potencial de melhoria da base de custos	67
Gráfico V – Recomendações dos analistas	70
Gráfico VI – Evolução do lucro líquido do BPI	96
Gráfico VII – Rendibilidade anual do accionista BPI até Dezembro de 2005	97
Gráfico VIII – Evolução da cotação do BPI no ano 2006	98
Gráfico IX – Comparação entre a cotação do BPI e BCP em 2006	99
Gráfico X – Evolução da cotação do BPI e do BCP na 2ª quinzena de Janeiro/2007 ..	103
Gráfico XI – Evolução da cotação do BPI e BCP no período de 01/01/05-10/09/10 ..	105

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1 – Valor por acção ajustado do BPI	119
Anexo 2 – Acordo de Preferência do BPI	121
Anexo 3 – Indicadores do BPI: Mapa	131
Anexo 4 – Indicadores do BPI: Gráficos	133
Anexo 5 – Cotações do BPI entre 2000 e 2009	135
Anexo 6 – Mensagem do Presidente do BCP no R&C 2005	137
Anexo 7 – Decreto-Lei nº219/2006 de 2 de Novembro: Lei das OPA	142
Anexo 8 – BPI: Uma história de crescimento de sucesso	153
Anexo 9 – BPI: Uma forte base accionista	155
Anexo 10 – BPI: Síntese dos últimos 5 anos	157
Anexo 11 – BPI: Dimensão nos últimos 5 anos	159
Anexo 12 – Evolução da cotação do BPI e BCP de 2005 a Set/2010	161

LISTA DE ABREVIATURAS

- AdC – Autoridade da Concorrência
- AG – Assembleia Geral
- BCE – Banco Central Europeu
- BCP – Banco Comercial Português, S.A.
- BdP – Banco de Portugal
- BPI – Banco BPI, S.A.
- b.p. – basis point / (p.b. – pontos base)*
- CA – Conselho de Administração
- CEBS – Committee of European Banking Supervisors*
- CSC – Código das Sociedades Comerciais
- CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
- CVM – Código dos Valores Mobiliários
- EPS – Earnings per share*
- ESFG – Espírito Santo Financial Group*
- EUR - Euro
- F&A – Fusões e Aquisições
- IFRS – International Financial Reporting Standards*
- ISCAL – Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa
- I&D – Investigação e desenvolvimento
- IF – Instituição Financeira
- ISP – Instituto de Seguros de Portugal
- M&A – Mergers and Aquisitions*
- OPA – Oferta Pública de Aquisição
- R&C – Relatório e Contas
- R&D – Research and Development*
- RJIPSP - Regime Jurídico de Pagamento e à prestação de Serviços de Pagamento
- RGICSF – Regime Geral de Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras
- RL – Resultado Líquido
- SWOT – Strengths, weaknesses, opportunities, threats*
- UC – Unidade Curricular
- USD – Dólar Americano

1 – INTRODUÇÃO

1.1 – Apresentação

As Decisões Estratégicas para a Concentração de Instituições Financeiras são o tema deste trabalho, onde também se irá explorar o caso de estudo da Oferta Pública de Aquisição (OPA), não concretizada, do Banco Comercial Português (BCP) ao Banco BPI (BPI).

Este tema, além de ser actual, constitui também um estudo muito interessante, uma vez que cada vez mais as instituições financeiras sentem a necessidade de se renovarem para acompanharem e sobreviverem às várias alterações sofridas pelo mercado, e assim, tentam implementar estratégias que possibilitem a criação de valor para os seus negócios, para os accionistas e para os *stakeholders* em geral, ou seja, cada vez mais as instituições têm adoptado pelas estratégias de concentração para poderem continuar a operar no mercado com sucesso.

Neste trabalho é efectuada uma reflexão sobre a OPA do BCP ao BPI. Cada uma dessas instituições seguia uma estratégia que acreditavam poder criar valor para a sua empresa, mas a dada altura, o BCP avançou com uma proposta de concentração dos dois Bancos. Mas o facto é que as motivações das duas instituições não eram compatíveis, resultando assim no insucesso da proposta apresentada pelo BCP, e mais tarde pelo BPI.

Como foi formulada a oferta, como a mesma foi acolhida pela instituição visada, a forma como a proposta afectou as empresas e respectivas acções, a rejeição da proposta pelos accionistas do BPI, os motivos da recusa da proposta e as conclusões finais sobre o processo, são alguns dos assuntos que serão abordados com este estudo.

1.2 – Objectivo do estudo

O objectivo deste estudo é fazer uma análise sobre as decisões estratégicas envolvidas numa operação de concentração de instituições financeiras, estudar o impacto que essas decisões provocaram em cada instituição, analisar as medidas de defesa, reflectir sobre o andamento do processo, decisões dos reguladores (Banco de Portugal, Instituto de Seguros de Portugal, Autoridade da Concorrência e CMVM), e realizar as conclusões finais sobre toda a operação.

Este trabalho inclui um caso de estudo, onde se pretende fazer uma abordagem ao tema da OPA do BCP ao BPI, com realce para os aspectos envolvidos na operação, com mais interesse em termos académicos. Com esse estudo, pretende-se também reflectir sobre a viabilidade da proposta apresentada pelo BCP e sobre as táticas defensivas que o BPI adoptou para não aceitar a proposta formulada pelo seu rival e concorrente.

É também objectivo deste trabalho, levantar questões relevantes para a área de investigação do assunto, uma vez que pretende-se focar outras questões relacionadas com as decisões estratégicas de concentração empresarial, relacionando o impacto da crise financeira, o *stress test*, Basileia III e as finanças comportamentais. O caso de estudo da OPA do BCP ao BPI tem o objectivo de ser efectuada uma análise de todo o processo desde a oferta inicial, do impacto das decisões em cada instituição, e dos motivos do insucesso da estratégia adoptada pelo BCP.

Assim, e considerando que a moderna teoria das finanças se baseia na hipótese dos mercados eficientes e na racionalidade dos preços das acções, Frank (1994) considera que os economistas revelam um elevado grau de unanimidade na sua crença de que a bolsa de valores é eficiente, dizendo, que o preço de uma acção transmite toda a informação existente que é relevante para as perspectivas sobre os seus proveitos actuais e futuros. Assim, a hipótese dos mercados eficientes sugere que os consultores em investimentos poderão ajudar a escolher de uma forma segura, a combinação de risco e rendimento esperado que melhor se ajuste aos nossos propósitos.

No caso em estudo, a OPA do BCP sobre o BPI, ocorrido entre Março de 2006 e Novembro de 2007, terão sido aqueles pressupostos os únicos a serem ponderados para a tomada de decisão?

Este é o raciocínio subjacente á nossa única hipótese para esta dissertação: O mercado de capitais funciona exclusivamente com base em indicadores financeiros?

É a resposta a esta pergunta que vamos tentar encontrar de seguida.

1.3 – Metodologia

Com a apresentação deste trabalho, pretende-se efectuar um estudo sobre as matérias referentes às decisões estratégicas de concentração empresarial, e de seguida, analisar um caso real, onde aquelas matérias estão patentes e permitem efectuar o estudo das situações geradas.

Para a realização deste trabalho, foram efectuadas pesquisas e revisão da literatura em livros, artigos, jornais, revistas e sites de grande interesse.

Inscrevi-me também, e frequentei o semestre da cadeira de ‘Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas’ (1º semestre do ano lectivo 2009/2010), unidade curricular que faz parte do 3º semestre do Mestrado em Auditoria, no ISCAL, para aumentar os meus conhecimentos sobre o tema, e aproveitá-los para a preparação deste estudo.

A metodologia adoptada para este trabalho desdobrou-se nas seguintes quatro fases:

A 1ª fase compreendeu a escolha do tema e pesquisa piloto para a realização do projecto da dissertação;

A 2ª fase foi baseada na pesquisa geral e recolha de informações sobre o tema;

A 3ª fase foi para a análise e tratamento dos dados obtidos nas fases anteriores;

A 4ª fase baseou-se na realização do trabalho escrito, estudo do caso, conclusões finais, e na entrega do trabalho finalizado.

De uma forma geral, este trabalho desdobra-se em quatro grupos:

O primeiro grupo tem a apresentação do tema;

O segundo consiste no enquadramento teórico das matérias mais relevantes para análise;

O terceiro grupo compreende a apresentação e análise do caso prático;

E por último, o quarto grupo consiste nas conclusões finais do estudo apresentado.

Acrescenta-se também, que todas as traduções, nas citações dos livros, artigos e sites estrangeiros (e que constam nas referências bibliográficas), são da minha autoria.

1.4 – Introdução ao tema

A globalização acelerada da economia e o rápido crescimento dos mercados financeiros e de capitais apresentam desafios acrescidos às empresas. O ambiente altamente competitivo em que actuam leva as empresas a adoptarem estratégias de concentração como a melhor solução para um posicionamento favorável no emergente mercado global. Tal facto ocorre também, em particular com as instituições financeiras (IF's), que são o tipo de empresa que pretende-se referir ao longo deste trabalho.

O tema deste trabalho refere-se em concreto às estratégias de concentração empresarial, mas, dado a sua importância e paralelismo, vou também fazer uma breve abordagem às estratégias de crescimento interno.

Durante o período de vida da empresa, é normal os gestores defrontarem-se com duas alternativas: Optar pelo crescimento interno, que ocorre por actuação autónoma da empresa; ou pelo crescimento externo, que tem como característica fundamental a interligação e a coordenação entre várias empresas. E tal como notam Matos e Rodrigues (2000), esta coordenação pode ocorrer através de algum tipo de acordo ou assumir um carácter mais estável através da troca de participações, aquisição de activos, aquisição de empresas, *joint ventures* (constituição de empresas comuns) ou mesmo fusão de sociedades.

Algumas IF's optam pelo crescimento interno (ou orgânico), através do lançamento de novos produtos, aumento da quota de mercado ou novos canais de distribuição, outras

preferem o crescimento externo, adquirindo ou ligando-se a outras empresas que lhes facultem o acesso rápido a novos mercados, a novos produtos ou a mercados protegidos por barreiras à entrada.

Essas concentrações empresariais reforçam a competitividade e permitem as vantagens decorrentes de actuarem num mercado global, ao mesmo tempo que diminuem o risco, através da eliminação de concorrentes e da diversificação de produtos e de mercados, realizam economias de escala, beneficiam de sinergias, obtêm algum controlo sobre certos mercados, e etc..

Para além destas vantagens de ordem económica e financeira, também as motivações das administrações das empresas, distintas das dos respectivos proprietários, favorecem a realização de concentrações de empresas como via para a defesa da sua posição e o aumento do seu poder no mercado, do seu prestígio social e da sua remuneração.

Segundo *Copeland* (1992), os tipos de operações de reestruturação que envolvem a expansão das empresas, são muito importantes na medida em que promovem o crescimento que é geralmente visto como um factor vital para o bem-estar da empresa, e entre outras razões, o crescimento é necessário para uma empresa que queira competir da melhor forma possível no mercado.

No que diz respeito às fusões, estas podem assumir uma forma amigável ou hostil. O anúncio de uma potencial fusão ou aquisição é visto como um acontecimento que influencia as avaliações das empresas a adquirir e da adquirente, no mercado de capitais, por parte dos investidores (Valente, 2005).

Sobre este assunto, Ferreira (2002, volume II) refere que em várias decisões de aquisição, particularmente de tipo hostil, os investidores predispõem-se a pagar prémios elevados para poder controlar as empresas, e o valor desse controlo é tanto mais evidente no caso de empresas mal ou insuficientemente geridas, que operam abaixo das capacidades óptimas, do que no caso de empresas bem administradas.

Além disso as fusões estão também relacionadas com a propriedade e controlo, ou seja, na maior parte das fusões, nota-se que uma das empresas é a protagonista e que a outra

é o alvo, sendo que, normalmente os gestores de topo da empresa alvo saem após a concretização da fusão (*Brealey, Myers e Allen, (2007)*).

De acordo com Valente (2005), a teoria económica terá de encarar a empresa como um agente activo, capaz de manipular estrategicamente as condições estruturais do mercado e as relações institucionais nos ambientes onde a empresa esteja inserida, não se limitando apenas às decisões sobre os preços e a actividade. E este facto aplica-se não só a empresas que actuam em sectores concorrenciais, como também a empresas que operam em sectores sujeitos a regulação económica.

Assim, devem ser enquadradas as decisões de natureza financeira (como a política de financiamento e a política de dividendos) e as decisões sobre a aplicação de fundos (como as políticas de investimento, de mercado, de *R&D*, de *F&A*, etc.), de modo a formar o que podemos designar por modelo “completo” da empresa, segundo *Hay e Morris (1991)* citado por Valente (2005).

Deste modo, com este trabalho, além do estudo do tema das decisões estratégicas de concentração, será também efectuada uma análise do tema relativamente ao processo da OPA do BCP sobre o BPI.

A OPA do BCP ao BPI teve início em 2006, quando o BCP lançou uma oferta sobre os títulos do BPI, ao preço de 5,70 euros por acção, iniciando assim uma sequência de acontecimentos, daquela que poderia ter sido uma das mais importantes operações de concentração no sector financeiro português. Mais tarde, e uma vez que não obteve um parecer favorável por parte do BPI, o BCP subiu a sua oferta para 7 euros.

Segundo a informação de arquivo no site do jornal Diário Económico, a estratégia do BCP ao anunciar a subida do preço da oferta, tinha a intenção de pretender que o sucesso da operação fosse o de atingir 82,5% do capital do BPI. Mas matematicamente aquele objectivo tornou-se impossível, uma vez que o maior accionista do BPI (*La Caixa*), com cerca de 25%, recusou vender as suas acções, e o Itaú, que detinha uma posição de 17,5% do BPI, também mostrou desinteresse na proposta. Deste modo, mesmo tendo o BCP aplicado o trunfo do preço com a subida do valor de oferta, não

houve interesse na proposta, sendo perceptível que o carácter hostil da operação foi uma das principais causas do fracasso da oferta.

A penalização em bolsa também foi inevitável, desde o anúncio da oferta o BPI ganhou mais de 30% em bolsa, sendo que grande parte desta valorização se deveu à OPA e à expectativa de subida do preço. Com o fracasso da operação, desapareceu esse suporte, levando à correcção em baixa.

Perdida a oportunidade de crescimento rápido no mercado português, o BCP teve de prosseguir, mas adoptando outra estratégia, ou seja, uma vez que a estratégia de expansão por concentração com o BPI falhou, a solução foi dar continuidade na aposta do crescimento orgânico, assim como o crescimento das operações no estrangeiro.

2 – DECISÕES ESTRATÉGICAS PARA A CONCENTRAÇÃO DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

Começamos por fazer uma breve abordagem sobre o conceito de estratégia para melhor percebermos a sua definição. No entanto, conforme pode ser verificado pelos diversos estudos efectuados, este é um conceito aberto que poderá ter inúmeras definições dependendo da abordagem que se faça ao tema.

Segundo *Weston e Weaver* (2001) as estratégias definem as políticas, os planos e culturas de uma organização num horizonte de longo prazo, no entanto, as estratégias não podem ser estáticas. As estratégias envolvem uma reavaliação contínua do ambiente político, económico, financeiro e tecnológico da empresa, que terão de estar relacionados com as características de mudança do mercado da empresa e do seu meio competitivo.

Os mesmos autores referem que, a literatura sobre o planeamento estratégico indica-nos que um dos elementos mais importantes no planeamento é a reavaliação contínua do ambiente da empresa. Ou seja, a empresa deve analisar o seu mercado, os concorrentes, e factores político e sociais para determinar o que se está a passar no meio envolvente.

As análises de mercado permitem que a empresa reconheça os factores chave necessários para obter sucesso competitivo no mercado e para conhecer as oportunidades e ameaças presentes no mercado. A partir da análise dos concorrentes, a empresa determina a capacidade e limitações dos existentes e potenciais concorrentes, e os seus prováveis movimentos futuros.

Através dessas análises e considerando também os factores sociais, os pontos fortes e os pontos fracos da empresa podem ser determinados relativamente aos concorrentes actuais e futuros.

O objectivo da reavaliação do meio é proporcionar à empresa uma escolha entre várias estratégias alternativas. Para essa escolha, a empresa vai considerar se os seus objectivos e políticas actuais são adequados para explorar as oportunidades do mercado, e para lidar com as ameaças do meio.

Ao mesmo tempo, é necessário para a empresa examinar se os objectivos e políticas correspondem com os recursos de gestão, tecnologia e financeiros disponíveis para a empresa, e se o timing dos objectivos e políticas reflectem apropriadamente a habilidade da empresa para a mudança. (*Weston e Weaver, 2001*).

No fundo, é necessário que a empresa delinear uma estratégia para conseguir alcançar os seus objectivos e metas.

Mas o que é concretamente uma estratégia?

2.1 – Conceito de Estratégia

A estratégia empresarial tem sido objecto de abordagens diversas, tendo sido definida por vários autores com visões diferentes, não reunindo ainda um consenso sobre a sua definição.

Brealey [et al.] (2007) referem que, para tomar boas decisões de investimento é necessário compreender as vantagens competitivas da sua empresa. Os mesmos autores reforçam que, é aqui que a estratégia da empresa e as finanças se aliam, ou seja, as boas estratégias permitem à empresa maximizar o valor dos seus activos e as oportunidades de crescimento. Concluindo-se assim que, a busca de uma boa estratégia começa com a compreensão do desempenho da empresa em relação aos seus concorrentes e ao modo como eles irão responder às suas iniciativas.

Nos próximos pontos, será efectuado um breve resumo sobre os conceitos de estratégia na óptica de alguns dos principais autores que efectuaram estudos sobre o tema.

2.1.1 - O conceito de *Andrews*

Vamos começar com *Kenneth R. Andrews*, considerado como um dos “pais” da estratégia empresarial moderna, popularizou a análise SWOT¹ na estratégia empresarial.

Andrews (1980) define a estratégia empresarial como o modelo de decisões da empresa, onde são definidos os objectivos e metas, as normas e planos para alcance dos objectivos desejados. Este conceito delimita as fronteiras do negócio e de actuação da organização e congrega decisões estratégicas que se mostram eficazes ao longo do tempo, e tendem a modelar o carácter, a imagem e a individualidade dos componentes e da organização como um todo.

- Alguns aspectos deste modelo de decisões podem manter-se estáveis por um longo período de tempo (ex: factores que determinam o carácter da empresa – compromisso com a qualidade, tecnologia de ponta, utilização de certas matérias primas, a manutenção de boas relações de trabalho, etc.);
- Outros aspectos da estratégia devem adaptar-se às mudanças do meio envolvente (ex: linha de produtos, processo de produção, políticas comerciais, etc.).

O mesmo autor chama a atenção para o facto de, apesar de estarem em níveis diferentes, as estratégias de concepção e as estratégias de acção devem estar integradas pertencendo ao mesmo modelo.

Nesta linha, a estratégia é um processo intrinsecamente ligado à estrutura, à actuação e cultura da empresa, sendo um compromisso sobre o que se deve fazer, o que se pode fazer e o que se deseja fazer.

- Apesar de ser uma tarefa racional, os aspectos emocionais podem influenciar a tomada de decisões;
- A análise dos riscos, ameaças e oportunidades externas são tão relevantes quanto a consideração dos valores pessoais, aspirações, ideais e aspectos éticos para a escolha dos objectivos.

¹ SWOT – Ferramenta de análise para descrever os pontos fortes e fracos, as oportunidades e fraquezas de um negócio ou empresa, para efeitos de apoio à gestão e planeamento estratégico.

2.1.2 - Porter : A indústria e as cinco forças

Michael Eugene Porter, por sua vez, representa a escola do posicionamento (esta escola detém-se especialmente na análise do meio envolvente e na identificação das forças competitivas) que dominou o cenário empresarial na década de 1980 com o conceito de indústria².

Assim, *Porter* (1996) defende que a essência da estratégia está nas actividades, ou seja, na escolha entre realizar actividades de forma diferente ou realizar actividades diferentes dos concorrentes.

Por outro lado, o autor define a estratégia como a criação de uma posição única e valiosa, envolvendo um conjunto diferente de actividades. Ou seja, se houvesse um posicionamento ideal não haveria necessidade de estratégia, isto porque a essência do posicionamento estratégico é escolher actividades que são diferentes dos concorrentes.

Nesse sentido, *Porter* faz a distinção entre a eficiência operacional e a estratégia:

- A eficiência operacional resulta de todo o tipo de práticas que permitem a uma organização utilizar da melhor forma os seus recursos, o que significa exercer actividades semelhantes melhor do que a concorrência; este é um requisito para a sobrevivência da organização;
- O posicionamento estratégico significa exercer actividades diferentes das da concorrência ou exercer actividades semelhantes de um modo diferente.

Assim, a eficiência operacional visa atingir a excelência nas actividades (funções individuais) e a estratégia visa combinar ou adaptar as actividades.

²O termo indústria ou sector económico, refere-se ao conjunto de empresas fabricantes de produtos que são substitutos bastante próximos entre si.

2.1.3 - Prahalad e Hamel: O foco interno na formulação da estratégia

A dupla de senhores que se segue era formada por *Coimbatore Krishnarao Prahalad* e por *Gary P. Hamel*.

Prahalad e Hamel (1990) apresentam algumas questões a que deverão ser dadas respostas para identificar as competências nucleares de uma organização.

Para poder ser considerada uma competência nuclear, é necessário que a competência satisfaça três tipos de requisitos:

- Proporcione o acesso a uma ampla variedade de mercados;
- Contribua de forma significativa para o produto/serviço final;
- Seja de difícil imitação pelos concorrentes.

Assim, uma competência nuclear poderá ser, por exemplo, um conhecimento técnico, uma tecnologia específica ou um modo de fazer único, susceptíveis de oferecer uma proposta de valor única para os clientes e que distingue a organização dos seus concorrentes. Desse modo, segundo os autores as subunidades organizacionais deverão trabalhar de forma conjunta e não competitiva. Logo dever-se-á estabelecer uma cultura de rotatividade dos recursos da organização, que tolere erros e onde possam assumir riscos calculados. As actividades de partilha de recursos da organização deverão ser transparentes e apoiadas pela gestão de topo.

Os autores propõem assim, a criação e implementação de uma arquitectura estratégica, que eles definem como um guia que identificará quais as competências nucleares a serem criadas e com que constituintes tecnológicos, para poder estabelecer objectivos para o desenvolvimento de competências.

2.1.4 - *Henderson*: A estratégia como processo ecológico

Bruce D. Henderson, foi outro estudioso que apresentou uma visão diferente do conceito de estratégia.

Henderson (1989) utiliza o princípio do processo de selecção natural de *Darwin*, baseado na adaptação e sobrevivência dos mais aptos, para comparar a competição pela obtenção de recursos e a sobrevivência do mais forte no campo da gestão estratégica das organizações, dando assim um foco ecológico ao processo de formulação da estratégia, no qual a análise dos concorrentes ocupa um papel de destaque.

Cada concorrente necessita de ser diferente o bastante para possuir uma vantagem única. A existência de um grande número de concorrentes é a demonstração, de que as vantagens de cada um sobre os demais são mutuamente exclusivas. Podem até ser parecidas, mas no fundo são de espécies diferentes.

Para *Henderson*, estratégia é a procura deliberada de um plano de acção para desenvolver e ajustar a vantagem competitiva de uma organização. Aquela procura deliberada é um processo interactivo que começa com o reconhecimento da própria organização (quem somos?) e do que temos nesse momento (onde estamos?).

A ideia principal de *Henderson* na formulação da estratégia, é a de que a análise do meio envolvente sem conhecer a natureza dos concorrentes pode ser uma decisão arriscada, ou seja, os concorrentes mais parecidos com uma empresa serão os seus principais rivais, pelo que as diferenças entre eles serão também as suas bases da vantagem competitiva.

A estratégia envolve tudo e requer comprometimento e dedicação por parte de toda a organização. A incapacidade de qualquer concorrente em reagir, reorganizar-se e afectar os seus próprios recursos em função de um movimento estratégico de outro concorrente, pode afectar as relações competitivas.

2.1.5 - *Mintzberg*: Os cinco P's da estratégia

Por fim, a última análise escolhida é a do senhor *Henry Mintzberg*.

Mintzberg (1987) sugere que, assim como as pessoas desenvolvem personalidades através da interacção das suas características, também a organização desenvolve um carácter a partir da interacção com o mundo através das suas capacidades e propensões naturais. E defende a necessidade de ampliar o conceito de estratégia, baseado na complementaridade das 5 tipologias seguintes:

- 1) Estratégia como um plano (*plan*): A estratégia é vista como sendo um curso de acção, intencional e planeado, ou um guia para se lidar com as situações;
- 2) Estratégia como estratagem (conspiração ou intriga) (*ploy*): Esta definição de estratégia baseia-se num conjunto de manobras, aplicadas com a intenção de confundir, iludir ou comunicar uma mensagem falsa ou não, aos concorrentes, procurando uma vantagem competitiva através da astúcia;
- 3) Estratégia como padrão (*pattern*): Este conceito assenta na existência de resultados a partir de um modelo de comportamentos que dirigem as acções num certo sentido;
- 4) Estratégia como posição (*position*): Esta definição de estratégia refere-se à forma como a organização procura, no mercado em que actua, um posicionamento que lhe permita sustentar-se e defender essa sua posição. Ou seja, identifica-se com as acções que a organização realiza para responder às oportunidades e ameaças do meio envolvente, e explorar as forças e as fraquezas internas (análise *SWOT*);
- 5) Estratégia como perspectiva (*perspective*): Refere-se ao carácter da organização, ou seja, à forma como os responsáveis de topo da organização se vêm a si mesmos e ao mundo que os rodeia.

Assim, facilmente podemos constatar que o conceito de estratégia é muito amplo e variado, ou seja, este é um conceito que não se esgota, uma vez que pode ser analisado através de várias vertentes, como vimos nos resumos das definições dos autores referidos nos pontos anteriores.

Deste modo, uma vez reflectido sobre o conceito de estratégia, vamos passar agora para a análise das decisões estratégicas.

2.2 – Decisões estratégicas: Tipos e características

As decisões estratégicas diferem das restantes decisões tomadas no seio das organizações, uma vez que são decisões complexas, e envolvem um elevado grau de incerteza, afectando a organização como um todo.

Segundo *Jonhson e Scholes* (2008), citado por *Rodrigues* (2009), as decisões estratégicas têm as seguintes características:

- a) Afectam as decisões a longo prazo;
- b) Procuram obter vantagens, normalmente através da competição;
- c) Afectam o alcance (ou âmbito) das actividades desenvolvidas;
- d) Procuram harmonizar a organização com o seu meio envolvente;
- e) Procuram construir recursos e competências;
- f) Exigem uma afectação eficiente de recursos no seio da organização;
- g) Têm impacto nas decisões operacionais;
- h) Afectam os valores e expectativas da organização.

Para *Ferreira* (2002:82,volume I), as decisões estratégicas podem ser agrupadas em três partes:

- 1) Formas de desenvolvimento concentradas e relacionadas;
 - Acréscimo de poder em relação aos produtos e mercados existentes;
 - Inovação e desenvolvimento nos produtos e serviços;
 - Expansão geográfica e desenvolvimento para novos mercados.
- 2) Diversificação relacionada;
- 3) Diversificação não relacionada.

Sendo que, entende-se por diversificação relacionada a expansão para as actividades ainda dentro dos limites da indústria em que a organização opera. Havendo assim dois tipos de diversificação relacionada: a integração vertical e a integração horizontal.

A integração é vertical sempre que a empresa adicione e inclua na sua cadeia de valor actividades que façam parte de outros estádios. Se as actividades adicionadas estiverem situadas em estádios anteriores aos da empresa, a integração é a nascente; Se, pelo contrário, agruparem actividades localizadas em estádios posteriores, a integração é a jusante. A integração é horizontal quando diz respeito à expansão para actividades que são concorrenciais ou complementares com as actividades da empresa.

Por outro lado, a diversificação para actividades não relacionadas corresponde, à expansão para além dos limites da indústria onde se posiciona, indo para mercados ou produtos que não apresentam qualquer relação com os actuais. (ibidem)

Vamos verificar na Figura 2.1 abaixo as principais decisões estratégicas.

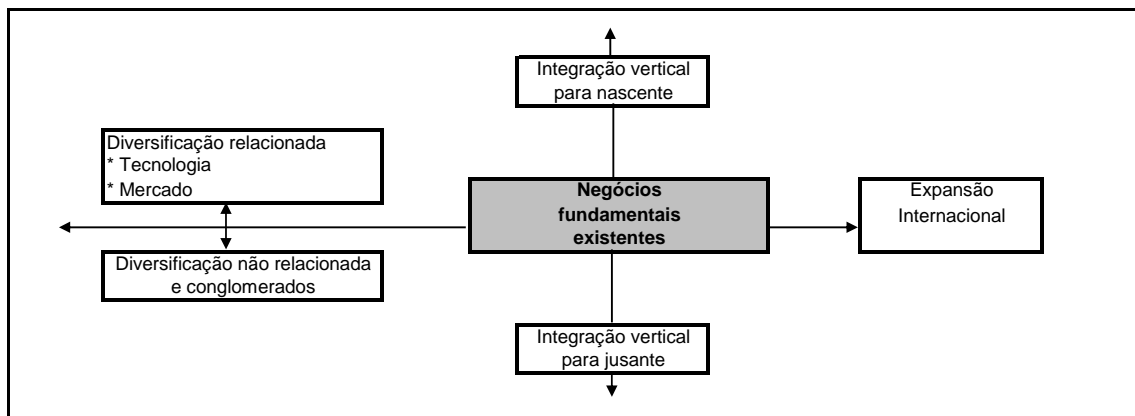


Figura 2.1 - Principais decisões estratégicas

Fonte: Adaptado de Ferreira (2002)

A estratégia existe nos vários níveis de uma organização, com a natureza das respectivas decisões a serem diferentes em cada um desses níveis. Normalmente essas diferenças reflectem os vários níveis da estrutura hierárquica da organização.

