



Dissertação

Mestrado em Controlo de Gestão

**Fusões e Aquisições no setor bancário em Portugal: análise
do caso Millennium BCP e Banco BPI**

Pedro Miguel Fernandes Moderno

Leiria, *setembro* de 2016



Dissertação

Mestrado em Controlo de Gestão

Fusões e Aquisições no setor bancário em Portugal: análise do caso Millennium BCP e Banco BPI

Pedro Miguel Fernandes Moderno

Dissertação de Mestrado realizada sob a orientação do Doutor Miguel Neves Matias, Professor da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria e coorientação do Doutor Vítor Hugo Santos Ferreira, Professor da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria.

Leiria, *setembro* de 2016

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Agradecimentos

A concretização deste estudo só foi possível pelo facto de, no seu processo de elaboração, ter recebido a mais preciosa ajuda da parte de pessoas que aqui cumpre evidenciar e agradecer.

Agradeço ao professor Doutor Miguel Matias pela incansável orientação, paciência, interesse e dedicação deste trabalho, pela forma como o fez, pela sua disponibilidade, objetividade e simpatia. Pelas suas recomendações, pela liberdade de ação que me proporcionou, pelas críticas e sugestões que foram surgindo ao longo do tempo, tornando-se fundamentais.

As minhas próximas palavras de agradecimento têm de ir, forçosamente, para os meus familiares. Sem o amor, carinho e todo o apoio que sempre me deram ao longo dos anos possivelmente não estaria aqui. Além de todo o seu apoio, eles sempre me disponibilizaram todos os seus recursos necessários para que o meu aproveitamento escolar dependesse apenas de mim inculcando-me ao mesmo tempo, um grande sentido de responsabilidade desde a mais tenra idade. Se por um lado me davam grande liberdade de escolher o meu caminho, simultaneamente, mostraram-me bem cedo que essa liberdade tinha de acarretar um forte sentido de responsabilidade. Por estas razões sinto um tremendo orgulho neles.

Não poderia deixar de agradecer aos meus amigos, que se tornaram no meu porto de abrigo nos bons e maus momentos. Em especial, ao João Couto, ao Ricardo Carreira e ao Rui Bagorro que em muito contribuíram para que esta etapa fosse possível alcançar, através dos seus conhecimentos, disponibilidade, preocupação e sobretudo, amizade.

Deixo também uma palavra de profundo agradecimento a todos os professores da ESTG que lecionaram o 1º ano de Mestrado em Controlo de Gestão (ano letivo 2013/2014), não só pelos seus conhecimentos devidamente transmitidos, mas também por revelarem grande interesse pela matéria, transmitindo assim uma constante motivação para nós, alunos, por forma a alastrar e aperfeiçoar os nossos conhecimentos.

A todos vós deixo umas simples palavras:

“Pela sua afetividade, pelo modo como tem o coração ao pé da boca e a lágrima ao canto do olho, pela sua integridade e, principalmente pela sua qualidade como pessoa, como profissional e como cidadão, já não há muita gente assim.” Manuel Alegre

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Declaração

Declaro que esta dissertação constitui um trabalho original e único, em que nenhum instante foi subjugado a outra instituição de ensino superior, independentemente do fim a que se destine. Foi realizada com a plena percepção de que o plágio é crime e, neste sentido, certifico que todas as citações estão devidamente identificadas. Os autores do presente trabalho não têm qualquer interesse nos ativos a avaliar a não ser meramente académicos.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Resumo

Muitas referências apontam para as Fusões e Aquisições (F&A) como um dos meios mais privilegiados pelas instituições de crédito para fortalecerem a sua posição competitiva. As análises realizadas até hoje debruçam-se essencialmente sobre a observação das motivações, oportunidades e consequências das F&A, das suas vantagens e desvantagens, bem como encontrar a evidência que favoreça a ligação entre concentração e poder de mercado.

O principal objetivo deste trabalho passa por inicialmente contribuir através de uma revisão literária existente, para um conhecimento mais abrangente das causas e efeitos dos processos de F&A, com o enfoque no conhecimento bancário. Esta análise é complementada, numa vertente mais empírica, pela avaliação de uma operação de fusão o Millennium BCP e Banco BPI, seguida de uma análise dos possíveis ganhos e a sua repartição pelas entidades envolvidas e respetivos investidores, das sinergias criadas bem como da forma de pagamento.

A metodologia baseia-se nos dois primeiros capítulos, em pesquisa bibliográfica sob a forma de revisão de literatura. No terceiro capítulo, para estimar o valor das empresas, utiliza-se o método de análise dos Fluxos de Caixa Atualizados – nas projeções do *cash-flow* e no valor residual estimado. É feito um reforço desta avaliação através do Método dos Múltiplos.

Por fim, é feita uma breve conclusão em modo discussão, onde são evidenciados os principais efeitos ocorridos com a proposta de fusão, tanto no que respeita às entidades financeiras envolvidas, como os acionistas e os seus gestores. Esta mesma conclusão permite verificar que a fusão seria um caminho estratégico viável para as instituições de crédito envolvidas e acionistas.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições, Millennium BCP, Banco BPI, Setor Bancário, FCFF, Método dos Múltiplos.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Abstract

Many references point to the Mergers and Acquisitions (M&A) as one of the prime means of credit institutions to strengthen their competitive position. The analyses conducted to date focus primarily on the motivations, opportunities and consequences of M&A, its advantages and disadvantages, and on finding the evidence that favours the link between concentration and market power.

The main objective of this work is first to contribute through an existing literature review for a more comprehensive understanding of the causes and effects of M&A processes, with the focus on banking knowledge. At a more empirical level, this analysis is complemented with the evaluation of a merger between Millennium BCP and Banco BPI, followed by an analysis of the possible gains and their distribution among the entities involved and their investors, the synergies created and the form of payment.

The first two chapters contain the bibliographical research, in the form of literature review. Chapter III deals with the estimate of the value of companies, using the method of Discounted Cash Flow review – in cash flow projections and estimated residual value. This evaluation is further strengthened through the Multiples Method.

Finally, the paper concludes with a discussion that shows the main effects resulting from the proposed merger, in terms of both the financial institutions involved and the shareholders and their managers. This conclusion shows that the merger would be a viable strategy for the credit institutions involved and shareholders.

Keywords: Mergers and Acquisitions, Millennium BCP, Banco BPI, Banking, FCFF, Multiples Method.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Lista de Figuras

Figura 1 - Plano Estratégico BCP	41
Figura 2 - Evolução da cotação da ação do BCP	56
Figura 3 - Evolução da cotação da ação do BPI.....	57
Figura 4 - Preço estimado por ação	63

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Lista de tabelas

Tabela 1 - Prós e contras de uma OPA.....	20
Tabela 2 - Tipos de sinergias	31
Tabela 3 - Indicadores 2014 do BCP e BPI	51
Tabela 4 - Free Cash Flow to the Firm.....	52
Tabela 5 - Custos.....	54
Tabela 6 - Firm Value	54
Tabela 7 - Sinergias.....	55
Tabela 8 – Capitalização Bolsista do BCP e BPI.....	56
Tabela 9 - Custo da Fusão	57
Tabela 10 - Novo custo da fusão.....	58
Tabela 11 - Total das ações pós fusão.....	58
Tabela 12 - Critério de seleção: Atividade Nacional e Internacional	59
Tabela 13 - Critério de seleção: Segmentação de Negócio	59
Tabela 14 - Rating	60
Tabela 15 - Indicadores chave do balanço	60
Tabela 16 - Indicadores chave da Demonstração de Resultados	61
Tabela 17 - Rácios.....	61
Tabela 18 – Rácio.....	62
Tabela 19 - Comparação de valores	64

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Lista de siglas

ABA – Autofinanciamento Bruto por Ação

BCP – Millennium BCP

Be – Beta combinado

BBI – Banco Borges e Irmão

BCE – Banco Central Europeu

BFB – Banco Fonecas e Burnay

BFE – Banco Fomento e Exterior

BM – Banco Mello

BNU – Banco Nacional Ultramarino

BPA – Banco Português do Atlântico

BPI – Banco BPI

BPSM – Banco Pinto e Sotto Mayor

BTA – Banco Totta e Açores

CAPEX – Investimento em capital fixo

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*

CE – Comunidade Europeia

CEMG – Caixa Económica Montepio Geral

CGD – Caixa Geral de Depósitos

COGS – Custo dos produtos vendidos

CPP – Crédito Predial Português

DGComp – Direção Geral da Concorrência da Comissão Europeia

DR – Demonstração de Resultados

EBIT – Resultados antes de juros e impostos

EBITDA – Resultados antes de juros, impostos, depreciação e amortização

EBO – *Employee buy-out*

EV – *Enterprise Value*

F&A – Fusão e Aquisição

FCFF – *Free Cash Flow to the Firm*

I&D – Investigação e Desenvolvimento

IBO – *Investors buy-out*

LBO – *Leveraged Buy-Out*

MBI – *Management Buy-Ins*

MBO – *Management Buy-Out*

MEBO – *Management employee buy-out*

NB – Novo Banco

NOPLAT – *Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*

OIC – Outras Instituições de Crédito

OPA – Oferta Pública de Aquisição

PBV – *Price Book Value*

PCE – *Price to Cash Earnings Ratio*

PER – *Price to Earnings Ratio*

PS – *Price to Sales*

Rd – Taxa de juro média da dívida

Re – Rendibilidade desejada pelos acionistas

Rf – Taxa de juro sem risco

RPA – Resultado por ação

San – Santander Totta

VAL – Valor Atual Líquido

VCA – Valor Contabilístico por Ação

VCP – Valor do Capital Próprio a preços de mercado

VN – Volume de Negócios

VNA – Volume de Negócios por ação

WACC – Custo médio ponderado do capital

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Índice

Agradecimentos.....	i
Declaração.....	iii
Resumo.....	v
Abstract.....	vii
Lista de Figuras.....	ix
Lista de tabelas.....	xi
Lista de siglas.....	xiii
Introdução.....	1
1. Caracterização do setor bancário português.....	3
1.1. Introdução.....	3
1.2. A intensificação da concorrência bancária.....	4
1.3. A consolidação no mercado bancário.....	5
1.4. Estratégia, poder de mercado e diferenciação do produto bancário.....	6
1.5. Conclusão.....	9
2. Fusões e Aquisições.....	11
2.1. Introdução.....	11
2.2. Fusão.....	13
2.2.1. Tipos de Fusões.....	15
2.3. Aquisição.....	16
2.3.1. A oferta pública de aquisição – OPA.....	18
2.4. Teorias Explicativas dos processos de Fusões e Aquisições.....	21
2.4.1. Teoria da performance económica e da eficiência.....	22
2.4.2. Teoria da Agência.....	24
2.4.3. Teoria de Hubris.....	26
2.4.4. Outras.....	26

2.5.	Razões e efeitos das concentrações	27
2.6.	Avaliação de Sinergias e Criação de Valor	30
2.7.	O impacto da crise no processo de Fusões e Aquisições.....	34
2.8.	Conclusão	35
3.	Estudo Empírico – Millennium BCP e Banco BPI.....	37
3.1.	Introdução.....	37
3.2.	Enquadramento Teórico	38
3.2.1.	Objetivos e Metodologia	38
3.2.2.	Apresentação dos intervenientes	40
3.2.3.	Amostra da investigação	43
3.2.4.	FCFF – Free Cash Flow to the Firm	43
3.2.5.	Ótica de comparação com o mercado – Avaliação por Múltiplos	47
3.3.	Resultados.....	51
3.3.1.	Estimativa do FCFF	51
3.3.2.	Sinergias	55
3.3.3.	Proposta Troca de Ações.....	55
3.3.4.	Avaliação por Múltiplos.....	59
3.4.	Comparação de valores.....	64
3.5.	Conclusão	65
4.	Síntese e Conclusões Finais	69
4.1.	Introdução.....	69
4.2.	Conclusão	69
4.3.	Limitações e Oportunidades para investigação futura.....	71
	Bibliografia.....	73
	Sítios:.....	78

Introdução

Os efeitos das fusões podem ser analisados e estimados do ponto de vista dos diferentes *stakeholders*. Se por um lado, se analisa os efeitos da rentabilidade, na produtividade, na quota de mercado e na eficácia e eficiência das empresas envolvidas neste processo, por outro, coloca-se a questão da determinação do valor gerado com a operação (v.g. sinergias) e da sua partilha pelos acionistas e gestores das empresas envolvidas, isto é, se a fusão ou aquisição irá contribuir para um acréscimo de riqueza dos seus acionistas, bem como o papel dos gestores para que a fusão se concretize sem conflitos e permita a geração do valor esperado.

As operações de concentração estão cada vez mais na ordem do dia, isto porque existe um misto de necessidades urgentes de reforço do capital com o de retorno a situações mais estáveis de rentabilidade. Com isto, pode resultar num crescente investimento estrangeiro nas instituições de crédito nacionais o que pode originar num elevado risco de perda de propriedade e decisores nacionais nas maiores instituições de crédito privadas a operar em Portugal, com todos os riscos não negligenciáveis que isso acarreta em termos de prioridades nacionais estratégicas de financiamento e consequentemente investimento.

O presente estudo tem como principal foco apresentar um caso que já foi levantado em 2006, quando se previa que o Millennium BCP (BCP) e o Banco BPI (BPI) se unissem, tornando-se na altura na maior instituição de crédito nacional privada e sexto ibérico. Nesse ano, a proposta levantada foi feita pelo BCP onde um ano mais tarde, por considerar a oferta do BCP como “hostil”, foi contra-atacada pelo BPI, apresentando uma proposta de fusão. As negociações foram dadas por terminadas em novembro de 2007. No decorrer dos anos, este tema voltou a ser colocado em agenda, tendo maior destaque no ano 2015 onde terão existido contactos para a fusão das duas instituições, por forma a responder à oferta pública de aquisição lançada pela CaixaBank. Neste trabalho será o Millennium BCP a apresentar uma proposta de fusão através de uma oferta das suas ações pela totalidade das ações do BPI.

Ao longo dos últimos anos, as maiores instituições de crédito privadas a operar em Portugal têm estado sujeitos ao risco de perda de propriedade e poder de decisão nacional, com todos os riscos não negligenciáveis que isso acarreta em termos de prioridades nacionais estratégicas de financiamento e consequentemente investimento.

Dentro das várias razões que fazem as operações de concentração estarem na ordem do dia das instituições de crédito, estão as necessidades urgentes de reforço dos seus balanços numa perspectiva de liquidez e capital e a carência de retorno a situações mais estáveis de rentabilidade, numa perspectiva de abordagem ao mercado.

A estrutura do trabalho assenta em quatro capítulos, apresentando-se da seguinte forma:

No capítulo 1, procura-se explicar o enquadramento teórico no que respeita às características do setor bancário português, explanando, de uma forma objetiva, pontos importantes como a concorrência bancária, o ponto de situação do mercado e estrutura bancária em território nacional, bem como as estratégias utilizadas para diferentes instituições de crédito se fortalecerem no seu ramo de atividade.

No capítulo 2, foi-se ao encontro de esclarecer o que é em termos concretos o conceito de Fusões e Aquisições, analisando as suas características e tipos de operações, as teorias explicativas que originam os processos, o porquê de avaliar as sinergias e a criação de valor e, por fim, tentar perceber qual o impacto da crise no processo das Fusões e Aquisições (F&A).

No capítulo 3, já numa componente empírica, procura-se sobretudo avaliar as entidades financeiras por forma a conseguir compreender, numa primeira instância, perceber se a fusão é adequada ou não, tendo por base a sua situação económica. Para complementar, é simulada a forma de pagamento através da troca de ações e por último, numa perspectiva de reforçar a ideia de que a fusão é ou não um caminho viável, será feita uma Avaliação por Múltiplos utilizando vários rácios para proporcionar melhores conclusões.

No capítulo 4 são apresentadas as principais conclusões e ideias chave onde se fará um breve resumo do trabalho tendo sempre como base as entidades financeiras, os acionistas e os seus gestores. Procura-se demonstrar a importância do trabalho tanto em termos práticos como para o crescimento do conhecimento pessoal. Serão enunciadas ainda as limitações do estudo e algumas pistas que são consideradas importantes para investigação futura.

1. Caracterização do setor bancário português

1.1. Introdução

Entende-se instituições de crédito como “empresas que produzem empréstimos e outros ativos que rendem juros, escolhendo a combinação dos níveis de mão-de-obra, capital físico e dívida que minimiza os custos, sujeito à detenção de um dado nível de capitais próprios” (Boucinha, Ribeiro, & Weyman-jones, 2010: 144).

Até meados dos anos oitenta, os até então denominados como maiores grupos privados portugueses, entre eles o setor bancário português, encontravam-se sob forte tendência da nacionalização – domínio acionista do Estado – e fortemente regulamentado em várias vertentes da sua atividade, seja pelas restrições à fixação de taxas de juro, seja através das restrições quantitativas que resultavam da aplicação dos limites de crédito, à entrada de novas instituições de crédito e abertura de balcões e ao envolvimento em atividades no exterior. A Comunidade Económica Europeia permitiu uma desregulamentação e harmonização da legislação aplicável ao sector bancário sendo continuada na década seguinte.

A década de noventa é de especial importância para o sector bancário português, sobretudo pelas importantes transformações que sofre, promovendo a concorrência a nível interno e internacional permitindo uma separação entre a banca comercial, de investimento e outras atividades não bancárias. A partir desta fase e devido à desregulamentação e a liberalização da atividade bancária, começam a implementar-se medidas de racionalização da oferta bancária onde as instituições de crédito portuguesas passam a enfrentar novos concorrentes e novas formas de concorrência. A nível interno, são iniciadas operações de concentração com a finalidade de se obter maior dimensão, mais vantagens competitivas e maior capacidade de atuação, ou seja, entrar em áreas financeiras que tradicionalmente lhes estavam vedadas.

Todas estas alterações visam, essencialmente, influenciar o funcionamento do sistema bancário e exercer grande preponderância no seu comportamento e desempenho, uma vez que o setor financeiro assume um papel primordial e imprescindível no correto funcionamento dos sistemas económicos.

1.2. A intensificação da concorrência bancária

Nos últimos vinte e cinco anos, o sistema financeiro português passou por profundas transformações que modificaram substancialmente o quadro jurídico, operacional e concorrencial em que o sistema bancário passou a atuar.

Num estudo realizado por Antão (1997) é demonstrado que, no início dos anos oitenta, a situação de concorrência em quase todos os produtos na atividade bancária encontrava-se longe de ser considerada como ideal. Por sua vez, a diminuição do grau de concorrência observado durante o mesmo período de tempo, terá resultado menos do comportamento das instituições de crédito do que da existência de limitações administrativas muito fortes para o funcionamento do mercado. Neste sentido, e apoiando-se nas palavras dos autores Caiado e Caiado (2006), o setor bancário registou uma série de alterações profundas muito por culpa das forças que as motivaram, tais como: a globalização financeira (em que os efeitos deste fenómeno ainda se encontram em difícil situação de serem devidamente quantificados e avaliados, mesmo implementando sistemas de controlo adequados); a constante desregulamentação; a liberalização das taxas de juro; revolução dos meios tecnológicos; multiplicação de novos concorrentes do domínio privado; aumento da capacidade dos concorrentes aumentarem a gama de produtos e serviços.