Desse modo, os níveis da estratégia são os seguintes:

- Estratégia global ou organizacional;
- Estratégia de negócio;
- Estratégia operacional.

Vamos observar na Figura 2.2, da página seguinte, as fases de cada um desses níveis.

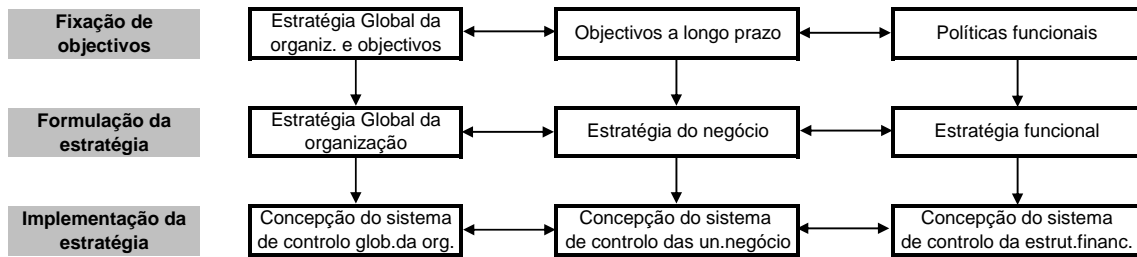


Figura 2.2 – Funções nos níveis da estratégia

Fonte: Adaptado de Campos et al (2006) citado nos apontamentos da UC Gestão Estratégica das IF's (ano lectivo 2008/2009 prof. Jorge Rodrigues)

Assim, conforme a análise da Figura 2.2 podemos caracterizar cada nível da seguinte forma:

A) Estratégia global da organização (*corporate strategy*)

Está ligada aos níveis superiores de decisão da organização, em geral o Conselho de Administração. As decisões deste nível tendem a estar ligadas com a globalidade dos propósitos da organização, e a gestão das expectativas dos constituintes organizacionais. Esta estratégia deve nortear a estratégia de negócios e a estratégia funcional.

B) Estratégia de negócio (*business strategy*)

As estratégias de negócio são dos campos de actuação (jurisdição) das divisões da organização, muitas vezes referidas como SBU (*strategic business unit*). A este nível a estratégia é frequentemente referida como estratégia competitiva, porque o seu foco está centrado nas actividades competitivas como o desenvolvimento de novos produtos ou serviços, e novas oportunidades de mercado.

C) Estratégia funcional (*functional strategy*) ou táticas

Estão ligadas às funções operacionais da organização, normalmente ao nível dos negócios individuais, mas muitas vezes englobam toda a organização (ex: estratégia de recursos humanos e estratégia financeira).

Existem correntes teóricas que defendem que o principal propósito da estratégia operacional é a de garantir a implementação da estratégia global ou das estratégias de negócio.

Há vários métodos de desenvolvimento que as empresas podem adotar para pôr em prática as suas decisões de crescimento. Ferreira (2002:93, volume I) refere que os mais comuns são os seguintes:

- Aquisições e fusões;
- Alianças estratégicas, *joint ventures* ou empreendimentos comuns;
- Subcontratação;
- Franchising;
- Acordos pontuais;
- Relações de mercado;
- Agrupamentos de oportunidade, de interesse comum ou de comunicação;
- Acordos de licenciamento e de *cross-licencing*;
- Desenvolvimento interno ou orgânico.

Segundo o autor, esta descrição está apresentada de modo a que as primeiras referem-se a decisões que envolvem uma forte componente de relações entre as organizações contratantes, vindo a intensidade e a complexidade dessas relações a decrescer até à situação de inexistência de qualquer acção conjunta. Ou seja, conforme podemos verificar na Figura 2.3 abaixo, num extremo encontram-se as decisões de desenvolvimento interno e no outro, as fusões e aquisições.

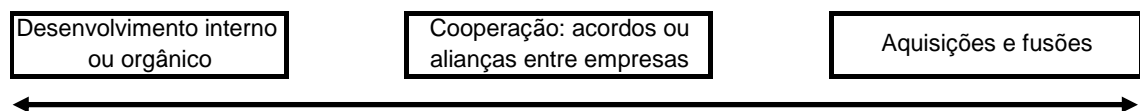


Figura 2.3 - Métodos de Desenvolvimento nas organizações

Fonte: Ferreira (2002)

Sendo o tema deste trabalho, as decisões estratégicas para a concentração de instituições financeiras, será desenvolvido em especial o tema das fusões e aquisições. No entanto, para um melhor entendimento e comparação dos métodos de desenvolvimento, nos próximos pontos será apresentado um breve resumo acerca das decisões de cooperação através de acordos ou alianças, e sobre o desenvolvimento interno ou orgânico.

2.3 – Desenvolvimento orgânico ou interno

O desenvolvimento orgânico ou interno é o método mais tradicional do desenvolvimento estratégico, sendo adoptado como única opção em várias empresas devido às limitações que podem surgir com os outros métodos.

Vamos então analisar as razões que levam à adopção desta estratégia.

De acordo com Ferreira (2002:95, volume I), os principais motivos que levam a empresa a adoptar o desenvolvimento orgânico, em detrimento das outras opções são os seguintes:

- Quando há um envolvimento directo em negócios considerados sofisticados ou complexos devido às características dos produtos ou dos mercados, em que a empresa considera que possui um melhor conhecimento ou domínio de certos mercados, e que portanto, terá mais vantagens em seguir por si própria;
- Quando os custos de desenvolvimento no interior da empresa são inferiores aos custos de aquisição no exterior. Especialmente no caso das empresas de pequena dimensão, que não tendo recursos elevados, têm de adaptar o seu crescimento às circunstâncias vigentes;
- Quando a empresa deseja minimizar ou evitar os efeitos causados pelo crescimento, como a instabilidade, mudanças de comportamento ou da própria cultura da organização, o melhor caminho será o crescimento interno;
- Quando não existe outra alternativa, como no caso das empresas pioneiras, ou quando ainda não existem no mercado as condições desejadas.

O autor refere também que o crescimento orgânico apresenta alguns custos, muitos dos quais são invisíveis ou, são difíceis de contabilizar.

Em algumas situações são relevantes e não podem deixar de ser referenciados, são eles os custos tangíveis e intangíveis:

- 1) Os custos intangíveis associados ao conhecimento e aprendizagem do novo negócio;
- 2) Os custos tangíveis e intangíveis para ganhar a aceitação do mercado, quer quanto à empresa, quer quanto aos seus produtos.

2.4 – Cooperação: Acordos ou alianças entre empresas

O meio envolvente cada vez mais complexo, exige decisões intermédias mais rápidas e adequadas, passando a ser evidente a necessidade de outras formas de posicionamento que vão desde a propriedade parcial até aos acordos informais de negócios, de mercados ou de utilização e gestão da informação.

A este propósito, Ferreira (2002:109, volume 1) refere que “...a necessidade de maiores resultados através da presença no maior número de oportunidades, do aumento da quota de mercado, da necessidade de maior rendibilidade e de maior poder, levaram a encarar a cooperação entre empresas como uma forma de decisão estratégica necessária para certas condições”. O autor acrescenta ainda que, tudo isto se enquadra num meio envolvente recente e caracterizado por mudanças nas definições tradicionais de mercado e no novo contexto competitivo e tecnológico.

Deste modo, as estratégias de sucesso passaram a orientar-se para os clientes e para os seus valores, passando para outro nível a questão da resposta aos concorrentes.

A necessidade de cooperação conduziu a que concorrentes juntassem meios e esforços para tarefas específicas, com maior ou menor duração e profundidade.

A Figura 2.4 abaixo apresenta algumas das formas de alianças estratégicas que podem ser adoptadas pelas empresas.

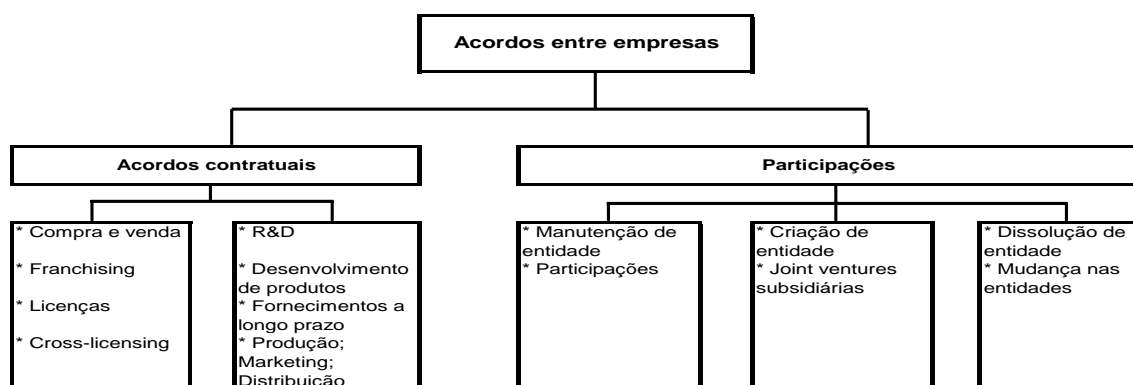


Figura 2.4 – Alianças estratégicas

Fonte: Ferreira (2002)

Assim, podemos verificar que os acordos entre empresas podem ser subdivididos em acordos contratuais ou através de acordos sob a forma de participações.

Deste modo, constata-se que os acordos entre organizações podem ser avaliados em relação aos seus objectivos, ou seja:

- Desenvolvimento de actividades ou de projectos onde a combinação de activos das partes é possível e necessária, e sem a qual não seria possível aceder a essas novas actividades ou a novas oportunidades de rendimento;
- Desenvolvimento e aquisição de novas tecnologias, novos processos ou produtos ou novas competências;
- Acesso a novos mercados ou ultrapassagem de barreiras à entrada;
- Meio de saída de certas actividades;
- Redução ou partilha de riscos e de incertezas;
- Aumento de poder de mercado.

Dentro dos vários tipos de cooperação, vamos destacar a *joint venture*, que é uma forma de aliança cooperativa que envolve a prossecução de objectivos comuns das partes contratantes, sendo controlada pela administração combinada das empresas envolvidas, onde existem acordos específicos ou de propriedade conjunta, e dada a grande flexibilidade na sua utilização, têm sido um instrumento preferencial para expansão de negócios a nível nacional e internacional.

Para concluir, apresenta-se na Figura 2.5 os vários tipos de cooperação e a intensidade de cooperação, onde podemos observar que existe uma maior intensidade de cooperação nas fusões, uma vez que as partes unem-se e dão origem a uma só parte, enquanto, por outro lado, regista-se uma menor cooperação nos acordos de agrupamentos informais.

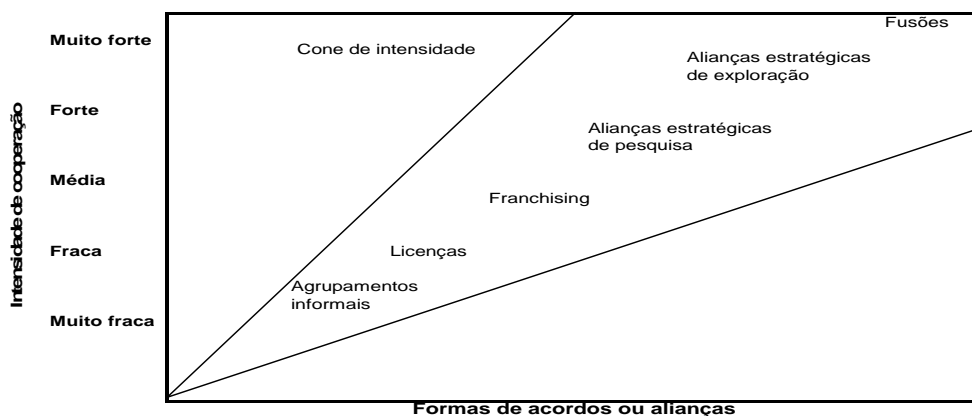


Figura 2.5 – Tipos de cooperação entre empresas e sua intensidade

Fonte: Adaptado de Ferreira (2002)

2.5 – Fusões e Aquisições (F&A)

Apesar da discriminação referida nos pontos anteriores, sobre os tipos de desenvolvimento que as empresas podem adoptar para a sua estratégia de crescimento, são vários os autores que definem o conceito de Fusões e Aquisições, de uma forma abrangente, isto é, incluindo os tipos de cooperação entre empresas, referidos nos pontos anteriores.

Veja-se por exemplo *Weston e Weaver* (2001), que referem que o termo “fusões e aquisições (F&A)³” engloba um conjunto amplo de actividades que incluem *joint ventures*, licenciamentos, *spinoffs*, *equity carveouts*, *tracking stocks*, reestruturações, alianças e outras interacções corporativas.

Sobre o assunto, *Ferreira* (2002) também refere que as F&A são decisões que conduzem a combinações entre empresas ou parte delas, estando mais associadas a situações de expansão, no entanto, também poderão estar orientadas para necessidades de racionalização.

O objectivo principal das F&A consiste em permitir que as empresas se ajustem de forma eficaz às novas oportunidades e desafios. E se for efectuado com eficiência, as F&A podem aumentar as receitas e a quota de mercado, melhorar a rentabilidade, e reforçar os valores da empresa.

As fusões e as aquisições têm vindo a popularizar-se devido ao facto de permitirem atingir os objectivos de crescimento e diversificação, normalmente adoptados pelas empresas de maior dimensão.

Segundo *Ferreira* (2002, volume 1), as F&A apresentam características de periodicidade ou cíclicas, que podem ser constatadas através das seguintes semelhanças ou simultaneidade em:

- a) Países ou espaços económicos;
- b) Indústrias ou negócios;
- c) Tipos de actividade envolvidos: negócios do mesmo tipo ou de actividades relacionadas (horizontais e verticais) e não relacionadas.

³ Em inglês *mergers and acquisitions (M&A)*

Por outro lado, Valente (2005:25) cita *Hirshleifer* (1992a), referindo que, as formas mais importantes e frequentes são as fusões de duas ou mais empresas, em que é constituída uma nova empresa (*mergers*), e as ofertas públicas de aquisição (OPA), que correspondem à oferta de compra ou de troca de acções de uma empresa directamente aos seus accionistas, sendo considerada amigável quando existe acordo da administração da empresa alvo (normalmente através da fixação de um preço significativamente superior ao preço actual de mercado (*tender offer*)), ou hostil quando não existe esse acordo.

2.5.1 – Causas da concentração empresarial

O aparecimento e desenvolvimento dos grupos económicos são uma consequência do fenómeno de crescimento e concentração característico da estrutura económica dos mercados actuais.

Existem várias causas económicas e sociais que motivam a concentração empresarial, e consequentemente, das instituições financeiras, no entanto destacamos as seguintes:

- Crescimento de mercados ampliando o campo de actuação das empresas para mercados internacionais;
- Internacionalização do capital, criando grupos multinacionais;
- Desenvolvimento tecnológico, que implica fortes investimentos para fazer face à constante inovação tecnológica;
- Profissionalização da gestão, ou seja, a separação entre propriedade e gestão.

Os factores referidos acima, são externos à empresa, no entanto existem também factores de origem interna que poderão causar a motivação para a concentração empresarial, destacamos os seguintes:

- Diminuição do risco, por diminuir a excessiva dependência de mercados e produtos;
- Aumento da eficiência através da racionalização da área da produção;
- Aumento da quota de mercado, criando muitas vezes situações de monopólio ou oligopólio (mercado dominado por poucas empresas);
- Aumento da cotação das acções, melhorando as expectativas dos investidores;

- Vantagens fiscais, associados aos ganhos fiscais correntes ou de capital, a dupla tributação dos lucros das empresas ou ao nível dos accionistas, os resultados negativos transitados, etc.;
- Problemas de agência, ou seja, conflitos entre os accionistas e os gestores, podendo conduzir à substituição dos gestores;
- Redistribuição ou reaplicação estratégica de recursos ou de meios, para alcançarem novos objectivos ou tarefas, por exemplo, através da procura de empresas subavaliadas para venda posterior, ou para outro fim.

Estes factores internos conjuntamente com as causas económico-sociais são factores que têm contribuído para a criação de grupos económicos, de forma de superar os problemas de dimensão e de eficiência.

2.5.2 – Fusão

Uma fusão é uma combinação de duas ou mais empresas numa só, sendo o pagamento aos accionistas da sociedade adquirida efectuado a dinheiro, ou através da troca de acções (*stock swap*). Quando existe troca de acções, os accionistas de ambas as sociedades partilharão os riscos envolvidos no negócio.

As concentrações de actividades empresariais podem ser classificadas através de duas ópticas: óptica económica ou óptica jurídica.

Deste modo, de acordo com a informação apurada nos autores, Valente (2005) e Ferreira (2002), podem ser distinguidos os seguintes tipos de fusões, sob o ponto de vista económico:

- 1) Fusões horizontais, dizem respeito a situações em que as empresas actuam no mesmo mercado (do produto/serviço ou geográfico), ou seja, as empresas contratantes exercem a mesma actividade ou indústria;
- 2) Fusões verticais, correspondem a situações em que as empresas operam ao longo de uma dada cadeia de produção, isto é, as empresas contratantes exploram actividades afins ou complementares situadas em estádios diferentes no interior da mesma indústria;

- 3) Fusões de conglomerado, referem-se a empresas que actuam em mercados não relacionados, ou seja, as empresas compradoras exploram actividades com objectos diferentes ou estão posicionadas em indústrias diferentes das adquiridas;
- 4) Fusões concêntricas, ocorrem quando as empresas situam-se em unidades de negócios diferentes, mas relacionadas de forma mais ou menos profunda.

Sob o ponto de vista jurídico, as concentrações empresariais são classificadas em:

- Aquisição de participações - compra total ou parcial do capital de uma empresa por outra;
- Fusões e absorções - transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra (fusão por incorporação) ou constituição de uma nova sociedade, para a qual se transferem globalmente os patrimónios das sociedades fundidas.

Sobre este assunto, Valente (2005:26-27) refere que “ ... podem-se distinguir as fusões, tendo como critério a permanência (ou não) dos accionistas. Teremos uma aquisição quando os accionistas de uma das empresas abandonam, e falaremos de uma fusão quando todos ficam como accionistas”.

Nesta definição, o autor deveria mencionar claramente que a aquisição acontece quando os accionistas da empresa alvo perdem o poder de decisão, e portanto são excluídos do comando do destino daquela empresa, passando esse comando para a empresa adquirente.

Sobre o mesmo assunto, Ferreira (2002:130) refere uma outra abordagem que leva a observar as decisões em relação ao património das empresas outorgantes:

- a) Fusão-concentração ou Consolidação – operação em que os patrimónios das empresas são transferidos para uma nova entidade a constituir, ou seja, do ponto de vista jurídico são extintas ambas empresas contratantes. *Merger* é a expressão anglo-saxónica usada para estas operações;

b) Fusão-integração, Fusão por incorporação ou Aquisição – aqui o património de uma ou mais empresas é transferido para uma outra empresa compradora ou incorporante. *Acquisition* e *takeover* são as expressões mais usadas para este tipo de operação.

2.5.3 – Aquisição

Na aquisição de participações, existem duas figuras, a empresa adquirente e a empresa adquirida. A empresa adquirente tomará o controlo da empresa adquirida, ou seja, assume as políticas financeiras e operacionais da empresa adquirida sempre que detenha mais de 50% do poder de voto ou porque estabeleceu um contrato com outros accionistas que lhe permite eleger um conselho de administração da sua confiança.

Deste modo, a aquisição ocorre sempre que uma empresa detém o controlo sobre outra, ou outras, através da compra dos seus activos e passivos ou de participações sociais, que são avaliados a justos valores. Normalmente as negociações de aquisição de uma empresa são precedidas da avaliação de ambas, especialmente na empresa que está a ser alvo de aquisição, de forma a ser definido um intervalo de valores onde se possa fixar um preço final justo.

Desta forma, podemos afirmar que as aquisições ajudam a preencher insuficiências nas linhas de produtos ou serviços oferecidos, incorporam novas tecnologias e novos produtos, fortalecem as capacidades da administração, permitem a expansão geográfica, a entrada em novos segmentos nos mercados já existentes e etc..

No entanto, poderão existir os seguintes entraves, que poderão fazer com que a aquisição não seja vantajosa. São eles:

- Os elevados prémios de aquisição que são necessários para se chegar a um acordo com os decisores da empresa alvo;
- Os elevados custos associados à aquisição.

2.5.3.1 – A Oferta Pública de Aquisição (OPA)

Quando uma empresa é cotada em bolsa a aquisição é normalmente efectuada através de uma OPA. Uma OPA é uma operação em que uma entidade revela publicamente aos accionistas de uma sociedade cotada em bolsa a sua intenção de comprar parte ou a totalidade das acções, por um preço superior à cotação do mercado, e com vista a assumir ou a reforçar o controlo sobre a sociedade alvo.

Vamos agora explorar alguns dos conceitos associados à OPA.

OPA hostil: Uma OPA é designada de hostil quando a oferta é inesperada, ou seja, não é solicitada, e é contra a estratégia da administração da empresa alvo.

Se a OPA tiver o prévio acordo da empresa alvo é designada por OPA amigável.

Lançamento da OPA: O lançamento da OPA ocorre com o anúncio preliminar efectuado pela oferente à Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), à sociedade visada, e às entidades gestoras dos mercados regulamentados em que os valores mobiliários que são objecto da oferta estejam admitidos à negociação. E o registo deve ser requerido no prazo de 20 dias, conforme estipulado no art.175º do Código dos Valores Mobiliários (CVM). A CMVM terá 8 dias para analisar o pedido e rejeitá-lo ou autorizá-lo (art.118º nº1 a)). Por outro lado, a empresa alvo tem oito dias para se pronunciar sobre as condições da oferta (art.181º nº1 do CVM).

O prazo da oferta pode variar entre 2 a 12 semanas conforme artigo 183º nº1 do CVM.

OPA concorrente: São as ofertas concorrentes que poderão aparecer para aquisição da empresa alvo. Normalmente as OPA's concorrentes apresentam um valor mais favorável do que a OPA inicial, tendo a empresa alvo que decidir qual proposta aceitar.

Contra-OPA: A contra-OPA ocorre quando a empresa alvo “vira o jogo” e efectua uma oferta de aquisição sobre a empresa oferente.

É necessário realçar que as leis e a protecção das empresas contra aquisições hostis, variam entre os países.

Os Conselhos de Administração que se opõem a uma aquisição hostil normalmente desaconselham os accionistas a vender as suas acções e desenvolvem pacotes de medidas, para evitar que a operação se concretize.

2.5.3.2 – Características e tipos de operações *Buy-out*

As operações *Buy-out* são as aquisições de empresas ou de activos suportadas por elevados níveis de endividamento (90%-95%).

Há vários tipos de operações *buy-out*, vamos efectuar a seguir, uma breve descrição sobre alguns desses conceitos.

MBO - Management Buy-out

O MBO é o tipo de *buy-out* mais comum, e consiste na aquisição de empresas ou de activos pelos gestores. Nestas operações, a aquisição é total, da maioria ou apenas do controlo efectivo de uma empresa, por parte dos seus gestores e quadros.

Normalmente, o financiamento de um MBO é efectuado através de capitais alheios (cerca de 90%-95%), por empréstimos bancários, de companhias de seguros e de capital de risco, oscilando os fundos próprios remanescentes entre os 5% e 10%.

Os MBO estão associados a situações de continuação da gestão do negócio, uma vez que um dos pontos fortes traduz-se no conhecimento profundo que os gestores têm sobre a empresa a adquirir e das suas perspectivas.

MBI – Management Buy-ins

Os MBI são operações semelhantes às do MBO, em termos do processo, mas no entanto, a aquisição é efectuada por gestores de fora da empresa, suportados por investidores também alheios.

Na opinião de Ferreira (2002), existe neste tipo de operações uma dúvida sobre a quem compete a decisão (gestores externos ou as instituições que financiam as operações). Daqui constata-se que é evidente a existência de um risco acrescido, devido à deficiência de informação, uma vez que o grupo de compradores é alheio à empresa e normalmente vai contra os interesses dos gestores da empresa.

MEBO/EBO – *Management Employee Buy-out*

O MEBO é outro tipo de operação semelhante ao MBO, em que os gestores e restantes funcionários adquirem as acções e o controlo da empresa.

O MEBO tem uma variante designada por EBO – *Employee buy-out*, que consiste em operações que permitem aos funcionários a possibilidade de obter experiência na participação do capital e propriedade das empresas, e de retirar os benefícios directos do sucesso dos negócios. Ferreira (*idem: ibidem*)

BIMBO (MBI + MBO)

Esta designação advém da junção das figuras MBI e MBO, e é também designada por MBIO. O BIMBO é uma forma de aquisição que engloba gestores internos e externos.

Este tipo de operação apresenta vantagens sobre a operação MBI uma vez que, combina a objectividade e a capacidade dos gestores externos (MBI) com a continuidade dos gestores internos e respectivo conhecimento do negócio (MBO).

IBO – *Investors Buy-out*

Estas operações constituem uma forma de desenvolvimento recente, em que grupos de capital de risco iniciam e lideram as operações. No entanto, os gestores internos podem desempenhar uma função marginal como proprietários.

2.5.3.3 – LBO – *Leverage Buy-outs*

Vamos agora abordar outro tipo de operação que, apesar de não ser uma operação de concentração, consiste numa das formas de aquisição, em que há alteração na estrutura da propriedade do capital. Trata-se de LBO – *Leveraged buy-outs*, que consiste numa transacção financiada essencialmente por capitais alheios, incluindo assim vários tipos de endividamentos com taxas de juros e características diferentes.

As operações de LBO podem assumir um carácter defensivo face à possibilidade de tentativas de tomada de controlo hostis por parte das administrações rivais.

Segundo Jensen (1986), estas tentativas serão mais prováveis quando a empresa alvo apresentar um excesso de *cash-flow* ou de capacidade de endividamento.

Deste modo, segundo *Brealey* [et al.] (2007), as operações LBO, também conhecidas por aquisições alavancadas, diferem das aquisições vulgares em dois aspectos:

- 1º) O preço de compra é maioritariamente financiado por endividamento, e parte deste endividamento é de alto risco;
- 2º) A empresa é retirada da Bolsa e as suas acções deixam de ser transaccionadas no mercado de capitais. Assim, os capitais próprios da LBO ficam na posse de um pequeno grupo de investidores, normalmente institucionais, e são designados capital privado. Quando este grupo é liderado pelos gestores da empresa, a aquisição é designada por MBO, figura já referida nos parágrafos anteriores.

2.5.4. – As motivações para as F&A: Principais Teorias

Conforme já referido num dos pontos anteriores, algumas das principais razões para as decisões de F&A são, de uma forma geral, as seguintes:

- Aumento de dimensão e de poder para a consolidação no interior dos sectores e obtenção de sinergias;
- Aumento de dimensão e internacionalização para enfrentar alterações relevantes no meio envolvente;
- Reestruturação de grupos ou de organizações;
- Concentração de actividades.

Vamos agora efectuar uma breve descrição das principais teorias sobre as razões que levam as empresas a optarem por uma operação de fusão e/ou aquisição.

2.5.4.1 – Teoria da performance económica e da eficiência

A motivação dominante de qualquer empresa é a melhoria dos resultados económicos, desse modo, pode-se afirmar que as estratégias de crescimento são justificadas pela maximização dos lucros e do valor da empresa, sendo este apurado através da combinação de duas organizações ou negócios.

O princípio da sinergia refere que quando duas empresas pretendem fundir-se ou combinar os seus meios e recursos, o valor conjunto é superior ao valor das partes individualmente consideradas.

Desse modo, segundo Ferreira (2009), para atingir as sinergias previstas é necessário aprofundar a análise para avaliar as fontes de ganhos, que são as seguintes:

A redução de custos, a racionalização, o aumento do poder no mercado, a aquisição dos recursos das empresas, a aceleração e difusão do conhecimento e do progresso tecnológico, a tentativa de controlo da empresa, a especulação e a difusão do conhecimento.

2.5.4.2 – Teoria da Agência

A teoria da agência (agente-principal) de *Jensen-Mecklin* tem por base problemas de delegação de autoridade ou relações agente-principal.

Ou seja, embora os proprietários controlem indirectamente os destinos da empresa, na medida em que podem escolher e substituir os gestores, surge o problema de divergência entre os objectivos dos accionistas (ou, de uma maneira mais generalizada, de todos os que têm interesses relevantes sobre a empresa, isto é, os *stakeholders*) e dos gestores.

De acordo com *Jensen* (1986), os interesses dos gestores podem forçar o crescimento da empresa para valores afastados dos níveis considerados adequados, em termos de eficiência e eficácia, apenas com o objectivo de obterem maior prestígio, poder e compensações superiores. No entanto, essa diferença entre os interesses dos gestores e os dos accionistas dá origem aos designados custos de agência.

O problema da agência torna-se ainda mais visível quando se associa a possibilidade dos gestores passarem a ter lugar em administrações de outras empresas, aumentando assim a sua influência e poder.

Para se justificarem, os gestores podem contrapor, com o argumento da necessidade de serem efectuadas aplicações de fundos excedentários das operações (*free cash flow to the firm*), no entanto, a este respeito, *Jensen* (1988) defende que os gestores deverão

propor a distribuição dos fluxos livres aos accionistas, através de dividendos extraordinários ou da aquisição de acções próprias (*buy back*).

2.5.4.3– Teoria de *Hubris*

A teoria de *hubris*, aborda o ego dos decisores, erros de avaliação, prémios elevados e prejuízos para a empresa compradora.

Esta teoria pode ser facilmente confundida com a teoria da agência, no entanto, a diferença consiste no facto de que o ego dos decisores pode conduzir a erros de avaliação, a prémios mais caros ou a análises incorrectas.

A hipótese de *hubris* foi introduzida com o conceito de que os gestores cometem erros na avaliação das empresas a adquirir.