Segundo a análise feita por Boucinha e Ribeiro (2007) e, num período de análise compreendido entre 1991 e 2004, tendo como tema de investigação a concorrência bancária naquele espaço de tempo, os autores referem como principais conclusões que “o sector bancário português, com destaque para o mercado de crédito, caracterizou-se por reduzida concorrência no período entre 1991 e 1996, tendo em seguida experimentado um período de reorganização e ajustamento até 2000, e exibindo desde então e até 2004 um comportamento consistente com um elevado grau de concorrência. Os resultados sugerem ainda ter havido períodos em que tanto os bancos privados como os bancos domésticos concorreram de forma mais intensa que a totalidade do sistema bancário, não tendo sido identificada uma relação robusta entre a dimensão dos bancos e o seu comportamento concorrencial.”(Boucinha e Ribeiro, 2007: 183) Partindo destas palavras, é possível concluir que as instituições de crédito terão competido, em média, de forma mais ativa que o sistema bancário como um todo, não sendo possível recusar a hipótese de concorrência perfeita.

1.3. A consolidação no mercado bancário

Estudos como os de Sarmento e Nunes (2013) e Costa (2014) apontam que a partir do ano 2000, em Portugal, o aumento da concentração bancária tenha sido particularmente expressivo. A consequência dessas fusões e aquisições resultaram em alterações profundas na estrutura do sistema bancário português, com as consequências a incidirem sobre o equilíbrio nos mercados de crédito. Por outras palavras, a crescente consolidação e o consequente aumento da concentração resultaram numa diminuição da concorrência, constituindo um grau de ligação direta quanto ao nível de concentração e o respetivo poder de mercado. (Carvalho, 2010)

Os autores Bonfim, *et al.* (2011: 162) criaram um estudo onde estimaram o impacto de fusões bancárias em Portugal referindo-se a um período compreendido entre o primeiro trimestre de 1995 e o terceiro trimestre de 2002. O estudo permite concluir que “As taxas de juro observadas após as fusões foram inferiores ao que o contra factual poderia sugerir. Isto pode refletir ganhos de eficiência e de informação resultantes das fusões, traduzidos em preços mais competitivos. Para além disso, são identificadas diferenças importantes entre os empréstimos concedidos a particulares e a empresas não financeiras (...) em termos globais, os particulares podem ter enfrentado algumas restrições no acesso a crédito após as fusões, ainda que os empréstimos a particulares tenham registado taxas de crescimento relativamente elevadas durante este período. Em contrapartida, os empréstimos concedidos a empresas parecem ter superado de forma significativa as estimativas subjacentes ao cenário contra factual.”

Um dos casos mais mediáticos que deu início a esta vaga, foi através do BCP que iniciou o processo de consolidação do grupo em 1995 com a aquisição do Banco Português do Atlântico (BPA). Apenas no ano 2000, e sob indicação da estrutura acionista do BCP/BPA é que foi extinta oficialmente o BPA passando somente para BCP. Esta aquisição foi interpretada pelo mercado como uma boa compra, revelando-se numa boa aposta, cujos frutos se traduziram na consolidação de poder do BCP. Ainda no início do milénio, o BCP viria a adquirir o Banco Mello (BM) e o Banco Pinto e Soto Mayor (BPSM) com vista a obter maiores ganhos de eficiência operativa e de integração comercial.

1.4. Estratégia, poder de mercado e diferenciação do produto bancário

Marques (1991), reconhece com facilidade que, olhando para os balanços das instituições de crédito, se trata de uma atividade económica com um baixo rácio de capital/ativos. O negócio de emprestar dinheiro dos outros, submetido a levantamentos imediatos desse dinheiro, coloca ao banqueiro um impasse entre rendibilidade e equilíbrio, criando assim um desafio difícil de alcançar que é o de compatibilizar três objetivos consideravelmente diversos: solvência, liquidez e rentabilidade. É possível conciliar estes três aspetos fundamentais, através da aplicação de uma boa estratégia dentro da organização. De acordo com os autores Caiado e Caiado (2006), a estratégia de uma empresa bancária consiste particularmente na escolha lógica, ponderada e intencional dos seus objetivos – qualidade do valor distribuído; crescimento; segurança; rendibilidade; equilíbrio financeiro – e das ferramentas mais apropriadas para os atingir de forma eficiente e eficaz. Além destes, existem outros tipos de objetivos estratégicos que são pontualmente estabelecidos mantendo um elevado nível de importância na vida das organizações.

Tendo em conta a análise feita por Carvalho (2007) relativamente a este tema, esta aponta no sentido de as F&A, com o aumento da concentração, reduzirem automaticamente a concorrência existente e consentirão às empresas o usufruto de maior poder de mercado. Noutra perspetiva, e seguindo a mesma autora, a sua pesquisa relata que o poder de mercado possa surgir devido à capacidade das empresas em manipular a sua concorrência, através das grandes capacidades que a empresa tem ao nível da eficiência, da oferta comparativamente à sua concorrência ou da criação de novas barreiras que limita a concorrência. Importa ainda referir que muitos casos remetem para dois outros fatores que poderão influenciar a obtenção do poder de mercado, sendo eles o fator preço (taxas de juro, comissões) e os instrumentos não-preço (sucursais, publicidade). Estes fatores ocorrem devido ao impacto da desregulamentação, da liberalização no comportamento competitivo e pela adoção de um comportamento estratégico por parte da empresa. A autora menciona ainda que a quota de mercado permite afetar positivamente o poder de mercado, proporcionando maior fidelização por parte dos clientes e maior competência de limitar a atuação das empresas concorrentes.

Além disso, nos dias de hoje, os conhecimentos dos clientes são mais profundos e consistentes, o que acaba por resultar num cliente mais esclarecido, rigoroso e exigente. Face

a isto, as empresas vêm-se obrigadas a aumentar a sua gama de produtos recorrendo à diferenciação¹ (Caiado e Caiado, 2006).

Os autores anteriores defendem ainda que as instituições de crédito, para conseguir ter acesso à diferenciação com êxito, têm de recorrer à inovação e desenvolvimento de produtos, baseando-se nos mais recentes meios tecnológicos. A título de exemplo, é possível referir que nas últimas décadas as instituições viram-se obrigadas a substituir o crédito tradicional por créditos mais flexíveis e compatíveis com as necessidades dos utentes, bem como proporcionar condições aliciantes para os emitentes. Acresce ainda a este exemplo, o facto de muitos clientes terem ao seu dispor ferramentas que lhes permita à distância realizar operações evitando assim a deslocação à instituição financeira.

De acordo com a análise feita por Fernandes e Portela (1994) sobre o sistema bancário português, este revela que as transformações mais vistas no sistema e na atividade financeira portuguesa surgiam devido ao aumento da concorrência interbancária e entre os diversos segmentos do sistema financeiro, particularmente, nas áreas da captação de recursos e da concessão de crédito, com a conseqüente redução das taxas de juro e das margens de intermediação. Esta situação leva a motivar as instituições de crédito a fomentar e a diversificar a prestação de serviços, por forma a aumentar o contributo dos proveitos desta origem para o produto bancário, procurando compensar, deste modo, a diminuição relativa das margens de intermediação, a exemplo do que acontece na generalidade dos restantes países da União Europeia. (Mendes, 2002)

Ferreira (2002) refere que face aos efeitos multiplicadores na era da globalização, a diferenciação torna-se uma escolha bastante atrativa a aplicar nas suas organizações. No entanto, e como conseqüência, podem surgir problemas de agência, obrigando por isso a que a organização tenha gestores/decisores de grande qualidade e responsabilidade bem como um correto planeamento e respetivo controlo financeiro. O autor cita e confronta a ideia defendida por Edith Penrose (1959) que existe dentro das organizações um conjunto de recursos, conhecimentos e competências (ativos indivisíveis) concebidas através da rotina das atividades e que proporcionam, através da diferenciação de produtos, uma teoria global de crescimento. Contudo contrapõe, defendendo que esta teoria se encontra incompleta e garante

¹ A diferenciação define-se como um conjunto de decisões tomadas pelos responsáveis para conduzir as atividades da empresa, simultaneamente para a criação de novos produtos – posicionando-se noutras áreas de negócio – e a hipótese de explorar novos mercados. Apresenta objetivos por forma a haver uma maior rentabilidade e utilização dos seus ativos.

que o sucesso só poderá acontecer se aplicada corretamente em situações que criam realmente valor, bem como num determinado horizonte temporal. Ferreira (2002) enuncia ainda alguns outros problemas que ocorrem aquando da aplicação deste conceito, nomeadamente quando determinadas empresas não conseguem superar as consequências de um maior peso organizacional, aumentando-se o nível de burocracia com maiores custos gerais, originando a que estas empresas se tornem menos ágeis e porventura menos competitivas.

Um dos temas mais debatidos, no que respeita à diferenciação dos produtos bancários é, inevitavelmente, o *cross-selling*. Este conceito remete para a venda combinada de produtos e serviços complementares àqueles que o consumidor inicialmente pretende consumir. O principal foco de atenção deste tipo de atividade é o cliente e a sua relação com este, uma vez que parte da estratégia é fidelizar clientes, tendo a empresa como principais objetivos alcançar uma otimização de receitas e custos, incrementar o volume de negócios, acrescentar valor à venda da empresa, gerar dissemelhança do mercado e, por fim, distinguir-se da concorrência.

Para Caiado e Caiado (2006: 370), os responsáveis pela venda dos produtos e serviços financeiros devem ter a capacidade necessária para responder com eficiência, operacionalidade e prontidão às necessidades dos diferentes tipos de clientes, estando sempre num ambiente de equilíbrio no seu interior. Para tal, o autor refere que “... há então que indagar qual é a estrutura previsível dos clientes dos produtos e serviços financeiros, o volume e a espécie das operações realizáveis, bem como o seu grau de sazonalidade, quer durante um mês, quer ao longo do ano todo. No fundo trata-se de um projeto de investimento cuja viabilidade deve assentar em critérios rigorosos de análise técnica, económica e financeira.”

Para finalizar, as instituições de crédito que apresentem uma rede comercial de agências que cobre o território nacional, são sem dúvida as que estão mais preparadas e vocacionadas para vender produtos e serviços financeiros, permitindo negociar quase todos os produtos que se transacionem no domínio financeiro. É preciso que os seus colaboradores estejam suficientemente preparados, apresentem flexibilidade, que apostem na visibilidade, sejam formados e que tenham conhecimentos profundos sobre as características, preços e outras condições de negociação dos seus produtos e serviços para fazer face ao ambiente fortíssimo de concorrência.

1.5. Conclusão

Um correto funcionamento de um setor de atividade depende não só da estrutura económica do próprio setor, mas também da conduta das empresas que nele existem, como também de um conjunto de influências externas, das quais se salientam a envolvente económica de enquadramento e a devida intervenção do Estado.

Tal como demonstrado na conjuntura da crise financeira de 2008, o sistema bancário desempenha um papel crucial não só no sistema financeiro como também na economia real. O seu funcionamento adequado permite a que as empresas consigam proporcionar uma vasta gama de serviços financeiros recorrendo à diversificação e inovação financeira, mantendo a necessidade constante de redimensionar e reorganizar as instituições de crédito por forma a torna-los capazes de melhor enfrentar a concorrência e as potencialidades de expansão.

Face à ausência de conclusões objetivas sobre a consolidação do mercado bancário, importa reter que é fundamental procurar entender até que ponto o aumento da concentração torna a estrutura de mercado mais concentrada, menos competitiva, ou se, em sentido oposto, promove o ambiente concorrencial.

Tendo em conta que no mundo bancário os produtos são facilmente imitáveis, as empresas deverão sentir a constante necessidade de criar incentivos para aplicar diferenças aos seus produtos e serviços por forma a adquirirem vantagens competitivas. Isto permite que o seu poder de mercado aumente e que, fundamentalmente, se consiga obter melhores resultados nos seus processos. A estas diferenças, importa juntar fatores como o relacionamento com o cliente, reputação, a imagem, fazer uma gestão adequada do risco, alocar os seus recursos de uma forma tão eficiente quanto possível e fazer uma correta avaliação do desempenho das instituições de crédito.

Por fim, uma correta diferenciação através de uma inovação ativa e direcionada marcará certamente o nível de *performances* das instituições de crédito, procurando sempre uma combinação perfeita entre a criação, projeção e comercialização dos novos produtos e serviços. Neste sentido, e a par da necessidade de conhecer os diferentes tipos de necessidades dos seus clientes (vender produtos ou serviços a um cliente já em carteira é menos dispendioso que fazê-lo a um novo cliente), as instituições financeiras têm de olhar para a atividade de *cross-selling* como um constante e eficaz investimento.

2. Fusões e Aquisições

2.1. Introdução

“O valor de uma empresa é, em grande parte, função da potencialidade de vendas e de estas gerarem resultados que, por sua vez, são função da potencialidade de crescimento do mercado e da posição concorrencial da empresa. No fundo, tudo depende da estratégia da empresa ao criar e utilizar vantagens competitivas.” (Neves, 2007: 255)

Os grandes gestores conseguem compreender que o meio envolvente competitivo se encontra em constante mudança e com uma evolução bastante rápida. As causas são imensas e entre elas encontra-se a impossibilidade de prever corretamente os comportamentos futuros, podendo originar a que muitas empresas não se consigam adaptar em tempo útil, entrando num ciclo rápido de degradação da sua performance económica e financeira, muitas vezes por culpa de claras insuficiências em termos de gestão. No entanto, há um conjunto de situações que permitem proporcionar uma oportunidade para a entrada no capital social de uma empresa, por parte de uma equipa de gestão.

As operações de F&A permitem aproveitar numerosas oportunidades de negócio que noutros tempos não teriam sido possíveis, ou cuja concretização teria levado demasiado tempo e complicadas negociações. Podem ainda contemplar a alienação em separado de determinadas áreas de negócio, ou por parte de grupos empresariais de algumas das suas sociedades, ou áreas de negócio específicas.

Por norma, as empresas que se envolvem nestas operações com o intuito de adquirir outra são, segundo a análise feita por Cosh, Lee e Singh (1989), onde se focalizaram num vasto conjunto de estudos sobre as fusões no Reino Unido, as que apresentam uma dimensão e uma taxa de crescimento acima da média das suas indústrias e dos seus alvos. Por sua vez, Odagiri e Hase (1989), numa amostra de fusões no Japão, apuram que as empresas compradoras são mais rentáveis do que uma amostra de empresas de características semelhantes onde nunca estiveram envolvidas em aquisições, contudo, não parecem crescer mais depressa. No caso da Alemanha, Bühner (1991) verifica que as empresas com rentabilidade do ativo e dos capitais próprios em crescimento são as que se envolvem com maior frequência em operações de fusões. Para os Estados Unidos, Healy, Palepu e Ruback (1992) atribuem às empresas

compradoras uma capacidade de geração de cash flow em percentagem das vendas, acima da média do setor em que atuam.

Sintetizando, Hughes (1989) conclui que a maioria dos estudos sobre diversos países aponta para que as empresas adquirentes tenham dimensão e crescimento acima da média das suas indústrias, havendo uma considerável variabilidade no que respeita à sua rentabilidade.

Por outro lado, questiona-se sobre quais são as empresas alvo e qual a variação da sua cotação. Cosh et al. (1989) observam que os alvos das fusões tendem a ser empresas de dimensão e taxa de crescimento abaixo da média. Todavia, a diferença de rentabilidade entre compradores e alvos é estatisticamente pouco significativa. Ravenscraft e Scherer (1989) verificam que os alvos têm, em média, performance superior à do setor em que se integram. Quanto às suas cotações, estas apresentam, segundo Scherer e Ross (1990), um percurso descendente da sua rentabilidade entre dois anos e seis meses antes da fusão. Por norma, semanas antes da fusão, essas mesmas cotações têm por hábito recuperarem significativamente, tendo como possível causa a fuga de informação.

Quanto às formas de pagamento, Ghosh (1997), utilizando uma amostra de grande dimensão e temporalmente alargado, verifica que as melhorias de performance se restringem às aquisições feitas a dinheiro, detetando uma sensível deterioração da performance no caso de aquisições pagas com ações do comprador. Neste caso, o meio de pagamento utilizado poderá sinalizar as expectativas dos gestores quanto à evolução da performance futura da empresa. Loughran et al. (1997) verificam que o modo de pagamento afeta significativamente o retorno supranormal de longo prazo, isto é, quando o pagamento é feito a dinheiro os resultados são muito mais benéficos do que quando é realizado por entrega de ações do adquirente. No entanto Loughran e Vijn (1997) constatam que quando os acionistas da empresa alvo são pagos com ações da adquirente, e as mantêm na sua posse, o ganho supranormal de que beneficiaram no momento do lançamento da aquisição tende a desaparecer ao longo do tempo, tornando-se mesmo, em certos casos, negativo.

No que respeita ao setor das instituições de crédito, os estudos realizados são naturalmente mais reduzidos por se tratar de um setor específico de atividade. Contudo, existe ainda assim um número considerável de estudos nesta área que utilizam medidas de performance, como a eficiência de custos e de proveitos e pelos que utilizam rácios contabilísticos, muitas vezes em conjunto com as anteriores medidas de eficiência.

Para findar, entre as diversas vantagens que as F&A proporcionam, é possível mencionar as seguintes: (i) possibilidade de expansão a outros mercados; (ii) integração horizontal ou vertical; (iii) aproveitamento do potencial de marcas sob utilizadas; (iv) racionalização de custos; (v) aumento no investimento a nível tecnológico; (vi) alcançar economias de escala; (vii) aumentar o poder de negociação frente a clientes e fornecedores; (viii) reduzir ativos ou passivos excessivos; (ix) melhorar a estrutura de financiamento; (x) reestruturar as equipas de administração/gestão com o objetivo de responder de forma eficiente e eficaz a todos os desafios que poderão incorrer.

2.2. Fusão

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

A história retrata inúmeros casos de fusões, entre eles várias vagas ocorridas em diferentes períodos de tempo. Neste sentido, e para entender melhor este conceito, importa reter alguns estudos empíricos que marcam esses momentos.

Golbe e White (1988) afirmam que as fusões deveriam ser mais frequentes em períodos em que surja nova informação suscetível de gerar divergências de opinião quanto às perspetivas futuras que se apresentam às empresas. Os autores notam que, nestes períodos, será também de esperar uma intensificação das transações nos mercados de capitais. Anteriormente, Nelson (1959), na sua análise às vagas de fusões ocorridas na economia americana, apurou que as mesmas alegavam uma elevada correlação com o nível de atividade do mercado bolsista, quer este fosse medido pelo volume de transações, quer pelo nível das cotações.

Mitchell e Mulherin (1996) verificam que as fusões são, em parte considerável, uma resposta a mudanças significativas na envolvente económica e nos choques económicos de natureza global ou sectorial, originando por isso, a concentrarem-se em períodos de forte alteração na envolvente. Para testar a hipótese, os autores recorrem a um período compreendido entre 1982 e 1989 (conhecido como a quarta vaga de fusões) utilizando uma amostra de 1.064 fusões ocorridas nos EUA. Concluem que as diferentes indústrias tendem a ter as suas fusões concentradas em momentos distintos. Por fim, mostram alguma evidência que aparenta expor

que a intensidade da ocorrência de fusões está relacionada com a intensidade dos choques económicos.

Quanto ao período pós-fusão, Jensen et al. (1983) revêm seis estudos que abrangem esse momento. Desses, apenas um demonstra um retorno supranormal positivo e o valor médio que encontram é de -5.5%. Magenheim e Mueller (1988) deparam um declínio de 16% nos três anos posteriores à fusão. Agrawal et al. (1992) encontram evidência de um retorno supranormal negativo de 10%, nos 5 anos seguintes à fusão. Na Alemanha, Bühner (1991) verificam que as cotações da empresa compradora apresentam um retorno supranormal negativo de 9.38%, no período entre 2 anos antes e 2 anos depois da fusão.

Ravenscraft e Scherer (1987) verificam que, das cinco mil fusões ocorridas nos Estados Unidos da América, cerca de 47 % das empresas adquiridas são posteriormente vendidas, sendo o desinvestimento particularmente frequente após fusões em conglomerado. Estes resultados são também atestados por Kaplan et al. (1992) que apontam para que cerca de 44% das unidades adquiridas sejam posteriormente alienadas, acrescentando que a probabilidade de desinvestimento após fusões em conglomerado é quatro vezes superior à que se verifica para as restantes fusões. Importa recordar que, no final dos anos 80, um dos mais controversos aspetos da vaga de fusões prendia-se com a elevada frequência com que os compradores desarticulavam as empresas adquiridas, alienando as suas componentes com lucros significativos face ao preço de aquisição.

Para as unidades adquiridas que não foram vendidas no momento pós-fusão, Ravenscraft et al. (1987) apuram um declínio na sua rendibilidade, parcialmente atribuível a uma degradação na sua eficiência operativa.

Considerando um exemplo prático, a Caixa Geral de Depósitos (CGD), sendo a maior instituição bancária pública nacional e a com maior tradição histórica no setor bancário, apenas em 2002 consolidou a sua posição como maior grupo financeiro português com a fusão com o Banco Nacional Ultramarino (BNU). Anteriormente, as duas instituições já teriam interagido através da venda cruzada entre as suas redes comerciais. No ano 2000, com vista a reduzir custos e aumentar a produtividade, as estruturas centrais das duas instituições procederam à sua integração sendo que em 2002 o BNU é totalmente extinto em território nacional.

2.2.1. Tipos de Fusões

Saber definir os diferentes tipos de F&A é um aspeto relevante uma vez que as principais razões que explicam devidamente cada operação, assim como as suas consequências, divergem em função do tipo de fusão em análise. Neste sentido, e seguindo o preconizado por Ferreira (2002), as fusões podem ser definidas de acordo com várias perspetivas, nomeadamente sob o ponto económica e jurídica. Numa perspetiva económica são as seguintes:

- Fusão Horizontal – Resulta da união entre empresas que exercem a mesma atividade ou operam na mesma indústria. Normalmente, este tipo de fusão merece maior preocupação por parte dos governos devido ao efeito negativo que se julga, originando uma redução do bem-estar geral. Elas podem ter esse efeito sobre outros agentes económicos uma vez que se diminui o número de empresas presentes num dado segmento de mercado, o que torna mais fácil um possível conluio entre as empresas visando os lucros que decorrem de uma situação monopolística. As razões para avançar com este tipo de fusão, prendem-se maioritariamente com o intuito de seguir a teoria da Maximização do Valor (Teoria da Firma) e a Teoria da Gestão (Teoria da Agência).

- Fusão Vertical – Dentro do mesmo ramo/indústria, a união das empresas permite explorar as atividades afins ou complementares podendo ser para cima (montante – em direção aos fornecedores) ou para baixo (jusante – em direção aos distribuidores/clientes). Os principais motivos que levam a optar pela fusão vertical centram-se na redução dos custos, no aumento da eficiência, obtenção de economias de ordem tecnológica e acesso assegurado aos mercados.

- Fusão em Conglomerado – Envolvem empresas em que o principal papel das entidades compradoras é o de explorar atividades/mercados não relacionados, procurando assim uma diversificação de investimentos. Os objetivos deste tipo prendem-se essencialmente com o aproveitamento de oportunidades, flexibilidade, versatilidade, segurança e gestão de risco. Numa perspetiva mais económica, o principal motivo reside na redução do risco empresarial através da diversificação.

- Fusão Concêntrica – São acordos entre empresas que se situam em ramos de atividades diferentes, mas relacionados pelo mercado ou tecnologia e têm como objetivo a obtenção de ganhos provenientes de situações comuns. As razões surgem com a possível obtenção de

ganhos (sinergias) provenientes de exploração e desenvolvimentos em áreas comuns, na entrada em novos mercados, com a ampliação de linha de produtos e com a diversificação do risco.

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

- Fusão Incorporação – surge através da transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra que se designa sociedade incorporante. Esta, entrega por contrapartida aos sócios ou acionistas das empresas incorporadas, quotas ou ações representativas do seu capital social, na base do valor atribuído durante as negociações, previamente realizadas, ao património das empresas alvo em relação ao valor da incorporante;

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

2.3. Aquisição

Com as aquisições pretende-se alcançar o controlo total ou parcial (parte minoritária) do capital de uma empresa/instituição, por parte de uma outra – a compradora. Numa perspetiva económica, através da aquisição, a adquirente consegue obter uma posição de controlo na sociedade adquirida e, por essa via, passa a controlar os ativos de ambas as empresas envolvidas. A adquirente assumirá automaticamente as políticas financeiras e operacionais da adquirida sempre que detenha mais de 50% do poder de voto ou porque estabeleceu um contrato com outros acionistas que lhe permite eleger um conselho de administração da sua total confiança. Geralmente, a compra dos ativos e passivos ou de participações sociais, só pode acontecer quando, previamente, estes são avaliados a justos valores. Por fim, e num momento não menos importante, surge a fase de negociação em que só pode acontecer após

ser realizada uma completa avaliação a ambas as empresas, definindo um intervalo de valores onde se irá colocar um preço final consideravelmente justo.

O investimento por parte dos investidores através da aquisição, tem em vista obter um retorno. Quanto a este valor, Jarrell e Poulsen (1994), para uma amostra de 770 aquisições ocorridas entre 1963 e 1986, verificam um retorno supranormal positivo na casa de 1 a 2%. No entanto, este resultado médio esconde uma tendência temporal: ao longo das três décadas que estudam, o retorno alcançado é decrescente, um resultado também verificado por Asquith, Bruner e Mullins (1983) e por Bradley, Desai e Kim (1988). Os autores chegam a um consenso quanto à possível causa deste acontecimento, prendendo-se com as alterações no enquadramento legislativo que vieram facilitar a deteção de tentativas de aquisição e o lançamento de ofertas concorrentes. Jensen et al. (1983) detetam um retorno supranormal de 4% para os acionistas das empresas que lançam ofertas públicas de aquisição e de 0% para os acionistas de empresas que iniciam fusões, no caso em que estas operações se chegam a consumir.

Contudo, os estudos existentes estão significativamente distantes de serem unânimes quanto aos benefícios dos efeitos das aquisições sobre os acionistas das empresas compradoras. Entre os dezoito estudos revistos por Mueller (1992), sete mostram um retorno supranormal negativo e, dos que apresentam retorno positivo, apenas quatro lhe conferem níveis de significância estatística convencionais. Kaplan e Weisbach (1992) estimam o retorno supranormal médio para os acionistas da empresa compradora em -1.49%, constatando que este se encontra relacionado com o sucesso da operação. Por sua vez, Sirower (1997), apresenta dez estudos que são unânimes em conceder retorno supranormal negativo às empresas que empreenderam aquisições nos anos 80.

Segundo Ferreira (2002), as vantagens que poderão definir os processos de aquisição revelam-se com uma elevada importância no mundo empresarial, onde facilmente as empresas poderão alargar a sua oferta a novos mercados, clientes e segmentos, assim como poderão introduzir melhorias ao nível dos produtos, das plataformas operacionais, tecnológicas e até administrativas.

No entanto, poderão surgir alguns inconvenientes que podem reduzir o valor e o interesse na operação. Desses, podem-se mencionar dois:

- Os elevados prémios de aquisição que a empresa compradora se vê obrigada a pagar para que seja possível chegar a um acordo com os decisores da empresa alvo;

- Os elevados custos ligados à aquisição.

Querendo também terminar este conceito com um exemplo prático, o Grupo BPI caracteriza-se por ser uma das primeiras instituições a optar pelo crescimento através de F&A com a aquisição do Banco Fonsecas e Burnay (BFB) em 1991, assumindo o seu controlo total. Com o intuito de permitir um aumento de dimensão e de um reforço na estrutura acionista, a instituição prosseguiu, em 1996, com a aquisição do Banco Fomento Exterior (BFE) e do Banco Borges e irmão (BBI), que resultaria num novo nome, o Grupo BPI. Conclui-se que o acesso ao recurso de processos de aquisição, foi, na altura, o mais indicado e ao mesmo tempo mais vantajoso.

2.3.1. A oferta pública de aquisição – OPA

Se a empresa “visada” ou “alvo” for cotada em bolsa, a aquisição é normalmente efetuada através de uma Oferta Pública de Aquisição (OPA). A empresa (pessoa física ou jurídica, designada “oferente”) que demonstra intenção em adquirir outra através desta forma de aquisição, tem de preencher determinados requisitos impostos pela legislação em vigor, sendo devidamente autorizada pelas autoridades reguladoras. Uma dessas obrigações passa por tornar público a intenção de compra, isto é, trata-se de uma operação em que uma entidade revela publicamente aos acionistas (sem discriminação, uma vez que se torna difícil identificar todos os acionistas de uma empresa cotada na bolsa) de uma sociedade a sua intenção de comprar parte ou a totalidade das ações, por um preço superior à cotação do mercado, com vista a assumir ou a reforçar o controlo sobre a sociedade alvo.

O Conselho de Administração da empresa alvo avança com um comunicado aos seus acionistas sobre a recomendação de venda ou a recusa desta. Regra geral, tanto o anúncio público de uma OPA como o rumor de que uma será anunciada, afetam substancialmente a cotação dos títulos das empresas envolvidas.

A OPA pode ser de carácter amigável ou hostil, dependendo da aceitação da gestão da empresa alvo. Resumidamente, é amigável quando existe previamente um acordo com a empresa alvo e torna-se hostil no momento em que a oferta feita vai em contra a estratégia da administração da empresa alvo. Os Conselhos de Administração que se opõem a uma

aquisição hostil, normalmente desaconselham os acionistas a vender as suas ações e desenvolvem pacotes de medidas ativas – para retaliação – e medidas preventivas para evitar que a operação se concretize. Contudo, há ainda outras formas de atuar, ou seja, a empresa alvo poderá fazer uma contra-OPA em que inverte os papéis e propõe uma oferta de aquisição sobre a empresa oferente. Existem também as ofertas concorrentes que se baseiam no aparecimento de novas ofertas de empresas oferentes e com um valor normalmente mais favorável face à OPA inicial, colocando a empresa alvo sobre a importante decisão de optar pela melhor proposta.

Quando surge este tipo de oferta, os acionistas poderão deparar-se com uma decisão bastante difícil de tomar. Isto é, coloca-se a questão se deverão aceitar, esperar para ver se alguém apresenta uma proposta mais vantajosa, ou alienar as suas ações no mercado. Com isto, poderá surgir uma oportunidade para os especuladores, que são devidamente especializados neste tipo de questões. (Brealey, Myers, & Allen, 2007)

O racional estratégico e económico sobre o qual assenta o lançamento de uma OPA possibilita enunciar alguns pontos a favor e contra:

Tabela 1 - Prós e contras de uma OPA

Prós	Contras
Aproveitamento de sinergias;	Dificuldades e conflitos de integração cultural da sociedade visada
Entrada em novos negócios e novos mercados;	Responsabilidades, obrigações e compromissos financeiros escondidos da sociedade visada.
Aumento do portefólio de marcas e base de clientes;	
Aumento das economias de escala;	
Aumento da capacidade de produção;	
Redução da capacidade no sector;	
Diminuição da competição	
Aumento da capitalização bolsista (muitas vezes como defesa a uma OPA hostil)	
Melhor gestão	

Fonte: elaborada pelo autor

Em síntese, podem ser extraídas duas ideias-chave: o oferente ou pretende por um lado aproveitar a estrutura que pode resultar da convergência das duas empresas para criar uma maior que permita uma redução de gastos redundantes e outros, obter uma maior dimensão, maior quota de mercado e consequentemente maior rentabilidade (retorno do investimento) ou, por outro, considera que a empresa é mal gerida e que conseguirá fazer melhor aumentando a rentabilidade da empresa. A OPA pretende sempre, pelo menos em última instância, a criação de mais valor para os acionistas.

2.4. Teorias Explicativas dos processos de Fusões e Aquisições

No mundo empresarial, existe um número significativo de motivos que levam as empresas a executar uma ou mais operações de Fusão ou Aquisição ou que simplesmente aplicam uma estratégia na empresa envolvida. Contudo, há dois motivos preponderantes que poderão surgir conjugados e de fácil entendimento:

- Aumento de quota de mercado onde atua;
- Maior amplitude geográfica de atuação.

Estes estão, de um modo geral, relacionados com o aumento da dimensão. Sobre isso, Jarrel et al. (1994) procuram encontrar respostas sobre a importância das diferentes dimensões das empresas envolvidas num processo de fusão. Os autores verificam que quando a empresa adquirida é muito menor do que a adquirente, os ganhos decorrentes da fusão tendem a passar despercebidos.

Existem ainda motivações relacionadas com a performance económica e da eficiência, da incorporação de tecnologia e/ou de boas práticas, da hipótese da maximização do lucro, da diversificação, das sinergias (questões ligadas à eficiência/produktividade), com a criação de valor, com as oportunidades de compra abaixo do valor ou identificação de melhoria da gestão na empresa e da redistribuição ou reaplicação estratégica de recursos ou de meios.

Em sentido oposto, existem motivos que são considerados destruidores de valor. Estes verificam-se devido a construções de impérios (poder cada vez mais acrescido por parte dos gestores/administradores), remuneração da gestão, integração vertical (causa dificuldades e redução de receitas a outras empresas), diversificação (não cria valor para os acionistas) e ilusão financeira (normalmente, resulta de pagamentos exagerados à empresa alvo).

Romano (1992) demonstra que embora nenhuma teoria é suficiente para explicar todas as aquisições e fusões, a evidência empírica é mais consistente com explicações reais de aquisições, como eventos de maximização de valor para os acionistas da empresa-alvo, aumentando a eficiência social, a aprendizagem económica e política pública. Por vezes, os investidores são influenciados por medos infundados e suspeitas que, muitas das vezes, são levantadas pelos gestores das empresas.

Apresentadas as principais motivações, vão ser de seguida enunciadas algumas das que se considerou de maior relevância para a criação de valor, não retirando a devida importância das restantes.

2.4.1. Teoria da performance económica e da eficiência

Quando se pretende ligar performance económica com eficiência num processo de concentração empresarial, está-se, em certo modo a relacionar com o conceito de sinergias. O princípio da sinergia remete para o momento em que duas empresas/instituições/negócio fundem-se combinando os seus meios e recursos, sendo que o valor da união é superior ao valor com a gestão autónoma no instante pré-fusão.

Neves (2002) refere que existem fontes de realização das sinergias que visam facilitar a pesquisa de possíveis ganhos económicos:

- Economias de escala – obtém-se se a empresa, ao aumentar os seus níveis de produção ou prestações de serviços, mantém inalterados (ou aumentando menos do que proporcionalmente) os seus custos fixos. No entanto, apresentam um lado negativo, a sua complexidade;
- Economias de integração vertical – adquirem-se principalmente através de serviços administrativos prestados, bem como do *know how* de uma fase de produção para outras;
- Eliminação de ineficiências – quando uma organização apresenta índices de gestão deficientes e que com a aquisição desta, aplicando devidamente uma gestão mais correta, se consiga obter maior valor;
- Benefícios fiscais não utilizados – os ganhos económicos podem ser atingidos no momento em que empresas que são favorecidas fiscalmente e, através da sua aquisição, a empresa adquirente beneficia dessa situação;
- Combinação de recursos complementares – em diversos casos, as pequenas empresas não apresentam recursos necessários que façam sustentar o seu crescimento. Por outro lado, as macro empresas apresentam lacunas em pontos mais específicos devido à falta de *know how*. Assim, com a junção das duas empresas, permitem eliminar essas lacunas acrescentando mais valor.

A motivação chave de qualquer empresa é a melhoria constante dos resultados económicos contribuindo para o comportamento empresarial. Assim, é possível 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 sociedades/negócios.

Romano (1992) defende que as explicações para a eficiência e maximização do valor, devem ter em conta não apenas os ganhos de sinergia, como o aumento da eficiência operacional e as sinergias operacionais. Noutro critério, é necessário reduzir os custos de agência com a substituição da gestão ineficiente, assim como melhorar os incentivos aos gestores e trabalhadores.

Carvalho (2007) argumenta que a maximização do lucro e a respetiva criação de valor poderá ser explicada por motivos relacionados com a criação ou o incremento do poder de mercado (capacidade de influenciar os preços, as quantidades ou mesmo a natureza dos produtos ou serviços), o incremento da eficiência operativa e a obtenção de ganhos económicos.

Focando em estudos que utilizam rácios contabilísticos como medida de performance, é possível evidenciar alguns artigos de relevo relacionados tanto com as instituições de crédito europeias como as dos EUA.

Em relação à Europa, Vennet (1996) analisou uma amostra de 492 operações entre o período de 1988 a 1993 utilizando, como principais medidas, os rácios rendibilidade dos capitais próprios (return on equity – ROE) e rendibilidade do ativo (return on assets – ROA). O autor verifica que as fusões entre instituições de crédito com mesma dimensão aumentam a performance operacional da empresa após fusão. Altunbas e Ibáñez (2004) chegam à mesma conclusão quando observam uma amostra de 262 operações ocorridas na União Europeia entre 1992 e 2001, concluindo também que, em média, as fusões resultaram num incremento do lucro contabilístico, nomeadamente no ROE.

Sobre os EUA, Rhoades (1990,1993) onde em 1990 analisou as operações de concentração de instituições de crédito entre 1981 e 1986 e em 1993 estudou 13 aquisições envolvendo instituições de crédito com ativos superiores a mil milhões de dólares, concluiu que, em ambos os estudos, as fusões não influenciaram a performance operacional das instituições envolvidas. Por sua vez, Pilloff (1996) estudou o comportamento médio e transversal de alterações no desempenho e no retorno anormal consolidado de uma amostra de 48 fusões de instituições de crédito entre 1982 e 1991. Verificou que, no geral, a performance operacional

não está relacionada com as fusões, sugerindo que os gestores não foram em média capazes de gerar benefícios com estas operações. Existiu, no entanto, uma enorme variação de resultados entre instituições de crédito, sendo que algumas fusões foram muito melhor sucedidas que outras.

Em síntese, é possível apurar que, pelos estudos apresentados, existem resultados diversos e até contraditórios tanto no que se refere às fusões e aquisições deste setor na Europa como nos EUA. Isto é, a maioria dos estudos anteriores indicam uma ligeira melhoria na performance operacional das instituições de crédito após fusão ou aquisição na Europa e para um decréscimo nos EUA.

2.4.2. Teoria da Agência

A teoria da agência de Jensen e Meckling (1976) explica os problemas de delegação de autoridade ou relações agente-principal, quando os gestores de uma determinada empresa não são os proprietários. Isto é, embora os proprietários controlem indiretamente os destinos da sua empresa, na medida em que podem livremente escolher e substituir os gestores, surge o problema do conflito de objetivos e interesses por parte destes com os dos acionistas (*stakeholders*).

Um dos maiores problemas deste tipo de conflito está ligado com a fuga de informação. Este problema acontece pelo facto de bancos de investimento, consultoras e outros *stakeholders* estarem dos vários lados das “guerras”, conforme as batalhas que estão a ser disputadas. Por outro lado, conflitos devido a horizontes temporais e preferências pelo risco diferentes, administradores que não pretendem perder os seus direitos e “*status*” devido a uma hipotética aquisição, tornam-se motivos mais que suficientes para originar os designados custos de agência.