A tónica é posta no erro que poderá ser cometido pelos responsáveis da empresa adquirente, que, por razões diversas como o excesso de confiança, ego, orgulho ou arrogância, pode conduzir ao pagamento de um preço mais elevado.

Note que, a razão para oferecer um preço mais elevado do que o preço de mercado, ou seja, o prémio, está nas potenciais sinergias a obter no futuro, e que poderão ser muito sobrevalorizadas, conduzindo assim a um preço muito superior ao valor mais justo. Este tipo de comportamento, ou seja, a existência de *hubris*, pode levar a que os gestores da empresa adquirente reduzam ao máximo as tarefas de *due diligence*, ou mesmo, que ignorem a informação obtida durante essas tarefas.

2.6 – Medidas de defesa contra propostas não amigáveis ou hostis

Qualquer empresa está sujeita a ser alvo de uma potencial compra. Desse modo, há medidas que poderão ser tomadas antes da tentativa de aquisição ser efectuada, de forma a proteger a empresa de possíveis investidas. O primeiro passo será possuir um plano de acção, ou seja um plano estratégico da empresa que deverá ser validado para que a empresa possa estar preparada em vários aspectos, relativos aos procedimentos a adoptar em caso de ofertas de aquisição não desejadas.

Neste sentido, *Weston e Weaver* (2001) referem que quando é feita uma oferta não amigável, o tempo é precioso e a empresa alvo terá de ser rápida e ter uma resposta bem preparada para dar.

Assim, as acções de defesa contra tentativas de aquisição hostis estarão muito dependentes da margem de actuação dos potenciais compradores.

E, segundo Ferreira, (2002:213, volume I) as tácticas defensivas poderão dividir-se em dois grupos:

- 1º) Activas ou para retaliação, que são as que são postas em prática no decorrer do processo pelo controlo da empresa, para afastar os potenciais compradores;
- 2º) Preventivas ou antecipadas, são definidas anteriormente a qualquer tentativa de aquisição, no sentido de a tornar pouco atractiva ou difícil de implementar.

Vamos então efectuar nos pontos abaixo um resumo de cada uma das possibilidades daqueles dois grupos.

2.6.1 – Medidas activas ou para retaliação

Estas medidas são variadas, e subdividem-se nas seguintes:

- 1) De carácter financeiro: Constitui a resposta mais comum consistindo na publicação de anúncios referentes à execução estratégica, operacional e financeira actual e às perspectivas futuras, de forma a defender as posições perante a opinião pública, obter apoio e influenciar os potenciais compradores para que retirem a proposta. Os anúncios mais comuns são os referentes a resultados, dividendos e bónus de fidelidade, e a reavaliação de activos, que podem provocar o aumento do valor do capital próprio e como tal o valor contabilístico das acções, obrigando aos potenciais compradores a subir as propostas.
- 2) Reestruturação: Os três tipos de decisões mais comuns conduzem à alienação ou à compra de alguns activos, a alterações na administração/gestão, ou na aquisição da empresa por parte de quadros ou outros. Ou seja:

- 2.1) Alienação de alguns activos: este facto assume maior relevância quando a empresa alvo possui um certo activo e os seus gestores sabem que a tentativa de aquisição se deve em grande parte a esse activo e decidem vendê-lo, anulando o interesse do *bidder*. Esses activos são designados tecnicamente por jóias da coroa (*crown jewels*);
- 2.2) Aquisição de activos: em outros casos a empresa adquire outros activos que sabe que o *bidder* não deseja, ou que podem criar problemas de foro *antitrust* (concorrência);
- 2.3) Alterações na administração ou na gestão: algumas mudanças nas funções executivas podem dissuadir o comprador potencial e levá-lo a desistir;
- 2.4) Aquisição por parte de quadros (MBO – *management buy-out*): que passarão a ser simultaneamente accionistas e gestores.
- 3) *White Knights* e *White Squires*: As tentativas de aquisição hostil geralmente tornam a empresa alvo muito exposta ao mercado e conseqüentemente a novos potenciais compradores. Uma das defesas possíveis da empresa alvo é pedir ajuda a um outro competidor, que apresentando nova proposta (*rival bid*) entra na luta pela aquisição, mas com o objectivo de afastar os anteriores concorrentes. Este novo interveniente amigável é designado por *white knight*. A actuação dos *white knights* depende da legislação em vigor, uma vez que poderão ser obrigados ou a adquirir a totalidade das acções, ou a parte que conduz à maioria, ou ainda, apenas o suficiente para afastar os outros competidores, sendo este último caso designado por *white squire*. O *white squire* é assim, uma forma modificada do *white knight* dado que o objectivo é preservar a independência da empresa alvo e não proceder ao seu controlo.
- 4) Recompra de acções por um preço mais elevado a um potencial comprador da empresa e que já adquiriu algumas acções (*greenmail*): Nesta situação, sempre que a empresa está a ser alvo de uma aquisição hostil e alguém já adquiriu no mercado um número de acções que lhe dá o direito de se apresentar como um potencial comprador, a empresa alvo pode negociar a recompra das acções com um prémio. Esta decisão tem a designação de *greenmail*, resultante da associação com a expressão *blackmail* (chantagem).

- 5) Acordo de actuação em conformidade (*standstill agreement*): Trata-se de uma das variantes do *greenmail* em que conduz ao acordo entre o comprador potencial que já possui algumas acções da empresa alvo. Os acordos podem ser não aumentar a participação actual, ou não ultrapassar uma percentagem que é definida no acordo, ou ainda votar com a administração da empresa alvo.
No entanto, estes acordos têm efeito pontual e temporário uma vez que pode aparecer outra empresa e fazer a mesma proposta ao detentor das acções.
- 6) Planos de recapitalização: Estão relacionados com o facto de a empresa ter de endividar-se para suportar as decisões de *greenmail* ou outras defensivas, tornando mais difícil a aquisição posterior. Estes planos de recapitalização além de serem meios de defesa, fazem também parte dos meios de ataque (LBO).
- 7) Defesa através de oferta de contra-ataque (*pac-man defense*): Aqui, a empresa alvo sai para o ataque tentando fazer uma tentativa de aquisição de acções da empresa que fez a oferta.
- 8) Medidas de carácter legal ou político: A legislação aplicável e o contexto podem colocar uma série de obstáculos de ordem legal ou política para atrasar ou impedir uma oferta.

2.6.2 – Medidas preventivas ou antecipadas: *Shark Repellents*

Por outro lado, as medidas preventivas ou antecipadas têm o objectivo de desincentivar potenciais compradores hostis e são designadas por repelentes de tubarão. São elas as seguintes:

- 1) *Poison Pills* ou cápsulas envenenadas: Consistem na criação de títulos com direitos especiais que podem ser exercidos nos casos de existência de tentativas hostis de aquisição ou quando se conhecer que um terceiro já adquiriu uma percentagem relevante de acções, podendo provocar alterações na vida da empresa;
- 2) Recapitalização com a introdução de uma nova classe de acções: Consiste na introdução de nova classe de acções com poderes de voto superiores.

Estas acções não poderão ser vendidas, mas poderão ser trocadas por acções com direitos normais, passando aqueles direitos para outros accionistas;

- 3) Cláusula de utilização excepcional de super maiorias e do justo preço único: Consiste na alteração dos estatutos da empresa no sentido de exigir uma super maioria (80%-90%) das acções ordinárias para aprovar uma aquisição hostil ou outras decisões que provoquem alterações na administração e no controlo. As cláusulas do justo preço único evitam a oferta de dois preços, e é definido como o preço mais alto a pagar pelo potencial comprador durante um período determinado;
- 4) Planos de propriedade de acções pelos empregados (ESOP – *Employment stock ownership plans*): Representam um plano de pensões em que os activos são as acções da empresa ou de outras empresas. Os ESOP minimizam a diluição do controlo sobre o capital da empresa, ou seja, no caso de tentativa de aquisição hostil a gestão pode utilizar as acções que se encontram afectas ao ESOP em favor das suas posições.
- 5) *Golden Parachutes*: São compensações elevadas concedidas a executivos em caso de saída, ou seja, têm o objectivo de compensar de forma especial os gestores pela perda dos seus lugares nos casos de alteração do controlo da empresa. Dadas as suas características, estas vantagens poderão ser utilizadas para dificultar as aquisições hostis.

2.7 – As Sinergias

Como já referido num dos pontos atrás, o conceito de sinergia está associado ao facto de que um conjunto de empresas, actividades ou negócios, apresentarem um valor superior quando são explorados e/ou geridos em conjunto, do que se fosse considerado a soma de cada parte isoladamente.

Deste modo, as sinergias constituem um dos objectivos fundamentais das decisões de fusões, aquisições e alianças. A este respeito, Ferreira (2002:324, volume I) menciona que “Os ganhos de dimensão não acontecem apenas porque se juntam duas ou mais

empresas; para que possam ser efectivos é necessário que a combinação seja celebrada entre as partes adequadas e que a nova entidade tenha outras capacidades e competências para produzir novos bens e serviços, penetrar e conquistar novos mercados, fazer alterações nos sistemas organizacionais e de informação, aceder a novas tecnologias e que, no extremo do sucesso, possa mesmo criar uma nova indústria.”

O autor refere também que estas decisões só alcançarão sucesso quando as empresas combinadas tiram o máximo proveito e constroem o seu futuro com base nas capacidades e competências de cada uma delas. No entanto, identificar e proteger estas capacidades é um aspecto fundamental para obter sinergias e o primeiro passo que deverá ser dado é realizar um processo de *due diligence*, que será abordado em pormenor num dos pontos seguintes.

2.7.1 – Trespasse (*Goodwill*)

O valor global de uma empresa em funcionamento é normalmente diferente e superior à soma dos justos valores dos activos líquidos individualmente considerados. Isto deve-se, por exemplo, aos efeitos positivos da interacção dos diferentes activos (sinergias) que deixa de existir quando esses activos se separam do todo.

Por outro lado, há aqueles intangíveis (imagem, reputação, eficiência produtiva, boa equipa de gestão, etc.) cujo valor dificilmente se pode dissociar da empresa a que pertencem e sem os quais o seu sucesso seria inferior.

Tudo isto contribui para que a empresa compradora, ao negociar o preço de transacção, tenha em conta não apenas os valores identificados na contabilidade da adquirida, mas também os que ali não estejam identificados e que sejam identificáveis; terá em conta, igualmente, o facto de poder realizar economias de escala, uma vez que adquire uma empresa já em funcionamento, bem como a capacidade adquirida para, no futuro, gerar lucros acima dos normais do sector em que se encontram.

Ao ter em conta todos estes factores, é natural que a empresa adquirente esteja disposta a pagar um excesso sobre os activos e passivos identificados.

Se a aquisição incidir sobre os activos e passivos da empresa adquirida e estes forem transferidos para a empresa adquirente, ou para uma nova empresa que incorpore os bens relativos a ambas as empresas, eles são registados na empresa de destino pelos respectivos justos valores e não pelos valores que constavam nos registos contabilísticos.

A diferença entre o preço de aquisição da empresa e o somatório dos referidos justos valores é atribuível a um activo especial, não identificado, inseparável da empresa que o gerou, também adquirido na transacção em causa, designado de *goodwill*. Este activo é contabilizado pela adquirente na conta de activos intangíveis.

Em certos casos excepcionais, pode ocorrer a situação em que o preço pago por uma empresa seja inferior aos justos valores dos activos líquidos adquiridos. Neste caso há um *goodwill* negativo. Este seria, por exemplo, o caso da empresa adquirente ter que empreender acções de reorganização, ou outras após a aquisição e, por esse motivo, as expectativas quanto ao rendimento futuro seriam inferiores ao normal. Ou então, essa situação pode ocorrer se durante o negócio a adquirente conseguir baixar o preço a seu favor.

2.7.2 – Tipos de Sinergias

Os responsáveis pelas decisões sobre F&A e alianças deverão conhecer quais os recursos, competências e outros activos que conduzirão à criação de valor, avaliando cada situação em concreto, dado que cada activo tem as suas características e potencialidades próprias, que podem originar resultados.

Sobre este assunto, *Alexandridis, Petmezas e Travlos (2010)* referem que o objectivo fundamental das F&A é gerar sinergias que possam, em retorno, promover o crescimento empresarial, aumentar o poder de mercado, aumentar a rentabilidade, e melhorar os ganhos dos accionistas.

O modelo baseado nos recursos, indica-nos que a criação de valor através das F&A depende de dois aspectos:

- A proporção dos recursos que a empresa possui em relação à totalidade existente fora da combinação; e
- As oportunidades únicas ou com grande potencialidade que utilizam aqueles recursos.

Desse modo, de acordo com *Chatterjee* (1986), citado por Ferreira (2002), aquela formulação poderá ser expressa da seguinte forma:

Valor criado por sinergia = f (escassez de recursos; oportunidades disponíveis ou apuradas).

No entanto, Ferreira (2002) acrescenta que, será necessário incluir os esforços e dificuldades de implementação das medidas e no processo de integração, ficando a expressão da seguinte forma:

Valor criado por sinergia = f (escassez de recursos; oportunidades disponíveis ou apuradas; esforços e dificuldades na implementação e na integração).

Existem várias classificações que podem ser atribuídas às sinergias, e estas têm evoluído conforme as abordagens que têm vindo a ser efectuadas.

Serão resumidos nos pontos seguintes, alguns tipos de classificação das sinergias.

2.7.2.1 – Sinergias de crescimento, conluio, operacionais, financeiras e de gestão

Estes tipos de sinergias encontram-se representados pelos recursos, capacidades, competências, e outros activos que conduzem a um maior crescimento e aumento de poder no mercado.

De um modo resumido, este grupo apresenta os seguintes tipos de sinergias:

- Sinergias de crescimento ou de mercado: tendem a ocorrer normalmente nas F&A horizontais, ou seja dentro da mesma indústria ou sector de actividade;

- Sinergias de conluio: estão associadas aos acordos sobre preços estabelecidos entre as empresas, que de alguma forma possam ser considerados como ilegais;
- Sinergias operacionais: incluem os tipos de recursos, capacidades, competências e outros activos que conduzem a eficiências nos aprovisionamentos, na produção, na distribuição e nas funções gerais e administrativas;
- Sinergias financeiras: Conduzem a reduções no custo do capital. Constata-se aqui que as empresas compradoras de maior dimensão encontram-se em vantagem nos acessos ao mercado de capitais, relativamente às empresas pequenas;
- Sinergias de administração ou de gestão: são originadas pela actuação dos responsáveis pela empresa, para que seja possível antever, procurar e explorar as oportunidades de vantagens competitivas e empresariais provenientes das fusões e aquisições.

2.7.2.2 – Sinergias nos termos dos componentes da fórmula do retorno sobre o investimento

Outra análise importante do conceito de sinergias teve origem nos trabalhos de *Igor Ansoff* (1965) que fez a apresentação dos tipos de sinergias nos termos dos componentes da fórmula do rendimento sobre o investimento (Ferreira, 2002). Desse modo, a classificação de *Ansoff* é a seguinte:

- Sinergia pelos proveitos: Ocorrem quando os produtos ou serviços utilizam canais de distribuição, serviços de administração e de armazenamento comuns;
- Sinergias Operacionais: Têm origem na maior e melhor utilização dos recursos humanos e de outros recursos adicionais, da distribuição dos gastos indirectos ou gerais por um maior número de produtos ou serviços, das vantagens de curvas da experiência comuns e das compras em maiores quantidades;
- Sinergias de investimento: Resultam da utilização conjunta de instalações, equipamentos, ferramentas, de matérias e materiais comuns, da transferência de conhecimentos de uns produtos para outros, de tecnologias de base comuns e similares;
- Sinergias de gestão: Referem-se aos benefícios que não são visíveis no modelo do ROI (*return on investment*) mas que têm um papel importante para alcançar os

efeitos das sinergias totais. Ou seja, está relacionado com o facto de os gestores poderem aplicar os seus conhecimentos e experiência a uma nova área de negócios ou a outra empresa, podendo assim alcançar níveis de desempenho elevados.

2.7.2.3 – Sinergias por fases: Inicial e Operacional

O último tipo de classificação de sinergias que será abordado refere-se às duas fases associadas à aquisição de qualquer empresa ou negócio, ou seja, a fase inicial e a fase de exploração ou operacional.

Fase inicial: Na fase inicial estão incluídos os efeitos intangíveis, onde se realçam os custos intangíveis ou mesmo invisíveis relacionados com os estudos e aprendizagem da nova empresa e negócio, com a criação e implementação da nova organização e estabelecimento de normas e procedimentos, com a obtenção de novas técnicas e competências, com a penetração e aceitação no mercado e ainda para cobrir os erros das decisões erradas. Quando a empresa tem de suportar estes custos iniciais fica em desvantagem em relação aos concorrentes nesse período, mas se conseguir implementar rapidamente uma aquisição, mesmo suportando os custos iniciais poderá ficar em vantagem sobre os concorrentes que levem mais tempo a integrar uma outra aquisição, ou que tenham de partir do início. Ferreira (2002)

Ou seja, durante a fase inicial poderão ocorrer dois tipos de sinergias, os ganhos provenientes da vantagem do tempo; e os ganhos provenientes da existência de competências adequadas ou até únicas, para o desenvolvimento e estudo de novos negócios provenientes da aquisição.

Fase operacional ou de exploração: Nesta fase, o importante é ter em atenção os custos correntes e os investimentos necessários para suportar as operações diárias, dado que os processos já se encontram implementados. Assim, pode-se apresentar dois tipos de ganhos de sinergia de acordo com as relações tangíveis (integrações que podem originar ganhos através do aumento do poder e controlo; economias de escalas; economias de gama) ou relações intangíveis (ganhos que podem ser obtidos pelos intangíveis das empresas que criam e geram valor à empresa).

2.8 – Contabilização das concentrações de actividades empresariais

No passado recente, as aquisições e fusões eram contabilizadas de acordo com Directriz Contabilística 1 (DC1), ou com a IFRS 3 (*International Financial Reporting Standards*) - Concentrações de Actividades Empresariais.

Com a adopção do SNC (Sistema de Normalização Contabilística), as directrizes foram eliminadas, ficando a contabilização das operações de concentrações sujeitas ao normativo da IFRS 3. Assim, com a DC1 era possível contabilizar as concentrações através de dois métodos: o método da compra e o método da comunhão de interesses, no entanto, a IFRS 3 apenas admite a contabilização pelo método da compra.

Segundo a norma, o objectivo da IFRS 3 é “... especificar o relato financeiro por parte de uma entidade quando esta empreende uma concentração de actividades empresariais. Em particular, a norma especifica que todas as concentrações de actividades empresariais devem ser contabilizadas pela aplicação do método de compra. Por isso, a adquirente reconhece os activos, passivos e passivos contingentes identificáveis da adquirida pelos seus justos valores à data de aquisição, e reconhece também o *goodwill*, que é posteriormente testado quanto a imparidade em vez de ser amortizado.”

Desse modo, a aplicação do método de compra envolve os seguintes passos:

- a) identificar uma adquirente;
- b) mensurar o custo da concentração de actividades empresariais; e
- c) imputar, à data da aquisição, o custo da concentração de actividades empresariais aos activos adquiridos e passivos e passivos contingentes assumidos.

Assim, o reconhecimento deve ser efectuado ao justo valor, e o método da compra é especialmente vantajoso para as operações e negócios mais complexos, onde normalmente existem vários intangíveis, cujo justo valor é profundamente diferente do custo histórico dos activos e passivos envolvidos.

Desse modo, de uma forma resumida pode-se dizer que a sua lógica do método da compra é a de atribuir o valor da aquisição a activos e passivos identificáveis reduzindo ao máximo os valores do *goodwill* (positivo ou negativo).

2.9 – A importância dos processos de *due diligence*

As tarefas de *due diligence* referem-se a um conjunto de actividades, de utilização universal, que passam pela recolha, tratamento, confirmação e análise de informações sobre as empresas, de acordo com os objectivos desejados. Ferreira (2002:337, volume I). Estas actividades estão relacionadas com as decisões de:

- F&A de empresas;
- Alianças entre empresas ou parte delas;
- Reestruturações organizacionais ou de capital, ou seja, ofertas públicas de venda ou de dispersão, iniciais ou posteriores;
- *Buy-outs* e outras operações similares;
- Investimentos em empresas;
- Empréstimos;
- Aquisições de equipamentos e outros activos corpóreos relevantes;
- *Factoring*.

Sempre que existe um processo de F&A de empresas deve ser efectuada uma análise e avaliação de todo o conjunto de informações, em todas as empresas que fazem parte do processo, de forma a verificar se a combinação poderá ser efectuada.

Segundo a *Deloitte Research*, uma pesquisa efectuada em colaboração com *Economist Intelligence Unit*, indica que alguns potenciais compradores poderão estar envolvidos em situações problemáticas, dado não ter sido efectuada uma análise eficaz, prévia à decisão de aquisição.

Deste modo, a *due diligence* ao consistir numa análise dos negócios das empresas a combinar, ou da empresa a adquirir, vai determinar se a transacção prevista é válida para ser dado o seu seguimento e se poderá avançar até à sua conclusão.

A *due diligence* inicial começa com uma lista de questões que cobre as áreas dos estatutos, da estrutura organizacional, da administração, evolução dos proveitos e respectivas origens, tipologia de custos, questões litigiosas em curso ou já julgadas. Após a análise desse questionário, a empresa potencial compradora poderá decidir avançar ou abandonar a intenção. E caso o processo continue, serão efectuadas análises mais detalhadas.

Assim, a *due diligence* inicial pode ser considerada como uma rede protectora, uma vez que reduz os riscos da empresa compradora ser surpreendida com factos que não estava a prever.

Na fase da transacção, a expectativa de que a operação de fusão ou aquisição seja bem sucedida e crie valor, fica mais clara quando a tarefa de *due diligence* prossegue, dado que, essas tarefas permitem:

- Confirmar que a operação de F&A se enquadra na estratégia da empresa;
- Verificar se os activos referenciados existem e até que ponto as operações desenvolvidas apresentam níveis de complementaridade ou de necessidade para a empresa compradora;
- Determinar a viabilidade do plano de negócios;
- Avaliar as oportunidades para melhoria da execução estratégica.

A este propósito, Ferreira (2002) chama a atenção para o facto de que embora se deseje conhecer todos aspectos ligados à empresa a adquirir, os factores tempo de decisão e surpresa poderão ficar prejudicados com as tarefas de *due diligence* que sejam muito prolongadas. Assim, é necessário focar apenas na informação considerada mais relevante e necessária, ou seja, mais ligada às razões da operação, e não se deve perder tempo com informação sem utilidade.

O mesmo autor refere que, consoante as características da operação as tarefas de *due diligence* podem ser divididas em:

- *due diligence* tradicional: financeiro ou legal;
- *due diligence* de mercado, estratégico ou comercial;
- outras áreas de investigação: operacional e técnica, impostos, ambiente, gestão e cultura, tecnologias de informação e de comunicação, marcas, patentes e outros direitos.

Desse modo, se o objectivo principal da operação for o aumento de poder no mercado, então será fundamental executar as tarefas de *due diligence* de mercado e comercial, e uma auditoria à base de clientes.

Se por outro lado, as razões principais forem as economias de escala e ganhos de eficiência, a ênfase deverá ser aplicada no enquadramento da complementaridade das empresas, em termos estratégicos, operacionais, culturais e de gestão.

2.10 – Entidades reguladoras das instituições financeiras

Em qualquer país, existem entidades reguladoras para supervisionar e regulamentar a actividade das instituições que estão abrangidas pela sua esfera de controlo.

Na Europa, a Comissão Europeia, nos Estados Unidos da América o Departamento de Justiça ou a *Federal Trade Commission*, e em Portugal, a Autoridade da Concorrência (AdC), têm o poder de investigar as operações de concentração para evitar ou bloquear o aparecimento de monopólios que não são desejados.

Estas instituições pretendem assegurar a aplicação das regras de concorrência, no respeito pelo princípio da economia de mercado e da livre concorrência, tendo em vista o funcionamento eficiente dos mercados, um elevado nível de progresso técnico, e sobretudo, garantir o maior benefício para os consumidores.

No caso português, a Autoridade da Concorrência, tem poderes transversais sobre a economia portuguesa para aplicação das regras de concorrência, em coordenação com os órgãos de regulação sectorial. Segundo os seus estatutos, a Autoridade tem por missão assegurar a aplicação das regras de concorrência em Portugal, no respeito pelo princípio da economia de mercado e de livre concorrência, tendo em vista o funcionamento eficiente dos mercados a repartição eficaz dos recursos e os interesses dos consumidores.

Esta missão traduz-se em actividades que se vão desenvolver ao longo dos seguintes eixos prioritários de actuação: (site da Autoridade da Concorrência)

Eixo 1: Controlar as estratégias empresariais (cooperativa e de concentração) e combater as práticas restritivas e abusivas com vista a assegurar um nível adequado de concorrência;

Eixo 2: Identificar mercados em que a concorrência esteja restringida e promover soluções em benefício dos consumidores e que melhorem a eficiência;

Eixo 3: Elevar a consciência pública sobre o contexto e benefícios da concorrência;

Eixo 4: Proporcionar serviços ao governo, às agências de regulação e à sociedade, conformes com os padrões das melhores práticas a nível internacional

Eixo 5: Participação de elevada credibilidade nas Relações Internacionais.

Para além de beneficiar os consumidores, uma concorrência sã beneficia as empresas, ao estabelecer o *fair play*, evitando assim que algumas sejam eliminadas por simples práticas predatórias.

A Autoridade, por si ou em conjunto com outras entidades, deverá empreender esforços para que sejam respeitados os princípios da concorrência, de forma a promover o funcionamento eficiente dos mecanismos de mercado.

Desse modo, apresento abaixo um resumo das competências de outras entidades reguladoras de Portugal, que intervêm também nas decisões dos processos de concentração das instituições financeiras. São elas o Banco de Portugal, o Instituto de Seguros de Portugal e a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

O Banco de Portugal exerce a função de supervisão, prudencial e comportamental, das instituições de crédito, das sociedades financeiras e das instituições de pagamento, tendo em vista assegurar a estabilidade, eficiência e solidez do sistema financeiro. As atribuições e competências do Banco de Portugal enquanto autoridade de supervisão encontram-se definidas na sua Lei Orgânica, no Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGICSF) e no Regime Jurídico relativo ao acesso à actividade das Instituições de Pagamento e à prestação de Serviços de Pagamento (RJIPSP).

O Instituto de Seguros de Portugal (ISP), tem competências de autorização ou de não oposição relativamente à constituição e exercício de actividade por empresas de seguros e de resseguros sediadas em Portugal. É também da competência do ISP, o controlo da aquisição ou aumento de participações qualificadas das empresas de seguros ou de resseguros, das sociedades gestoras de fundos de pensões ou dos corretores de seguros, mediante decisão de oposição ou não oposição; a fusão e cisão de empresas de seguros ou de resseguros; e a autorização da extinção de fundos de pensões.

Relativamente à CMVM, segundo artigo 145º-A do CVM, “A CMVM é competente para a supervisão de ofertas públicas de aquisição que tenham por objecto valores mobiliários emitidos por sociedades sujeitas a lei pessoal portuguesa, desde que os valores objecto da oferta estejam admitidos à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal; e b) Não estejam admitidos à negociação em mercado regulamentado.”

2.11 – O impacto da crise nas F&A

As operações de fusões e aquisições também têm sofrido com a crise do actual contexto económico, no entanto, a experiência tem demonstrado que a crise pode, efectivamente, ser sinónimo de múltiplas oportunidades.

Desde que a crise se instalou nos mercados, com início no ano 2007, a banca restringiu as condições de financiamento e hoje é muito mais difícil ter a banca como aliada no suporte de transacções.

Segundo Gomes (suplemento Oje Fusões & Aquisições de 29 de Junho de 2010), em Maio de 2010 Portugal e Espanha somaram apenas 64 operações, no valor global de 2 mil milhões de euros.

Em Abril de 2010 tinham sido registadas 77 operações, e nos primeiros cinco meses do ano a Península Ibérica tinha concretizado 437 operações, no valor total de 21,6 mil milhões de euros, conforme podemos verificar na Figura 2.6 abaixo.

F&A ANUNCIADAS EM 2010		
Data do anúncio	Nº de transacções	Valor
Maio de 2010	64	2075 milhões de euros
Abril de 2010	77	5523 milhões de euros
Março de 2010	99	3294 milhões de euros
Fevereiro de 2010	124	7505 milhões de euros
Janeiro de 2010	73	3224 milhões de euros

Figura 2.6 - Fusões e Aquisições anunciadas em 2010 (Portugal e Espanha)

Fonte: Oje Fusões&Aquisições de 29/06/2010 (*Zephyr* publicado por BvD)

Pelo exposto na figura acima podemos constatar que o mercado de fusões e aquisições apresentou durante o 1º semestre de 2010 um fraco dinamismo em termos de operações concretizadas. No entanto, no início do 2º semestre de 2010, constata-se o regresso da aposta das empresas em F&A para crescer e internacionalizar.

Desse modo, Silva (03/08/2010) refere que, de acordo com os dados da *Dealogic* a que o Diário Económico do dia 3 de Agosto, teve acesso, o mercado de F&A em Julho/2010 foi o melhor mês do ano. Conforme podemos verificar na Figura 2.7 da página seguinte, e segundo a informação do Diário Económico, o montante total das operações mundiais

ascendeu a 183 mil milhões de euros, constituindo assim o valor mais elevado desde Dezembro do ano passado, mês em que o valor das F&A atingiu os 203 mil milhões de euros.