Empiricamente, Shleifer e Vishny (1988) verificam que com a onda crescente de aquisições decorrida nos anos 80, tornou cada vez mais necessário dar atenção à relação gestores-acionistas, bem como a devida preocupação com os trabalhadores afetados da empresa a adquirir. Aos primeiros, devem ser dadas formas de compensação/motivação por forma a apoiarem no processo de aquisição. Aos segundos, torna-se necessário compensar diretamente os empregados afetados.

Os resultados obtidos por Cosh et al. (1989), num estudo sobre fusões no Reino Unido, demonstram que as empresas adquirentes que têm acionistas institucionais com um peso significativo na sua estrutura acionista, alcançam melhores resultados nas fusões quando comparado com aquelas onde na sua estrutura predominam os pequenos acionistas.

Seyhun (1990) observa os padrões de transação dos gestores das empresas compradoras nos EUA em ações da sua própria empresa. O autor confirma que, no período que precede as aquisições, eles aumentam as suas compras e reduzem as vendas. Este tipo de conduta não parece compatível com a concretização de aquisições sem expectativa de rentabilidade para os acionistas.

Martin e McConnell (1991) expõem que no seguimento das aquisições, há um aumento muito significativo na probabilidade de substituição do principal executivo. Por sua vez, Krug e Hegarty (1997) verificam que o aumento da rotação de executivos é extensivo à generalidade da equipa de gestão, não se restringindo ao gestor de topo. Mostram ainda que essa rotação surge com maior frequência quando o comprador é uma empresa estrangeira. Contudo, esta tendência de substituição dos gestores não se verifica tanto quando estes detêm participação no capital da empresa. (Mikkelson et al. 1997).

Usando uma amostra de empresas que efetuaram aquisições no Reino Unido, entre 1986 e 1990, Abell, Samuels e Cranna (1994) testam aquele que é, porventura, o mais elementar dos motivos que levam os gestores a promoverem fusões: o de que os gestores aumentem a sua remuneração total (salário, prémios e opções de aquisição de ações) quando efetuam fusões.

Por sua vez, Ghosh e Ruland (1998) verificam na sua análise que o meio de pagamento de uma operação de fusão ou aquisição estará relacionada com o receio de perda de influência por parte dos gestores.

Brealey, Myers, e Allen, (2007), levantam uma questão: por que razão contestam os gestores as ofertas de aquisição sobre as suas empresas? Os autores apresentam uma resposta em dois sentidos distintos. Se por um lado, os gestores pretendem garantir um preço mais elevado por parte da empresa oferente, por outro, estes têm em vista em colocar fim à oferta por forma a colmatar o receio de perderem os seus lugares no momento pós-fusão.

Como método de solução a aplicar a este conjunto de dificuldades, torna-se necessário usar vários mecanismos tanto a nível organizacional (através do alinhamento dos interesses dos gestores com os dos *stakeholders*, criando incentivos) como no que respeita aos objetivos de

mercado (permitir que através das decisões dos administradores sejam refletidas no preço da cotação). Hubbard e Palia (1995) analisam a consequência da participação dos gestores no capital da empresa adquirente sobre o retorno supranormal obtido pelos seus acionistas no momento da aquisição. Os autores verificam que o resultado do alinhamento de interesses entre acionistas e gestores apenas se verifica enquanto a participação destes últimos no capital se mantém abaixo de um determinado limiar.

Muitas administrações já usaram armas de defesa mais exigentes, mas podem resultar em contestações em tribunal e isso são processos sempre a evitar. Assim, para reduzir conflitos, é possível recorrer a gratificações compensatórias generosas aos gestores, porque desta forma, mesmo sendo obrigados a gastar alguns milhões, esse preço pode ser bem inferior ao que se pode realmente pagar caso os conflitos se mantenham.

2.4.3. Teoria de Hubris

Esta teoria pode ser facilmente confundida com a teoria da agência uma vez que a teoria de Hubris advém de erros dos gestores. Por outras palavras, este conceito foi introduzido devido aos gestores cometerem erros na avaliação das empresas a adquirir, bem como dos prémios elevados que resulta prejuízos para a empresa compradora, tudo isto devido ao elevado ego, otimismo e excesso de confiança dos administradores na criação de sinergias. (Roll, 1986)

Este tipo de comportamento pode, normalmente, levar a que os gestores da empresa adquirente levem ao mínimo a realização das tarefas de *due diligence*, ou que ignorem a informação obtida durante essas tarefas.

2.4.4. Outras

Ferreira (2002) enuncia algumas outras razões que podem provocar uma operação de fusão e aquisição. Entra elas, encontram-se as que permitem um aumento do crescimento e de poder para consolidação no interior dos setores, para o aumento de dimensão (envolvendo expansão geográfica - internacionalização), para enfrentar alterações relevantes no meio envolvente, para reestruturação de grupos e organizações e para existir uma maior concentração de atividades.

Falando do papel importante dos agentes intermediários, estes, para além de terem em determinados casos um papel importante na operação de F&A, necessitam de encontrar

motivações que os façam envolver nas fusões influenciando assim o processo de decisão. Essas mesmas motivações aparecem na obtenção de ganhos especulativos que incentivam estes agentes.

Por fim, a redistribuição ou reaplicação estratégica de recursos ou de meios (reestruturação dos ativos) ou pela simples razão de salvar a empresa que esteja em risco de falência, podem se tornar motivos mais que suficientes para iniciar um processo de F&A.

2.5. Razões e efeitos das concentrações

Quando se refere concentrações de empresas, é necessário perceber até que ponto o aumento da concentração em determinado setor, implicará necessariamente uma estrutura de mercado mais concentrada e, por conseguinte, menos competitiva; ou se, em sentido oposto, a concentração existente irá promover um ambiente fortemente concorrencial.

Rodrigues (1998: 1) refere que numa perspetiva social, torna-se relevante” ...medir os seus efeitos sobre o bem-estar no conjunto da economia. O impacto destas operações sobre os concorrentes das empresas envolvidas e, particularmente, sobre a interação estratégica entre estes e as empresas em causa, são questões fulcrais deste ponto de vista. Tal como o são, decorrendo destes, os efeitos das fusões sobre os consumidores.”

Quando se questiona os efeitos das concentrações, normalmente o pensamento recai apenas para os acionistas e administradores das empresas, não dando a devida importância aos trabalhadores (a maioria dos estudos empíricos ignora por completo estes efeitos) tendo estes um papel preponderante no desenvolvimento da empresa/negócio. Deste modo, os trabalhadores, tanto da empresa alvo como da aquirente, são em grande parte dos casos, fortemente afetados pelas operações de concentração. Geralmente, os níveis de emprego no momento pós fusão tendem a descer, quer seja por motivos de redefinições de funções quer por políticas remuneratórias. Inesperadamente, são muito escassos os estudos empíricos referentes a estas questões. No entanto, McGuckin et al. (1995), no período 1977-1987, estudam a relação entre as mudanças de propriedade, a evolução dos salários e a evolução do emprego das empresas americanas da indústria alimentar. Estes autores concluem que o emprego e os salários crescem mais rapidamente nas empresas que mudam de propriedade do que nas restantes, embora, no que respeita ao emprego, o resultado não seja expressivo.

Contudo, os autores, mesmo afirmando que os dados se tornam estatisticamente insignificantes, notam que os resultados se invertem para as empresas de maior dimensão.

Olhando mais concretamente para o que são realmente essas razões/efeitos da concentração, convém inicialmente sublinhar que essas não são mutuamente exclusivas, isto é, em cada operação podem existir várias razões/efeitos, com diferentes níveis de importância. Com isto, é possível enunciar algumas causas económicas e sociais que motivam a concentração empresarial, originando o aparecimento e desenvolvimento dos grupos económicos. A nível externo à empresa, destacam-se os seguintes:

- Mercados alvos, alargando para o campo internacional;
- Internacionalização do capital;
- Desenvolvimento tecnológico e a devida necessidade de acompanhar a constante inovação tecnológica;
- Separação entre propriedade e gestão.

No que respeita a fatores internos, é possível mencionar:

- Aumento da eficiência;
- Aumento da quota de mercado;
- Diminuição do risco;
- Aumento da cotação das ações;
- Vantagens fiscais;
- Problemas de agência;
- Redistribuição ou reaplicação estratégica de recursos ou de meios.

Confrontando Bastardo e Gomes (1991: 13-14) com Rodrigues (1998: 14), os primeiros autores defendem que “...estudos elaborados por analistas das principais praças financeiras mundiais apontam para ganhos entre os 10 a 20% no *market value* das empresas após a fusão ou aquisição, a par de outras vantagens, como por exemplo: o fortalecimento financeiro das empresas; um melhor índice de liquidez e autonomia financeira; a complementaridade dos recursos utilizados que permite a racionalização do seu consumo; uma maior capacidade de endividamento a médio longo prazo; mais verbas para a I&D e melhor utilização da estrutura organizacional de marketing das companhias.” Por sua vez, Rodrigues, refere que “...embora prevaleça ainda a noção de que o impacte das fusões sobre a performance das empresas

envolvidas tende a ser insatisfatório, um conjunto de estudos recentes tende a pôr em causa essa conclusão. Os resultados das fusões de extensão de produto tendem a ser particularmente favoráveis.”

Nos últimos anos, a União Europeia tem se encontrado recorrentemente sobre um processo sem precedentes de consolidação financeira. Altunbas e Marqués (2008), observam dois pontos importantes na análise sobre este tema: primeiro, as fusões de instituições de crédito na União Europeia têm, em média, um melhor retorno sobre o capital; segundo, as fusões e aquisições transfronteiriças contemplam diferenças que são conducentes a um maior desempenho. Sobre esta matéria, Cerasi, Chizzolini e Ivaldini (2009) constatam que a estrutura da indústria das instituições de crédito europeias mudou rapidamente desde a Segunda Diretiva Europeia, implementada em 1992. Com esta diretiva, houve um forte estímulo à liberalização dentro e fora das fronteiras nacionais, desimpedindo assim as fortes restrições regulamentares do setor financeiro. Porém, os autores concluem que, embora a desregulamentação tenha reduzido as barreiras à concorrência, provocou também, de uma forma indireta, uma onda de F&A dentro e fora das fronteiras nacionais.

Beccalli e Frantz (2009), afirmam que em relação ao impacto das operações nas instituições de crédito europeias, a evidência empírica é muito escassa, expondo também resultados mistos. Já sobre as operações de F&A nas instituições de crédito dos EUA, os autores observam na sua análise que a evidência empírica existente sugere que as operações de fusões ou aquisições não tiveram efeito positivo na performance operacional dos mesmos. Na globalidade, os estudos referem-se a um conjunto de resultados mistos e muitos não conseguem sequer apresentar uma clara relação entre as F&A e a performance.

Relativamente ao caso das instituições de crédito portuguesas, conclui-se que com o aumento da sua concentração, impõe, na maioria dos casos, melhorias no seu desempenho. No entanto, e tendo em conta que cada operação de concentração obedece a atributos próprios e objetivos diferentes, nem sempre as operações de concentração tornam as instituições de crédito envolvidas mais eficientes. Por norma e tendo em conta os níveis de eficiência, as instituições que avançam para grandes fusões tendem a revelar piores indicadores de desempenho e as que optam por um crescimento mais endógeno apontam para melhores *performances*. (Costa, 2014)

Para terminar o ponto, e recorrendo novamente a um exemplo específico português, em 1999

deu-se início ao processo que resultaria no Banco Santander Totta em Portugal. O Santander integrou no seu grupo o Banco Totta e Açores (BTA) e o Crédito Predial Português (CPP), passando o primeiro a permanecer como acionista maioritário. Em 2004, as três instituições de crédito tornaram-se, através desta fusão, numa única instituição denominando-se como hoje é conhecida. Foi o primeiro grupo financeiro português a alcançar a certificação global de qualidade, segundo a norma ISO 9001/2000, o que revela que os efeitos desta concentração foram relativamente positivos.

2.6. Avaliação de Sinergias e Criação de Valor

O escopo fundamental das F&A passa geralmente em gerar sinergias que possam, em retorno, criar o valor adicional que advém da combinação das empresas. Isto é, visa promover o crescimento empresarial (aumentando a sua escala, partilhando capacidades e oportunidades e aplicando as melhores práticas das partes), aumentar o poder de mercado, aumentar a rentabilidade e melhorar a repartição dos dividendos.

Neste tema, é importante levantar a seguinte questão: é possível conhecer as origens de um eventual ganho para os acionistas das empresas envolvidas em fusões onde, em particular, esse ganho tanto poderia ser explicado por ganhos de eficiência como por um acréscimo de poder de mercado? Eckbo (1983) e Stillman (1983) foram ao encontro da solução face a esta dúvida. Os seus resultados permitem verificar que se a fusão aumenta a eficiência das empresas envolvidas, então a sua ocorrência tenderá a afetar negativamente os seus concorrentes. Em sentido inverso, se a fusão cria poder de mercado, dando origem a preços mais elevados por parte das empresas envolvidas na fusão, então ela representa uma boa notícia para os concorrentes. Os autores concluem afirmando que há retornos supranormais positivos para os concorrentes das empresas envolvidas em fusões horizontais o que, parece apontar que aquelas operações geram poder de mercado acrescido. Porém, os autores rebatem afirmando que não é inevitavelmente assim, isto é, a ocorrência de uma fusão num determinado setor, poderia ser entendida pelo mercado como um sinal indicativo de um aumento da probabilidade de ocorrência de outras fusões.

Sobre a avaliação de sinergias e criação de valor económico em fusões e aquisições, Neves (2002: 267) entende que o avaliador deve iniciar por reconhecer os fatores que poderão conduzir a ganhos económicos com a F&A, tendo como pilar três fontes: "...a empresa alvo

está subavaliada, podendo assim gerar-se ganhos para o seu comprador uma vez eliminado o problema da informação assimétrica entre a empresa e o mercado; a empresa é gerida com ineficiência, e com a substituição da gestão e outra estratégia e organização o comprador pode realizar mais valor; existem sinergias entre as empresas, de modo que uma gestão coordenada pode criar mais valor do que se geridas separadamente.” O autor conclui ainda afirmando que não se deve fazer uma avaliação sem considerar estes 3 parâmetros de uma forma separada e que “...o importante é notar que vale a pena fazer uma aquisição só se houver ganhos económicos, e para isso é necessário que as duas empresas após a fusão, com gestão conjunta, tenham mais valor do que antes da fusão, enquanto entidades independentes.”

As Sinergias podem ser divididas em 2 tipos:

Tabela 2 - Tipos de sinergias



Fonte: elaborada pelo autor

As Sinergias Operacionais ocorrem quando a expansão da capacidade de produção de uma empresa ou indústria origina um aumento na quantidade total produzida sem um aumento proporcional no custo de produção. Como resultado, o custo médio do produto tende a ser menor e permite que as empresas aumentem o seu Resultado Operacional a partir dos ativos existentes, do crescimento ou de ambos. Segundo Damodaran (2005), essas sinergias enquadram-se em quatro tipos:

1. Economias de escala: permite que a empresa combinada seja mais rentável e estabeleça uma melhor relação face aos parâmetros custo-eficiência. Por outras palavras, possibilita a organização do processo produtivo de maneira que se alcance a máxima

utilização dos fatores produtivos envolvidos no processo, procurando como resultados, os baixos custos de produção e o incremento de bens e serviços.

2. Maior poder de fixação de preços: este tipo de sinergia torna-se mais comum em operações de F&A resultante de empresas do mesmo tipo de negócio e em ambientes com pouca concorrência. O autor refere ainda que permite obter maiores margens e um maior Resultado Operacional criando da mesma forma, maiores dificuldades às novas empresas que queiram atuar no mesmo mercado.

3. Combinação de diferentes forças funcionais: surge quando, através da F&A, se consegue reunir/transmitir as diferentes capacidades de cada empresa, originando uma redução de custos e a uma menor complexidade nas operações.

4. Maior crescimento em novos mercados ou já existentes: momento em que uma empresa, a título de exemplo, adquire outra que tenha uma marca reconhecida ou uma boa cadeia de distribuição, com o intuito de usar os pontos fortes desta de modo a aumentar a sua produção e as suas vendas.

Depois de encontradas as sinergias operacionais que motivam uma operação de F&A, as sinergias financeiras são “procuradas” pelas empresas de forma a darem maior robustez às operações por via de uma maior capacidade de endividamento, maiores fluxos de tesouraria e de menor custo de capital, incluindo os benefícios fiscais. Damodaran (2005) faz novamente um enquadramento deste tipo de sinergias:

1. Combinação com uma empresa que apresente excedentes de caixa (mas com oportunidades de projetos limitados) com uma outra empresa que tenha projetos de negócios que visam inicialmente, alto retorno pode originar criação/aumento de valor para a empresa combinada. Normalmente, esta situação surge mais vezes em duas perspetivas diferentes: quando uma grande empresa adquire empresas de menor dimensão ou quando uma empresa de capital aberto adquire empresas privadas.

2. Aumento na capacidade de endividamento devido à maior previsibilidade e estabilidade dos ganhos e fluxos de caixa da nova empresa após a F&A. Deste modo, permite

obter mais empréstimos do que conseguiriam como empresas a atuarem sozinhas, o que permite por sua vez aumentar os benefícios fiscais resultando num menor custo de capital.

3. Uma empresa que apresente bons níveis de rentabilidade adquire uma outra que se encontrava a perder dinheiro, obtendo assim, benefícios fiscais devido a prejuízos acumulados dedutíveis.

4. Diversificação. Sendo muita vez encarada com a questão para saber se de facto é um motivo criador ou destruidor de valor, o que é certo, é que este não acrescenta valor para os acionistas. No entanto, o autor refere que “na maioria das empresas negociadas publicamente, os investidores podem diversificar em muito menor custo e com maior facilidade do que a própria empresa. Para as empresas privadas ou de empresas de capital fechado, pode não haver potenciais benefícios de diversificação”².

A criação de valor torna-se, em diversos casos, um assunto com alguma complexidade uma vez que é, por vezes, muito difícil de compreender os motivos que levam o mercado a atribuir a certas empresas valores demasiado elevados, quando os principais dados reais não suportam esses julgamentos. Nesta perspetiva, Ferreira (2002), apresenta uma formulação que poderá ser expressa da seguinte forma:

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

Todavia, o autor acrescenta que a fórmula está, em certa parte, incompleta, e 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)

Em síntese, se a execução dos negócios não ficar em mãos competentes e experientes, a dificuldade aumentará para alcançar as sinergias previamente estabelecidas, nem se produzirão as vantagens competitivas que as projeções estabelecem, nem se conseguirá atingir

² “In most publicly traded firms, investors can diversify at far lower cost and with more ease than the firm itself. For private businesses or closely held firms, there can be potential benefits from diversification.” (2005: 5)

os novos mercados. Só alcançarão sucesso quando as empresas combinadas tiram o máximo das suas potencialidades e constroem o seu futuro baseando-se nas capacidades e competências de cada uma delas. Com isto, importa reter que as operações de F&A devem ser realizadas quando o valor da sinergia for superior aos custos da aquisição (valor pago no âmbito da operação e pelos custos inerentes à transação).

Para findar, importa exemplificar com um caso que permite demonstrar a existência da avaliação de sinergias. O Banco Espírito Santo (BES) foi uma das últimas instituições de crédito nacionais a entrar num processo de fusão e aquisição. Apenas em 2005 é que conseguiu incorporar o Banco BIC que resultaria no proveito da notoriedade da marca BES, com o intento de angariar novos clientes, de potenciar o crescimento comercial (oferta de todo o tipo de produto e serviço) e no aumento da rendibilidade. De acordo com a informação avançada pela imprensa nacional, as sinergias para o primeiro ano de fusão foram estimadas entre 24 a 28 milhões de euros no prazo de um ano³.

2.7. O impacto da crise no processo de Fusões e Aquisições

A partir de 2007, o mundo enfrenta a pior recessão desde a década de 1930. Embora a crise não tenha sido desencadeada pelos países em desenvolvimento, a crise de liquidez afetou a generalidade destes países devido, entre outras coisas, a uma diminuição das trocas comerciais, a condições mais estritas de financiamento em todo o mundo e à redução das remessas de fundos.

A crise financeira internacional, uma vez associada aos problemas da dívida pública, veio expor de forma muito perceptível as vulnerabilidades da economia portuguesa, decorrentes, em particular, do elevado nível de endividamento dos setores privado e público (traduzido numa posição devedora face ao exterior assinalável e num significativo desequilíbrio acumulado nas contas públicas), e de um fraco ritmo de crescimento económico efetivo e potencial.

As operações de fusões e aquisições também têm sofrido com a crise do atual contexto económico, contudo, vários estudos levam a acreditar que a crise não é motivo para fazer

³ <http://www.tvi24.iol.pt/portugal/europa/fusao-entre-bes-e-bic-gera-sinergias-de-24-a-28-milhoes-de-euros>, acedido a 30/03/2016

parar o mercado de fusões e aquisições uma vez que pode levar a múltiplas oportunidades. A crise económica mundial oferece uma oportunidade de fortalecer o multilateralismo.

Desde que esta recente crise se instalou nos mercados, tornou-se muito mais difícil e complexo terem as instituições de crédito como aliadas no suporte financeiro das empresas, devido a estas restringirem mais a sua oferta de crédito. A solução passa por adquirir fontes de investimento alternativas e de uma forma mais sustentável. Essas alternativas podem passar por entrar no mercado de capitais (ações e dívidas). Ao contrário do que alguns empresários ou gestores possam pensar, o mercado tem soluções à medida de cada empresa, seja ela pequena, média ou grande dimensão. Basta ter conhecimento das várias plataformas e os seus custos e exigências. A venda de obrigações e a emissão de papel comercial são outras soluções facultadas pelo mercado de capitais, para quem quer alternativas às instituições de crédito.

2.8. Conclusão

Caso as empresas não redimensionem a sua estrutura de capitais e não se modernizem em termos tecnológicos, poderão colocar a sua própria sobrevivência em causa, uma vez que a concorrência é cada vez mais agressiva e em determinados casos essa concorrência é feita por empresas europeias bem cotadas, com recursos humanos altamente qualificados, com grande capacidade financeira/material e com uma experiência comunitária superior. Deste modo e através de uma operação de fusão e aquisição, esta pode ajudar a que as empresas consigam colmatar os problemas referidos, bem como a incapacidade de preencherem insuficiências existentes nas linhas de negócio, de fortalecer as capacidades da administração, de permitir uma expansão geográfica e na entrada em novos segmentos nos mercados.

Ferreira (2002) refere que os ganhos de dimensão surgem quando a combinação de duas ou mais entidades resulte numa nova empresa com novas capacidades e competências. Assim, e esperando que advenha uma nova ou modificada produção de bens e serviços, torna-se mais acessível de entrar e conquistar novos mercados, de aceder a novas tecnologias e de alterar os sistemas organizacionais e de informação. No seu expoente máximo de sucesso, poderá mesmo criar uma nova indústria.

Por sua vez, Brealey et al., (2007), enunciam que são os vendedores que obtêm mais ganhos que os compradores no momento da fusão que os compradores. Uma das principais razões deve-se ao aparecimento de novos compradores. No momento em que aparecem novos concorrentes, capazes de cobrir as propostas iniciais, os ganhos da fusão tendem a ser maiores para a empresa-alvo, uma vez que esta pretende obter o preço mais elevado possível.

Para finalizar, importa referir que existem alguns erros a evitar em operações de F&A. Um deles acontece no momento do fecho, mais concretamente quando os gestores caem no erro de achar que o trabalho está terminado com a assinatura dos contratos de promessa de compra e venda. Outro erro surge com o fator preço, este devido a muitos vendedores pedirem um valor pelo negócio envolvendo um “valor sentimental” e não pelo valor racional e real que o sustente. Uns dos principais erros nasce pelo facto de os vendedores não estarem preparados para a *Due Diligence* que o comprador faz antes da concretização do negócio, quer por não ter os documentos prontos para o agendamento de uma data quer porque por vezes não revelam questões que vêm mais tarde a ser detetadas (não são raros os negócios que caem com a realização desta). Por último, problemas relacionados com a falta de confidencialidade podem trazer consequências devastadoras para a operação, uma vez que a concorrência pode aproveitar-se desse facto para criar instabilidade juntos dos colaboradores e dos clientes das empresas intervenientes dessa mesma operação. Importa, essencialmente, perceber à partida se a operação faz sentido e se a gestão vai conseguir fazer a entrega de valor aos acionistas que é na sua base o *value driver* de qualquer operação de F&A.

3. Estudo Empírico – Millennium BCP e Banco BPI

3.1. Introdução

“O valor de uma empresa ou de um bem é o resultado do equilíbrio entre o que os compradores estiverem dispostos a pagar pela aquisição e o que os vendedores aceitarem como preço de venda perante as alternativas que têm” (Neves, 2002: 3)

Num processo de fusão e aquisição, a avaliação das empresas envolvidas é um processo de extrema importância, uma vez que procura responder a determinados objetivos: a procura de valor para o investidor, o valor residual, o justo valor e o *goodwill*. Estes fatores, entre outros, são essenciais porque permitirão demonstrar a sua capacidade de entrar em novos mercados.

Para uma correta avaliação, é indispensável o recurso a uma auditoria às contas da empresa procurando não só calcular o ativo real líquido, mas também o valor contabilístico corrigido, indagando sempre todas as capacidades futuras da entidade. Os métodos utilizados devem ser fundamentados com base na inventariação dos ativos da empresa e das suas obrigações, ou através do valor de rendimento de acordo com Bastardo & Gomes (1991).

Este passo pode ser abordado de diversas formas. Optou-se pela Avaliação pelo Rendimento (método do *Discounted Cash Flow* – avaliar a totalidade dos ativos e do capital próprio da empresa sujeita a fusão, tendo em ambos os casos o envolvimento do valor do passivo) e pela Avaliação por Múltiplos.

Os conceitos de Criação de Valor na fusão e das Sinergias (operacionais e financeiras) são amplamente questionados em todo o momento que se aborda um processo de fusão, uma vez que o primeiro procura saber se o valor das empresas concentradas é superior aos valores das empresas antes da fusão e o segundo permite demonstrar se com a união obtém-se um valor superior aquando as empresas geravam em separado.

O BPI e o BCP são atualmente duas das maiores instituições de crédito privadas portuguesas. Ambos assentam a sua atividade core na atividade bancária de retalho, não deixando de apresentar uma estrutura direcionada para várias áreas de negócio, tais como: Banca Comercial, Banca de Investimento, Seguros, Gestão de Ativos e *Private Banking*. A sua dimensão e atividades em mercados internacionais são relativamente semelhantes, tendo como destaque as operações em países europeus, continente Americano, África e Ásia.

3.2. Enquadramento Teórico

3.2.1. Objetivos e Metodologia

Sempre que um analista pretende envolver-se na avaliação de uma entidade bancária, depara-se com uma realidade diferente da que encontra nas empresas não financeiras. Neste sentido, de acordo com Damodaran (2009: 2), deparamo-nos com três importantes desafios: “O **primeiro** é a natureza de seus negócios que faz com que seja difícil de definir tanto a dívida como o reinvestimento, tornando a estimativa de fluxo de caixa muito mais difícil. A **segunda** é que eles tendem a ser fortemente regulamentados e as mudanças nas exigências regulatórias podem ter um efeito significativo sobre o valor. A **terceira** é que as regras de contabilidade que regem a contabilidade bancária, têm historicamente sido muito diferentes das regras de contabilidade para outras empresas, com os seus ativos a serem comercializados com maior frequência do que as empresas de serviços financeiros.”

Os objetivos deste caso de estudo passam, essencialmente por estimar os valores das instituições de crédito BPI e BCP no ano 2014, isoladamente e perante uma hipótese de fusão com o objetivo de perceber o valor das possíveis sinergias encontradas e a sua partilha com os vários *stakeholders* envolvidos. Na sequência do desenvolvimento dessa proposta de fusão, inúmeras questões e interrogações vão sendo obrigatoriamente colocadas: São credíveis as fontes de obtenção de sinergias e o respetivo valor estimado? Ou seja, o trabalho de *due diligence* realizado permitiu obter um nível de incerteza reduzido nas projeções realizadas? Vai ser possível alcançar no horizonte temporal proposto, o valor estimado a gerar via sinergias? A fase de integração vai decorrer sem anomalias ou atrasos significativos? As entidades passarão efetivamente a funcionar melhor em conjunto que em separado? O que pode ser oferecido ao BPI para que se deixe comprar? Qual o papel dos acionistas? A banca, a economia nacional e a própria sociedade beneficiarão finalmente com esta fusão, sobre a qual se especula há tanto tempo?

A procura de respostas para estas e outras questões conduziu-nos para uma análise complexa e rigorosa. Considerou-se necessário usar uma metodologia de trabalho direcionada em dois sentidos por forma a ser possível obter uma análise mais real e concisa.

Numa primeira fase, passou por obedecer a um critério que permitisse oferecer uma visão essencial sobre o valor dos ativos a medio prazo das duas instituições de crédito e,

consequentemente permitir explicar algumas reflexões sobre as perspetivas futuras das empresas envolvidas num processo de F&A. Com isto, optou-se por utilizar o método de avaliação do *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF), que permite determinar os *cash flows* gerados pelas empresas para remunerar os seus investidores. De acordo com Damodaran (2009), este método utiliza-se na avaliação de empresas em que os resultados correntes não refletem forçosamente o valor global dos ativos ou das perspetivas futuras da empresa.

Neste método de avaliação o *cash flow* é dado pela diferença entre o montante das receitas e das despesas para o ano em estudo, onde o valor atual da empresa resulta da adição dos valores atuais do *cash flow* e com o valor residual (valor atual do preço de liquidação no fim do mesmo ano).

Numa segunda fase, e partindo do princípio que a utilização do FCFF cria alguma dificuldade em prever algumas variáveis, tais como o crescimento das vendas ou os impactos que novos negócios podem ter no valor da empresa, optou-se por complementar a análise através de uma Avaliação por Múltiplos. Assim, serão utilizados os múltiplos do PER, PCE, PBV, PS, EV/EBITDA. Estes múltiplos são frequentemente utilizados para comparar empresas de um mesmo sector de atividade, com dimensão, estrutura, perfis e mercados semelhantes.

As entidades financeiras escolhidas para objeto de comparação foram as seguintes: a Caixa Económica Montepio Geral (CEMG), o Novo Banco (NB) e o Santander Totta S.A. (San).

A forma de pagamento proposta é através de troca de ações. As definições, cálculos e interpretações deste ponto do capítulo seguem as descritas em Brealey et al., (2007).

3.2.2. Apresentação dos intervenientes

Millennium BCP

O BCP identifica-se como a maior instituição de crédito privado português e o segundo maior em Portugal. Em 2014, a instituição apresenta uma vasta rede de distribuição bancária a nível nacional, com cerca de 695 sucursais. No contexto internacional a marca Millennium, assume uma maior posição na Europa e em África. O BCP, neste ano, não distribuiu dividendos.

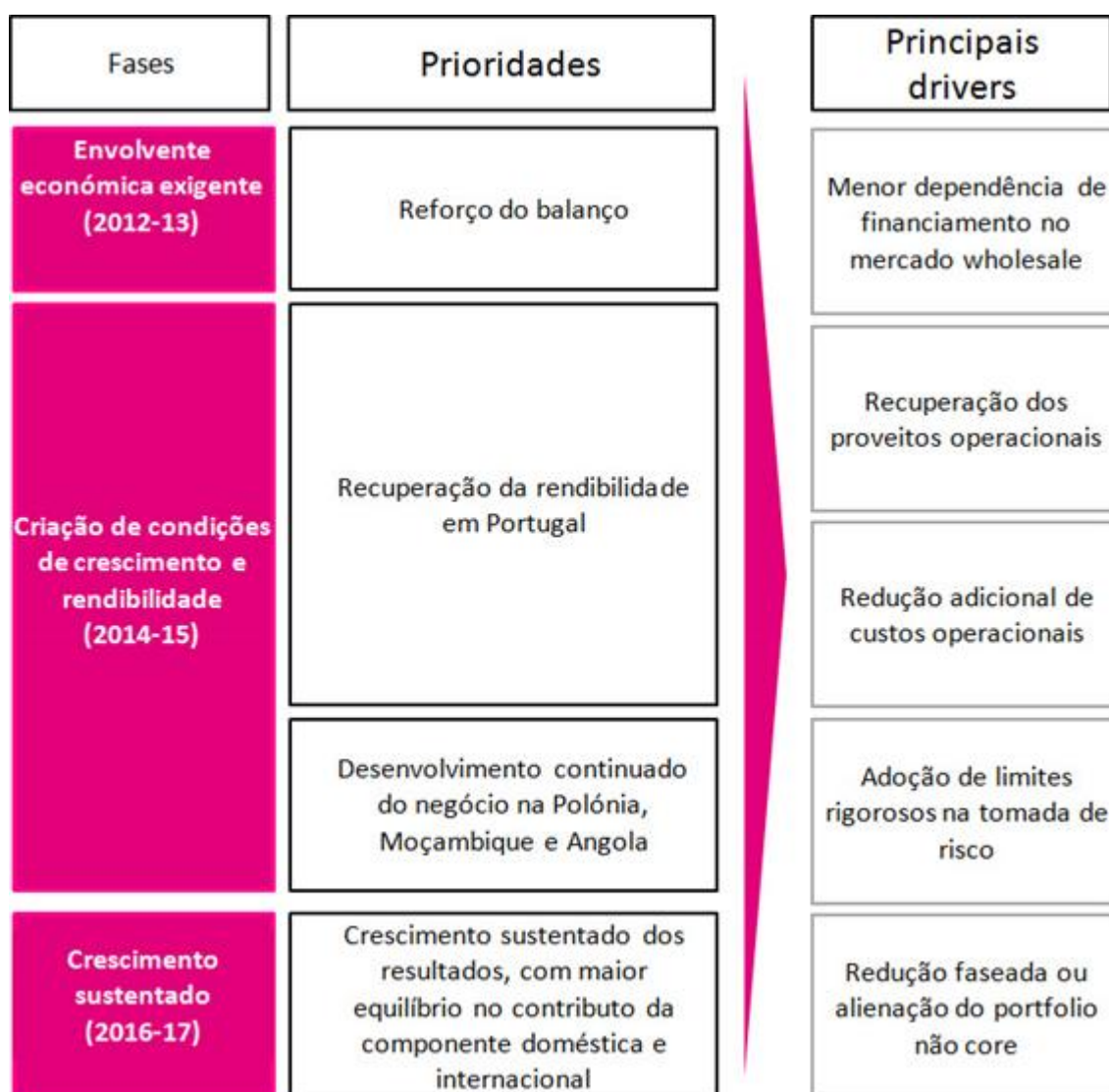
A sua visão passa por se centralizar num conjunto de serviços eficientes prestados ao cliente. Deste modo, pretende continuar a atuar em mercados de elevado potencial assumindo uma forte e eficaz disciplina no que respeita à gestão de capital, custos e liquidez.

A missão do BCP abrange a constante criação de valor para o cliente, diversificando a oferta de produtos e serviços, tendo sempre por base o rigor e a responsabilidade corporativa. Os acionistas são fortemente focados neste aspeto, uma vez que a instituição procura oferecer um retorno atrativo aos seus acionistas.

A instituição financeira apresenta ainda um conjunto de valores e preocupações, procurando atingir um equilíbrio permanente entre as vertentes económica, social e ambiental. Na sua atividade, existe a procura constante pelo foco nas necessidades dos clientes e a conquista da sua confiança, pela vocação de excelência dos seus produtos e serviços, pelo respeito pelas pessoas e pelas instituições e, não menos importante, pela ética e responsabilidade. Tem como um dos seus principais objetivos, constituir-se como uma referência ao nível da sustentabilidade.

Em 2012, com o intuito de obter um crescimento sustentado, o BCP cria um conjunto de *targets* a implementar no seu Plano Estratégico, num processo que se pretende alcançar num prazo de seis anos. Este plano sofre logo em setembro de 2013 uma alteração, devido à aprovação do Plano de Reestruturação do BCP pela Direção Geral de Concorrência da Comissão Europeia (DGComp). Em junho de 2014, surge nova alteração na sequência da recente operação de aumento de capital, onde define um Plano Estratégico final baseado em três fases, a saber:

Figura 1 - Plano Estratégico BCP



Fonte: Sítio da Internet do BCP⁴

⁴ <http://ind.millenniumbcp.pt/pt/Institucional/quemsomos/Pages/missao.aspx>, acessido a 31/01/2016

Banco BPI

O BPI é a entidade principal de um grupo financeiro – Grupo BPI – centrado na atividade bancária, sendo especializado em diversas áreas de negócio onde permite oferecer aos particulares, investidores institucionais e a empresas, um extenso conjunto de serviços e produtos financeiros. É considerado a terceira maior instituição de crédito português em 2014 onde detém uma forte posição competitiva. Para além de Portugal, o BPI atua em mercados internacionais, tendo maior representatividade na Europa e em África. À semelhança do BCP, não houve lugar à distribuição dos dividendos em 2014.

A visão e a missão do BPI são definidas de uma forma conjunta. Estes permitem traçar objetivos essenciais que resultam essencialmente numa proteção dos interesses dos seus/futuros clientes e investidores, oferecendo-lhes máxima dedicação, lealdade e sigilo. Permite também alcançar uma melhor prática de gestão e serviços, proporcionar uma independência da gestão, flexibilidade organizativa, trabalho de equipa, capacidade de organização e maior rigor na administração de riscos, sempre com a meta de uma segura criação de valor.

A instituição financeira valoriza especialmente dois dos muitos valores que a engloba: a Experiência e a Harmonia. Pretende assim, de uma forma constante, ganhar consistência e credibilidade na relação que todos os dias se estabelece com os clientes e com a comunidade, elevando de uma forma gradual os padrões de ética, qualidade e aperfeiçoamento.

Durante o exercício de 2014 ocorreu uma operação de cisão-fusão que constituiu uma mera operação de reestruturação interna. Envolveu o destaque de parte das atividades exercidas pelo Banco Português de Investimento, S.A. para incorporação no Banco BPI, S.A..

O BPI, em 2015, encontrou-se numa situação fragilizada devido às imposições impostas pelo Banco Central Europeu (BCE) que obrigava a reduzir a sua exposição em Angola. Esta exigência resultou na convivência dos seus dois maiores acionistas, o CaixaBank e a angolana Isabel dos Santos. O BPI, não só se encontrava numa eventual oportunidade de fusão com o BCP, como estava sujeito a um possível controlo integral por estrangeiros.

3.2.3. Amostra da investigação

De uma forma mais genérica, a recolha dos dados centrou-se necessariamente na consulta aos relatórios anuais de cada instituição de crédito, correspondentes ao ano de 2014⁵. Para além de todos os principais indicadores presentes nesses relatórios, foi dada uma maior atenção aos balanços e demonstrações de resultados, bem como as respetivas notas. Não menos importante, foi dada a devida atenção aos meios de comunicação social, tanto em artigos mais recentes como em notícias que remontam ao ano da primeira tentativa de fusão entre estas duas instituições (março de 2006).