Mês	Montante	Número
Dez-09	203	3.640
Jan-10	150	3.261
Fev-10	150	3.158
Mar-10	180	3.786
Abr-10	139	3.599
Mai-10	169	3.304
Jun-10	160	3.643
Jul-10	183	2.945

Fig. 2.7- Dados mensais: montante e número de operações realizadas (milhões de euros)

Fonte: Diário Económico de 03/08/2010 (*Dealogic*)

Aquela publicação diária refere também que “ o principal contributo para a recuperação das *M&A* em Julho veio directamente da Europa. No ‘velho continente’, as mais de 1.000 operações representaram um encaixe de 65 mil milhões de euros, o valor mais elevado desde Novembro do ano passado. Logo atrás ficaram as fusões e aquisições norte-americanas, com 48 mil milhões de euros, e as asiáticas, com 46 mil milhões.”

Desse modo, Silva (03/08/2010) conclui que o balanço de mercado de F&A desde o arranque do ano continua a ser positivo e revela já uma recuperação face à crise financeira. Existem ainda muitas oportunidades de investimento, relativas a empresas que apresentem uma débil situação económico-financeira, gerando a necessidade de vender os seus activos que possuem uma maior atractividade para o mercado.

As empresas que são alvo dos processos de concentração são normalmente aquelas que apresentam um elevado potencial de crescimento mas que possuem uma estrutura financeira desajustada, necessitando de fundos e *know-how* para sustentar o seu potencial operacional. No entanto, muitas vezes essas oportunidades não se concretizam devido a diferenças muito acentuadas de percepção do valor, entre os compradores e vendedores, quer em termos de preço, quer em termos da oferta ou em termos das restrições do financiamento.

A crise de liquidez afectou a generalidade dos países desenvolvidos, especialmente na Europa, e dado que está associada aos problemas da dívida pública, constata-se que as instituições bancárias têm restringido mais a sua oferta de crédito.

Deste modo, para qualquer negócio de concentração, actualmente é necessário que a entidade compradora se financie com uma percentagem maior de capitais próprios, fazendo assim com que constate uma diminuição deste tipo de operações, devido à limitação de fundos.

De um modo geral, e conforme refere Rangel (29/06/2010), é fácil constatar que nas operações de fusões e aquisições os níveis de alavancagem diminuíram, pelo que para a realização de uma operação de concentração é actualmente necessário ter um nível maior de capital próprio de que no período anterior à crise.

2.12 – Concentração de instituições financeiras no Mundo

Segundo informação do Diário Económico de 3 de Agosto de 2010, desde Janeiro/2010 o montante total das operações mundiais ascendia a 1,13 biliões de euros, havendo assim um aumento de 14% face aos 990 mil milhões alcançados em igual período do ano passado, e o número de operações realizadas este ano, de 23.696, é 10% superior às 21.638 efectuadas no período homólogo.

Aquele jornal diário realça também que, o grande contributo desse saldo acumulado positivo vem da Europa, uma vez que desde o início do ano, o montante das fusões e aquisições realizadas em solo europeu teve um crescimento de 17%, para os 327 mil milhões de euros. O *press release* de 07/07/2010 do site da *Thomson Reuters* refere também que o primeiro semestre de 2010 foi o mais forte em F&A desde 2008, e em IPO's desde 2007.

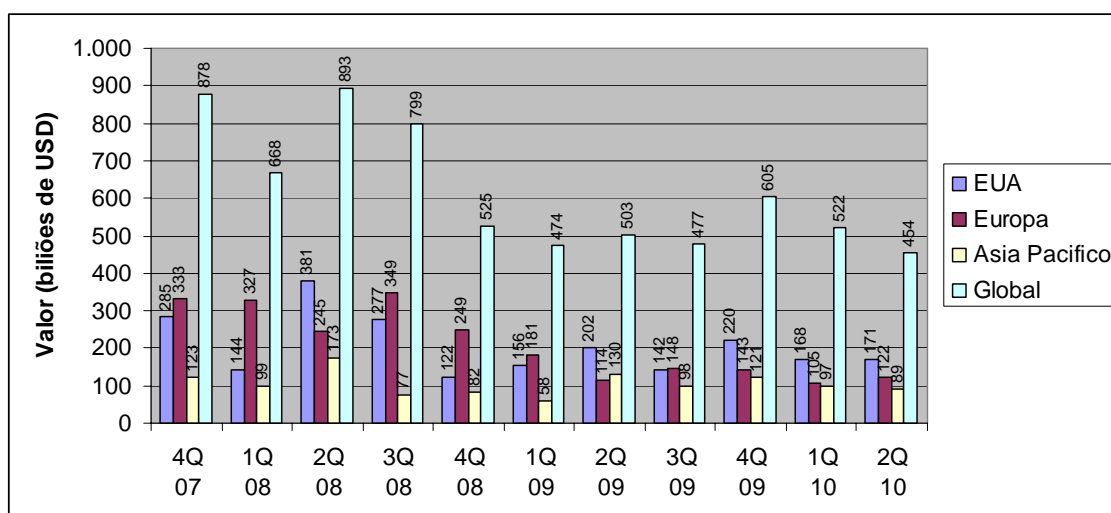
A instabilidade na zona do euro e da volatilidade de ofertas de acções em relação ao trimestre passado criaram novos desafios para os novos objectivos dos mercados de capital. As F&A foram afectadas pelo optimismo reduzido no primeiro trimestre devido às restrições de financiamento nos mercados de capitais.

De acordo com a revista *Acquisitions Monthly* de Julho/2010, a actividade global de F&A anunciadas para o primeiro semestre de 2010 totalizou o montante de 1.07 trilhões de dólares com 19.230 negócios, de acordo com os Gráficos I e II abaixo, cujos dados provêm da *Thomson Reuters*. Desse modo, verifica-se que 2010 está a ser um ano melhor tanto em valor de negócios como em volume de operações em comparação com o primeiro semestre de 2009, que gerou 18.522 negócios para um valor total de 973.8 bilhões de dólares.

Com o Gráfico I, podemos verificar que, no período de Outubro de 2007 a Junho de 2010, o volume global de F&A teve o seu ponto máximo no 2º quadrimestre de 2008, com os EUA a liderarem no nº de operações, e a partir daí as operações foram diminuindo até ao 1º quadrimestre de 2009. Desde o ano 2009, tem havido oscilações com subidas e descidas entre os quadrimestres, mas constata-se que o nº de operações globais tem vindo a diminuir desde o 4º quadrimestre de 2009. Podemos também observar que, os EUA e a Europa são quem mais contribui para o volume total de F&A.

Gráfico I

Volume global de F&A por quadrimestre

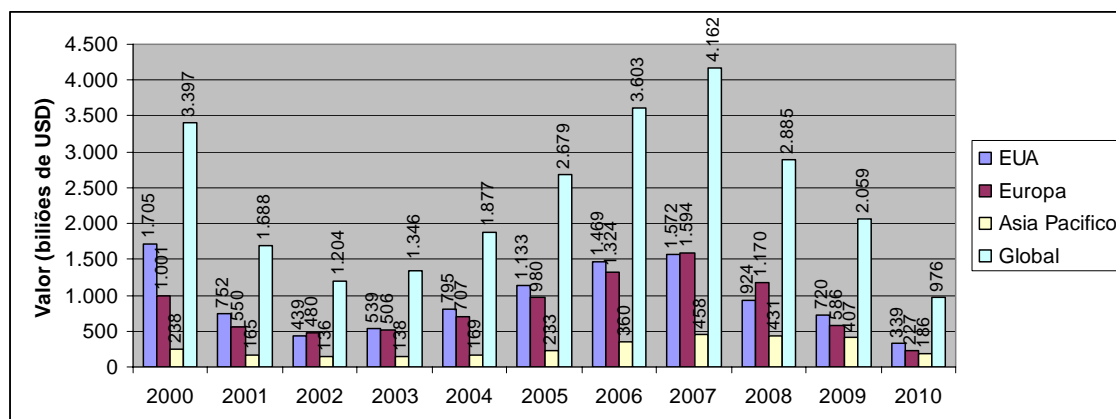


Fonte: Adaptado da Revista *Acquisitions Monthly* de Julho/2010 (*Thomson Reuters*)

Vamos também analisar a evolução anual do volume global de F&A desde o ano 2000 até a data. Desse modo, podemos começar por observar a informação do Gráfico II na página seguinte.

Gráfico II

Volume global das F&A anuais



Fonte: Adaptado da Revista *Acquisitions Monthly* de Julho/2010 (Thomson Reuters)

Conforme podemos verificar, o gráfico acima refere-se ao período que iniciou no ano 2000 até ao 1º semestre de 2010. Desse modo, os valores referentes a 2010, não são os definitivos, uma vez que os valores apresentados dizem respeito à 1ª metade do ano.

Desse modo, podemos constatar que o ano 2002 foi o pior ano em termos de operações de F&A, mas em 2003 houve uma recuperação, sendo os EUA o maior contribuinte para o aumento do volume de operações. E essa recuperação foi progressiva, em termos globais e regionais, tendo o volume de operações aumentado desde o ano 2003 até ao ano 2007, ano em que estalou a crise financeira internacional.

Assim, verifica-se que o nº de operações de F&A tem vindo a diminuir desde o ano 2007. No entanto, pelo que já foi referido anteriormente, constata-se uma retoma no ano 2010, especialmente nos meses de Junho e Julho de 2010.

Os EUA têm sido quem mais contribui com operações de fusão, no entanto, nos anos 2002, 2007 e 2008 foi na Europa onde se registou o maior número de operações de concentração.

2.12.1 – Situação em Portugal

O sector bancário e financeiro passou por profundas alterações com a adesão de Portugal na União Europeia em 1986. Caiado e Caiado (2008) referem que pode ser efectuada uma identificação de quatro períodos que marcam a evolução da actividade

bancária e financeira em Portugal, no entanto, foi no final dos anos 90's, que muitos bancos estiveram envolvidos em processos de consolidação mais agressivos e rápidos, proporcionando assim uma base de arranque para as mudanças da estrutura do mercado.

Tal como em outros países da União Europeia, Portugal também teve uma onda de fusões no sector bancário. As alterações mais significativas ocorreram no ano 2000, com a fusão de várias instituições financeiras.

De acordo com Barros *et al* (2010), a ocorrência quase simultânea das operações faz com que se possa dividir o tempo em dois períodos; o período de pré-fusão, que iniciou em 1995 até 1999, e o período de pós-fusão, que iniciou em 2000 até ao ano 2002. Neste período, quatro dos sete maiores grupos financeiros estiveram directamente envolvidos nessas alterações, seja por venda ou aquisição de pelo menos uma instituição financeira.

Desse modo, o sistema financeiro português teve vários processos de reestruturação no período de 1995 a 2002.

Entre as principais mudanças corporativas, destacam-se as cinco mais importantes:

1º) em Janeiro de 1996 o Banco Português de Investimento (BPI) comprou o Banco Borges & Irmão (BBI) e o Banco FONSECAS e Burnay (BFB);

2º) em Dezembro de 1997 o Banco Comercial de Macau (BCM) alterou para Expresso Atlântico;

3º) em Setembro de 1998 houve uma fusão entre o BBI, o Banco Fomento e Exterior (BFE) e o BFB tendo originado a nova instituição com o nome Banco BPI;

4º) em Março de 2000, o grupo Banco Pinto e Sotto Mayor (BPSM), que incluía o BPSM, o Banco Totta e Sotto Mayor Inv (BTSM Inv), o Banco Totta e Açores (BTA) e o Credito Predial Português (CPP), foi extinto. O BPSM foi comprado pelo Banco Comercial Português (BCP), e ao mesmo tempo, o BTSM Inv foi adquirido pela Caixa Geral de Depósitos (CGD);

5º) e o BTA, que tinha adquirido o CPP, foi adquirido pelo Santander em Setembro de 2000.

Entre os principais acontecimentos, os que ocorreram no ano 2000 foram os mais importantes, uma vez que envolveram os maiores bancos e grupos financeiros.

Dos sete maiores grupos financeiros, quatro se envolveram directamente, quer através da venda ou aquisição de uma instituição financeira, gerando profundas mudanças na estrutura do mercado bancário Português.

Actualmente, o destaque de decisões estratégicas de concentração de instituições financeiras em Portugal, vai para a OPA do Montepio Geral sobre o Finibanco.

O Montepio confirmou o lançamento de uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) sobre o Finibanco no passado dia 30 de Julho de 2010, com uma oferta de 1,95 euros por acção, num total de 341,25 milhões, estando a oferta condicionada à compra de pelo menos 75% do capital.

Ao atribuir o valor de 1,95 euros por acção, o Montepio está a oferecer aos accionistas um prémio superior a 30%, relativamente ao valor a que as acções registavam no mercado, na data do anúncio.

Segundo a informação do site Publico Económico (02/08/2010), para o Montepio a compra do Finibanco permitirá consolidar as actividades e as operações das subsidiárias nas respectivas actividades, operações e redes do Montepio. Entretanto, o conselho de administração do Finibanco já aprovou a oferta, por unanimidade, e recomenda aos accionistas que aceitem a proposta apresentada pelo Montepio, de 1,95 euros por acção.

Desse modo, a aceitação da OPA pelo Finibanco, indica que os gestores daquela instituição analisaram a situação, e concluíram que a fusão daqueles dois bancos criará e gerará um maior valor para os accionistas e *shareholders*, do que nas condições actuais.

2.12.2 – Situação na Europa

Ao longo da última década, tem ocorrido um processo sem precedentes de consolidação financeira na União Europeia. Segundo o estudo de *Altunbas e Marqués* (2008), constata-se que, em média, as fusões de bancos na União Europeia têm um melhor retorno sobre o capital. O estudo refere também que as fusões e aquisições transfronteiriças, contemplam diferenças que são conducentes a um maior desempenho. Sobre este assunto, *Cerasi, Chizzolini e Ivaldini* (2009) mencionam que, a estrutura da indústria bancária europeia mudou rapidamente desde a Segunda Directiva Europeia, implementada em 1992. Com esta directiva, houve um forte impulso à liberalização

dentro e fora das fronteiras nacionais, desbloqueando assim as fortes restrições regulamentares do sector bancário. No entanto, os autores concluem que, embora a desregulamentação tenha reduzido as barreiras à concorrência, provocou também, indirectamente, uma onda de F&A, dentro e fora das fronteiras nacionais.

Dentro das operações europeias do ano, destaco a aquisição da *Bancaja* pela *Caja Madrid*, cujo montante da operação cifra-se em cerca de 8.140.3 milhões de dólares, conforme informação da revista *Acquisitions Monthly* de Julho de 2010.

Destaco também o Banco Santander, que apresentou um dos melhores resultados nos *stress tests* com bancos espanhóis, tendo também o melhor resultado em Portugal através do Banco Santander Totta, sendo um banco que tem-se destacado muito em matéria das F&A. Assim, foram anunciadas recentemente a compra de bancos em várias partes do mundo, onde destaco a compra de activos do *Royal Bank of Scotland* na Inglaterra, e a compra de 70,36% do 3º maior banco polaco, *Bank Zachodni*, por 2,9 mil milhões de euros, banco esse que, segundo o Diário Económico de 10/09/2010, também estava na mira do Fortis e do *BNP Paribas*.

Note-se que, a aquisição estratégica do *Bank Zachodni* permitirá ao Santander acelerar a sua exposição em mercados emergentes, ao passo que a entidade vendedora, o *Allied Irish Banks*, poderá com esse negócio equilibrar as suas contas uma vez que foi fortemente atingido pela recessão económica na Irlanda e pela crise do mercado imobiliário.

2.12.3 – Situação nos EUA

Conforme mostram os Gráficos I e II, do ponto 2.12, em 2010 o mercado dos EUA representava 34% da actividade global ou 364.6 biliões de dólares no ano até à data da publicação dessa informação (Julho/2010), a seguir está a Europa, que registou negócios no valor de 268.6 biliões de dólares, equivalente a 25%, e a Ásia-Pacífico, que anunciou negócios no valor de 199.9 biliões de dólares, contribuindo para 19% do valor do negócio global.

No segundo trimestre de 2010, a actividade global de negócios atingiu os 546.5 biliões de dólares, sendo 9% superior ao mesmo trimestre do ano passado e constituiu um aumento de 5% relativamente ao primeiro trimestre deste ano.

Houve 3.541 transacções anunciadas de F&A europeias no segundo trimestre de 2010, totalizando 162.3 biliões de dólares, representando assim um aumento de 53% em relação ao trimestre anterior (106.3 biliões de dólares, 3.398 ofertas) e de 45% em relação ao segundo trimestre de 2009 (112 biliões de dólares).

Dentro das operações de concentração americanas, destaco a intenção de aquisição da *American Life Insurance Co. Inc.*, em 100%, pela *Metlife Inc.*, operação essa que tem o valor estimado em 15.543.5 milhões de dólares, segundo informação da revista *Acquisitions Monthly* de Jul/10.

Entretanto, prosseguem também os planos de uma fusão do Santander com o norte-americano *M&T Bank*, nas operações nos EUA.

2.12.4 – Situação no resto do Mundo

O mais recente estudo da A.T. *Kearney* – "Tendências geoestratégicas globais em fusões e aquisições transnacionais e o caso de Portugal" – revela que nos últimos três anos, Portugal e os países emergentes têm registado um aumento no número de operações das F&A. De acordo com o estudo, o volume de operações de F&A entre Portugal e os países emergentes era quase inexistente até ao ano 2005, mas entre os anos 2005 e 2008 o valor das operações registou um crescimento enorme, de 2% para 21%, afluindo rapidamente para a realidade dos restantes mercados europeus.

Deste modo, segundo o mesmo estudo, o volume total de F&A entre Portugal e os países emergentes passou de 60 milhões de euros em 2005, para mais de 1.100 milhões de euros em 2008. Antes era Portugal quem mais investia nos mercados emergentes, do que vice-versa, mas em 2008 os países emergentes ultrapassaram o investimento português nesses mercados.

No entanto, apesar desta tendência, a natureza das operações é bem diferente. Ou seja, as operações lideradas pelas empresas portuguesas são, essencialmente, aquisições maioritárias com vista à expansão internacional. Por outro lado, as operações lideradas

por países emergentes são quase exclusivamente minoritárias em empresas de maior dimensão. No estudo Angola surge como o principal investidor em participações bolsistas, com 3% do total do PSI20, seguido pelo Brasil com 1%.

De uma forma geral, a maioria dos investimentos (92%) são dirigidos às empresas cotadas no PSI20, e apenas 8% das aquisições são realizadas em empresas fora do PSI20.

Embora o perfil das operações de F&A das empresas de mercados emergentes em Portugal seja, quase exclusivamente, em posições minoritárias, as empresas de países emergentes acabam por ter um lugar de destaque na base accionista de várias grandes empresas nacionais, decorrente da elevada dispersão de capital, revela o estudo da A.T. *Kearney*.

O Angola e Brasil são os países emergentes com os quais Portugal tem um maior volume de operações bilaterais de F&A, totalizando mais de 1,7 mil milhões de euros entre 2005 e 2008. Relativamente aos mercados alvo das operações lideradas pelas empresas portuguesas, o Brasil assume um lugar de destaque, seguido pela Turquia e Polónia. Em relação às operações com destino em Portugal, Angola e depois o Brasil destacam-se pelo volume de operações, referente a mais de 60% do valor global das operações de países emergentes. Aquelos dois países destacam-se também por serem investidores de carácter contínuo.

Em Portugal, tal como em outros países, o crescimento do número de operações de F&A lideradas a partir de países emergentes, tem sido suportado em grande parte pelas empresas ligadas ao sector energético e pelos fundos soberanos, sobretudo de países produtores de petróleo, com o objectivo da diversificação de risco.

2.13 – O impacto do *stress test* e Basileia III nas decisões de concentração

Neste verão quente de 2010, o Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária (CEBS) em cooperação com o Banco Central Europeu (BCE), resolveram realizar um exercício de *stress test* a 91 bancos europeus.

Este *stress test* tem o objectivo de avaliar a resistência dos maiores bancos da União Europeia, num cenário adverso extremo. Em Portugal, este exercício foi efectuado pelo

Banco de Portugal, que realizou o teste aos quatro maiores grupos bancários (CGD, BCP, ESFG e BPI). Foi também realizado o teste ao BST e ao BES, a pedido destas instituições, contudo, os seus resultados não fazem parte do exercício coordenado pela União Europeia, ou seja, não foram publicados pelo CEBS.

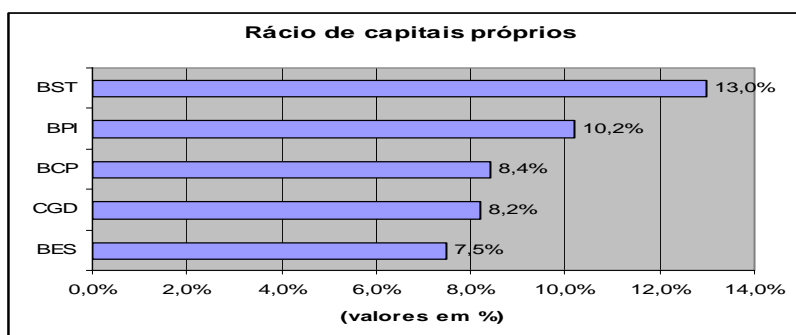
Assim, cerca de 74% do sistema bancário português foi coberto no exercício. Os cenários de referência e adverso incluem uma combinação de choques adversos em termos de risco de mercado e de crédito, incluindo o risco soberano, para os anos 2010 e 2011. O ponto de partida do exercício relativamente à informação contabilística e prudencial era em Dezembro de 2009.

Desse modo, segundo informação do site do BdP, os principais resultados do exercício de *stress test* para Portugal foram positivos. Ou seja, os quatro maiores grupos analisados apresentaram um elevado grau de resistência no pior cenário, e todos eles apresentaram rácios de capital Tier 1 superiores a 6% em 2010 e 2011, apesar de no cenário adverso sofrerem uma significativa redução nos níveis de rentabilidade e solvabilidade, em comparação com o cenário de referência.

Também os resultados do BST e do BES foram positivos, confirmando-se assim que o sector financeiro português encontra-se em boa situação de solvabilidade, no seu conjunto, conforme os resultados apresentados no Gráfico III abaixo. E assim, para já não será necessário adoptar medidas de recapitalização nos bancos portugueses.

Gráfico III

Rácios de solvabilidade dos cinco Bancos portugueses no *stress test*



Fonte: Jornal de Negócios de 09/08/2010 (BdP)

No entanto, dos 91 bancos analisados, apenas 7 chumbaram, facto que por um lado ajudou a trazer transparência e acalmar os mercados, mas por outro lado, levantou muitas questões acerca da credibilidade e rigor desse exercício de *stress test*.

Mas a questão é: Terá esse *stress test* algum impacto na decisão de concentração de instituições financeiras?

Após análise do assunto, constata-se que a realização dos testes é uma medida positiva, se efectuados numa base regular, dado que apresentam uma informação mais clara e real ao mercado sobre a situação de resistência de cada instituição.

Ou seja, o grande objectivo destes testes de esforço era demonstrar aos mercados qual a situação das instituições financeiras, e devolver a confiança para que fosse possível tranquilizar os mercados, e retomar a capacidade de acesso ao financiamento nos mercados internacionais. Isto seria possível uma vez que a realização de testes credíveis permitiria obrigar as instituições com pior resultado a efectuarem reforços de capital, e por outro lado, credibilizaria as instituições mais sólidas, permitindo assim uma redução da aversão ao risco no mercado monetário.

Assim, dado que as operações de concentração normalmente implicam o recurso a financiamento por capitais alheios, aparentemente, o resultado destes testes teriam grande influência nas decisões de concentração, uma vez que estariam intimamente ligadas com a capacidade da operação poder ser financiada. No entanto, esses primeiros resultados não provocaram alterações significativas no mercado monetário, daí que podemos concluir que, para já, o impacto do *stress test* nas decisões de concentração empresarial, é nulo.

Relativamente a Basileia III, as novas regras são já conhecidas, sendo que apenas serão aprovadas na próxima reunião do G20, em Novembro de 2010.

As regras de Basileia, consistem nas medidas para o funcionamento do sistema financeiro mundial, que obriga os bancos a deter rácios de capital mais exigentes e a possuir activos com menor risco. Estas regras provêm do Comité de Supervisão

Bancária de Basileia, também conhecido como Comité Basileia, onde se juntam os supervisores bancários das maiores economias mundiais.

Desse modo, conforme podemos verificar na Figura 2.8, as principais medidas de Basileia III podem penalizar os bancos que se encontram menos capitalizados, uma vez que são exigidos rácios de capital mais exigentes.

BASILEIA III - PRINCIPAIS MEDIDAS
Rácio Core Tier I aumenta de 2% para 4,5%
Rácio Tier I passa de 6% para 7%
Capitais próprios têm de representar pelo menos 7% dos activos
Criação de "almofada de capital" de 2,5% dos activos
Implementação total das novas regras até 1 de Janeiro de 2019
Proibição da distribuição de dividendos até cumprimento das medidas

Figura 2.8 – Principais medidas de Basileia III

Fonte: Própria (informação do jornal Oje de 14/09/2010)

Assim, constata-se que, de um modo geral as novas regras incidem essencialmente sobre o aumento das exigências em matéria de fundos próprios, liquidez, endividamento e provisões, para garantir uma maior solvabilidade das instituições financeiras, evitando assim novas crises financeiras.

Segundo o artigo publicado no jornal Oje de 14 de Setembro de 2010, “ analistas e economistas são unânimes que as instituições europeias são as que mais dificuldades vão ter, uma vez que tanto os bancos norte-americanos como asiáticos já cumprem ou estão acima dos limites apresentados...”. No entanto, os cinco maiores bancos portugueses não deverão ter problemas uma vez que já cumprem os requisitos mínimos exigidos. Desse modo, constata-se que, se por um lado a obtenção de financiamento por parte de das instituições potenciais compradoras encontra-se dificultada, por outro, as actuais dificuldades enfrentadas pela banca poderão potenciar movimentos de consolidação, uma vez que ainda existe possibilidade de novas concentrações dentro do sector bancário. Ou seja, dado que as condições da oferta do crédito são influenciadas pelos requisitos de capital, com a implementação do acordo de Basileia III a vantagem comparativa dos bancos de maior porte pode aumentar, fazendo com que aumente também o número de F&A dentro do sistema, e a concentração no mercado das instituições financeiras remanescentes.

3 - CASO DE ESTUDO: A OPA DO BCP AO BPI

3.1 – Enquadramento Teórico

Vamos agora iniciar a abordagem prática deste trabalho com um estudo de caso.

Este caso de estudo diz respeito a uma das operações financeiras mais importantes do sistema financeiro português: A Oferta Pública de Aquisição (OPA) do Banco Comercial Português (BCP) sobre o Banco BPI (BPI). Esta operação apanhou o mercado de surpresa, e desde o início esteve sempre envolto em grande polémica, com lutas de poder e incertezas do mercado, tal foi a hostilidade da oferta e da defesa. O processo demorou mais de um ano até à decisão final, isto porque, dada a complexidade da operação, foi necessário efectuar uma investigação, pelos reguladores.

O preço proposto pelo BCP no anúncio da OPA, oferecia um prémio sobre as acções do BPI. No entanto, o BPI classificou a OPA de hostil, dando início a uma guerra de poder entre os dois bancos.

Vamos iniciar com uma breve apresentação dos dois bancos que tiveram o papel principal neste processo, que acabou por não ser concretizado.

3.1.1 – Apresentação dos intervenientes: BCP e BPI

O BCP foi criado em Junho de 1985, sendo o primeiro banco comercial privado constituído após o início do processo de liberalização e desenvolvimento do sistema financeiro português.

Desde o início que o BCP tem-se destacado pelo seu dinamismo, inovação, competitividade, elevada rentabilidade e solidez financeira, afirmando-se como líder destacado em várias áreas de negócio financeiro no mercado doméstico e como instituição de referência a nível internacional na distribuição de produtos e serviços financeiros. O BCP tem o seu centro de decisão em Portugal e é o maior Banco privado

português, tendo uma posição importante no mercado financeiro português: é o segundo maior em termos de quota de mercado, quer em crédito a clientes, quer em recursos totais de clientes e tem a maior rede de distribuição bancária do país, com 918 sucursais, sendo também uma instituição de referência na Europa e em África, através das suas operações bancárias na Polónia, Grécia, Moçambique, Angola, Roménia, Suíça e também na Turquia e nos Estados Unidos da América. Actualmente, todas as operações operam sob a marca Millennium. (site Millennium BCP)

O BPI teve origem na Sociedade Portuguesa de Investimentos (SPI), que foi criada em 1981, com o objectivo de financiar projectos de investimento do sector privado, contribuir para o relançamento do mercado de capitais e para a modernização das estruturas empresariais portuguesas. Essa empresa contava com uma forte estrutura accionista, constituída por 100 das mais dinâmicas empresas portuguesas, e por um conjunto de cinco das mais importantes instituições financeiras internacionais.

Em 1985, a SPI transformou-se em Banco de Investimento tendo originado o BPI.

O BPI lidera o Grupo BPI, sendo o 4.º maior grupo financeiro privado Português, centrado na actividade bancária, dotado de uma oferta completa de serviços e produtos financeiros para os Clientes empresariais, institucionais e particulares.

O BPI tem a sua sede em Portugal, com cerca de 700 balcões de retalho, e desenvolve a sua actividade internacional em Angola e Moçambique, sendo que, em Angola, o BPI é líder na actividade de banca comercial com quotas de mercado próximas dos 20%, através do Banco de Fomento, que detém a 50.1%. (site Banco BPI)

3.1.2 – A oferta do BCP: Estratégia e Motivos

Tudo começou no dia 13 de Março de 2006, quando o mercado recebeu a notícia de que o BCP divulgou um anúncio preliminar de lançamento da oferta pública de aquisição de acções representativas do capital social do BPI.

A contrapartida oferecida pelo BCP tinha o valor de 5,70 €por acção, tendo ficado o lançamento da oferta sujeito a determinados registos e procedimentos junto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, e à obtenção de aprovações, não oposições e autorizações administrativas exigíveis nos termos da lei portuguesa ou outra legislação eventualmente aplicável (comunitária ou estrangeira).