Como parte fundamental na análise dos dados, foi importante ter conhecimento do histórico de resultados contabilísticos de alguns anos anteriores ao ano em estudo, bem como o comportamento do preço das suas ações.

Os valores apresentados são sempre em milhões de euros, salvo eventuais exceções que serão devidamente assinaladas, caso seja necessário.

3.2.4. FCFF – Free Cash Flow to the Firm

Este método de avaliação – na ótica da firma – consiste na estimativa dos fundos gerados pela atividade operacional da empresa, que depois de executados os investimentos de reposição/expansão, permitem determinar o rendimento disponível para remunerar o capital investido (pelos acionistas e credores).

O valor da empresa corresponde ao montante em dinheiro que fica para a empresa, após ter coberto as necessidades de reinvestimento em ativos fixos e as necessidades de fundo de maneiio. O FCFF avalia a empresa como um todo, abrangendo o capital próprio.

A taxa de desconto destes fluxos resulta no custo médio ponderado do capital (WACC), devendo incluir o retorno exigido por cada um dos investidores. O WACC irá também incluir o custo de cada fonte de capital em função da estrutura de capital que a empresa apresenta, resultando na ponderação das respetivas taxas. O WACC deve ser sempre atualizado quando

⁵ A informação contabilística referida encontra-se disponibilizada nos respetivos sítios da Internet de cada instituição, na ligação com os seus potenciais investidores.

se verifiquem modificações na estrutura de capitais da empresa ou no mercado financeiro, para que reflita, em cada período, o real custo do capital que a empresa sustenta.

O valor estimado para este método foi feito com base na seguinte fórmula:

$$\text{FCFF}^6 = \text{EBIT} (1 - t) + \text{Depreciações e Amortizações} - \text{CAPEX} - \text{Investimento em Working Capital}$$

Em que:

EBIT - *Earnings Before Interest and Taxes* (Resultados Antes de Juros e Impostos) é um indicador financeiro que demonstra o resultado operacional da empresa, ou seja, o resultado antes do apuramento dos juros financeiros e do cálculo do imposto. Para as instituições de crédito, e apoiando-se na demonstração de resultados, o EBIT determina-se através da seguinte fórmula:

EBIT = Receitas – Custo dos Produtos Vendidos – Depreciações;

t – Taxa Marginal de Imposto (a aplicar sobre os lucros, mais a taxa de derrama).

CAPEX – *Capital Expenditure* – Investimento em capital fixo

O investimento em capital fixo demonstra o investimento realizado na compra de ativos, com um carácter de maior continuidade dentro da empresa. Representa as despesas em ativo fixo (compra de equipamento, construção e aquisição de instalações) e todo o conjunto de despesas relacionadas com a implementação do projeto.

Após esta decomposição, é importante referir outros conceitos que envolveram este caso de estudo, a saber:

Custo Médio Ponderado de Capital - WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

Como foi dito anteriormente, a taxa de desconto apropriada para atualizar os *cash flows* futuros é o WACC. Demonstra o custo de capital da empresa e pode ser compreendido como a taxa de retorno exigida à empresa como um todo. Por outras palavras, o WACC reside numa

⁶ Para este cálculo, aplicado às instituições de crédito, não é utilizada a rubrica de investimento em *Working Capital*, por se considerar que é um termo difícil de se aplicar a este tipo de instituições, principalmente quando estas não possuem inventários. Por outras palavras, e a título de exemplo, é muito complexo determinar o passivo circulante de uma instituição de crédito, tendo em conta que, geralmente, a entidade depende de depósitos como fonte do seu capital e não é certo quando um cliente o vai exigir de volta.

taxa média que leva em consideração a estrutura de capital da empresa (capital próprio vs capital alheio). Vejamos com mais clareza através da fórmula:

$$WACC = Re * \frac{E}{D + E} + Rd(1 - t) * \frac{D}{D + E}$$

Onde:

Re – Rendibilidade Desejada pelos Acionistas (baseada no modelo CAPM, que indica de forma direta a ligação entre o risco e a rendibilidade imposta pelos acionistas, ou seja, o custo do capital próprio. Este modelo, corresponde ao modelo de avaliação de ativos financeiros em equilíbrio, onde esse mesmo equilíbrio permite saber a taxa de rendibilidade esperada de um ativo (i)):

$$E(Ri) = Rf + \beta_i * [E(Rm) - Rf], \text{ em que,}$$

$E(Ri)$ – É representada por SML – *Security Market Line*;

Rf – Taxa de Juro sem risco (normalmente, traduz-se na taxa das Obrigações do Tesouro com maturidade de 10 anos do país a que a empresa pertence);

β_i – Beta do ativo i (mede a sensibilidade da rendibilidade do ativo i às mudanças na rendibilidade da carteira de mercado)

$[E(Rm) - Rf]$ – Prémio de risco de mercado (corresponde à diferença entre a rendibilidade prevista do mercado acionista, calculada por um índice representativo e a taxa de juro sem risco.

E – Capital Próprio (valor de mercado/capitalização bolsista);

D – Dívida (valor de mercado/passivo financeiro);

Rd – Taxa de Juro Média da Dívida.

Beta – (B)

O parâmetro Beta (B) pode ser visto como o risco específico de uma ação. É aquele que avalia a sensibilidade de um título ou carteira de títulos às mudanças do mercado, medida pela evolução do índice de referência (*benchmark*).

Por norma, se o Beta de um ativo for superior a 1, demonstra que o título ou carteira tenderá a registar variações percentuais superiores às do mercado. Caso o Beta seja menor que 1, significa que este poderá registar variações percentuais inferiores às do mercado. Em termos

práticos, é possível referir que as empresas de setores mais defensivos apresentam indicadores Beta inferior a 1.

Be – Beta Combinado:

Quanto ao Beta Combinado, tendo acesso ao Bu (Beta *unlevered* do setor), podemos calcular o Be desta combinação pegando no valor da dívida (D) e do capital próprio (E) utilizando a fórmula:

$$Be = Bu \left[1 + \frac{D}{E} * (1 - t) \right]$$

Custo do Capital

Quando se pretende saber a taxa de retorno que o investidor espera obter em caso de investimento num ativo com risco, sempre baseando-se em retornos esperados e não históricos, estamos perante o conceito de Custo de Capital. Trata-se sempre de um custo de oportunidade.

Para calcular o custo de capital, recorremos ao CAPM (*Capital Asset Pricing Model* - modelo que explica a dissimilaridade no risco e rentabilidade entre as várias empresas através de um único fator: a correlação com o mercado), dado que tem uma base teórica mais clara e a sua implementação é mais simples.

Segundo Massari, *et al.* (2014), o CAPM torna-se numa escolha eficiente quando se procura lidar com a valorização das instituições de crédito, uma vez que as semelhanças para determinar o retorno do ativo livre de risco e da carteira de mercado são idênticas aos usados para as empresas não financeiras. No mesmo sentido, as escolhas relacionadas com o cálculo dos betas também não diferem daqueles relacionados a empresas não financeiras. Os autores afirmam ainda que as instituições de crédito se destacam quanto ao tratamento da alavancagem, ou seja, a alavancagem é estruturalmente elevada neste setor o que perfaz com que o grau de variação da alavancagem entre bancos semelhantes tende a ser insignificante.

Custo da Dívida

Este parâmetro, dado em percentagem, permite medir qual o custo da dívida com capital de terceiros da empresa, ou seja, corresponde à taxa efetiva que uma empresa paga atualmente pelos seus empréstimos. Para além de poder ser calculado a partir do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultados, devem ser consultadas as notas explicativas. Relativamente às instituições de crédito, o cálculo deve ser realizado da seguinte forma:

Custo da Dívida = Juros e encargos similares / (Recursos de clientes e outros empréstimos + Recursos sobre bancos centrais e OIC)

***Firm Value* – Valor global da empresa**

Representa o valor de mercado dos ativos da empresa em avaliação. Uma das formas de chegar a este valor total é através da seguinte fórmula:

$$Firm\ Value = \frac{FCFF}{(WACC - g)}$$

Em suma, este método de avaliação tem por base os *cash flows* gerados pela atividade operacional da empresa. Por sua vez, o valor do negócio corresponde ao valor atual e da exploração futura, atualizado ao custo médio ponderado de capital (WACC) deduzido da Taxa de crescimento dos FCFE no período de crescimento estável (g).

3.2.5. Ótica de comparação com o mercado – Avaliação por Múltiplos

Tal como foi referido na introdução deste capítulo, os múltiplos permitem comparar empresas de um mesmo setor de atividade com perfis semelhantes, tendo essas mesmas empresas um estatuto de principais concorrentes atuando no mesmo mercado. A utilização destes, permite não só ter uma perspetiva de como a empresa é vista pelo mercado, como, e num sentido mais empírico, complementar uma análise de avaliação feita através do *Free Cash Flow to the Firm*. Numa breve explicação aos rácios utilizados, é possível compreender o seguinte:

O PER (*Price to Earnings Ratio*) – múltiplo dos resultados líquidos – apresenta-se como um dos rácios mais selecionados para a avaliação de empresas, não só pela sua facilidade de cálculo, como também de utilização. Oferece ainda outro tipo de vantagens, tais como a reflexão da rendibilidade, o crescimento e o risco intrínseco à empresa. Contudo, as desvantagens surgem com alguma importância: este rácio pode apresentar valores muito divergentes quando comparado com o PER de outras empresas, tornando o valor muito volátil e pouco significativo; é um rácio bastante dependente da política contabilística em termos de amortizações e provisões; torna-se difícil de encontrar empresas comparáveis, principalmente se as outras empresas tiverem um sistema contabilístico dissemelhante. A fórmula apresenta-se na seguinte forma:

$$PER = \frac{P}{RPA}$$

Onde:

P – Preço de cotação;

RPA – Resultado por ação. Resulta da divisão entre os resultados líquidos e o número de ações em circulação.

O PCE (*Price to Cash Earnings Ratio*) – múltiplo do autofinanciamento bruto – corresponde ao rácio que permite eliminar, através do autofinanciamento bruto, eventuais diferentes políticas contabilísticas em termos de depreciações, amortizações e provisões, usadas no rácio anterior, tornando-se um indicador mais próximo e comparável entre as empresas. As críticas a este rácio mantêm-se praticamente na sua totalidade às que foram feitas ao PER. Olhando para a fórmula, torna-se mais fácil de perceber:

$$PCE = \frac{P}{ABA}$$

Onde:

P – Preço de cotação:

ABA – Autofinanciamento Bruto por Ação que pode ser calculado da seguinte forma: Resultados Líquidos + Amortizações do exercício + Provisões do exercício.

Uma avaliação feita pelo PBV (*Price Book Value*) – múltiplo do valor contabilístico – permite, para além de simplicidade e estabilidade no cálculo, confrontar a cotação da ação da empresa com o valor contabilístico do capital próprio, dando indicação de o quanto a cotação está acima do valor patrimonial da empresa. Aqui, na escolha das empresas comparáveis, surge um dos inconvenientes, uma vez que os critérios de seleção devem ser ainda mais rigorosos, não só em termos de estrutura, como de risco, competitividade, entre outros. O cálculo deve respeitar a seguinte fórmula:

$$PBV = \frac{P}{VCA}$$

Onde:

P – Preço de cotação;

VCA – Valor Contabilístico por Ação. Este valor pode ser obtido através da divisão entre o capital próprio e o número de ações em circulação.

Quanto ao rácio PS (*Price to Sales*), não sendo este um rácio tão utilizado por avaliadores nos dias de hoje, permite comparar o preço das ações de uma empresa com as suas receitas. Deve ser utilizado apenas num determinado setor e não com empresas de diferentes indústrias. Note-se que este rácio nunca deve ser a única métrica utilizada ao avaliar uma empresa. Por exemplo, uma empresa pode ter vendas maiores, mas uma margem de lucro menor que a de um concorrente, indicando que ele não está a funcionar de forma eficiente. O cálculo pode ser feito da seguinte forma:

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

Onde:

VN – Volume de Negócios;

VNA – Volume de Negócios por ação (Volume de negócios sobre o número de ações);

VCP – Valor do Capital Próprio a preços de mercado (Capitalização Bolsista).

O EV (*Enterprise Value*) corresponde ao valor real que o mercado está a atribuir ao negócio da empresa. Permite uma comparação com os seus concorrentes através dos capitais investidos na empresa, líquidos de disponibilidades. É particularmente útil no cálculo de múltiplos que tendem a ser mais estáveis, permitindo comparações mais fáceis entre empresas do mesmo sector ou mesmo entre sectores (ao eliminar distorções introduzidas pela dívida, interesses minoritários ou ativos extra operacionais). Neste sentido, a aplicação do EV pode ser feita com o EBITDA:

$$\frac{EV}{EBITDA}$$

Onde:

EV = N° de ações emitidas * cotação no momento da avaliação + Valor de mercado das ações + Valor de mercados dos interesses minoritários + Valor da dívida (ajustada pelos passivos não contabilizados) financeira líquida de disponibilidades;

EBITDA = (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciations and Amortisations*) Resultados operacionais mais amortizações e provisões. Nas instituições de crédito, é possível calcular da

seguinte forma: (Produto bancário – Custos de estrutura) + Resultados em Operações Financeiras.

Conclui-se que, o principal pressuposto ao utilizar este método assenta no facto de ser possível observar que, a médio e longo prazo, a performance de todas as empresas tenderá a identificar-se com a média do setor em que estão integradas. Por outras palavras, as denominadas boas empresas tenderão a piorar e as más a melhorar (reversão para a média). Desta forma, pode-se alcançar uma estimativa do valor de mercado da empresa a avaliar através da aplicação do múltiplo à variável de controlo utilizada, indo em contra a valorização do mercado. O principal problema surge não só com a escolha dos múltiplos a utilizar, como na dificuldade em selecionar as empresas comparáveis, uma vez que não existem duas empresas perfeitamente iguais.

Antes de terminar este ponto, importa referir que existem outros múltiplos que são considerados os mais adequados à avaliação das instituições de crédito. Para além dos já referidos PER e PBV, os autores Massari, et al. (2014) apontam para outros fundamentais, entre eles o que relaciona o preço da ação com os depósitos da instituição. A saber:

$$\frac{\text{Preço}}{\text{Depósitos}} = \frac{\text{Preço por ação}}{\text{Depósitos por ação}} = \frac{\text{Capitalização Bolsista}}{\text{Depósitos de Clientes}}$$

Para obter conclusões sobre o múltiplo apresentado, obriga a que se tenha em consideração a tendência do preço da ação, bem como, se existe um crescimento ou diminuição no volume de depósitos de clientes.

Importa ainda acrescentar que o rigor da avaliação baseada unicamente sobre este múltiplo é, por norma, errado uma vez que apresenta algumas limitações, principalmente quando permite dizer pouco sobre a capacidade futura da instituição. Todavia, em diversos casos, pode fornecer perceções de avaliação úteis, especialmente quando usado ao longo de outros múltiplos ou abordagens de avaliação.

3.3. Resultados

A primeira tarefa de um avaliador é procurar determinar se haverá ou não um ganho económico com a fusão, ganho esse que apenas se verifica quando as duas empresas em questão valem mais juntas que separadamente. Contudo, não são apenas ganhos que se estimam da fusão, há que reconhecer e identificar os custos da fusão, em que parte significativa se traduzem em ganhos para a empresa adquirida.

Os pontos seguintes deste capítulo vão ao encontro destas duas afirmações. Note-se que todas as tabelas e resultados foram devidamente calculados através das fórmulas referidas anteriormente. Alguns cálculos serão explicados no momento em que o seu resultado é apresentado.

3.3.1. Estimativa do FCF

Neste ponto, procura-se avaliar o BCP e o BPI utilizando a metodologia do *Free Cash Flow to the Firm*, ou seja, vão-se determinar os *cash flows* gerados e o respetivo valor das instituições em separado, em combinação sem sinergia e com sinergia.

Tabela 3 - Indicadores 2014 do BCP e BPI

Valores em Milhões de euros	2014			
	BCP	BPI	Combinação sem Sinergia	Combinação com Sinergia
Crescimento	0,5%	0,7%	1%	1%
Taxa de imposto	31,5%	35%	35%	35%
Receitas iniciais	2211	858	3 069	3 069
Custo Prod. Vendidos	73%	56%	80%	78%
Beta	0,80	0,80	0,23	0,20
Custo da Dívida	2,1%	2,6%	2,2%	2,2%
Capitalização Bolsista	3561	1495	5056	5056
Dívida Valor Mercado	953	327	1280	1280

Fonte: elaborada pelo autor

Tabela 4 - Free Cash Flow to the Firm

Valores em Milhões de euros	t+1			
	BCP	BPI	Combinação sem Sinergia	Combinação com Sinergia
Receitas	2222	864	3086	3099
-COGS	1618	482	2469	2418
-Depreciações	66	31	97	97
EBIT	539	351	521	585
Taxa de imposto	31,5%	35%	35%	35%
EBIT(1-Tax)	369	228	338	386
+ Depreciações	66	31	97	97
- CapEx	-59	-28	-87	-87
<i>Free Cash Flow to Firm</i>	376	231	348	390

Fonte: elaborada pelo autor

Os betas para o BCP e o BPI foram consultados na página oficial de Damodaran.⁷ para o setor das instituições de crédito.

Tendo conhecimento que o crescimento de uma empresa, em termos técnicos concretos, corresponde à taxa de crescimento dos FCFF no período de crescimento estável e, deparando-se que o BCP e o BPI não distribuem dividendos desde 2010, dificultando desta forma os cálculos, assume-se de forma racional, uma taxa de crescimento compreendida entre 0 e k^8 . Analisando os valores dos relatórios e contas, é atribuído ao BCP uma taxa de 0,5% e ao BPI de 0,7%.

Para o cálculo do Custo dos Produtos Vendidos, (que no caso das instituições de crédito referem-se aos Custos Operativos) foram adicionadas as provisões aos custos operativos. Dividindo o valor obtido pelas Receitas Iniciais, permite apresentar o Custo dos Produtos Vendidos em percentagem, demonstrando o peso que esta rubrica apresenta face às receitas da instituição.

No que respeita às sinergias, os valores obtidos obedecem aos seguintes pressupostos: prevê-se que, com a fusão, a taxa de crescimento e as receitas apresentem valores positivos, resultante do aumento da base de clientes, dos depósitos de clientes e do crescimento da

⁷ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html, acessido a 12/12/2015

⁸ Corresponde ao Custo do Capital de 11,4%. Ver tabela 5 “Custos”, página 54.

carteira de crédito com menor risco; quanto aos custos operativos, o valor obtido na tabela 4 foi ao encontro que é possível reduzir os custos e despesas garantindo melhor eficiência nos processos operativos, permitindo assim, uma ligeira redução desses mesmos custos; sendo o EBIT o indicador financeiro que revela o resultado antes do apuramento dos juros financeiros e do cálculo do imposto, o novo cálculo para apurar a existência de sinergias com a fusão, vai ao encontro dos fatores descritos nas linhas anteriores, isto é, esses fatores permitem um aumento do resultado operacional quando as duas instituições funcionam como uma só; para o FCFF, a instituição apresentará um *cash flow* mais sólido o que é um indicador positivo, ou seja, estima-se que depois de todas as entradas em caixa e após deduzidas todas as despesas e reinvestimentos, representará um melhor desempenho com a fusão.

Pegando em exemplos de casos reais que sustentem esta escolha de sinergias, Costa (2014), verifica na sua análise à *performance* do setor bancário (entre 1993 e 2009), onde estão inseridas as maiores fusões e aquisições entre instituições de crédito portuguesas neste período de tempo, que existe uma tendência clara onde a concentração deste setor resultou numa evolução positiva do crédito, dos depósitos e num progresso quanto aos indicadores da rentabilidade do ativo e rentabilidade do capital. Individualizando alguns casos, o autor apura que o processo de aquisição que levou o BCP a adquirir o BPA em 1995, proporcionou ao BCP apresentar melhorias significativas na sua eficiência operacional, duplicando a sua quota de mercado logo no ano em que o processo esteve concluído, ano 2000. Já o BES, com a incorporação do BIC, proporcionou não só uma melhoria da rentabilidade como ao nível da eficiência operacional, resultante da angariação de novos clientes, do crescimento comercial, entre outros fatores. Outro exemplo, o Santander Totta, com as aquisições do BTA e do CPP e com a reestruturação do grupo (2004), permitiu obter um aumento na quota de mercado (de 1.3% em 2003 para 7.8% em 2004) e um melhor desempenho em praticamente todos os rácios analisados.

Para os custos:

Tabela 5 - Custos

	t+1			
	BCP	BPI	Combinação sem Sinergia	Combinação com Sinergia
Custo do Capital (CAPM)	11,40%	11,40%	8,29%	8,11%
Custo da dívida	1,40%	1,68%	1,43%	1,43%
WACC	9,29%	9,66%	6,91%	6,76%

Fonte: elaborada pelo autor

Quanto ao Custo de Capital, note-se que, de facto, o valor obtido aparenta ser elevado, tendo em conta que é possível saber que a taxa de retorno do capital nos últimos anos tem sido negativa. Ora vejamos, e a título de exemplo, para o BCP no ano 2014 em que a taxa de dividendos é 0:

$$\text{Taxa de Retorno do Capital} = [0 + (0.07 - 0.1) / 0.1] = -30\%$$

Na procura pela estimativa do valor individual e em combinação das instituições de crédito, obteve-se o seguinte:

Tabela 6 - Firm Value

Valores em Milhões de euros	t+1			
	BCP	BPI	Combinação sem sinergia	Combinação com Sinergia
<i>Free Cash Flow to Firm</i>	376	231	348	390
WACC	9,29%	9,66%	6,91%	6,76%
Crescimento	0,5%	0,7%	1%	1%
<i>Firm Value</i>	4274	2582	5894	6773

Fonte: elaborada pelo autor

Os cálculos realizados até ao *Firm Value*, em que este último indicador representa o valor de mercado dos ativos das instituições, vão de encontro às suspeitas iniciais, isto é, o BCP apresenta uma superioridade em praticamente todos os pontos analisados em comparação com o BPI, daí este estudo recair em o BCP assumir a intenção de fusão, bem como a apresentação de uma proposta que consiga convencer os acionistas do BPI.

Após estimados e analisados os valores de cada instituição, irá ser possível ver nos pontos seguintes, se se trata de uma fusão viável.

3.3.2. Sinergias

Tal como foi dado a entender no capítulo anterior, as operações de F&A devem ser executadas quando o valor da sinergia for superior aos custos da aquisição (valor pago no âmbito da operação acrescido dos custos inerentes à transação). Neste processo de fusão verificamos o seguinte:

Tabela 7 - Sinergias

Valores em Milhões de euros	t+1		
	Combinação sem sinergia	Combinação com Sinergia	
<i>Firm Value</i>	5 894	6 773	
Sinergias			879

Fonte: elaborada pelo autor

As sinergias são calculadas através da diferença entre o valor combinado com sinergia e o da combinação sem sinergia. Como se verifica na tabela, esta fusão proporciona um ganho de 879 milhões de euros.

Este resultado, e na perspetiva de as instituições de crédito funcionarem como uma só, pode originar a que seja possível reduzir os custos operacionais, o *CAPEX*, os gastos de financiamento e, em sentido contrário, um aumento de rendimentos que em separado não conseguiriam obter.

3.3.3. Proposta Troca de Ações

Brealey et al. (2007: 884) referem que “70% das fusões têm envolvido pagamentos total ou parcialmente em ações da empresa adquirente”. Sempre que uma fusão é paga em ações, o custo de aquisição depende dos ganhos, uma vez que resulta do valor das ações da nova empresa recebidas pelos acionistas da empresa vencedora. O valor deve respeitar o pós-momento em que se anuncia a intenção de fusão fazendo com que esse mesmo preço suba, ou seja, momento esse que os investidores tenham já considerado todos os possíveis benefícios da fusão. Os autores mencionam ainda que “...o pagamento em ações também mitiga o efeito da sobreavaliação de cada uma das empresas”.

Assumindo que os acionistas principais do BPI pretendem continuar a atuar no mesmo setor de mercado, considera-se provável que a fusão se realize através de troca de ações, tornando o BCP a empresa emitente, tendo em conta que a sua dimensão é superior.

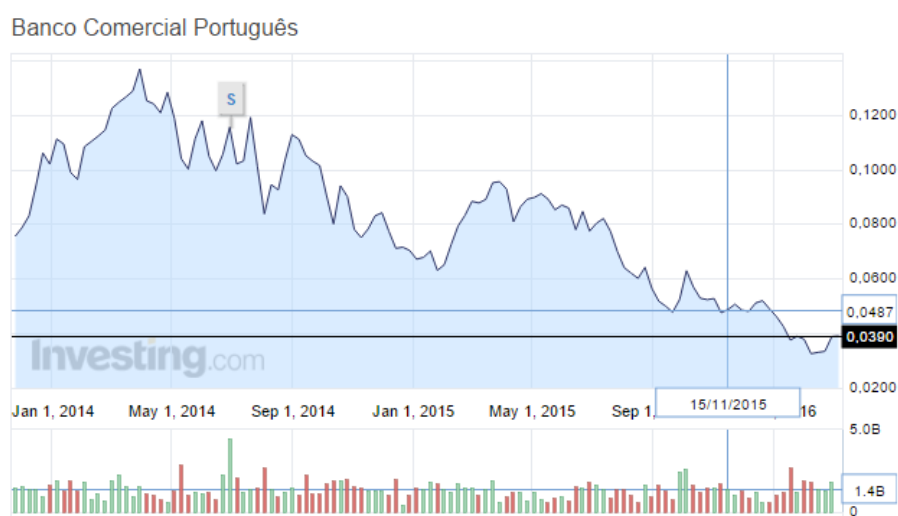
Tabela 8 – Capitalização Bolsista do BCP e BPI

	2014	
	BCP	BPI
Nº de ações (M)	54 195	1 457
Preço por Ação € (a 15 nov 2015)	0,05	1,03
Capitalização bolsista (M€)	2 710	1 501

Fonte: elaborada pelo autor

Seguem os seguintes gráficos por forma a demonstrar não só o preço da cotação das respetivas instituições de crédito, como a sua evolução, respeitando um intervalo de tempo compreendido entre 1 de janeiro de 2014 a 1 de janeiro de 2016:

Figura 2 - Evolução da cotação da ação do BCP



Fonte: Sítio da internet: Investing.com⁹

⁹ <http://pt.investing.com/equities/b.com-portugues-financial-summary>, acessido a 25/01/2016

Figura 3 - Evolução da cotação da ação do BPI



Fonte: Sítio da internet: Investing.com¹⁰

Face ao que já foi demonstrado até aqui, permite estimar que é possível ocorrer a fusão se o BCP oferecer pelas 1 547 milhões de ações do BPI, 32 000 milhões das suas ações, o que motiva os seguintes resultados:

Tabela 9 - Custo da Fusão

	t+1	Combinação
Oferta em nº de ações (M)	32 000	
Preço Ação (€) BCP (a 15 nov 2015)	0,05	
Valor da oferta (M€)	1 600	
Custo da fusão (M€)		99

Fonte: elaborada pelo autor

O BCP vê-se obrigado a lançar novas ações num total de 32 000 milhões, por forma a conseguir obter a totalidade do BPI. Este processo envolve um custo de 99 milhões de euros, mas será este o valor real? A resposta é não. Isto porque, na grande maioria dos casos, o mercado reage favoravelmente quando existe um anúncio de intenção de fusão, ou seja, provoca um aumento no preço das ações e é nesse momento que o custo deve ser estimado uma vez que já inclui o prémio de risco.

¹⁰ <http://pt.investing.com/equities/banco-bpi>, acessido a 25/01/2016

Tabela 10 - Novo custo da fusão

	t+1	Combinação
Nº Ações BCP 2014 (M)	54 195	
Valor da Fusão (M€)	5 089	
Nº de ações emitidas (M)	32 000	
Preço Ação após anúncio da fusão (€)		0,059
Capitalização bolsista BPI (M€)	1 501	
Novo custo da fusão (M€)		389

Fonte: elaborada pelo autor

Este novo valor representa não só o verdadeiro custo a suportar pelo BCP com a fusão, como revela também o ganho dos acionistas do BPI no momento da fusão, num valor total de 389 milhões de euros.

Tabela 11 - Total das ações pós fusão

	t+1	Combinação
Novo custo da fusão (M€)		389
Sinergias (M€)	879	
VAL da Fusão (M€)		490
Total de ações pós fusão (M)		86 195

Fonte: elaborada pelo autor

Tendo acesso ao valor das sinergias e subtraindo o custo da fusão, obtém-se o VAL (Valor Atual Líquido). Permite compreender quanto será o retorno futuro de um investimento, respeitando fatores determinantes como o risco, a inflação, custo de oportunidade, entre outros. O montante de 490 milhões de euros permite concluir que estamos perante um projeto economicamente viável, que gera um excedente financeiro.

Por fim, um destaque para o grande volume total de ações que a entidade financeira passaria a suportar. Este valor respeita a soma do número inicial de ações do BCP (antes da fusão) com o número de novas ações emitidas (pós fusão). Neste caso, o BCP poderá optar por reagrupar as suas ações, alterando a cotação das mesmas e não o valor real da instituição, ou seja, e a título de exemplo, pode fundir 100 das suas ações valendo apenas como 1. Isto proporcionaria um aumento do valor da nova ação, escapando à volatilidade a que os títulos com preços baixos estão sujeitos.

3.3.4. Avaliação por Múltiplos

Chegando até aqui, coloca-se a questão se os cálculos obtidos são suficientes para os investidores tomarem as suas decisões. De facto, poderá não ser suficiente, e uma análise através dos múltiplos de mercado poderá ajudar a esclarecer algumas dúvidas que tenham surgido, permitindo assim ajudar a perceber se os valores são confiáveis para fundamentar a decisão de investimento.

Foram escolhidas três outras instituições de crédito para servir como base de comparação, respeitando os critérios exigidos: mesmo sector de atividade e com uma dimensão, estrutura, perfis e mercados semelhantes. Por ser uma pequena amostra, foi essencial perceber se a média reflete adequadamente as expectativas do mercado. Uma alternativa seria utilizar informações de mercados maiores, como o americano, por forma a aumentar a amostra utilizada na análise. Todavia, a comparação entre empresas de diferentes países pode ser ainda mais desfavorável, já que difere bastante em termos regulatórios, fiscais, entre outros. Inicialmente, serão utilizados os múltiplos do PER, PCE, PBV, PS, EV/EBITDA.

As seguintes duas tabelas apresentam de uma forma sucinta quais os critérios exigidos, bem como as instituições de crédito escolhidas como base de comparação:

Tabela 12 - Critério de seleção: Atividade Nacional e Internacional

Critério de seleção das empresas comparáveis: Atividade Nacional e Internacional (1)					
Inst. Fin.	Opera em Portugal	Opera noutros países europeus	Opera na América	Opera em África	Opera na Ásia (2)
BCP	✓	✓	✓	✓	✓
BPI	✓	✓	✓	✓	✓
Cx. Eco. Montepio Geral	✓	✓	✓	✓	✗
Novo Banco	✓	✓	✓	✗	✗
Santander Totta S.A.	✓	✓	✓	✗	✗

(1) Incluem: operações bancárias, escritórios de representação e/ou através de protocolos comerciais em 2014.

(2) Apenas a operar em Macau - Região Administrativa da República Popular da China

Fonte: elaborada pelo autor

Tabela 13 - Critério de seleção: Segmentação de Negócio

Critério de seleção das empresas comparáveis: Segmentação de Negócio (1)					
Inst. Fin.	Banca Comercial	Banca de Investimento	Seguros	Gestão de Ativos	Private Banking
BCP	✓	✓	✓	✓	✓
BPI	✓	✓	✓	✓	✓
Cx. Eco. Montepio Geral	✓	✓	✓	✓	✗
Novo Banco	✓	✗	✓	✓	✓
Santander Totta S.A.	✓	✗	✓	✗	✓

(1) Em 2014

Fonte: elaborada pelo autor

O *Rating* dado pelas agências torna-se num dado importante, uma vez que realizam avaliações sobre países, instituições, empresas, etc. Atribuem notas de risco sobre a capacidade de pagarem as suas dívidas contraídas, ou seja, avaliam se um país ou empresa está em boas ou más condições para pagar o dinheiro pedido na data acordada. No ponto de vista de um investidor torna-se fundamental ter em conta este tipo de classificação, uma vez que poderá servir como um guia.

Tabela 14 - Rating

Indicador: Rating	BCP	Empresas comparáveis 2014			
		Banco BPI	Cx. Eco. Montepio	Novo Banco	San totta S.A.
Agência					
Moody's (L/P ; C/P)	B1/NP	Ba3/NP	B2/NP	B2/NP	Ba1/NP
Fitch Ratings (L/P ; C/P)	BB+/B	BB+/B	BB/B	nd	BBB/F2

Fonte: elaborada pelo autor sob consulta dos relatórios e contas das respetivas instituições de crédito

A classificação não é idêntica para estas duas agências de *rating*. Para a Moody's a melhor classificação que um país, empresa ou instituição pode receber é Aaa e a pior a C. Para a Fitch Ratings a melhor é AAA e a pior a D. A escala, no mínimo, significa alta probabilidade de não pagamento das dívidas dentro do prazo acordado e, no topo, total capacidade de pagamento. Tanto o BCP como o BPI estão classificados numa zona intermédia no que se refere a curto e longo prazo.

Para se calcular os diferentes rácios, foi necessário recorrer aos Relatórios e Contas das instituições, centrando particularmente a atenção para os respetivos Balanços e Demonstrações de Resultados, olhando com maior evidência para os indicadores demonstrados nas seguintes tabelas:

Tabela 15 - Indicadores chave do balanço

Indicador: Balanço	BCP	Empresas comparáveis 2014				Média
		Banco BPI	Cx. Eco. Montepio	Novo Banco	San totta S.A.	
Valores em Milhões de euros						
Capitalização Bolsista	3 561	1 495	151	4 900	4 488	2 919
Passivo financeiro	953	1 375	249	1 046	1 995	1 124
Ativo líquido	76361	42 629	22473	86487	38860	53 362

Fonte: elaborada pelo autor

Tabela 16 - Indicadores chave da Demonstração de Resultados

Indicador: Demonstração de Resultados	BCP	Empresas comparáveis 2014				Média
		Banco BPI	Cx. Eco. Montepio	Novo Banco	San totta S.A.	
Valores em Milhões de euros						
Juros e rendimentos similares	1 290	2 653	285	782	1 194	1 241
EBITDA	211	1 585	794	745	496	766

Fonte: elaborada pelo autor

Respeitando as indicações descritas anteriormente para o cálculo dos rácios, bem como as suas limitações, os resultados obtidos são apresentados na seguinte tabela:

Tabela 17 - Rácios

Indicador: Rácios	BCP	Empresas comparáveis 2014				Média	BPI-Preço estimado por ação	BCP-Preço estimado por ação
		Banco BPI	Cx. Eco. Montepio	Novo Banco	San totta S.A.			
Passivo financeiro/Ativo Líquido	0,01	0,03	0,01	0,01	0,05	0,02		
Cap. Bolsista/ Ativo Líquido	0,05	0,04	0,01	0,06	0,12	0,05		
PER	-15,76	-37,37	-0,82	-16,78	27,20	-8,71	0,24	
PCE	12,00	40,40	-1,10	31,41	15,06	19,56	0,50	
PBV	0,85	0,70	0,11	0,90	1,90	0,89	1,30	
PS	0,91	1,16	0,54	6,22	3,90	2,55	2,25	
EV/EBITDA	2,91	13,19	0,50	7,98	13,10	7,54	0,16	

Fonte: elaborada pelo autor

Tanto o PER do BCP como o do BPI apresentam valores bastante negativos, estando um pouco distantes da média mesmo esta sendo também negativa. A principal razão prende-se com o facto do denominador – Resultado Líquido do exercício por ação – ser negativo. Perante esta situação, coloca-se a questão da credibilidade ou validade dos valores obtidos. A resposta é sim, mas usualmente não são aceites pela comunidade financeira, sendo até considerados inapropriados ou simplesmente não aplicados à análise em questão. Aos olhos dos investidores, um PER negativo assinala que a empresa tem prejuízos e é de evitar, a não ser que se espere um *turnaround* vigoroso na sua situação económica.

Por sua vez, o rácio PCE apresenta valores claramente positivos. Para o BCP, para além de estar abaixo do valor médio, revela que está mais próximo da média das empresas comparáveis que o BPI, tendo um valor significativamente elevado muito por culpa das diferentes relações entre o autofinanciamento bruto (após interesses que não controlam) por ação, sendo que o primeiro apresenta um valor de 0.005 e o segundo 0.03. O preço atual da ação também se mostra determinante, 0.07 e 1.03 respetivamente.

O valor obtido pelo indicador PBV permite interpretar em duas situações. Primeiro, quando o PBV é abaixo de 1, é possível considerar que a empresa está avaliada pelo mercado num valor muito mais baixo do que o seu devido valor patrimonial. Face aos valores da tabela, questiona-se se faz sentido apresentar estes valores? Sim, pode fazer. A questão prende-se com facto de a empresa estar a ter prejuízos, que resulta que a sua situação líquida esteja a diminuir de ano para ano. Por isso, um PBV inferior a 1 poderá indicar que o mercado espera prejuízos para a empresa. Para colmatar esta situação, é fundamental que as instituições de crédito subam este indicador para 1 (ou muito próximo) ou acima de 1. Comparando com as restantes empresas, verifica-se que é um problema comum, com a devida exceção ao banco Santander Totta. Num segundo momento, o indicador demonstra que as ações do BCP em 2014 transacionavam 0,85 vezes os capitais próprios investidos, enquanto o BPI era de 0,70 vezes. Em suma, PBV muito altos ou muito baixos significam mais risco

Os valores que o rácio PS demonstra para o BCP e o BPI, revelam que estão abaixo da média apresentada, o que leva a deduzir que estas duas instituições de crédito estão sob uma possível desvalorização. Em sentido oposto e olhando para as empresas comparáveis, o Novo Banco e o Santander Totta indicarão uma sobrevalorização.

Por fim, o rácio EV/EBITDA fornece uma indicação não menos importante tendo em conta que sugere se as instituições estão numa fase de forte crescimento (valores entre 7 e 12) ou de menor crescimento (entre 4 e 7). Assim, o BCP com uma referência de 2.91 revela um fraco crescimento, muito provavelmente devido aos resultados negativos apresentados nas suas contas anuais. Em sentido inverso, o BPI encontra-se num possível estado de forte crescimento. Argumenta-se como possível porque este rácio, tal como os outros, não deve tirar conclusões individualmente. Quanto à média, indica aproximadamente o valor intermédio às duas escalas, com 7.54.