Desse modo, a oferta do BCP estava suportada por um financiamento previsto que envolvia um aumento de capital estimado em 4 mil milhões de euros, reservado a accionistas, a realizar após a conclusão da aquisição. Este financiamento tinha como objectivo, preservar os adequados níveis de solidez financeira, consistentes com os planos de desenvolvimento da instituição.

A primeira reacção do BPI foi considerar a oferta do BCP uma oferta de natureza hostil, uma vez que o BCP não tinha informado previamente o BPI, nem os accionistas do BPI representados no conselho de administração, que no seu conjunto, eram titulares de cerca de 49% do capital social do Banco.

Assim, os termos integrais da proposta inicial do BCP eram os apresentados na Fig. 3.1

DESTAQUES DA TRANSAÇÃO	
Estrutura da transacção	Oferta pública de aquisição em cash de 100% do capital social do BPI (760 milhões de acções) Sujeita a um nível mínimo de aceitação de 50% + 1 acção
Preço	5,70€ por acção (ex-dividendo de 2005 de 0,12€ por acção); Prémio atractivo de 19% sobre o preço da acção a 10 de Março e de 27% sobre a média dos últimos 3 meses; 3,2x PBV 2006 e 13,6x o consenso de resultados esperados para 2008 (pré-sinergias); 4.332€ milhões por 100%
Condições	Remoção pelo BPI das restrições à votação nos estatutos da sociedade; Não pagamento a actuais accionistas do BPI de dividendo que exceda o dividendo proposto para 2005 de 0,12€
Calendarização	Entrega dos documentos da oferta à CMVM, Banco de Portugal e autoridade da concorrência; Lançamento da oferta sujeito a: Aprovações regulamentares; Assembleia Geral Extraordinária do BPI para remover as restrições de votação; Espera-se a conclusão do processo até, no máximo, ao final do verão;
Racionalidade do investimento	Criação de um líder português indiscutível; Estimativa de 232 milhões de euros de sinergias anuais antes de impostos; Complementaridade em numerosas áreas; Espera-se que a transacção seja "accretive" para os resultados

Figura 3.1 – Destaques da transacção OPA BCP/BPI

Fonte: Adaptado do site da CMVM

O motivo desta oferta, prendia-se com uma forte racionalidade estratégica com o objectivo de atingir as seguintes metas:

1) Liderança de mercado em todos os segmentos e produtos

A preocupação aqui era o poder haver uma maior conveniência para os clientes, e produtos e serviços mais competitivos, ou seja:

- Maior rede de balcões presente em todas as partes do país;

- Maior inovação de produto baseada em “fábricas do produto”
- Maior alavancagem dos investimentos de marketing.

2) Liderança na produtividade (sinergias de custos e partilha de melhores práticas)

O foco seria na integração de infra-estruturas que permitiriam poupanças substanciais, ou seja:

- Integração das operações;
- Racionalização dos serviços centrais;
- Optimização da rede de balcões;
- Integração dos canais remotos.

3) Escala para capturar oportunidades de crescimento

O objectivo era obter uma escala acrescida para competir como *player* credível na Europa de Leste, ou seja:

- Polónia e Grécia confirmam forte potencial de crescimento;
- Escala acrescida melhora a posição do Banco como *player* credível na região.

Conforme pode-se constatar com a Figura 3.2, com a concretização da operação, a combinação BCP+BPI apresentaria uma liderança clara no mercado português, ficando assim um líder forte num mercado aberto e competitivo, e em praticamente todas as categorias de produto (crédito habitação, *factoring*, fundos de investimento, etc.).

	Millennium BCP	BPI	Millennium BCP + BPI
Número de Clientes (milhões)	3	1,4	> 4
Sucursais (Portugal)	909	604	1.513
Activo Total (€mil milhões)	76,9	30,1	107
Crédito a Clientes (€mil milhões)	52,9	21	73,9
Recursos de Clientes (€mil milhões)	56,4	22,2	78,6
Nº de Colaboradores ('000)	11,5	7	18,5
Quota de Mercado (Portugal):			
Recursos de Clientes	22%	9%	31%
Crédito	25%	10%	35%
Core Tier 1	5,30%	5,90%	5,50%
Capitais Próprios (€mil milhões)	4,2	1,5	5,7
Capitalização Bolsista (€mil milhões)	9,1	3,6	12,7

Figura 3.2 – Instituição combinada com forte presença no mercado

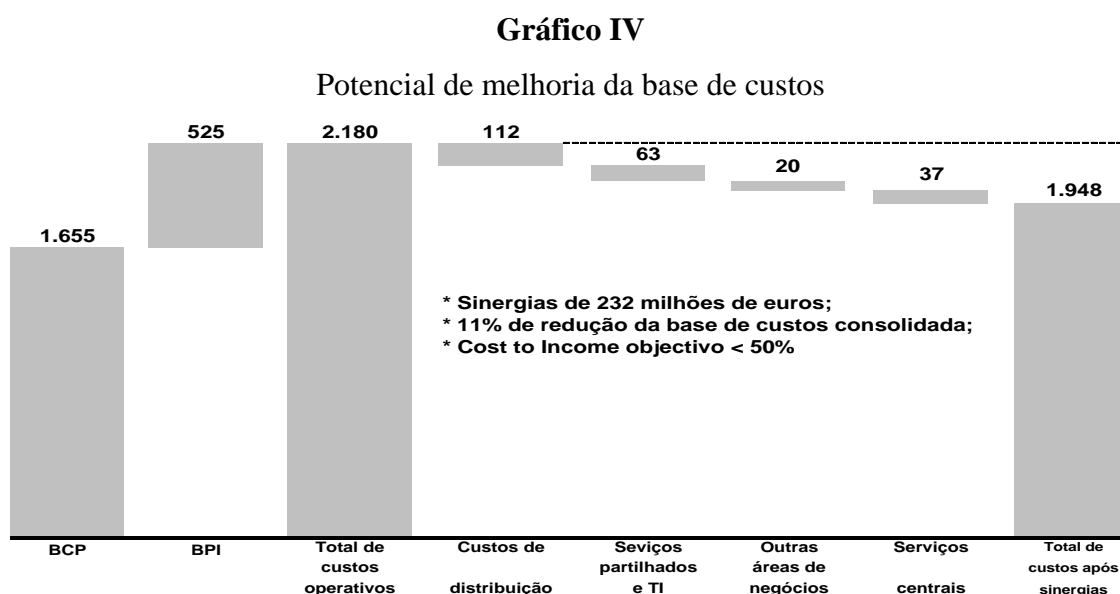
Fonte: Adaptado do site da CMVM

Com a combinação dos dois Bancos, o BCP previa uma significativa criação de valor resultante de sinergias de custos, e de sinergias adicionais de receitas associadas à operação, que ainda estariam por quantificar.

Relativamente às sinergias de receitas ter-se-ia o seguinte:

- Partilhas de melhores práticas de venda
 - O BCP era considerado um líder em produtividade comercial;
 - O BCP tinha experiência comprovada na transferência de melhores práticas em aquisições anteriores (ex: Atlântico, Mello, Sotto);
 - A abordagem estandardizada (M3⁴) aplicada com êxito *cross-border* na Polónia e na Grécia;
- Alavancamento dos planos de crescimento existentes nos dois Bancos
 - Expansão de formatos existentes de forma alargada aos dois *franchises* (ex: centros de investimento, lojas habitação);
 - Integração dos planos de desenvolvimento no estrangeiro de forma combinada (ex: Angola, Moçambique).

Relativamente à criação de valor resultante das sinergias de custos, os valores estimados são os apresentados no Gráfico IV abaixo.



Fonte: Adaptado do site CMVM

⁴ A abordagem M3 refere-se a menos carga, melhoria de serviços e maior eficácia.

Segundo a proposta apresentada pelo BCP, a OPA teria inúmeras vantagens para todos os *stakeholders*, ou seja, as vantagens seriam as seguintes:

Clientes

- Preços mais competitivos devido a maior eficiência;
- Produtos e serviços mais competitivos e inovadores;
- Maior conveniência associada a uma rede presente em qualquer lugar.

Colaboradores

- Oportunidade para fazer parte da maior instituição privada portuguesa;
- Maiores oportunidades para desenvolvimento profissional em Portugal e no estrangeiro;
- Respeito por cada indivíduo, com base em princípios de meritocracia.

Accionistas

- Elevado potencial de criação de valor;
- Título de referência na *Euronext* Lisboa;
- Uma instituição mais forte.

País

- Criação de um líder indiscutível;
- Forte posição competitiva no contexto da Banca europeia;
- Uma instituição preparada para o futuro.

Desse modo, a combinação do BCP com o BPI originaria, segundo o BCP, uma inquestionável criação de valor e uma estratégica criação do líder português no mercado bancário, uma vez que além da qualidade do *franchise* com activos de boa qualidade, rede de balcões moderna e profissionais experientes, haveria uma inquestionável liderança de mercado na grande maioria dos produtos bancários, criando um genuíno líder português no top 5 Ibérico; Haveria um espaço significativo para extrair sinergias intra-mercado, integrando operações e explorando complementaridades em Portugal e no estrangeiro. A posição do novo banco ficaria reforçada por capturar as oportunidades

de crescimento disponíveis para ambos os bancos. E haveria um prémio atractivo para os accionistas do BPI justificado pelo potencial de sinergias da entidade resultante.

Mas de que forma o BCP pretendia financiar a operação?

A estrutura de financiamento e os impactos financeiros apresentados pelo BCP eram os seguintes relativamente ao aumento de capital, estrutura de capital e impacto nos resultados.

Aumento de Capital

- A aquisição seria financiada em 92% por um aumento de capital e em 8% por recursos internos;
- Aumento de capital de 4 mil milhões de euros reservado a accionistas, que seria lançado após a conclusão da aquisição. Os termos do aumento de capital seriam anunciados imediatamente antes do início do período de transacção dos direitos, de acordo com as condições do mercado na altura;
- Aumento de capital tomado firme (*fully underwritten*) pela UBS.

Estrutura de capital

- Esperava-se que o *Core Tier 1* resultante da operação excedesse os 5% no final de 2006;
- Forte e recorrente geração orgânica de capital de cerca de 50-60 b.p. por ano, assegurando uma estrutura de capital adequada no futuro;
- Continuação da alienação de activos não “*core*” iria fortalecer adicionalmente a base de capital.

Impacto nos Resultados

- Impacto positivo nos resultados, em torno de 5%, a partir de 2008 à medida que as sinergias se materializassem;
- Potencial previsto para alcançar um *cost-to-income* combinado de 50% (após sinergias) até 2008 nas operações em Portugal.

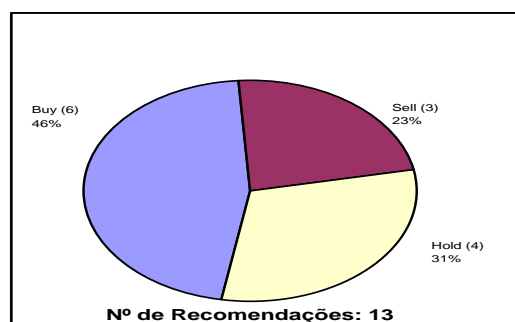
Relativamente ao preço oferecido, segundo a informação da *Reuters, Bloomberg*, o preço médio dos analistas (divulgado entre Janeiro e Fevereiro de 2006) após os resultados do 3º trimestre de 2005, era de 4,4 euros, sendo que o mínimo fixava-se em 3,6 euros e o máximo em 5,2 euros.

Desse modo, poder-se-ia dizer que o preço de oferta correspondia a um prémio de 25% sobre 5 *Price Targets* mais recentes (da altura).

No Gráfico V podemos ver que, naquele período, cerca de 46% dos analistas recomendavam a compra de acções, ao passo que 23% aconselhavam a venda.

Gráfico V

Recomendações dos analistas



Fonte: Adaptado da informação do site CMVM

O BCP reforçava também que, efectuando a comparação entre operações em mercados domésticos, constatava-se que o prémio da oferta era mais atractivo que o prémio de ofertas domésticas semelhantes, conforme podemos verificar na Figura 3.3 abaixo.

	Oferta BCP	Portugal	Ibéria	Europa
Dia anterior	19%	7%	16%	12%
Média 1 mês	27%	15%	17%	16%
Média 3 meses	32%	25%	25%	22%

Figura 3.3 - Comparação entre o prémio de oferta versus ofertas domésticas semelhantes

Fonte: Adaptado do site da CMVM

Nota:

Portugal: Considera-se apenas as operações de aquisição de controlo desde 1995 e excluindo casos atípicos. Usando prémios médios;

Ibéria: Inclui transacções domésticas em Portugal e Espanha e *cross-border* na Ibéria;

Europa: Considera operações de Portugal, Espanha, França, Itália, Alemanha e Reino Unido.

Desse modo, o BCP justificou a sua contrapartida oferecida de 5,70 euros, como um valor que representava um prémio de aproximadamente 19% relativamente à cotação de fecho do BPI (4,79€) na sessão normal da *Euronext Lisbon* imediatamente anterior à data de divulgação do Anúncio Preliminar da Oferta (que foi a 10 de Março de 2006), dia esse em que a cotação das acções do BPI atingiu um máximo histórico, representando uma valorização de 51,6% nos últimos 12 meses. Refere-se também que naquele período, o PSI20 valorizou 22,9% e o DJ *Eurostoxx Banks* valorizou 33,6%.

O valor oferecido pelo BCP era de 5,70€ (cinco euros e setenta cêntimos), que seria pago em numerário, por cada acção objecto da oferta. Assim, uma vez que já era conhecido o valor do dividendo do BPI relativo ao exercício de 2005, (informação publicamente divulgada pelo CA do BPI que deveria propor na próxima AG de accionistas um dividendo de 0,12 € por acção), o prémio implícito na contrapartida oferecida era de 22,1%.

Para fundamentar que o preço oferecido tinha de facto um prémio muito aceitável, O BCP efectuou uma análise num horizonte temporal, relativamente à cotação de fecho das acções do BPI, em prazos imediatamente anteriores à data de divulgação do Anúncio Preliminar da Oferta, conforme podemos ver na Figura 3.4 abaixo.

Prémio sobre as cotações de fecho	Sem ajustamento do dividendo*	Com ajustamento do dividendo*
- no último dia	19,0%	22,1%
- na última semana	26,1%	29,5%
- no último mês	29,5%	33,2%
- nos últimos três meses	51,2%	56,2%
- nos últimos seis meses	62,4%	68,1%
- nos últimos doze meses	81,0%	88,1%

* dividendo previsto de 0,12 euros relativo ao exercício de 2005

Figura 3.4 – Análise do prémio sobre as cotações de fecho

Fonte: Site CMVM

Constatou-se também que o prémio implícito na contrapartida da oferta encontrava-se a par com a média dos prémios pagos nos últimos 10 anos em aquisições em mercado de participações de controlo em bancos europeus quando consideradas as cotações do BPI até um mês antes do anúncio da oferta, por outro lado, o prémio era consideravelmente superior àquela média quando consideradas as cotações nos 3 meses a um ano antes do referido anúncio. Conforme podemos comparar com a Figura 3.5 da página seguinte.

Prémio de ofertas anteriores sobre bancos europeus*	
- no último dia	18,9%
- na última semana	25,4%
- no último mês	27,6%
- nos últimos três meses	26,2%
- nos últimos seis meses	33,2%
- nos últimos doze meses	44,8%

* Aquisições em mercado de participações de controlo em bancos europeus, superiores a mil milhões de euros realizadas desde 1995

Figura 3.5 - Prémios de ofertas anteriores sobre bancos europeus

Fonte: Site CMVM

Verificou-se também que nos doze meses que antecederam a publicação do Anúncio Preliminar da Oferta, nas transacções realizadas em sessões normais da *Euronext Lisbon*, o preço mais baixo das acções do BPI foi de 3,07€ (registado nos dias 31 de Maio e 1 de Junho de 2005), e o preço mais elevado foi de 4,82€ (registado no dia 10 de Março de 2006).

O BCP acrescentava também, que em comparação com o valor contabilístico por acção do BPI, apurado com base nas contas consolidadas, referentes a 31 de Dezembro de 2004 (contas pro forma, ajustadas pela aplicação das normas contabilísticas IFRS), e referentes a 31 de Dezembro de 2005, era muito inferior ao valor da contrapartida, conforme se pode verificar na Figura 3.6 abaixo.

	31-Dez-04	31-Dez-05
Capital Próprio (€Milhões)	1.020	1.187
Número de Acções emitidas	760.000.000	760.000.000
Valor contabilístico por acção (€)	1,34	1,55

Figura 3.6 – Valor contabilístico acções BPI

Fonte: Site CMVM

(Nota: Esta informação tinha sido retirada da comunicação de Facto Relevante, de 26 de Janeiro de 2006, relativa aos Resultados Consolidados do Banco BPI em 2005.)

Assim, tendo em conta todos aspectos referidos acima, os oferentes consideravam que o preço oferecido constituía uma contrapartida justa, uma vez que valorizava plenamente os interesses dos accionistas do BPI, com um prémio muito superior em relação à evolução histórica do preço das acções da sociedade visada.

O BCP concluiu também que, a cotação do BPI à data da divulgação do Anúncio Preliminar da Oferta já incorporava um prémio pela expectativa por parte do mercado de que o BPI pudesse vir a ser alvo de algum tipo de concentração.

Desse modo, o BCP entendia que, dada a posição de mercado que ocupava no sistema financeiro nacional, à experiência que detinha por já ter participado em vários processos bem sucedidos, de integração de outras instituições financeiras, e dada a estrutura que dispunha em termos humanos e físicos, a oferta por eles apresentada constituía ou superava aquilo que poderiam ser as melhores expectativas de retorno para os actuais accionistas do BPI. Isto porque, a posição de mercado resultante da junção dos negócios dos dois bancos poderia possibilitar a obtenção de benefícios em vários níveis, como em termos de obtenção de sinergias de custos, que o BCP estimava atingir o valor de 232 milhões de euros em 2006/2008, e adicionalmente, seriam também obtidas sinergias ao nível dos proveitos, como resultado do *cross-selling* sobre a base de clientes que resultaria da combinação das duas entidades, com a adopção de melhores práticas.

Relativamente às sinergias de custos, estas resultariam da racionalização da rede de balcões e serviços centrais, assim como da integração das áreas de suporte.

O BCP reforçava também, que o facto de ter tido as experiências de integração de outras instituições bancárias em Portugal, como o Banco Português do Atlântico em 1995, o Banco Mello e o Banco Pinto & Sottomayor em 2000, seria mais uma garantia de sucesso na concretização dos objectivos com a operação com o BPI.

Assim, com o preço de 5,70€ o BCP acreditava que estava a partilhar, e a assegurar antecipadamente, com os actuais accionistas do BPI, uma importante quota-parte no potencial de valor decorrente dos benefícios esperados referidos acima, atribuindo uma valorização à acção da sociedade que dificilmente outra entidade poderia oferecer, com base em critérios de racionalidade económica e financeira.

Mas afinal, qual era em concreto a estratégia do BCP? Ou melhor, quais os objectivos da aquisição?

Para começar, era objectivo do BCP adquirir a totalidade do capital social do BPI, ou no mínimo, uma posição de controlo, de harmonia com as condições de sucesso

anunciadas, com todos os direitos inerentes e livre de quaisquer ónus, encargos e responsabilidades, bem como de quaisquer limitações ou vinculações, nomeadamente quanto aos respectivos direitos patrimoniais e ou sociais ou à sua transmissibilidade.

Desse modo, a oferta do BCP enquadrava-se na estratégia multi-doméstica de explorar oportunidades de crescimento, orgânico ou por recurso a operações de concentração que maximizassem o valor para todos os accionistas e *stakeholders* em geral, mas em especial os clientes e colaboradores das instituições envolvidas.

A intenção fundamentava também a contribuição para o desenvolvimento de uma instituição reforçada num sector crítico para a economia nacional, que permitisse assegurar a estrutura concorrencial do sector financeiro em Portugal, e também como um ponto de afirmação vital do próprio país, no plano ibérico, europeu e mundial.

O facto de o BPI possuir presença no mercado angolano, que estava a ser recentemente explorado pelo BCP, enquadrava-se também no objectivo estratégico do BCP em alargar a sua presença internacional em mercados onde fosse identificado um potencial de obtenção de valor e de afirmação, com uma posição de relevo no sistema financeiro local.

Assim, a concretização do objectivo a atingir, tem como meta fundamental o propósito do BCP de aproveitar da melhor forma possível os recursos humanos e materiais que o BCP e o BPI dispunham, potenciando os respectivos pontos fortes e minimizando as ineficiências e fragilidades.

O BCP salientava também que era intenção de que os colaboradores do BPI usufríssem as mesmas condições sociais de que beneficiavam os colaboradores do BCP, referente ao plano complementar de reforma, acesso ao sistema de saúde, de acordo com as condições em vigor. Por outro lado, era também intenção harmonizar as regalias sociais de todos colaboradores, incluindo os que faziam parte do BCP.

De um modo geral, as fortes potencialidades do BPI, acompanhadas de um bom ritmo de crescimento dos valores por acção, conforme podemos ver no Anexo 1, foram as coordenadas que chamaram a atenção do BCP, para uma possível concentração.

3.1.3 – A resposta do BPI

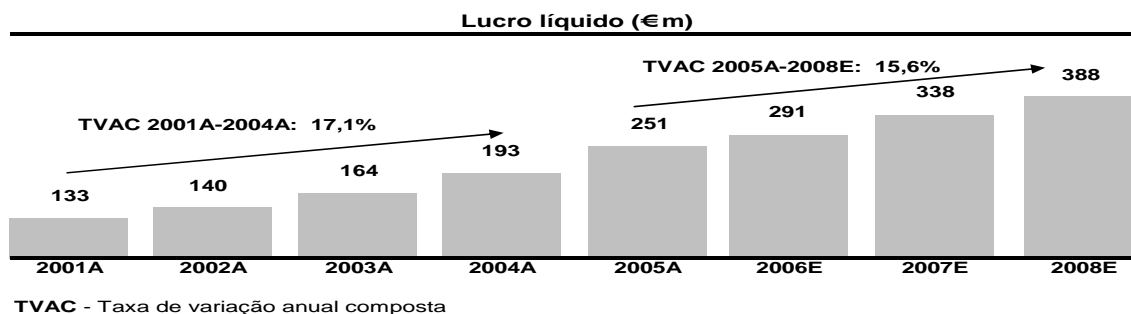
Assim, no dia 10 de Abril de 2006, foi divulgado o relatório do conselho de administração do BPI, sobre a oportunidade e as condições da OPA das acções do BPI anunciada pelo BCP. Oferta essa que o conselho de administração do BPI considerou totalmente inaceitável, uma vez que consideraram que a tentativa de aquisição do BCP subavaliava significativamente o BPI, não servindo os interesses dos seus accionistas, clientes e colaboradores. Desse modo, o CA do BPI deliberou por unanimidade rejeitar a oferta e recomendar aos accionistas do BPI que também rejeitassem, não vendendo as suas acções.

Mas em concreto, quais foram os motivos que levaram o BPI a considerar a oferta do BCP inviável?

- Em primeiro lugar o BPI considerou que o preço oferecido pelo BCP era totalmente inaceitável, uma vez que não reflectia o valor do BPI, nem o potencial de crescimento demonstrado pelo Plano de Negócios do BPI, que admitia um crescimento médio anual do lucro por acção (EPS) de 15,6% entre 2005 e 2008; e um crescimento esperado do lucro líquido de 251 milhões de euros para 388 milhões de euros, no mesmo período, conforme podemos verificar no Gráfico VI abaixo.

Gráfico VI

Evolução do lucro líquido do BPI



Fonte: Adaptado do Site CMVM

O potencial de crescimento do BPI (Gráfico VI) estava evidenciado no plano de negócios apresentado pelo BPI, no entanto, ressalva-se que, do ponto de vista

macroeconómico, o plano de negócios tinha como suporte uma previsível recuperação da economia portuguesa, facto que se verificou até ao ano 2007, ano em que iniciou a crise financeira internacional. Assim, verifica-se que, segundo os R&C do BPI, o RL consolidado do BPI em 2006, 2007, 2008 e 2009 foi de, respectivamente, cerca de 308, 356, 150 e 175 milhões de euros.

O BPI considerava também que o plano de integração apresentado pelo BCP subestimava o potencial de sinergias concretizáveis por uma gestão adequada.

- Em segundo lugar, o BPI considerava que poderia criar muito mais valor para os seus accionistas. Ou seja, o banco afirmava que nenhum outro banco português cotado apresentava um registo histórico de criação de valor equiparável ao do BPI, que à data, tinha obtido um retorno acumulado de 441% nos últimos 10 anos. O BPI comparou também o facto de que, naquela data, constatava-se que nos últimos 5 anos o rendimento anual de 10% obtido pelo accionista do BPI contrastava fortemente com o registo de destruição de valor do BCP, que apresentava um rendimento negativo de 8,3%. Por outro lado, constatava-se que num horizonte temporal de 10 anos, a rendibilidade anual de 18,4% obtida pelo accionista do BPI sobressaia relativamente ao registo histórico muito inferior do BCP, que tinha um retorno de 7,9% por ano.

Assim, o BPI considerava que os accionistas não deveriam vender as suas acções, uma vez que perderiam um projecto sólido de criação de valor.

- O BPI considerava também que, o seu modelo de governo permitia obter resultados operacionais muito superiores aos do BCP, uma vez que a estratégia do BPI vinha a revelar-se muito mais sólida e consistente que a do banco oferente. Por outro lado, o BPI possuía um modelo de governo substancialmente superior ao do BCP, no que respeita à remuneração e responsabilização da gestão executiva.

Podemos observar na Figura 3.7 da página seguinte, as diferenças existentes entre os dois modelos.

	BCP	BPI
Composição do Conselho de Administração	* 9 Executivos	* 12 Não-executivos * 7 Executivos
	* Conselho de Administração do Banco não integra Executivos de topo de Accionistas ¹	* Executivos de topo de Accionistas são membros do Conselho de Administração do Banco, ou seja, de um órgão com intervenção nas decisões mais importantes

¹ O BCP tinha aprovado recentemente uma alteração do seu modelo de governo, não existindo, o entanto, naquela data, experiência sobre a sua aplicação.

Figura 3.7 – Duas culturas diferentes/ Dois modelo de governo distintos

Fonte: Adaptado do site CMVM

- Outro factor negativo seria que com a integração do BPI no BCP, haveria a destruição de um grande número de postos de trabalho qualificado, postos esses que estavam a ser essenciais para a criação de valor no BPI.
 - Por outro lado, o BPI considerava também que a sua integração no BCP afectaria negativamente os clientes deles, em termos de conveniência, preço e oferta de produtos e serviços. Isto porque, segundo os meios de comunicação social, na semana posterior à oferta, a intenção manifestada pelo BCP era a de encerrar cerca de 300 balcões, facto que iria penalizar os clientes, no que respeita à conveniência que um balcão próximo representa.
- Além disso, os clientes do BPI beneficiavam de comissões muito inferiores, em comparação com as comissões do BCP, conforme podemos ver na Figura 3.8.

Particulares	BPI	BCP
Serviços ²	28 €	43 €
Crédito a Clientes ⁴	11 €	19 €
Outros ⁶	1 €	4 €
Total	40 €	66 €
	61%	

Empresários e Negócios	BPI	BCP
Serviços ³	78 €	169 €
Crédito a Clientes ⁵	73 €	110 €
Total	151 €	279 €
	84%	

1) Calculados com base no perfil médio de compra dos dois tipos de clientes, no Banco BPI em 2005, sendo o cálculo das comissões baseado nos preços publicados pelo BPI e pelo BCP;

2) Custos de manutenção de contas à ordem, requisição de cheques, transferências interbancárias, cartões de débito e cartões de crédito;

3) Custos de manutenção de contas à ordem, requisição de cheques, transferências interbancárias, cartões de débito e cartões de crédito, e TPAs;

4) Crédito pessoal, crédito à habitação e financiamento automóvel;

5) Conta corrente e crédito comercial;

6) Subscrição de fundos de investimento e PPR's.

Figura 3.8 – Comissão¹ média cobrada por cliente

Fonte: Adaptado do site CMVM

- Por fim, tendo em consideração o modelo de governo do BCP e o seu registo histórico de destruição de valor, e o plano de integração que propunha, o BPI considerou que devia ser absolutamente rejeitada a intenção anunciada pelo BCP de equacionar a análise e promoção de condições para que os accionistas do BPI se tornassem accionistas do BCP.

3.1.4 – A resposta dos reguladores

No entanto, em 12 de Junho de 2006 o BCP recebeu a decisão de não oposição do Banco de Portugal (BdP) à oferta sobre o BPI. No entanto, o BdP informou também que esta deliberação tinha sido tomada no pressuposto de ser concretizada a operação de aumento de capital destinada ao cumprimento dos rácios e limites prudenciais, facto que se enquadravam no plano de reforço de fundos próprios anunciado pelo BCP no dia da divulgação do anúncio preliminar da oferta. Decisão essa que satisfiz a primeira das aprovações e autorizações administrativas a que se encontrava sujeito o lançamento da OPA.

No dia 28 de Junho de 2006 o BCP recebeu o projecto da decisão da autoridade da concorrência no processo relativo à oferta sobre o BPI, em que a autoridade determinou a passagem do processo para uma investigação mais profunda, constituindo assim, a segunda fase do processo em curso, uma vez que tratava-se de uma operação de grande dimensão e complexidade, necessitando assim, após uma investigação inicial, de diligências de investigação complementares por parte da autoridade. A lei da concorrência previa que a investigação aprofundada tivesse a duração máxima de 90 dias úteis.

A Autoridade da Concorrência decidiu avançar para a investigação aprofundada na OPA em questão, por ter identificado abuso de posição dominante em 16 mercados.

Segundo a informação do Diário Económico, caso se concretizasse a compra, o BCP passaria a deter uma quota de 41% dos seguros vida, 41% em 'leasing', 40% em cartões, 39% do crédito total a empresas e 37% do crédito a PME, 37,7% do negócio do *factoring* e 37,2% do mercado dos fundos de investimento.

No dia 5 de Julho de 2006, o BCP recebeu a decisão de não oposição do Instituto de Seguros de Portugal à oferta sobre o BPI, o qual detinha acções representativas de 35% do capital social da Companhia de Seguros *Allianz* Portugal, S.A., de 50% do capital social da COSEC – Companhia de Seguro de Créditos, S.A., de 100% do capital social da BPI Vida – Companhia de Seguros de Vida, S.A., e, através do Banco Português de Investimentos, SGPS, S.A., de 100% do capital social da BPI Pensões – Sociedade Gestora de Fundos de Pensões, S.A..

No entanto, o processo esteve demorado levando a que a previsão do BCP em concluir a operação no final de 2006 não fosse possível de concretizar.

Segundo informação do Diário Económico, o motivo da demora deveu-se ao facto da Autoridade da Concorrência (AdC) ter efectuado pedidos de informações genéricas sobre o sistema financeiro a vários bancos, e apesar da AdC ter 90 dias para concluir a investigação aprofundada da OPA do BCP sobre o BPI, que iniciou em 14 de Julho de 2006, esse prazo era interrompido sempre que eram efectuados novos pedidos de informações ao BCP.

Entretanto, segundo um comunicado enviado à CMVM, o *La Caixa* adquiriu, em 7 de Novembro de 2006, cerca de 1,75% do capital do BPI. Desta forma, a instituição espanhola aumentou a sua posição para 22,789%, correspondente a mais de 23% dos direitos de voto. No entanto, devido à blindagem de estatutos do BPI, o *La Caixa* só poderia votar com o limite máximo de 17,5%.

Com este reforço, cerca de 55% do capital do BPI estava controlado pelos subscritores do acordo de preferência, que apoiavam a gestão do BPI e se opunham à OPA lançada pelo BCP.

A estratégia do Grupo *La Caixa* indiciava mais uma prova de resistência à OPA, ou seja, além da posição assumida publicamente, de rejeição da oferta, aquela compra mostrava que o banco espanhol era da opinião que o BPI valia mais do que aquilo que o BCP pretendia oferecer, uma vez que tinha comprado acções acima daquele valor.

E conforme podemos verificar na Figura 3.9 da página seguinte, até ao final do ano 2006, o Grupo Espanhol ainda voltou a reforçar mais a sua posição no BPI.

POSIÇÕES ACCIONISTAS SUPERIORES A 2% DO CAPITAL SOCIAL DO BPI			
31 de Dezembro de 2005		31 de Dezembro de 2006	
ACCIONISTA	% Capital detido	ACCIONISTA	% Capital detido
Grupo Itaú	16,1%	Grupo La Caixa	25,0%
Grupo La Caixa	16,0%	Grupo Itaú	17,5%
Grupo Allianz	8,8%	Grupo Allianz	8,8%
Grupo Santander Totta	5,8%	Grupo Santander Totta	8,1%
The Chase Manhattan Bank	4,4%	Grupo BCP	6,6%
Participação qualificada do Banco BPI	3,3%	Deutsche Bank	3,1%
Goldman Sachs and Co.	3,2%	Arsopi	2,9%
Grupo BCP	3,1%	HVF SGPS, S.A.	2,9%
Arsopi	2,9%	Castlerigg Master Investment, Ltd.	2,1%
HVF SGPS, S.A.	2,9%	-	-
State Street	2,2%	-	-
Amorim Holding II, SGPS, S.A.	2,0%	-	-
Norges Bank Investment Management	2,0%	-	-

Figura 3.9 – Comparação da posição Accionista do BPI (Dez/2005 e Dez/2006)

Fonte: Própria (adaptado da informação retirada dos R&C do BPI em 31/12/05 e em 31/12/06)

Convém realçar que, os dois principais accionistas do BPI, o Grupo *La Caixa* e o *Itaú*, votavam com 17,5% cada um, dado estarem previstos nos estatutos do BPI, o limite do exercício dos direitos de voto para até ao máximo de 17,5%, decisão essa que tinha sido aprovada em assembleia-geral de accionistas.

Por outro lado, mais de metade do capital estava obrigado a um contrato de preferência entre accionistas. Assim, estes dois factos proporcionavam ao BPI uma posição menos vulnerável. Este acordo de preferência tinha sido alargado a outras entidades, e os accionistas subscritores daquele pacto já somavam mais de metade do capital social do BPI, ou seja, 53,884%.

Com este direito de preferência, qualquer dos accionistas subscritores do referido acordo só poderia vender as suas acções depois de submeter o mesmo negócio aos seus parceiros, conforme pode ser constatado no Anexo 2 no final da dissertação.

Assim, o núcleo duro de accionistas do BPI, que reunia mais de metade do capital do banco, teve de desfazer o acordo de preferência que vigorava há 13 anos, porque, segundo a nova lei das OPA, o pacto traduzia-se na frustração da alteração de domínio da sociedade.

Nessa fase, a estratégia utilizada pelo BPI foi a de não entrar em confronto com o regulador, uma vez que o núcleo duro poderia ser confrontado com a inibição de votos, dificultando assim a sua posição na assembleia-geral a convocar pelo BCP para

desblindar os estatutos. Ou seja, a CMVM poderia considerar o núcleo duro de accionistas como um único accionista, e assim, esse núcleo só poderia votar com 17,5% dos votos, limite esse estabelecido nos estatutos do próprio BPI.

Desse modo, o BPI foi o primeiro exemplo do impacto imediato da nova lei das OPA. Accionistas com mais de 57% do BPI tinham entre si um acordo de preferência, que caía na nova redacção do Artigo 20º do Código dos Valores Mobiliários.

No entanto, decorria a investigação aprofundada da AdC, para apurar se a entidade que resultaria da OPA ficaria numa situação dominante abusiva.

Relativamente ao acordo do BPI, a CMVM entendeu que o direito de preferência de venda de acções do BPI poderia ser utilizado para bloquear uma OPA, facto que levou o banco a terminar o pacto entre os seus accionistas.

Segundo o Diário Económico, o entendimento da CMVM apoiava-se no facto do grupo em causa controlar a maioria do capital do banco – mais precisamente cerca de 55%. Ou seja, as acções continuariam nas mãos do mesmo núcleo, o que impediria qualquer alteração do controlo do banco.

A dada altura era fácil verificar que seria muito difícil para o BCP conseguir atingir, no âmbito da OPA, os 50% do BPI. Isto porque, os accionistas que representavam mais de metade do seu capital se opunham à oferta. Esta é considerada pelo BPI a sua primeira grande frente de defesa. O BPI sustentava esta sua convicção nas declarações de apoio efectuadas pelos seus três principais accionistas – Itaú, *La Caixa* e *Allianz* –, que totalizavam, 49,237% do capital.

Outro dos trunfos do BPI contra a OPA do BCP naquele momento, era a limitação do exercício dos direitos de voto nos 17,5% e o facto de, segundo os seus estatutos, serem necessários três quartos do capital para eliminar a blindagem. Assim, naquele momento, bastariam os votos do *La Caixa* (23,155%) e de um outro pequeno accionista para, em assembleia-geral, reunir os 25% suficientes para impedir a desblindagem de estatutos.

O BCP fazia depender a OPA da desblindagem de estatutos e aquisição de 50,01%, ou da não desblindagem e consequente compra de 90,01% do BPI.

Outra estratégia utilizada pelo BPI foi o facto de pretender vender a sua posição no BCP, que representava 7,2% do capital social do BCP. Facto que não seria indiferente ao BCP, o destino de uma parcela importante do seu capital, sobretudo numa altura em que tentava comprar, de forma hostil, o seu rival e accionista BPI. Mas, por força da OPA lançada pelo BCP, o BPI só poderia vender a sua posição no BCP se obtivesse o voto favorável de dois terços dos accionistas, no âmbito de uma assembleia-geral convocada especificamente para o efeito. Estas eram as limitações impostas pelo Código dos Valores Mobiliários à sociedade visada numa OPA para as operações que não fazem parte da gestão corrente. O pedido de autorização incidia apenas sobre 4,7% das acções do BCP, já que o remanescente se encontrava na posse do seu fundo de pensões, dispondo, por isso, o BPI de total autonomia de decisão.

No entanto, se o BPI tivesse recuperado o direito de gerir a posição accionista no seu adversário, isso era, na opinião do BCP, argumento mais que suficiente para avançar com a impugnação, ou mesmo para justificar uma desistência da OPA. Isto porque, no anúncio de lançamento, o BCP tinha sublinhado que a decisão de avançar com a OPA se fundava no facto de que não ocorreriam circunstâncias com impacto significativo na situação patrimonial, económica e financeira da sociedade visada. Um dos quais consistia, precisamente, na venda de participações de valor superior a 50 milhões de euros. Ora, os 7% que o BPI detinha no BCP estavam avaliados muito acima daquele montante.

Ao valor de mercado, o lote de acções valiam cerca de 700 milhões de euros.

Nessa altura, o desafio do BCP, nesta disputa, já não se limitava a tentar convencer os accionistas do BPI a vender a suas acções. O maior banco privado português teria, naquele momento, de tentar impedir que um lote de 7% do seu capital ficasse disponível no mercado, sem que pudessem intervir no seu destino.

Assim, se a 13 de Março de 2006, quando lançou a OPA sobre o BPI, o BCP ainda podia contar com o benefício da dúvida, em 2007 as hipóteses do BCP ser bem sucedido nesta ofensiva eram quase nulas. Ao longo de dez meses, o BPI e o seu núcleo duro de accionistas, cuja coesão tinha sido, até ao momento, total, deram passos legais que acabaram por criar várias vulnerabilidades à oferta do seu rival.

Assim, o BCP resolveu tomar medidas uma vez que a situação tinha-se alterado a seu desfavor. Ou seja, a blindagem de estatutos passou de 12,5% para 17,5%, beneficiando a oposição à OPA; os espanhóis do *La Caixa* obtiveram autorização do Banco de Portugal para aumentar a sua participação até um terço do capital e reforçaram, efectivamente, de 16,5% para 25%; e por último, uma maioria esmagadora dos accionistas autorizou o conselho de administração do BPI a dispor de uma participação de 7% do BCP.

Consciente de que, nos actuais termos, a OPA não passaria no mercado, o BCP encontrou na alteração de circunstâncias motivos para tentar reconduzir a disputa para o plano político. Ou seja, a alternativa era a de chamar a atenção do Governo para o facto de que o BPI estava a ser liderado por um grupo catalão, cuja natureza (de direito público) poderia colocar em causa os interesses do próprio Estado português. Considerava ainda o BCP que o interesse do *La Caixa* no BPI não era claro e que a sua preponderância no capital do banco, preocupante e conquistada já no decurso da OPA, foi conseguida com o consentimento do Banco de Portugal.

No entanto, o espanhol *La Caixa*, já tinha conseguido mais uma autorização do Banco de Portugal para reforçar até aos 33%, dificultando assim os planos do BCP. Entretanto as acções do BCP encerravam a sessão de 29 de Janeiro de 2007 com máximos desde 2002, subindo 2,11% para 2,61 euros, enquanto os títulos do BPI perderam 3,14% para 6,16 euros, mas ainda assim estavam 0,46 cêntimos acima dos 5,7 euros oferecidos na OPA. Constata-se que desde o lançamento desta operação de compra, até ao final do ano 2006, as acções do BPI valorizaram-se em 23,38% e as do BCP subiram apenas 10,69%, conforme podemos observar na Figura 3.10 abaixo.

Cotação	BPI	BCP
10-03-2006	4,7900	2,2767
29-12-2006	5,9100	2,5200
Variação	23,38%	10,69%

(Cotação em euros)

Figura 3.10 – Evolução da cotação do BPI e BCP desde a OPA até ao fim do ano 2006

Fonte: Elaboração própria

Entretanto, no dia 29 de Janeiro de 2007, o BCP informou ter celebrado contratos para a compra de acções BPI, correspondentes a 10,5% do respectivo capital social e sobre compromisso relativo ao processo de eventual venda de activos. Esses contratos foram

celebrados com sociedades do Grupo Santander em Portugal, e com o Fundo de Pensões do Grupo BCP, sujeitos às autorizações legalmente aplicáveis, em que o Banco Santander Totta ficaria com uma posição qualificada relativamente à eventual alienação de sucursais e/ou activos, que fosse depois decidido efectuar decorrente do compromisso com a Autoridade da Concorrência, na sequência da aquisição do controlo sobre o BPI.

No dia 1 de Março de 2007 o BPI foi notificado pela Autoridade da Concorrência sobre o projecto de decisão de não oposição relativamente à operação de concentração com a OPA do BCP ao BPI, concedendo assim um prazo de 10 dias para o BPI se pronunciar sobre o mencionado projecto de decisão.

Na mesma data, o BCP também foi notificado pela Autoridade da Concorrência sobre o seu projecto de decisão. Projecto esse que, apesar de não ser contra a referida concentração, incluía uma série de compromissos que deveriam ser seguidos pelo BCP perante a Autoridade da Concorrência, relativa às seguintes matérias indicadas na Figura 3.11 abaixo.

Alienação das participações do BCP e do BPI na Unicre
Desenvolvimento de uma operação de <i>acquiring</i>
Transferência de sucursais através do processo de venda
Medidas relativas à mobilidade dos Clientes Empresa

Fig. 3.11 – Compromissos exigidos ao BCP pela Autoridade da Concorrência

Fonte: Elaboração própria (com informação do site CMVM)

Compromissos esses que seriam acompanhados de obrigações acessórias consideradas adequadas para a sua eficácia.

Em 13 de Março de 2007, o BCP enviou as suas observações à Autoridade da Concorrência, no sentido de que, não obstante algumas discordâncias no documento, o BCP reiterou os compromissos que apresentou à Autoridade da Concorrência, com o objectivo de facilitar o andamento do processo.

Não obstante a decisão da Autoridade da Concorrência, que o BPI considerou irrelevante, segundo comunicado divulgado em 1 de Março de 2007, o BPI reiterou a declaração de rejeição da oferta do BCP, após reunião ordinária do conselho de administração do BPI ocorrido em 12 de Março de 2007.

Entretanto, no dia 16 de Março de 2007 o BCP informou ter recebido a notificação da Autoridade da Concorrência comunicando a sua decisão final, em que deliberava não se opor à concentração do BCP/BPI através da OPA lançada pelo BCP, desde que acompanhada da imposição de condições e obrigações destinadas a garantir o cumprimento de compromissos assumidos com vista a assegurar a manutenção de uma concorrência efectiva nos diversos mercados. Compromissos esses, que eram os mesmos previstos no projecto de decisão, os quais incidiam sobre as matérias referidas na Figura 3.11 da página anterior.

Após o anúncio dessa decisão, o BCP pôde prosseguir com o processo, uma vez que tinha o prazo máximo de 10 dias para proceder ao pedido de registo junto da CMVM, de forma a poder iniciar o período da oferta.

Deste modo, no dia 5 de Abril de 2007, o BCP efectuou o registo e anúncio de lançamento da OPA onde resumia os detalhes da oferta e as decisões do BdP, ISP e Autoridade da Concorrência. Assim, no prospecto da oferta pública de aquisição geral e voluntária de acções representativas do capital social do BPI, O BCP efectuou algumas actualizações, relativamente à informação da justificação da contrapartida, que o banco já tinha efectuado em 2006.

Tendo decorrido o ano de 2006, o ponto de situação relativamente ao valor contabilístico por acção de cada acção BPI era o exposto na Figura 3.12 abaixo.

	31-Dez-04	31-Dez-05	31-Dez-06
Capital Próprio (€Milhões)	1.020	1.181	1.451
Número de Acções emitidas	760.000.000	760.000.000	760.000.000
Valor contabilístico por acção (€)	1,34	1,55	1,91

Figura 3.12 – Valor contabilístico por acção do BPI

Fonte: Adaptado do site CMVM

Ou seja, constata-se que apesar do valor contabilístico unitário por acção ter tido um aumento face ao ano 2005, ainda assim o seu valor é muito inferior ao valor da oferta.

Deve-se realçar que a subida dos preços alvo deveu-se à influência dos termos da oferta, uma vez que os preços alvo subiram 39,9% entre o dia imediatamente anterior à divulgação do Anúncio Preliminar da Oferta, 10 de Março de 2006, e o dia 9 de Março de 2007, enquanto os índices *DJ Euro Stoxx* e *DJ Euro Stoxx Banks* tiveram, respectivamente, uma evolução positiva no mesmo período de 11,1% e 12,3%.

Dada a constatação desse facto, o BCP entendeu que a evolução da cotação das acções do BPI após o Anúncio Preliminar da Oferta foi condicionada pelos impactos decorrentes daquele anúncio, e por esse motivo não deveria ser relevado para a adequação da contrapartida oferecida.

Assim, o BCP considerou que o preço oferecido constituía uma contrapartida justa, que valorizava plenamente os interesses dos accionistas do BPI, incluindo um prémio em relação à evolução histórica do preço das acções do BPI antes do Anúncio Preliminar da oferta (divulgado em 13 de Março de 2006).

Por outro lado, o BCP tinha baseado a contrapartida oferecida no pressuposto de que seria possível obter uma decisão de não oposição por parte da Autoridade da Concorrência, sem necessidade de aceitar quaisquer compromissos perante aquela autoridade. Mas acontece que as conclusões da análise da Autoridade da Concorrência obrigou o BCP a aceitar um conjunto de compromissos que visaram a obtenção da decisão de não oposição por parte da autoridade, compromissos esses, que implicavam um impacto desfavorável nas projecções económicas subjacentes à oferta, limitando assim a correspondente capacidade de criação e distribuição de valor, sem contudo, pôr em causa o racional estratégico da operação.

Esse impacto desfavorável estaria relacionado com a alienação de activos, prevista nos compromissos assumidos, facto que iria implicar uma redução do contributo para os resultados do BCP em relação ao inicialmente esperado, que poderia não ser totalmente compensada pela totalidade do valor que fosse obtido com essa alienação.

Assim, o BCP concluía que a manutenção da contrapartida em valor igual ao previsto no Anúncio Preliminar da Oferta representava um esforço financeiro adicional por parte do BCP.

Posto isto, o BCP reafirmava que considerava que a oferta apresentada era vantajosa tanto para eles como para a globalidade dos accionistas do BPI, uma vez que a posição de mercado resultante da junção dos dois bancos possibilitaria a obtenção de benefícios a diferentes níveis, nomeadamente em relação à obtenção de sinergias de custos e de proveitos.

Sendo assim, quais eram os objectivos da aquisição?

O principal objectivo da aquisição pelo BCP era alcançar a titularidade da totalidade do capital social do BPI, ou no mínimo, uma posição de controlo, de harmonia com as condições de sucesso anunciadas. Isto em conformidade com as autorizações administrativas, nomeadamente as decisões de não oposição do Banco de Portugal e da Autoridade da Concorrência.

No entanto, havia outros factores a ter em conta:

1. A aquisição dentro da estratégia do BCP;
2. Política de recursos humanos;
3. Compromissos assumidos perante a Autoridade da Concorrência;
4. Mecanismo de aquisição potestativa, qualidade de sociedade aberta e projecto de fusão;
5. Financiamento da oferta até 4 mil milhões de euros.

Relativamente ao ponto 4 acima descrito, este estava relacionado com o facto de que, se o BCP viesse a ultrapassar 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social do BPI, por efeito da oferta ou por outras operações legalmente permitidas, o BCP admitia recorrer ao mecanismo de aquisição potestativa previsto no art. 194º do Código de Valores Mobiliários, implicando assim a imediata exclusão da negociação em mercado regulamentado das acções do BPI, e ficando vedada a sua readmissão pelo prazo fixado na lei.

O BCP também tinha a intenção de propor o projecto de fusão com o BPI, caso a oferta tivesse sucesso, de acordo com as condições de sucesso dos documentos finais da oferta, mas não alcançassem uma percentagem do capital social que lhes permitisse o recurso aos mecanismos de aquisição potestativa acima referidos.

Desse modo, o anúncio de lançamento da oferta foi publicado no dia 5 de Abril de 2007, tendo sido fixado o prazo da oferta em 25 dias (corridos), com início no dia 10 de Abril até ao dia 4 de Maio de 2007.

O BPI por sua vez, quando recebeu, em 4 de Abril de 2007, os projectos de anúncio de lançamento e de prospecto, o conselho de administração considerou que não tinha havido qualquer alteração significativa no conteúdo da oferta divulgado em Março de 2006, e assim, o CA deliberou por unanimidade reafirmar a rejeição da oferta e recomendaram aos accionistas do BPI para também rejeitarem, não vendendo as suas acções.

3.1.5 – Alteração da Oferta pelo BCP

Entretanto, no último dia da oferta, em 24 de Abril de 2007 o BCP informou ter efectuado uma revisão da contrapartida da OPA, cujo anúncio de lançamento tinha sido publicado em 5 de Abril de 2007, e assim, a contrapartida oferecida passava a ser de 7 euros por acção representativa do capital social do BPI, a ser pago em numerário.

A fixação da contrapartida revista também tinha sido efectuada no quadro das pressuposições e condições mencionadas no anúncio de lançamento e no prospecto.

Esta decisão de revisão da contrapartida foi tomada no último dia previsto no CVM, para minimizar qualquer tipo de perturbação no mercado, e por outro lado, para marcar que se tratava de uma revisão única e definitiva da contrapartida que o BCP admitia efectuar. Mantendo-se o prazo de 10 dias, após o termo da oferta, para os destinatários da oferta poderem tomar a sua decisão relativamente à venda de acções BPI pelo novo preço oferecido.

Desse modo, os termos finais da oferta do BCP, apresentados no dia 24 de Abril de 2007, foram os seguintes, indicados na Figura 3.13 da página seguinte.

TERMOS FINAIS (24 DE ABRIL DE 2007)	
Condições de Sucesso	82,5% + 1 acção, assegurando maioria dos votos contáveis.
Preço	7,00 euros por acção integralmente em numerário; Valorização implícita do BPI em 5.320 milhões de euros.
Autoridade da Concorrência	Decisão final de não oposição, comunicada em 26 de Março de 2007, com os seguintes compromissos assumidos pelo BCP: - Alienação da participação na Unicre; - Desenvolvimento de uma operação alternativa de acquiring; - Venda de 60 sucursais pré-identificadas, com respectivo negócio, e de negócio de empresas correspondente a uma carteira de crédito associado num total de 450 milhões de euros; - Isenção de custos de encerramento de contas de clientes empresa do BCP e do BPI por forma a assegurar a respectiva mobilidade.
ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO E IMPACTO FINANCEIRO	
Aumento de Capital	- Aquisição financiada através de aumento de capital de 5.000 milhões de euros, complementado por recursos internos; - Dimensão do aumento de capital dependente do nível de aceitação da oferta; - Aumento de capital a realizar após conclusão da oferta em condições que seriam negociadas antes do início do período de negociação de direitos, de acordo com as condições de mercado da altura; - Totalidade do aumento de capital tomado firme pela UBS, Citigroup, Merrill Lynch, JP Morgan e Credit Suisse.
Posição de Capital resultante	Rácio Tier 1 de 7% no final do ano 2007: - Forte geração orgânica de capital, estimada em 50-60 bp por ano garantindo adequada estrutura de capital; - Venda de operações não estratégicas do BPI, bem como venda de activos decorrentes da decisão da Autoridade da Concorrência, que reforçariam a base de capital.
Impacto de Resultados	Incremento dos resultados por acção a partir de 2009, à medida que se materializassem as sinergias (2009: +6%)* Retorno esperado do investimento (ROI) em 2009 de +/- 11,6% (considerando o plano de negócio apresentado pelo BPI)

* Considerando a cotação média da acção BCP nos 30 dias anteriores ao registo da oferta junto da CMVM (5 de Abril de 2007)

Figura 3.13 – Condições finais da Oferta do BCP

Fonte: Adaptado da apresentação do BCP com as condições finais da oferta em 24/Abr/ 2007

Assim, o preço final da oferta de 7 euros representava um prémio de 20% face aos *price targets* mais recentes (da época) de analistas. Esses *price targets* eram pós resultados de 2006 e a média situava-se nos 5,84 euros por acção.

O preço final da oferta representava também um prémio de 23% face a múltiplos de mercado, cuja média do P/E (cotação/resultado 2008 com base nas cotações de 20 de Abril de 2007) se situava em 11,6 e o preço final da oferta era de 14,3.

Assim, o BCP considerava o preço de oferta atractivo, com base na justa repartição entre os accionistas do BPI e BCP, do potencial de sinergias, incorporando igualmente a valorização global dos mercados financeiros.

- Sinergias de custos estimadas em 215 milhões de euros (líquidas do impacto dos compromissos assumidos com a Autoridade da Concorrência), representando 10% da base de custos da entidade combinada, que seriam capturados em 2008 (75%), 2009 (90%) e 2010 (100%);
- Sinergias de proveitos anuais estimadas de 74 milhões de euros, a atingir no terceiro ano, já líquidas de perdas de proveitos de 46 milhões que se previa ocorrer nos primeiros dois anos; as sinergias de proveitos seriam alcançadas

através do aumento de *cross selling* e da rendibilidade por cliente, em linha com a experiência do BCP nos últimos 3 anos;

- A revisão do preço reflecte, igualmente, a valorização global dos mercados accionistas ocorrida desde o anúncio da oferta (13 de Março de 2006) até à data do momento (23 de Abril de 2007), que foi de + 15,5% (*Eurostoxx 50*);
- Revisão de preço efectuada no último dia legalmente admissível, constituindo oferta final por parte do BCP.

Concluindo, o BCP reiterava assim a oportunidade única de criação de valor decorrente da criação de uma instituição financeira líder em Portugal, conforme as projecções da Figura 3.14, onde podemos observar que a combinação dos dois bancos resultaria numa nova instituição com grande peso e poder no mercado bancário nacional.

	Millennium BCP	BPI	Millennium BCP + BPI
Número de Clientes (milhões)	3,0	1,4	> 4
Sucursais (Portugal)	864	600	1.464
Activo Total (€mil milhões)	79,3	35,6	114,9
Crédito a Clientes (€mil milhões)	56,7	24,6	81,3
Recursos de Clientes (€mil milhões)	57,2	24,6	81,8
Nº de Colaboradores ('000)	10,9	7,0	17,9
Quota de Mercado (Portugal):			
Recursos de Clientes	21%	9%	30%
Crédito	25%	11%	36%
Core Tier 1	5,5%	5,9%	5,6%
Capitais Próprios (€mil milhões)	4,8	1,5	6,3
Capitalização Bolsista (€mil milhões)	9,3	5,0	14,3

Figura 3.14 – Criação de líder no mercado português (dados de 31 Dez 2006)

Fonte: Adaptado da apresentação do BCP com as condições finais da oferta em 24/Abr/2007

3.1.6 – Resposta final do BPI

No dia 26 de Abril de 2007, o BPI divulgou o relatório do CA do BPI sobre a oportunidade e as condições da OPA anunciada preliminarmente pelo BCP em 13 de Março de 2006, lançada em 5 de Abril de 2007, e actualizada em 24 de Abril de 2007 em função da divulgação do anúncio de revisão da contrapartida.

Assim, o BPI voltou a considerar a oferta totalmente inaceitável, tendo apresentado o seu relatório sobre a oportunidade e as condições da OPA, onde transmitiram as seguintes mensagens para os principais accionistas do BPI:

1) O preço revisto de 7 euros oferecido pelo BCP continuava a ser um preço totalmente inaceitável

O BPI considerou que a alteração não tinha qualquer valor, uma vez que o preço revisto de 7 euros oferecido pelo BCP, era em termos relativos inferior à contrapartida original de 5,70 euros oferecida em 13 de Março de 2006, face ao desempenho do mercado bolsista desde aquela data.

2) O BPI podia criar muito mais valor para os seus accionistas

Neste ponto o CA fazia um apelo para os accionistas do BPI não venderem as suas acções, porque perderiam um projecto único de criação de valor assente em sólidas perspectivas de crescimento do negócio, consistentes com o seu desempenho histórico.

3) Desse modo, o Conselho de Administração do BPI reiterava as mensagens principais para os accionistas do BPI incluídas no Relatório de 10 de Abril de 2006

- Segundo o CA do BPI, o modelo de governo do BPI permitia obter resultados operacionais robustos que, em última instância, se reflectiam na elevada criação de valor para os accionistas;
- A integração do BPI no BCP, no quadro da oferta, destruiria um grande número de postos de trabalho qualificados, que têm sido essenciais para a criação de valor pelo BPI;
- A integração do BPI no BCP, no quadro da oferta, seria desfavorável para os clientes do BPI, em termos de conveniência, preço e oferta de produtos e serviços.

Desse modo, terminou assim a novela “OPA do BCP ao BPI”.

No entanto, apesar de o BCP ter sido derrotado na OPA, ficou a ganhar nos três dias após o desfecho, uma vez que se valorizou em 840 milhões de euros. Esta foi a recompensa do mercado pelo afastamento de um aumento de capital, de até 5 mil milhões de euros, mas deveu-se sobretudo a todos os cenários de consolidação que se alastravam entre os investidores, dando como alvo o BPI. Assim, nos últimos dias da oferta, as acções do BCP ganharam mais de 7,6%, registando-se também uma subida da liquidez.

O caso do BPI é bem diferente. Após ter desaparecido o suporte dado pela oferta e pelas expectativas de sucesso desta a um preço superior, as acções do BPI reagiram em baixa.

Na semana após o desfecho, o BPI caiu 4,5%, perdendo 240 milhões de euros em termos de valor bolsista.

Entretanto, o BCP ainda foi interrogado pela CMVM logo após o anúncio da subida do preço da OPA sobre o BPI, por ter divulgado publicamente valores sobre sinergias, sem que tivesse sido feita referência à fonte de informação, nem tão pouco ter referido se aqueles valores tinham sido auditados.

Em causa, estaria a violação do nº2 do artigo 8º do Código dos Valores Mobiliários, que refere que “deve ser objecto de relatório elaborado por auditor registado na CMVM a informação financeira anual contida em documento de prestação de contas ou em prospectos que devam ser submetidos à CMVM, devam ser publicados no âmbito de pedido de admissão à negociação em mercado regulamentado; ou que respeitem a instituições de investimento colectivo”. E, adianta o diploma: “se os documentos referidos (...) incluírem previsões sobre a evolução dos negócios ou da situação económica e financeira da entidade a que respeitam, o relatório do auditor deve pronunciar-se expressamente sobre os respectivos pressupostos, critérios e coerência”.

Com este enredo, constata-se que o BCP aprendeu muito durante o processo que protagonizou com o seu concorrente BPI, na OPA que lançou sobre este. E as lições mais importantes, além da necessidade de se fazer uma melhor e mais eficaz análise sobre as estratégias de concentração a adoptar, seria a importância de serem tomadas medidas para se aumentar a capacidade de defesa para possíveis ataques externos ou internos hostis.

Mas, ... a novela ainda não tinha terminado por aqui ...

3.1.7 – Reviravolta com a oferta do BPI ao BCP

Entretanto no dia 25 de Outubro de 2007, com a fragilidade do BCP devido a rumores de escândalos de perdões de dívidas que fragilizaram ainda mais a imagem do BCP, o BPI resolveu inverter os papéis e tomou uma posição relativamente ao BCP, antes que fosse lançada uma OPA por capitais estrangeiros.

Desse modo, o BPI propôs uma fusão por incorporação do BCP, que daria lugar ao novo banco Millennium BPI. Este projecto contaria com a maioria dos accionistas do BCP, mas seria um gestor do BPI a liderá-lo, gestor esse que seria o actual presidente do BPI, Fernando Ulrich. Assim, tal proposta deveria ser aceite pelo conselho de administração do BCP, e a decisão final seria dada pelos accionistas dos dois bancos.

Esta fusão envolveria a entrega de duas acções BPI por cada acção do BCP. Esta relação de troca avaliava, à data, as acções do BCP por 3,26 euros e obrigava a um aumento de capital no BPI no valor de 1.805.664.784,00 euros.

Segundo o artigo publicado por Campos (26/10/2007), o presidente do BPI era da opinião de que, essa era uma proposta construtiva, que não era hostil, e era um projecto que envolvia os dois bancos.

No entanto, o artigo referia também que aquela proposta não tinha sido concertada com os accionistas do BCP, nem tinha havido um pré-acordo entre ambos, mas já tinha sido comunicada aos supervisores, ao Banco de Portugal, à CMVM, e ao primeiro-ministro, depois de ter sido aprovado pelo conselho de administração do BPI.

Campo (26/10/2007) avança também que, segundo o BPI, o que estava em causa não era a consolidação em Portugal, mas sim o desenvolvimento da operação no exterior, para os mercados da Polónia, Grécia, Roménia, Moçambique e Angola. Ou seja, a intenção era a expansão do grupo para novos mercados.

A proposta do BPI não era propriamente a compra do BCP, mas sim uma fusão com a troca de acções.

No entanto, essa proposta de fusão do BPI com o BCP não recebeu o aval dos accionistas de cada um dos bancos, tendo sido considerada pelos accionistas do BCP como uma proposta inadequada e inaceitável.

É curioso o facto de *Moeller* (2009), alertar para uma série de frases que são ditas com segundas intenções, e uma delas é “*This is a merger of equals, not an acquisition*”. *Moeller* (2009:61). O autor afirma que nunca haverá uma igualdade numa fusão, mesmo se as empresas tiverem o mesmo tamanho. A ideia da igualdade dá a impressão que as decisões seriam tomadas democraticamente, no entanto, há sempre uma empresa que fica no topo e domina, determinando as decisões a tomar.

Desse modo, encerrou assim o último capítulo da novela OPA BCP/BPI, com cada instituição a seguir o seu caminho, após as tentativas de concentração dos dois bancos.

3.2 – Problema e objectivos do estudo

3.2.1 – Problema do Estudo

Ora bem, após a caracterização do estudo de caso, o problema que se coloca aqui divide-se nas seguintes questões:

- Quais os motivos e termos da oferta do BCP?
- Seria a oferta do BCP vantajosa para os accionistas do BPI?
- A decisão do BPI em rejeitar a oferta foi positiva?
- Porquê falhou a OPA?

Ou seja, de um modo geral pretende-se analisar os termos da oferta do BCP, isto é, porquê que o BCP lançou a OPA ao BPI; porquê que o BPI a rejeitou; e porquê que a aliança proposta pelo BPI não foi aceite pelo BCP.

Mas afinal, quais são os objectivos deste estudo de caso? Vamos conhecê-los no ponto seguinte.

3.2.2 – Objectivos do estudo

Este estudo tem uma série de objectivos de várias ordens, mas de uma forma mais objectiva e central, pretendeu-se que os principais objectivos fossem os seguintes:

- Realizar um estudo sobre as questões mais relevantes da OPA do BCP ao BPI;
- Analisar as decisões estratégicas de cada instituição, durante o processo;
- Reflectir sobre os motivos que originaram o fracasso da OPA do BCP ao BPI;
- Analisar a hipótese de que o mercado de capitais não funciona exclusivamente com base em indicadores financeiro;
- Contribuir para o aprofundamento do *case study* OPA do BCP ao BPI;
- Disseminar o conhecimento gerado;
- Concluir o meu curso de mestrado.

3.2.3 – Formulação de hipótese

Neste trabalho foi formulada uma hipótese, cuja teoria e questões subjacentes poderão servir para investigação futura.

A hipótese colocada, mencionada também no ponto 1.2 deste trabalho, refere-se ao facto do mercado de capitais não ser influenciado apenas pelos indicadores financeiros, mas também pelos comportamentos dos decisores, contrariando assim a hipótese dos mercados eficientes, que considera os investidores racionais.

3.3 – Modelo geral da investigação: Demonstração dos objectivos propostos

Conforme já referido, a realização deste estudo pretende analisar os aspectos mais relevantes, entre os quais, as estratégias adoptadas por cada instituição, na OPA do BCP ao BPI. Desse modo, vamos então iniciar a análise.

3.3.1 – Análise do estudo de caso “A OPA do BCP ao BPI”;

A) Estratégia do BCP ao anunciar a OPA ao BPI em 2006

Começamos por fazer uma pequena análise à situação dos dois bancos durante o ano de 2005, para melhor perceber o que levou ao BCP a adoptar a estratégia de crescimento externo com a OPA lançada ao BPI em Março de 2006.

De acordo com a informação do R&C do BPI, referente ao ano 2005, “O exercício de 2005 traduziu-se num considerável reforço da solidez financeira do Banco e confirmou a sua estratégia de internacionalização, num quadro geral marcado pela aceleração do ritmo de crescimento nas principais áreas de negócio e pela confirmação de um bom desempenho no que respeita aos principais indicadores de eficiência e rendibilidade.”

Deste modo, tal como poderemos verificar nos Anexos 3 e 4, no final deste trabalho, em 2005 há uma clara melhoria na maioria dos indicadores do BPI, onde podemos evidenciar os seguintes:

- _ o activo líquido cresceu 17%;

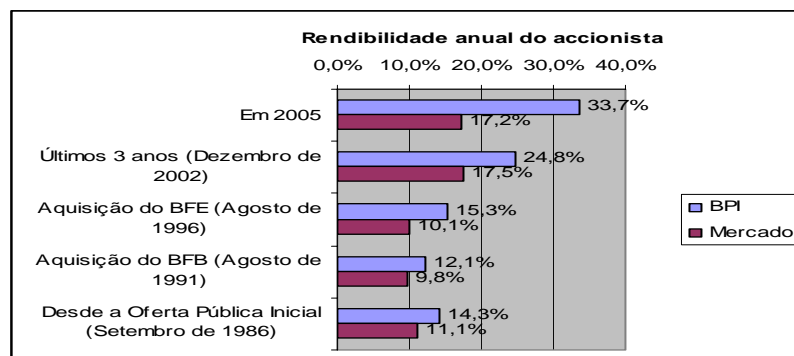
- _ o lucro líquido aumentou 57,5%, para cerca de 251 milhões de euros;
- _ o produto bancário aumentou 8.7%;
- _ o rácio de eficiência melhorou de 61.3% para 57.7%;
- _ o rácio de capital passou de 9.8% em 2004 para 11.5%.
- _ a rentabilidade dos capitais próprios (ROE) situou-se em 23.5%.

Segundo o R&C do BPI (2005), estes resultados globais foram sustentados por importantes evoluções qualitativas, que contribuiram para a sua credibilidade e sustentabilidade.

Aquele relatório refere ainda que um dos pontos de maior relevo no balanço do exercício foi o resultado da actividade internacional, que cresceu 149%, na base IAS, e representou cerca de 29% do lucro líquido do Banco. Este crescimento deveu-se ao desempenho do Banco de Fomento Angola (BFA), cujo contributo para o resultado consolidado subiu 162%, atingindo 69.7 milhões de euros. O BFA conquistou em 2005 a liderança do mercado angolano, com quotas superiores a 25% no crédito e nos depósitos, uma rede de 43 balcões implantada em todo o País, 230 mil Clientes, confirmando assim o BPI como um Grupo crescentemente internacionalizado, quer na sua estrutura orgânica, quer na origem dos seus resultados e fontes de crescimento. Segundo podemos verificar no Gráfico VII abaixo, durante o ano de 2005, a rentabilidade do investimento em acções do BPI foi de 33.7%, enquanto o mercado se valorizou 17.2%.

Gráfico VII

Rendibilidade anual do accionista BPI até Dezembro de 2005



Fonte: Adaptado do R&C de 2005 do BPI

Também na Figura 3.15 abaixo, podemos verificar que as cotações do BPI tiveram um aumento significativo, de 2004 para 2005, registando assim uma variação de +29,5%.

Nota: No Anexo 5 a este trabalho, podemos verificar a evolução das cotações do BPI desde o ano 2000 até ao ano 2009, sendo perceptível o aumento significativo que as acções tiveram de 2005 para 2006, ano em que a OPA foi lançada.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Cotação máxima	3,940	3,681	2,530	2,834	3,189	3,775
Cotação mínima	2,968	1,736	1,672	1,883	2,623	2,863
Cotação média	3,365	2,545	2,244	2,359	2,944	3,207
Cotação de fecho	3,051	2,064	2,094	2,805	2,863	3,708
Variação anual	-17,6%	-32,4%	1,5%	34,0%	2,1%	29,5%

Valores em euros

Figura 3.15 - Cotações das acções BPI do ano 2000 ao ano 2005

Fonte: Adaptado com a informação do site do Banco BPI

Deste modo, dado o cenário positivo e próspero do BPI, com as acções em ascensão, é fácil constatar que o banco tornou-se um alvo muito apetecível para os investidores.

Relativamente ao BCP, em 2005 o banco sofreu uma grande alteração ao nível dos órgãos sociais, uma vez que Jardim Gonçalves, o fundador e, até aquela data, o único presidente do conselho de administração do BPI, decidiu cessar as suas funções executivas, determinando assim a eleição de novos órgãos sociais, tendo sido deliberado também a nomeação de Paulo Teixeira Pinto como novo presidente do BCP.

O R&C de 2005 do BCP refere que 2005 foi o ano em que o banco conseguiu alcançar o valor máximo de resultados líquidos desde a criação do banco. O documento refere também que a cotação do BCP valorizou 23% em 2005, alcançando os valores mais elevados dos 3 últimos anos.

Nesse ano foi também implementado um novo modelo organizacional e de coordenação estratégica com o objectivo de, responsabilizar todas as áreas envolvidas no negócio, fomentar o trabalho em equipa e motivar os quadros de topo, através de uma maior delegação de competências por parte da administração. Desse modo, esse modelo tinha uma participação alargada nos processos de decisão.

Entretanto, no ponto VIII da mensagem do presidente, no R&C de 2005, já era possível perceber a intenção do BCP em crescer através de uma operação de concentração, conforme podemos verificar no Anexo 6 no final deste trabalho.

Desse modo, tendo em vista uma estratégia de crescimento, e observando o seu rival BPI com condições para continuar a prosperar no futuro, o BCP resolveu lançar a OPA ao BPI uma vez que era o banco que apresentava as melhores condições para que juntos pudessem ter a maior rede de balcões do país, conseguindo assim uma liderança de mercado em todos os segmentos e produtos, conseguindo também uma liderança na produtividade devido a sinergias de custos e partilha de melhores práticas, e também pela união dos dois bancos permitir escala acrescida para capturar oportunidades de crescimento, competindo assim como um *player* credível na Europa.

B) Hostilidade da Oferta

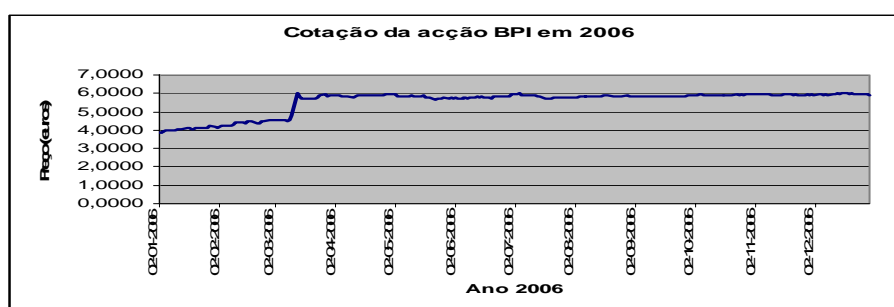
No entanto, no dia 13 de Março de 2006 quando a OPA foi anunciada, causou surpresa no mercado, e ao próprio BPI, uma vez que a oferta era inesperada e não tinha sido comunicada, previamente, a intenção do BCP aos principais accionistas do BPI, facto esse que fez com que a oferta fosse considerada hostil e por isso, deu abertura a uma “guerra” de poder entre os dois bancos rivais.

C) Valorização da cotação do BPI após anúncio da OPA

Mas, nem tudo corria mal ao BPI, apesar de terem sido surpreendidos com aquela oferta inesperada, e com um preço de 5,70€ por acção, que o BPI considerou que subvalorizava o banco e não preenchia os interesses dos accionistas, a cotação das suas acções foram subindo a pique, conforme podemos verificar no Gráfico VIII abaixo.

Gráfico VIII

Evolução da cotação do BPI no ano 2006



Fonte: Própria (cotações retiradas da Reuters)

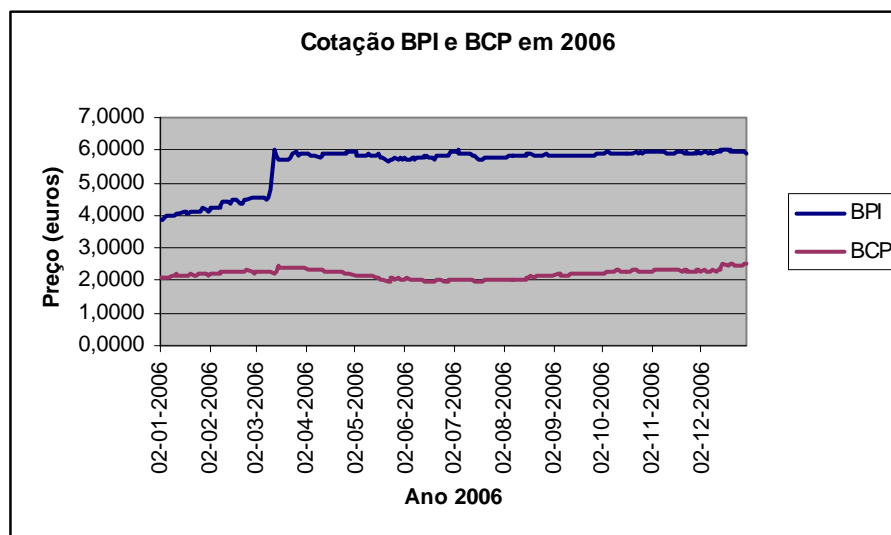
Através da análise às cotações do BPI no ano 2006, é possível verificar que a cotação, que tinha o valor de 4,79€ no dia anterior à OPA (10/03/2006), passou a ter uma cotação superior ao valor da OPA (5,70€) após o anúncio efectuado no dia 13/03/2006. Ou seja, em 13 de Março a cotação de fecho foi de 6,03€, tendo passado para 5,86€ no dia 14 de Março, e a cotação permaneceu sempre com valores acima de 5,70€ até ao final do ano 2006.

Vamos agora observar no Gráfico IX abaixo, qual o impacto que a OPA provocou na cotação das acções do BCP.

Através da observação do gráfico IX, podemos verificar que enquanto as acções do BPI passaram a ser mais valorizadas no mercado após a OPA, a cotação do BCP foi desvalorizando no decorrer do processo, ou seja, pela análise do gráfico pode-se constatar que as acções sofreram variações em sentido inverso. Apresentando assim um grau de correlação muito forte durante o processo da OPA.

Gráfico IX

Comparação entre a cotação do BPI e BCP em 2006



Fonte: Própria (cotações retiradas da Reuters)

D) Medidas de defesa do BPI e a decisão de rejeição da OPA

Quando existe uma OPA, e não sendo amigável, a empresa alvo é sempre surpreendida com a oferta, de modo que, tentará tomar todos os tipos de medidas

possíveis e necessárias para afastar o potencial comprador, ou para influenciar os accionistas a não venderem as acções.

Com a OPA do BCP ao BPI, verificou-se que o BPI já estava preparado com algumas medidas, as chamadas medidas preventivas ou antecipadas que desenvolvi no ponto 2.6.2 deste trabalho. No entanto, foi também necessário ao BPI tomar certas providências para garantir que a OPA não fosse bem sucedida, de maneira que, o banco adoptou também medidas activas ou para retaliação, cuja descrição mencionei no ponto 2.6.1 deste trabalho.

Conforme referi no ponto relativo à resposta do BPI, o banco avançou com medidas que permitiram dificultar que a operação desejada pelo BCP, aquisição do BPI com maioria, ocorresse com sucesso. Algumas dessas medidas já faziam parte da estrutura de trabalho do BPI, e outras foram tomadas em resposta à oferta hostil do BCP.

Vamos então analisar quais as medidas de defesa adoptadas pelo BPI.

D -1) Medidas preventivas ou antecipadas do BPI

- 1.1) Blindagem de estatutos, com um limite do exercício dos direitos de voto até ao máximo de 17,5%,;
- 1.2) Segundo os estatutos do BPI, eram necessários três quartos do capital para eliminar a blindagem aos limites de voto;
- 1.3) Existência de um contrato de preferência entre accionistas, em que os accionistas subscritores, que representavam mais de metade do capital do BPI, comprometiam-se a dar preferência de venda das suas acções aos seus parceiros subscritores daquele contrato.

Como podemos verificar, todas as situações constituíam um entrave a qualquer potencial comprador do BPI, uma vez que, na primeira situação, mesmo se o BCP conseguisse adquirir mais de metade das acções representativas do capital do BPI, teria os seus direitos de voto limitados a 17,5%, sendo necessários três quartos do capital para desbloquear essa regra.

No segundo caso, o ponto de situação na altura era o seguinte:

- Se o BCP não conseguisse a desblindagem de estatutos, em assembleia-geral do BPI, a OPA só seria válida se reunisse 90,01% do capital;
- Se a desblindagem fosse conseguida, (o BCP precisaria de reunir 75% de votos favoráveis), a OPA seria válida se fosse atingido 50,01% do capital.

E na terceira situação, a existência de um acordo de preferência no BPI, dificultava o processo de aquisição de acções pelo BCP, uma vez que os subscritores daquele contrato teriam preferência pela compra de acções que algum dos outros accionistas subscritores pretendesse alienar.

No entanto, conforme foi referido no capítulo anterior, o BPI foi obrigado a desfazer o acordo de preferência, que vigorava há 13 anos, porque não se enquadrava na redacção da nova lei das OPA, que considerava aquele contrato como um instrumento de frustração da alteração do domínio (ver art.º 20 do Anexo 7).

A seguir, vamos descrever as medidas de retaliação que foram adoptadas pelo BPI.

D – 2) Medidas activas ou para retaliação

2.1) A primeira medida activa prendeu-se com o facto de que a maioria dos accionistas que representavam mais de metade do capital do BPI, desde o início não demonstraram interesse na oferta, reiterando o apoio à gestão e estratégias seguidas pelo BPI;

2.2) Outra medida activa foi o facto de o BPI, no decorrer da OPA, ter mostrado a vontade de prosseguir com a sua estratégia de desenvolvimento, demonstrando assim a sua independência. Aliás, durante todo o processo, o presidente do BPI sempre demonstrou confiança no insucesso da OPA, e para reforçar a resposta negativa, foram efectuadas comunicações pelo banco a anunciar as suas execuções estratégicas e operacionais, e perspectivas futuras, com o objectivo de reforçar a sua posição perante a opinião pública, de que não estavam dispostos a aceitar a oferta de aquisição do BCP.

Uma das comunicações que chegou a gerar polémica, foi o facto de o BPI ter anunciado que pretendia abrir 80 novos balcões, facto que o BCP questionou sobre a legitimidade do BPI em concretizar o acto, uma vez que ainda decorria o período da OPA, e caso a operação terminasse com sucesso e originasse a fusão

dos dois bancos, o BCP estimava a necessidade de encerramento de cerca de 300 balcões. Neste caso, a CMVM foi do entendimento de que o BPI estaria impedido de expandir a sua rede comercial enquanto a OPA estivesse em curso, mas decidiu autorizar a abertura faseada de balcões.

2.3) Outra medida activa foi o facto de que, durante o processo da OPA, os principais accionistas do BPI reforçaram as suas posições no banco, constituindo assim um claro apoio às estratégias do BPI e aos órgãos de gestão. Ou seja, segundo o R&C de 2006 do BPI, o Grupo *La Caixa* aumentou a sua participação de 16% para 25%, o Itaú aumentou a sua posição de 16,4% para 17,6%, e a Allianz deu conhecimento de que havia solicitado autorização ao BdP para ultrapassar o limite de 10% na participação do BPI.

Note-se que, aqueles aumentos na participação foram efectuados apesar dos direitos de voto dos accionistas estarem limitados aos 17,5%, e a preços superiores ao valor oferecido pelo BCP, constituindo assim um claro sinal de confiança na gestão do BPI.

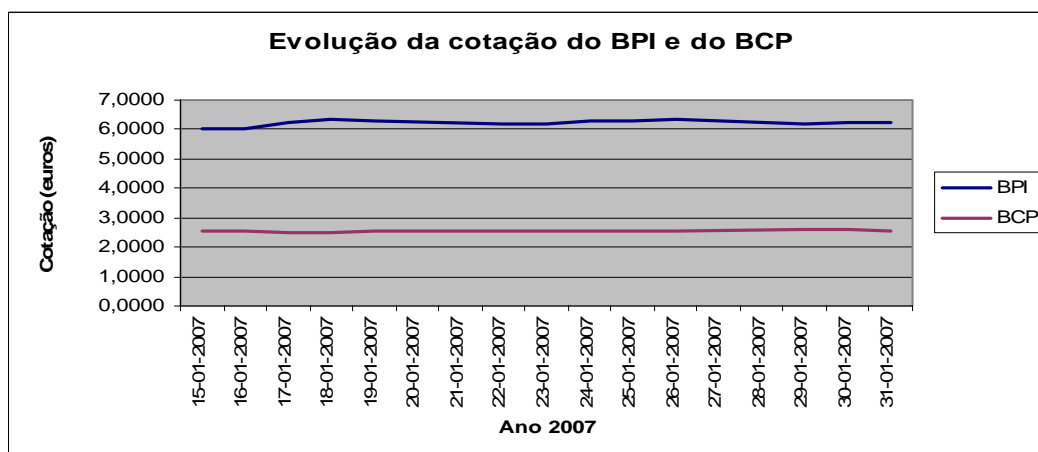
2.4) Outra medida activa foi a intenção demonstrada pelo BPI em vender a posição de 7,2% que detinha no capital do BCP, para concretizar um programa ambicioso de abertura de agências aprovado em Outubro de 2006.

A decisão do BPI em convocar uma assembleia-geral extraordinária, no dia 17 de Janeiro de 2007, para decidir sobre a venda da participação no BCP fez aumentar a especulação em torno do próprio BCP e da eventualidade do banco tornar-se alvo de uma Oferta. Segundo o Diário Económico, esta era a opinião da maioria dos analistas, que acreditavam que a eventual saída do BPI do capital do BCP fragilizava a solidez accionista deste último.

Outra hipótese que foi ponderada para a alienação do capital controlado pelo BPI no BCP era vender gradualmente as acções no mercado, o que implicaria a queda da cotação do BCP devido à maior oferta para venda. Essa medida faria com que o BCP tivesse mais dificuldades no levantamento de fundos para financiar a OPA e na eventual subida da oferta pelas acções do BPI. No entanto, constata-se que na data da AG do BPI (19/01/2007) as acções do BCP reagiram positivamente à possível mexida na sua estrutura accionista e subiram 1,60%, para os 2,54€ enquanto as acções do BPI recuaram 1,26% para os 6,27 euros, conforme podemos verificar no Gráfico X da página seguinte.

Gráfico X

Evolução da cotação do BCP e do BPI na 2ª quinzena de Janeiro/2007



Fonte: Própria (cotações obtidas pela Reuters)

Desse modo, constata-se também, pela análise do gráfico acima, que o próprio mercado passou a negociar as acções do BPI a um preço superior ao valor oferecido pelo BCP, reforçando assim a ideia de que o BPI valeria muito mais, e poderia criar muito mais valor do que o preço implícito na oferta.

2.5) Outra medida activa, ou para retaliação, adoptado pelo BPI, e de carácter financeiro, estava ligada ao aumento de dividendos. Desse modo, segundo a informação do BPI, “a Política de Dividendos a Longo Prazo do Banco BPI, aprovada na reunião da Assembleia Geral de Accionistas de 19 de Abril de 2007, prevê a distribuição de um dividendo anual, mediante proposta a submeter pelo Conselho de Administração à Assembleia Geral, tendencialmente não inferior a 40% do lucro líquido apurado nas contas consolidadas do exercício a que se reporta, salvo se circunstâncias excepcionais justificarem, no juízo fundamentado do Conselho de Administração, a proposta de distribuição de um dividendo inferior”. Ou seja, foi tomada uma medida para que os accionistas permanecessem fieis ao banco, com a expectativa de receberem um dividendo mais elevado.

No entanto, perante aquelas medidas tomadas pelo BPI, também o BCP decidiu delinear novas estratégias que permitissem assegurar o sucesso da proposta de aquisição do BPI. Desse modo, as iniciativas do BCP para tentar assegurar o sucesso da OPA foram as seguintes:

- Tentativa de chamada de atenção ao Governo, para o facto de que o *La Caixa*, accionista espanhol do BPI com uma participação qualificada de 25%, poderia estar a pôr em causa os interesses do Estado português, uma vez que o seu interesse no BPI não era claro, mas tinha conseguido aumentar a sua participação com o acordo do BdP. Ou seja, o BdP seria também um dos responsáveis por não ser o mercado a decidir a OPA.

- Outra iniciativa do BCP foi a celebração de contratos com sociedades do Grupo Santander em Portugal, e com o Fundo de Pensões do Grupo BCP, para a compra de acções BPI correspondentes a 10,5% do capital com o compromisso relativo ao processo de eventual venda de activos.

Ou seja, pode-se dizer que o BCP aliou-se ao Santander para tentar inverter a situação de desvantagem em que se encontrava na disputa pelo BPI e de mostrar ao mercado que, apesar dos vários obstáculos, ainda não tinha desistido da OPA.

E) Posição dos reguladores

Neste ponto apenas será efectuada uma observação acerca do facto da Autoridade da Concorrência ter demorado muito tempo em emitir a sua análise decorrente da investigação mais profunda, sobre a operação. Essa investigação estava prevista ter uma duração máxima de 90 dias úteis, no entanto, aquele prazo prolongou-se por muito mais tempo, favorecendo assim as probabilidades de insucesso da operação, uma vez que as condições do mercado estão em permanente alteração, e portanto, um preço que seja referido numa data, com o passar do tempo, teria obrigatoriamente de ser ajustado.

Foi o que se passou com a OPA do BCP ao BPI. O processo iniciou em Março de 2006 mas só em Março de 2007 o BCP foi notificado pela AdC sobre o projecto de decisão de não oposição, com a condição do cumprimento de alguns requisitos, já referidos neste trabalho.

F) Aumento do preço da oferta

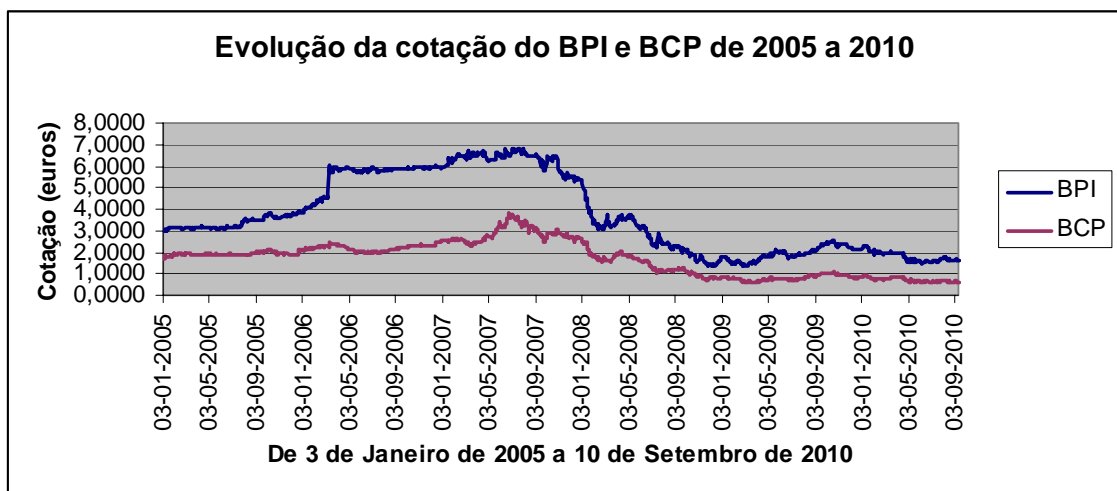
Tendo em conta que a oferta foi recusada pelo BPI, e considerando o aumento da cotação do BPI após o anúncio preliminar da OPA, o BCP foi forçado a ajustar o preço da oferta de 5,70€ para 7,00€ Mas de qualquer forma, aquele preço também não mereceu atenção por parte dos accionistas do BPI, ou seja, a actualização do preço foi considerada irrelevante, tendo sido a proposta rejeitada definitivamente.

Desse modo, conforme podemos verificar no Gráfico XI, tanto as acções do BCP como as do BPI apresentavam um crescimento no valor das suas cotações, desde o início do ano 2005, sendo esse crescimento mais acentuado no caso da cotação do BPI.

Entretanto, com a OPA em Março de 2006, registou-se um aumento na cotação das acções de ambos bancos, sendo que esse aumento foi mais notório e progressivo com a cotação do BPI, uma vez que superou a barreira dos 6 euros por acção ainda durante o ano de 2006, sendo que a preço de oferta do BPI era de 5,70 por acção.

Gráfico XI

Evolução da cotação do BPI e do BCP no período de 01/01/2005 a 10/09/2010



Fonte: Própria (cotações obtidas pela Reuters)

Em Abril de 2007 quando foi conhecida a decisão do BPI em rejeitar a proposta que o BCP já tinha actualizado para 7 euros, constata-se que o mercado beneficiou as cotações do BCP uma vez que registaram uma subida na cotação durante aquele período.

Entretanto, em Outubro de 2007, quando o processo terminou definitivamente, após a proposta de fusão do BPI, o valor das cotações de ambos bancos caíram a pique, sendo corrigidos assim, os aumentos especulativos que aquelas duas acções sofreram durante o período da OPA, e a queda das cotações foi também acentuada pelos efeitos da crise financeira internacional que assolou os mercados a partir do ano 2007.

3.3.2 – Porquê falhou a OPA?

Após análise do caso, conclui-se que a OPA falhou por três tipos de motivos relacionados com a sociedade oferente, BCP; por motivos inerentes à sociedade visada, BPI; e por motivos inerentes à decisão dos reguladores.

Segundo *Bruner* (2005), as F&A falham devido a um conjunto de forças, como pobres escolhas, pobre execução, etc., estes também são os motivos que desencadearam o falhanço da OPA.

Ou seja, após a análise efectuada entende-se que um dos grandes motivos que deu origem a que a OPA fosse mal sucedida tem a ver com o facto da proposta do BCP ter sido efectuada de forma hostil, sem pré-aviso nem ao BPI nem aos principais accionistas, bloqueando assim as hipóteses de um diálogo amigável que fosse necessário para se tentar chegar a um acordo final;

O outro motivo foi o facto de o BCP não ter submetido os seus cálculos sobre as sinergias previstas, ao processo de *due diligence*, provocando assim especulações sobre o facto de que o preço oferecido estaria muito abaixo do valor real do BPI.

Penso também que o BCP foi atacado pela *hubris*, dado que a certa altura era completamente visível que a operação já “não tinha pernas para andar”, mas mesmo assim, o BCP continuou a insistir na esperança de satisfazer o ego, mas essa atitude só levou a que destruísse cada vez mais o valor dos accionistas com as suas estratégias mal concertadas.

Após o desfecho da OPA, muitas notícias surgiram a público sobre a má gestão do BCP, facto que me leva a constatar que o banco quando decidiu prosseguir com a estratégia de concentração com o BPI, seria mais para revalorizar a sua posição, uma vez que internamente já era conhecida a situação frágil e vulnerável que o BCP vivia.

No entanto, a forma como as decisões foram tomadas, apenas prejudicaram ainda mais a situação de desvantagem em que o BCP se encontrava.

Relativamente aos motivos inerentes à sociedade visada, ou seja, ao BPI, têm a ver com o facto de este banco apresentar uma excelente preparação relativamente às medidas estratégicas para evitar a tomada do seu capital. E além disso, a forte coesão do núcleo accionista foi determinante, uma vez que o BPI esteve sempre suportado pelo apoio dos maiores accionistas na decisão de não vender as acções ao BCP, pelos preços que foram

apresentados. Consta-se assim que, com a forte estrutura do BPI (ver Anexos 8 e 9), a sua rápida capacidade de resposta, e o seu crescimento sólido (Anexos 10 e 11), dificilmente o Banco voltará a ser alvo de uma OPA.

Quanto aos reguladores, como já tinha referido anteriormente, a AdC é uma entidade decisiva neste tipo de operações, mas a sua longa demora em decidir sobre o processo fez com que a oferta inicial do BCP perdesse o seu efeito com o decorrer do tempo.

Além do mais, as condições impostas pela AdC ao BCP, para que o processo da OPA pudesse ser aceite pela entidade, eram condições com grande impacto nos cálculos que o banco já tinha efectuado, provocando assim uma alteração significativa nas condições da oferta proposta, ou seja, o BCP teria de ajustar o preço tendo em conta a perda que iria registar com as condições que tinha de cumprir para que a operação fosse aceite pela AdC.

3.4 – Contributos da investigação e limitações do estudo

Com este estudo, pretendeu-se abordar algumas matérias que foram leccionadas ao longo do 1º ano do curso de Mestrado em Contabilidade e Gestão de Instituições Financeiras, e muito mais ficou por dizer.

A nota pedagógica que apresenta-se sobre o estudo de caso que foi desenvolvido é que, apesar das várias decisões que podem ser tomadas, é sempre muito importante efectuar um bom planeamento e uma análise exaustiva e eficaz antes de avançar com uma decisão estratégica que pode pôr em causa o valor da empresa, podendo originar a perda de valor para os accionistas e *stakeholders* em geral. Esse planeamento deverá abordar todos aspectos que sejam passíveis de ocorrer, para que a decisão estratégica a adoptar encontre o mínimo de constrangimentos possíveis no decorrer do processo.

O facto de o BCP não ter recorrido ao processo de *due diligence* para certificar os cálculos efectuados sobre as sinergias, comprometeu o valor final da oferta, em que o preço oferecido desvalorizava a acção do BPI em relação ao seu valor real. Ora, havendo um melhor planeamento, esta situação teria sido corrigida, e o valor da oferta do BCP teria mais credibilidade, não se verificando uma resposta do mercado com uma tendência para preços superiores ao valor da oferta.

Pedagogicamente somos da opinião que este caso de estudo é muito interessante, uma vez que podemos observar várias situações que contemplam vários conceitos e matérias aprendidos ao longo do mestrado.

Espera-se que este trabalho seja útil para um maior conhecimento sobre o tema das decisões estratégicas de concentração empresarial, do estudo do caso OPA do BCP ao BPI. No entanto, esta pesquisa poderia ainda ser efectuada de uma forma mais profunda, de forma a abranger todas as vertentes do tema, no entanto, entende-se que o essencial tenha sido referido, e que constitua uma base para futuras investigações.

O impacto da crise financeira, *stress test*, Basileia III e as finanças comportamentais são quatro temas que poderão ser seguidos, associados ao tema das concentrações de instituições financeiras.

Este trabalho também encontrou algumas limitações no decorrer da sua realização.

Uma das limitações foi o facto de não ter conseguido obter informações sobre o número de F&A em instituições financeiras portuguesas, ou apenas em bancos. Foi efectuada a pesquisa em vários sites de bases de dados de F&A, sem sucesso, porque era necessário adquirir uma licença (dispendiosa) para ter acesso à informação. Também foram efectuados pedidos de informação ao INE e ao BdP mas apenas recebi resposta do BdP informando que "... o Banco de Portugal não dispõe da informação solicitada".

Desse modo, constatou-se que existe aqui uma lacuna, uma vez que sendo o BdP a entidade reguladora dos bancos, instituições de crédito, etc., seria positivo e interessante se possuíssem uma base de dados com o registo de todas as F&A que ocorreram na banca portuguesa, a partir de determinada data até ao presente.

Dado o grande interesse do tema, e da variedade de assuntos com interesse académico, que este engloba, houve uma dificuldade em seleccionar e sintetizar todos os assuntos, para que os mais relevantes fossem mencionados neste trabalho. No entanto, mais havia por dizer, calcular e explicar, mas tal não foi possível por limitação do espaço disponível. Por outro lado, conforme já referido anteriormente, somos da opinião de que o essencial foi mencionado.

Concluindo, apesar de todas as limitações referidas, a realização deste trabalho foi muito positiva, e constituiu um exercício pedagógico muito interessante, do qual espera-se conseguir alcançar os objectivos que estão definidos.

4 – CONCLUSÕES

Para muitas empresas, crescer por aquisição é a fórmula ideal para queimar etapas numa evolução que poderia ser lenta, se fosse limitada ao crescimento orgânico, por outro lado, também pode ser a melhor forma de dar início a projectos expansão, e de internacionalização.

Pode-se dizer que, crescer é a motivação que faz com que os gestores tomem decisões de forma a obter vantagens para si, para os accionistas e por vezes para os *stakeholders*. Constata-se também que as empresas têm o dilema entre optar pelo crescimento interno/orgânico ou por uma concentração, mas geralmente as fusões e aquisições constituem uma decisão muito importante para o crescimento das empresas, revelando-se assim a forma extrema do crescimento externo, e proporcionando vantagens importantes para o crescimento interno.

No entanto, nem sempre o crescimento externo constitui a melhor estratégia para o crescimento da empresa. Deste modo, a opção entre crescimento interno e o externo deve ser bem ponderado, tendo em consideração as especificidades de cada empresa, dos mercados onde actua e as condicionantes decorrentes do enquadramento legal.

Daí que seja muito importante dar relevo aos processos de *due diligence*, para que a decisão estratégica seja tomada de acordo com a realidade da empresa, e tendo em conta todas as situações que poderão advir com aquela tomada de decisão.

Neste estudo, verifica-se também que, as decisões de concentração não dependem só das empresas, mas também das entidades reguladoras do sector onde as mesmas se encontram inseridas. Ou seja, o papel dos reguladores é gerir o interesse comum, para evitar que ocorram situações de abuso no mercado, no entanto, a demora na sua análise e resposta sobre os processos, pode por vezes comprometer um negócio, cuja decisão tem de ser tomada com a maior brevidade possível, dentro de um período de tempo, dadas as oscilações que os preços hoje em dia sofrem, com o decorrer do tempo.

Mencionou-se também o exercício de *stress test* que os maiores bancos europeus foram sujeitos este ano, e apesar das conclusões obtidas serem a de que aquele exercício não

provocou, de momento, grande impacto ao nível das concentrações de instituições financeiras, tal facto poderá mudar no futuro, quando aqueles testes forem vistos pelo mercado de forma mais credível. Desse modo, seria interessante seguir a tendência e verificar se a continuidade daqueles testes de resistência provocarão algum impacto significativo nas decisões de concentração empresarial. Tal poderia dever-se ao facto de, tendo os Bancos uma boa avaliação credível, a tendência seria para a retoma da confiança no mercado, com os bancos a emprestarem mais, permitindo assim que mais empresas avançassem ou decidissem avançar com as estratégias de concentração.

Foi também referenciado as novas regras da Basileia III, uma vez que aquelas medidas também provocarão um impacto nas decisões de concentração das empresas, ou seja, as instituições com mais dificuldade no cumprimento das regras, terão tendência para serem absorvidas pelas instituições de maior porte, como exemplo, pode-se referir o caso da recente OPA do Montepio ao Finibanco, que até foi bem aceite pelos gestores da sociedade visada, talvez por saberem que não conseguiriam acompanhar Basileia III.

Relativamente ao caso de estudo apresentado, pode-se concluir que o fracasso da OPA hostil do BCP ao BPI, não foi apenas derivado pela excelência das defesas apresentadas pelo BPI, ou pelo facto de o preço oferecido não ser o desejado. A hostilidade da oferta e o facto daquele processo ter sido decidido de forma demorada, devido à decisão demorada da AdC, também prejudicou a operação, uma vez que a agilidade daquele processo era fundamental para que fosse possível alcançar o sucesso naquele negócio.

Neste estudo, verifica-se que as decisões tomadas por cada instituição causaram um impacto imediato na cotação de cada um dos bancos, e conclui-se que o mercado de capitais não funciona exclusivamente com base em indicadores financeiros, uma vez que os comportamentos dos decisores, como a hostilidade da oferta e o comportamento *hubris* do BCP, também influenciaram o negócio e consequentemente o mercado.

Conclui-se também que uma aquisição do tipo hostil até pode ter um efeito positivo para a empresa visada, com efeitos correctivos ou libertadores. Ou seja, considera-se que todas as empresas que já tenham passado por uma OPA, apesar de saírem mais fragilizadas, passarão a ter uma nova percepção de si mesmas, e da forma como deverão melhorar, para não voltarem a ser vítimas de novas tentativas de aquisição.

5 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Acquisitions Montly Directory 2010. [Consultado em 10/09/2010]. Disponível em <http://content.yudu.com/Library/A1g1r7/AcquisitionsMonthlyD/resources/index.htm?referrerUrl=http%3A%2F%2Fwww.aqm-e.com%2Fhybrid.asp%3FtypeCode%3D39%26pubCode%3D5%26navcode%3D491>

Agência Financeira. [Consultado em 03/09/2010]. Disponível em <http://www.agenciafinanceira.iol.pt/financas/finibanco-montepio-opa-cmvm-banca-agencia-financeira/1185694-1729.html>

ALEXANDRIDIS, G., D. Petmezas e N. G. Travlos – Gains from Mergers and Acquisitions Around the World: New Evidence. *Financial Management Journal*, Forthcoming. 40 p. February 2010

ALTUNBAS, Y. and D. Marqués (2008), Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities, *Journal of Economics and Business*, 60, 204-222.

ANDREWS, Kenneth R. (1980). “El concepto de estrategia empresarial”, in MINTZBERG, Henry, QUINN, James B., GHOSHAL, Sumantra (1999). El Proceso Estratégico: Edición europea revisada, Prentice-Hall Europe, reimpressão 2002, pg 42-49;

Autoridade da Concorrência. [Consultado em 23/08/2010]. Disponível em <http://www.concorrenca.pt/instituicao/missao.asp>

Banco de Portugal – Exercício Europeu de Stress Test. [Consultado em 11/09/2010]. Disponível em <http://www.bportugal.pt/pt-PT/Supervisao/Paginas/Exercicioeuropeudestresstest.aspx>

Banco de Portugal – Supervisão. [Consultado em 17/08/2010]. Disponível em <http://www.bportugal.pt/pt-PT/Supervisao/Paginas/default.aspx>

Banco BPI [consultado em 2009 e 2010]. Disponível em <http://www.bancobpi.pt>

Banco BPI: Últimos 10 anos - Valores por acção ajustadas. [Consultado em 11/09/2010]. Disponível em <http://bpi.bancobpi.pt/index.asp?riIdArea=AreaAccoes&riId=IUajustadas>

Banco BPI – Criação de valor. [Consultado em 11/09/2010]. Disponível em <http://bpi.bancobpi.pt/index.asp?riIdArea=AreaAccionistas&riId=ACriacaoValor>

Banco BPI – Dividendos: Histórico de dividendos. [Consultado em 11/09/2010]. Disponível em <http://bpi.bancobpi.pt/index.asp?riIdArea=AreaAccionistas&riId=ADHistDividendos>

Banco BPI – Relatório e Contas. Porto: Banco BPI, 2005; 2006; 2007; 2008; 2009.

Banco de Portugal [consultado em 2009 e 2010].

Disponível em <http://www.bportugal.pt/>

BARROS, Pedro et al. – *Counterfactual Analysis of Bank Mergers*. Estudos e documentação de Trabalho – *Working Papers* BdP/Eurosistema. Lisboa: Edição *Economics and Research Dept.*, 2010. 46 p. ISBN 978-989-678-023-4

Biblioteca Online do ISCAL. [consultado em 03 de Julho de 2010]. Disponível em <http://sid.iscal.ipl.pt/>

BIS – Bank for International Settlements. [consultado em 03 de Julho de 2010]. Disponível em <http://www.bis.org/statistics/index.htm>

BREALEY, Richard A. [et al.] – *Princípios de Finanças Empresariais*. 8ª ed. Espanha: McGraw-Hill, 2007. 1032 p. ISBN 978-84-481-6085-2

BRUNER, Robert F. – *M&A Lessons That Rise Above The Ashes: Deals From Hell*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2005. 420 p. ISBN 978-0-471-39595-9 (cloth) ISBN 978-0-470-45259-2 (paper)

CAETANO, Edgar – Testes de Resistência: Totta resiste ao stress com “solidez” de 13%. *Jornal de Negócios*. 9 de Agosto de 2010.

CAIADO, Aníbal Campos e Jorge Caiado – *Gestão das Instituições Financeiras*. 2ª ed. Lisboa: Edições Sílabo, 2008. 574 p. ISBN 978-972-618-509-3

CAMPOS, Anabela – BPI propõe fusão “construtiva” ao BCP. [publicado em 26/10/2007] Público - Economia. [em linha]. [consultado em 03 de Abril de 2010]. Disponível em http://economia.publico.pt/Noticia/bpi-propoe-fusao-construtiva-com-o-bcp_1308784

CERASI, V., B. Chizzolini e M. Ivaldi - *The impact of mergers on the degree of competition in the banking industry*, 2010. CEPR Discussion Paper No. DP 7618.

CICLO DE MESAS REDONDAS: 1ª Mesa Redonda - Colóquio de Investigação Aplicada (24 de Março de 2010 no ISCAL) com os temas:

- Regras e Métodos de Preparação de Inquéritos: Orador- Doutor Jorge Ferraz / ESHTe;
- O Estudo de Caso como Estratégia de Investigação: Oradora- Doutoranda Maria João Ferro / ISCAL

CMVM – Documentos em arquivo: OPA sobre o BPI [consultado em Setembro de 2009 e em 2010]

- Comunicações da Oferente. Disponível em <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/35AF1A5C-9311-4138-B290-63A40772517F.htm#Com.oferente>

- Comunicações da Visada. Disponível em <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/35AF1A5C-9311-4138-B290-63A40772517F.htm#Com.visada>

- Comunicados da CMVM. Disponível em <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/35AF1A5C-9311-4138-B290-63A40772517F.htm#Com.CMVM>

- Requerimentos da Oferente. Disponível em <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/35AF1A5C-9311-4138-B290-63A40772517F.htm#Req.oferente>

- Requerimentos da Visada. Disponível em <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/35AF1A5C-9311-4138-B290-63A40772517F.htm#Req.visada>

- Outros Requerimentos. Disponível em <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/35AF1A5C-9311-4138-B290-63A40772517F.frameless.htm#outros%20req>

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários – Supervisão. [Consultado em 17/08/2010]. Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Relatorios/Relatório2009/Documents/Ponto3.1.pdf>

COPELAND, Thomas E. et J. Fred Weston – *Financial Theory and Corporate Policy*. 3ª ed. USA: Addison – Wesley Publishing Company, Inc., 1992. 946 p. ISBN 0-201-10648-5

DECRETO-LEI nº 219/2006. D.R. I Série-A. (02-11-2006) 7627-7636.

Deloitte Research – *Business Transformation*. [consultado em 14/09/2010]. Disponível em http://www.deloitte.com/view/en_GX/global/insights/deloitte-research/business-transformation-research/index.htm

Departamento de Estudos Económicos – A Economia Portuguesa no Contexto da Integração Económica, Financeira e Monetária. Banco de Portugal, 2009. 598 p. ISBN 978-989-8061-980. Disponível em <http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/outras/Biblioteca%20de%20Tumbnails/Publica%C3%A7%C3%A3o%20Completa.pdf>

Diário Económico – Especial OPA do BCP sobre o BPI. [consultado em Abril, Junho de 2010]. Disponível em <http://economico.sapo.pt/edicion/diarioeconomico/nacional/empresas/pt/desarrollo/665529.html>

Diário Económico – OPA do BCP. [consultado em Setembro de 2009 e em 2010]. Disponível em http://diarioeconomico.sapo.pt/edicion/diarioeconomico/edicion_impresa/destaque/pt/desarrollo/968323.html

Económico. [Consultado em 03/09/2010]. Disponível em http://economico.sapo.pt/noticias/finibanco-aceita-opa-do-montepio_97738.html

Estatísticas Online – Banco de Portugal. [Consultado em 11 de Setembro de 2010]. Disponível em [http://www.bportugal.pt/EstatisticasWEB/\(Imrontimnzbllbrrxkx0ie45\)/Default.aspx](http://www.bportugal.pt/EstatisticasWEB/(Imrontimnzbllbrrxkx0ie45)/Default.aspx)

EU Mergers and Takeovers. [Consultado em 03/09/2010]. Disponível em <http://www.reuters.com/finance/deals/mergers>

FERREIRA, Domingos Silva – Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas, Volume I. 1ª ed. Lisboa: Edições Sílabo, 2002. 416 p. ISBN 972-618-281-6

FERREIRA, Domingos Silva – Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas, Volume II. 1ª ed. Lisboa: Edições Sílabo, 2002. 416 p. ISBN 972-618-280-8

FERREIRA, Domingos Silva - Slides das apresentações das aulas de Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas, do 3º Semestre do Mestrado em Auditoria. Edição do autor, Lisboa: ISCAL, 2009.

FERRO, Maria João e Sofia Delgado António – Manual para a elaboração de dissertações. ISCAL. Junho de 2010

Financial Institutions: Mergers and Acquisitions in Central and East Europe – Key Legal Issues and Allen & Overy’s Experience. Allen & Overy. 2006. [Consultado em 12/09/2010]. Disponível em <http://www.allenoverly.com/AOWeb/binaries/33673.PDF>

FRANK, Robert H. – Microeconomia e Comportamento. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal, L.^{da}, 1994, 692 p., ISBN: 972-9241-38-4

Fusões e Aquisições entre Portugal e Países Emergentes registam crescimento sem precedentes, liderado por Angola e Brasil. [Consultado em 03/09/2010]. Disponível em <http://www.atkearney.pt/index.php/fusoes-e-adquisicoes.html>

GOMES, Ana Santos – 437 Transacções em 150 dias. Oje Fusões&Aquisições. 29 de Junho de 2010.

HENDERSON, Bruce D.. “The origin of strategy”, Harvard Business Review, November-December, 1989, pg 139-143

Instituto de Seguros de Portugal – Competências. [Consultado em 17/08/2010]. Disponível em http://www.isp.pt/NR/rdonlyres/13892CB6-7C8E-4BA9-AE72-D804782C2324/0/Competências_deautorizaçãoodenãoooposição.pdf

Jornal de Negócios. Nº 1812, edição de 9 de Agosto de 2010.

Jornal OJE – O Jornal Económico. Nº957, edição de 14 de Setembro de 2010.

HOBERG, Gerald and Gordon Phillips – Product Market Synergies in Mergers and Acquisitions: A Text Based Analysis. 36 p. February 2010

Instituto Nacional de Estatística. [consultado em 03 de Julho de 2010]. Disponível em http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpgid=ine_main&xpid=INE

JENSEN, Michael C. – *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, *American Economic Review*, Volume 76, Number 2 - 1986, p. 323-329

JENSEN, Michael C. – *Takeovers: Their Causes and Consequences*, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 2, Number 1 – 1988, p. 21-48

LOPES, Carlos António Rosa – *Casos Práticos de Consolidação de Contas*. 1ª ed. Lisboa: Rei dos Livros, 2006. 238 p. ISBN 972-51-1088-9

MATOS, Pedro Verga e Vasco Rodrigues – *Fusões e Aquisições: Motivações, Efeitos e Política*, 1ª ed. Cascais: Principia, Publicações Universitárias e Científicas, 2000. 317 p. ISBN 972-8500-23-8

Mergers and Acquisitions in Global Financial Institutions. [Consultado em 12/09/2010]. Disponível em <http://www.globalbusinessinsights.com/content/rbfs0024m.pdf>

Metapress. [consultado em 12 de Junho de 2010]. Disponível em <http://www.metapress.com/home/main.mpx>

Millennium BCP [consultado em 2009 e 2010]. Disponível em <http://www.millenniumbcp.pt>

Millennium BCP – História do BCP. [Consultado em 11/09/2010]. Disponível em <http://www.millenniumbcp.pt/pubs/pt/grupobcp/quemosomos/historia/>

Millennium BCP – Quem somos. [Consultado em 11/09/2010]. Disponível em <http://www.millenniumbcp.pt/pubs/pt/grupobcp/?jsessionid=5A3FCBCVICWHVQFIA MFSFFGAVABQWIY4>

Millennium BCP – Relatório e Contas. Lisboa: Millennium BCP, 2005; 2006; 2007; 2008; 2009.

MINTZBERG, Henry. “*The Strategy Concept I: Five Ps for Strategy*” in *General Strategic Theory* (2001)

MOELLER, Scott – *Surviving M&A: Make The Most Of Your Company Being Acquired*, 1ª ed. United Kingdom: John Wiley & Sons, Ltd, 2009. 249 p. ISBN 978-0-470-77938-5

Norma Portuguesa – Informação e Documentação. NP-405 (1), 405 (2), 405 (3), 405 (4), Instituto Português de Qualidade, Edição de Janeiro 1995.

Novo estudo sobre F&A – “*The silver bullet of success*”. [Consultado em 03/09/2010]. Disponível em <http://www.haygroup.com/pt/Media/Details.aspx?ID=26818&C=3>

OJE – O Jornal Económico [em linha]. [Consultado diariamente]. Disponível em <http://www.oje.pt/>

PINHO, Paulo – “No Event”: Estado crítico. *Jornal de Negócios*. 10 de Agosto de 2010.

PORTER, Michael E. (1996). “What is strategy?”, *Harvard Business Review*, 74 (6): 61-78;

PRAHALAD, C.K. e Gary Hamel. “The core competence of the corporation”, *Harvard Business Review*, May-June, 1990, pg 1-15

RANGEL, Francisco – O impacto da crise nas F&A. *Oje Fusões&Aquisições*. 29 de Junho de 2010.

Relatório de Estabilidade Financeira – Maio de 2010. [Consultado em 14 de Agosto de 2010]. Disponível em <http://www.bportugal.pt/PT-PT/ESTUDOSECONOMICOS/PUBLICACOES/RELATORIOESTABILIDADEFINANCEIRA/Paginas/RelatoriodeEstabilidadeFinanceira.aspx>

Repositório Científico de Acesso Aberto de Portugal. [consultado em 03 de Julho de 2010]. Disponível em <http://www.rcaap.pt/results.jsp>

Repositório Comum: ISCAL. [consultado em 03 de Julho de 2010]. Disponível em <http://comum.rcaap.pt/handle/123456789/474>

Repositório Institucional do ISCTE. [consultado em 03 de Julho de 2010]. Disponível em <http://repositorio-iul.iscte.pt/>

Reuters the International M&A and Buyouts Magazine. Acquisitions Monthly – International M&A and Buyouts Directory 2010. 2009 Thomson Reuters, Ltd. ISSN 0952-3618

RODRIGUES, Jorge. *Gestão Estratégica das Instituições Financeiras* (apontamentos da UC). ISCAL. Lisboa, 2009, 40 p.

SILVA, Tiago Figueiredo – Fusões e aquisições renascem em Julho. *Diário Económico*. 03 de Agosto de 2010.

SITOC – Sistema de Informação do Técnico Oficial de Contas. [CD-ROM]. 123.^a ed. Lisboa. Junho 2009. (Normas de Contabilidade e CVM)

THOMSON REUTERS. Base de dados [em linha].[consultado em 10/09/2010]

Thomson Reuters. [Consultado em 03/09/2010]. Disponível em http://thomsonreuters.com/content/press_room/tf/tf_gen_business/2010_07_07_global_investment_banking_review

U.C. de FUSÕES, AQUISIÇÕES e REESTRUTURAÇÕES DE EMPRESAS leccionada pelo Professor Doutor Domingos Ferreira, no 3º semestre do Mestrado em Auditoria, no ISCAL (ano lectivo 2009/2010)

VALENTE, Helder – Fusões e Aquisições: Regulação e Finanças das Empresas. Porto: Vida Económica, 2005. 237 p. ISBN 972-788-150-5

WESTON, J. Fred e Samuel C. Weaver – *Mergers & Acquisitions. United States: McGraw Hill*, 2001. 264 p. ISBN 0-07-136432-3

Zephyr – Comprehensive M&A data with integrated detailed company information
<http://zephyr2.bvdep.com/version-201071/Home.serv?product=zephyrneo>
Consultado em 05/07/2010 às 20:36

ANEXOS

Anexo 1 – Valor por acção ajustado do BPI

Anexo 2 – Acordo de Preferência do BPI

Anexo 3 – Indicadores do BPI: Mapa

Anexo 4 – Indicadores do BPI: Gráficos

Anexo 5 – Cotações do BPI entre 2000 e 2009

Anexo 6 – Mensagem do Presidente do BCP no R&C 2005

**Anexo 7 – Decreto –Lei nº219/2006 de 2 de Novembro: Lei
das OPA**

Anexo 8 – BPI: Uma história de crescimento de sucesso

Anexo 9 – BPI: Uma forte base accionista

Anexo 10 – BPI: Síntese dos últimos 5 anos

Anexo 11 – BPI: Dimensão nos últimos 5 anos

**Anexo 12 – Evolução da cotação do BPI e BCP de 2005 a
Set/2010**