Olhando agora para a escolha do múltiplo que está relacionado mais diretamente com as instituições de crédito, verifica-se o seguinte:

Tabela 18 – Rácio

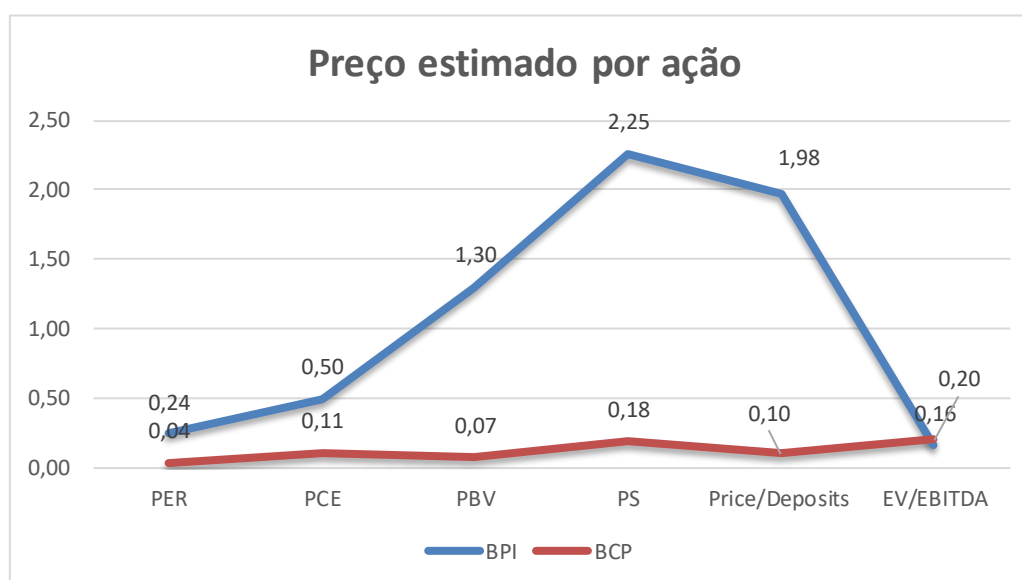
Indicador: Rácio	BCP	Empresas comparáveis 2014				Média	BPI-Preço estimado por ação	BCP-Preço estimado por ação
		Banco BPI	Cx. Eco. Montepio	Novo Banco	San totta S.A.			
Preço / Depósitos	0,07	0,06	0,01	0,18	0,22	0,11	1,98	0,10

Fonte: elaborada pelo autor

Os dados apresentados, embora inferiores, revelam alguma proximidade dos valores do BCP e do BPI para com a média calculada. Um dos fatores relevantes a enunciar é, e apoiando-se nos respetivos relatórios e contas, o facto de existir um crescimento dos depósitos de clientes de ano para ano e a respetiva redução de custos com os mesmos. Em sentido contrário, o preço da cotação tem tendencialmente vindo a decrescer o que afeta nos valores alcançados.

Foi ainda calculado o preço estimado por ação de cada instituição de crédito. Como ponto de referência, considerou-se a relação entre os diferentes rácios analisados e a média de todas as entidades envolvidas, estimando assim o preço médio por ação de cada indicador.

Figura 4 - Preço estimado por ação



Fonte: elaborada pelo autor

A linha do BCP demonstra que a relação do indicador PER com a média é de que as suas ações estavam a ser transacionadas com um valor especulativo, isto acontece tendo em conta que o valor apresentado é inferior ao preço da ação no final do ano 2014. Em sentido oposto, os rácios PCE, PS, EV/EBITDA e Preço/Depósitos revelam que o mercado estava a considerar as ações da instituição de uma forma mais pessimista. Apenas o PBV se enquadra no valor real de cotação à data.

Já para o BPI, o preço estimado por ação respeitando cada indicador, demonstra um comportamento praticamente diferente quando se olha para a linha do BCP. Uma vez que no

final de 2014 a sua ação era transacionada a 1,03 euros, os rácios PER, PCE e EV/EBITDA apresentam um valor inferior que, dentro da mesma ideia do parágrafo anterior, manifesta que o preço dessa mesma ação era demasiado elevado, tendencialmente especulativo. PBV, PS e Preço/Depósitos apresentam-se com um preço estimado bastante elevado, sugerindo que o mercado vê com mau olhar o futuro da instituição.

Para findar, o uso isolado de cada indicador possibilita apenas retirar conclusões se o preço de cotação estaria ou não acima do normal, permitindo apresentar uma visão muito estreita de uma empresa ou de ações. É com isto importante voltar a referir que uma análise não deve ser feita de forma isolada e sempre com base na comparação com outras empresas do mesmo setor, que apresente características bastante semelhantes e não seja confrontada apenas com uma, mesmo respeitando as exigências de comparação.

O BCP, embora seja uma das maiores instituições de crédito em Portugal, apresenta em quase todos os momentos valores inferiores que, comparando com a média, revelam-se praticamente sempre abaixo, o que pode indicar que se encontra numa fase menos estável, tanto a nível de crescimento e desenvolvimento, como de solidez. Com a fusão, é possível colmatar estes pontos fracos referidos.

3.4. Comparação de valores

Após a análise feita aos dois métodos de avaliação, é fundamental criar uma ligação entre eles e retirar conclusões comparando os valores obtidos. Para tal, os valores dos múltiplos representados na tabela seguinte, foram obtidos multiplicando o Preço Estimado por Ação com o denominador de cada múltiplo inicialmente calculado.

Tabela 19 - Comparação de valores

Valores em Milhões de euros	FCFF -					EV/EBITDA	PREÇO / DEPÓSITOS
	Firm value	PER	PCE	PBV	PS		
BCP	4 274	1 976	5 827	3 757	10 024	10 711	5 410
BPI	2 582	348	723	1 897	3 283	228	2 880

Fonte: elaborada pelo autor

Os valores finais do BCP e do BPI acima apresentados, são diferentes consoante os métodos, uma vez que as diferentes ferramentas de análise utilizadas partem de pontos distintos. A comparação contabilística é invariavelmente distinta da comparação com as diferentes abordagens do mercado.

Tendo por base este trabalho de investigação, conclui-se que a melhor metodologia para estimar o valor das instituições de crédito é através do FCFF, uma vez que informa com mais rigor o valor de cada instituição, ou seja o BCP e o BPI valerão, de acordo com estes pressupostos de avaliação, 4 274 e 2 582 Milhões de €, respetivamente.

O PER apresenta como valor para o BCP de 1 976 M€ e para o BPI de 348 M€, o que demonstra bem, se tivermos por base o modelo FCFF, que é um valor muito baixo para um justo valor das duas instituições de crédito. No que respeita a outros múltiplos, o PCE, PS e EV/EBITDA apresentam valores consideravelmente superiores ao valor apontado pelo FCFF, o que é normal, tendo por base toda a fundamentação teórica em que esta avaliação se baseia.

Como já foi referido, não existem duas instituições de crédito exatamente iguais, e aqui está a prova de que avaliar empresas ou negócios recorrendo a estes múltiplos se chega a resultados que podem não refletir, com um grau de certeza aceitável, o justo valor de uma instituição. Ainda assim, os múltiplos PBV e o Preço/Depósitos são os que ficam mais próximos, em valor, do que se considera ser um valor razoável para as instituições.

3.5. Conclusão

Aproveitando este ponto para sistematizar as respostas aos objetivos propostos no início deste capítulo, pode-se verificar o seguinte:

O trabalho de *due diligence* realizado neste trabalho, permite obter um nível de incerteza reduzido nas projeções realizadas. Esta afirmação, justifica-se principalmente por duas razões: Primeiro, pela recolha dos dados que se centrou na consulta e numa análise intensa aos relatórios anuais de cada instituição de crédito. Para além de todos os principais indicadores presentes nesses relatórios, foi dada uma maior atenção aos balanços e demonstrações de resultados. Como parte fundamental na análise dos dados, foi importante ter conhecimento do histórico de resultados contabilísticos de alguns anos anteriores ao ano em estudo, bem como o comportamento do preço das suas ações. Em segundo, pela metodologia usada, ou seja, a

escolha pelo FCFF como método de avaliação, permitiu oferecer uma visão essencial sobre o valor dos ativos das duas instituições e, conseqüentemente, possibilitou explicar algumas reflexões sobre as perspectivas futuras das instituições envolvidas neste processo de F&A. Para que a análise desta fusão seja vista com maior rigor, optou-se por complementar a análise através de uma Avaliação por Múltiplos, usando os múltiplos que mais vezes são aplicados em F&A como também os que são diretamente aplicados às instituições de crédito.

Quanto à possibilidade de alcançar no horizonte temporal o valor estimado a gerar via sinergias, bem como as anomalias e atrasos significativos que podem ocorrer no processo de integração, são ambos difíceis de quantificar, contudo só poderão surgir se a execução dos negócios não ficar em mãos competentes e experientes. Caso não se verifique, a dificuldade aumentará para alcançar as sinergias previamente estabelecidas, nem se produzirão as vantagens competitivas que as projeções estabelecem, nem se conseguirá atingir os novos mercados. Só alcançarão sucesso quando as empresas combinadas tiram o máximo das suas potencialidades e constroem o seu futuro baseando-se nas capacidades e competências de cada uma delas.

De facto, e comparando os valores das instituições combinadas sem sinergia e com sinergia apresentados nas tabelas 3 e 4, permite concluir que as entidades passarão efetivamente a funcionar melhor em conjunto. Exemplo disso, é quando se analisa o indicador EBIT, que aponta um aumento do resultado operacional quando as duas instituições funcionam como uma só; também o FCFF permite demonstrar tal conclusão, isto é, a instituição apresentará um *cash flow* mais sólido o que é um indicador claramente positivo, uma vez que prevê que depois de todas as entradas em caixa e após deduzidas todas as despesas e reinvestimentos, representará um melhor desempenho com a fusão.

Para que o BPI se deixe comprar, assumiu-se primeiramente que os acionistas principais do BPI pretendem continuar a atuar no mesmo setor de mercado, considerando assim possível que a fusão se realize através de troca de ações. Deste modo, estima-se que é possível ocorrer a fusão se o BCP oferecer ao BPI 1 600 milhões de euros das suas ações, impondo ao BCP a lançar 32 000 milhões de novas ações por forma a conseguir obter a totalidade do BPI. Ainda referir que o BCP terá de suportar o custo com a fusão, num valor a rondar os 151 milhões de euros.

No que respeita ao papel dos acionistas, os do BPI ao aceitarem a oferta e a sua forma de pagamento, permitirá a que se mantenham ligados à atividade bancária e estando ainda

sujeitos ao recebimento de um prémio consideravelmente significativo, dado que a oferta é superior à do valor real de mercado. Por sua vez, os investidores do BCP poderão, com a fusão, ver novos e melhores resultados serem atingidos, aumentando o seu retorno de investimento.

Prevê-se que o mercado e a economia nacional ganhem com esta fusão que há tanto tempo se especula, não só porque surge uma instituição de crédito de maiores dimensões, como irá competir diretamente com estes, forçando novas formas de atuar e competir. Por outras palavras, prevê-se um aumento da capacidade competitiva do setor.

Para findar, o presente capítulo permitiu criar uma perspetiva onde revela que, com a fusão destas duas instituições de crédito, onde apresentam uma dimensão, estrutura e perfis semelhantes, torna-se na melhor solução para os seus acionistas, permitindo ganhos de eficiência.

4. Síntese e Conclusões Finais

4.1. Introdução

Só apresenta valor a empresa que tiver potencialidade de gerar fluxos monetários futuros. No entanto, considera-se impossível que um avaliador consiga calcular exatamente o que uma empresa ou negócio vale, uma vez que depende da percepção e expectativas de cada um sobre a evolução dos fatores determinantes do valor. Estes aspetos, influenciarão o preço que esse alguém estará disposto a pagar pela empresa que pretende adquirir.

O presente e último capítulo tem como objetivo de, em breves palavras, demonstrar se a avaliação feita no presente trabalho aponta indicadores que revelem se a presente fusão é ou não um bom caminho estratégico a seguir pelos acionistas e gestores do BCP e do BPI. Será feita uma abordagem às questões inicialmente levantadas no ponto introdutório do presente trabalho.

Por último, será feita uma breve referência às limitações a que o estudo esteve sujeito e serão, ao mesmo tempo, apontadas algumas pistas para eventuais futuros casos de estudo.

4.2. Conclusão

Para a grande maioria das empresas, crescer através de uma F&A é considerada a fórmula ideal para queimar etapas num progresso que poderia ser lento, caso se mostrassem insuficientes ao crescimento orgânico.

As instituições de crédito BCP e BPI, por se revelarem como entidades idênticas tanto na sua estrutura, como nos mercados e até mesmo na segmentação de negócio, possibilita concluir que, de facto, vê-se com bons olhos um processo de F&A entre estas duas instituições. Após a análise aos cálculos realizados através do método FCFF permite confirmar a suspeita inicial, isto é, transmitem indícios que a fusão poderá ser uma das melhores formas de proporcionar uma maior estabilização interna, consentindo a concessão de mais e melhor crédito à economia e consolidar a operação internacional.

Por outras palavras e assumindo que a operação se concretiza, pode-se deduzir que a fusão traria, pelos menos a curto prazo, sinergias ao nível dos custos, reduzindo os gastos em infraestruturas e em alguns serviços. Permitiria apresentar uma boa base de clientes para explorar o *cross-selling*. Para além disso, tratando-se de duas instituições que se podem complementar, originariam um *player* muito mais completo para poder concorrer com as restantes instituições dentro dos mercados em que atuam, bem como permitir que os índices de confiança e solidez subam.

Para os acionistas, uma vez que estes não obtêm ganhos em forma de dividendos desde 2010, com a fusão poderia se tornar a melhor e mais rápida solução para voltar a obter o retorno de investimento desejado. Importa destacar que a fusão das duas instituições por troca de ações permite produzir um aumento significativo de valor aos acionistas de ambas as empresas, em particular aos do BPI, uma vez que torna possível a que estes continuem ligados ao setor da banca portuguesa sem haver necessidade de novo investimento, apesar do risco que isso também comporta. É fundamental que a fusão destas duas instituições resulte numa melhoria de relacionamento com os clientes atuais, bem como criar uma maior reputação no mercado produzindo uma imagem de marca forte e concisa. Estes fatores deverão ser compreendidos como algo de extrema relevância, para que as entidades financeiras de crédito conquistem melhores resultados num mercado tão fortemente competitivo.

No que respeita aos gestores das respetivas instituições de crédito, é fundamental que se dê uma devida importância a estes, evitando conflitos em diversos sentidos, desde logo começando pelos gestores da instituição que acaba integrada ou fica com a posição minoritária na instituição resultante da operação. É relevante que, num processo de fusão, sejam aplicadas medidas de proteção e garantias.

Para finalizar, importa ainda referir alguns pontos principais: a concretizar este processo de fusão, resultaria não só à constituição de uma instituição com um forte posicionamento em todos os setores bancários em Portugal, como reforçaria a interligação e suporte ao desenvolvimento de relações empresariais e de negócio, quer ao nível do mercado europeu como ao nível dos países onde predomina a língua oficial portuguesa; geraria um reforço de capacidades e de capital da entidade resultante, sendo possível perspetivar o reforço da capacidade de financiar o tecido empresarial; garantiria uma instituição financeira alicerçada numa estrutura acionista diversificada, sólida e alinhada.

4.3. Limitações e Oportunidades para investigação futura

As dificuldades para a concretização deste trabalho passaram essencialmente pela diferença da chamada contabilidade bancária para a das restantes empresas, tornando assim mais complexo no cálculo dos valores, tal como a dívida, o fluxo de caixa, rácios, entre outros indicadores importantes. Foi detetada alguma dificuldade no acesso a informação mais minuciosa das próprias instituições (incluindo estratégica) que possibilite perceber onde podem surgir exatamente as sinergias operacionais, por via da eliminação de áreas redundantes.

A instabilidade política, económica e social do país, a dificuldade no que toca ao investimento, a desconfiança dos investidores e dos particulares, o atual cenário de baixas taxas de juro, a par com um ambiente económico recessivo e as exigências decorrentes das alterações ao nível da regulação e supervisão bancárias, são alguns dos obstáculos com que as instituições de crédito em Portugal se têm deparado, refletindo-se no desenvolvimento do negócio e na geração de valor. Face a estes cenários, muitas instituições apresentam resultados nada favoráveis à sua avaliação e análise, podendo provocar interpretações pouco objetivas e coesas.

Damodaran (2009) refere que existe um lado escuro sobre a valorização que se dá a determinadas empresas de serviços financeiros num processo de avaliação, isto porque considera que existe uma determinada dependência em valores contabilísticos, lucros e dividendos. Argumenta também que é preciso procurar a melhor forma a adaptar nos modelos de fluxo de caixa nessas mesmas empresas, por forma a seguir uma das três alternativas: modelo tradicional de descontos de dividendos; o modelo do fluxo de caixa sobre o capital próprio e o modelo que obedece ao retorno excessivo.

Como linhas de orientação para investigações futuras e a fim de se centrar em áreas de estudo que constituem por natureza uma oportunidade e um desafio, propõe-se a realização de uma projeção a longo prazo para os seguintes pontos: os valores das empresas em efeito combinado, a rentabilidade exigida pelos acionistas, as vantagens e consequências que esta fusão possa assumir, o investimento em meios tecnológicos e, por fim, a capacidade da equipa de gestão em responder de forma eficiente e eficaz a todos os desafios que poderão incorrer. Ainda dentro da nova instituição, seria também relevante analisar a possibilidade de criar

sinergias financeiras por via da redução de gastos de financiamento, gerada por eventual melhoria da notação de risco da nova instituição.

Considera-se importante ainda, analisar a fusão através do pagamento em dinheiro, confrontando com a Troca de Ações, assumindo ao mesmo tempo as diferenças que estas duas formas de pagamento proporcionam. No que respeita à Avaliação por Múltiplos, sugere-se usar os mesmos múltiplos usando rúbricas com previsão de resultados futuros e não no passado.

Bibliografia

- Abell, P., Samuels, J. e Cranna, M., (1994), *Mergers, Motivation and Directors Remuneration*, Centre for Economic Performance Discussion Paper No. 199
- Agrawal, A., Jaffe, J. F. e Mandelker, G. N., (1992), “*The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly*”, *Journal of Finance*, XLVII, 4, 1605-1621
- Altunbas, Y e D.M. Ibáñez, (2004), “*Mergers and acquisitions and bank performance in Europe. The role of strategic similarities*”, Working paper n. 398, European Central Bank, Frankfurt
- Altunbas, Y. e Marqués, D. (2008), *Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities*, *Journal of Economics and Business*, 60, 204-222.
- Amihud, Y. e Lev, B., (1981), “*Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers*”, *Bell Journal of Economics*, 12, 605-617
- Antão, P. (1997). *Poder de mercado e Ajustamento sde Preços no Setor Bancário Portugues - Uma abordagem com o mecanismo corretor do erro.*
- Asquith, P., Bruner, R. F. e Mullins Jr., D.W., (1983), “*The Gains to Bidding Firms from Mergers*”, *Journal of Financial Economics*, 11, 121-139
- Bastardo, C., e Gomes, A. R. (1991). *Fusões e Aquisições (M&A) uma abordagem de avaliação de empresas* (3º Edição.). Lisboa: Texto Editora.
- Becalli, E. e P. Frantz, (2009), “*M&A operations and performance in banking*”, *Journal of Financial Services Research*, vol. 36, n. 2-3, pag. 203-226
- Bonfim, D., Barros, P. P., Kim, M., & Martins, N. C. (2011). *Relatório de estabilidade Financeira. Banco de Portugal*. Lisboa. Retrieved from https://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/RelatorioEstabilidadeFinanceira/REFAnteriores/Documentos/ref_maio2011_p.pdf#page=147
- Boucinha, M., & Ribeiro, N. (2007). *Uma avaliação da concorrência no sistema bancário português no período 1991-2004.*
- Boucinha, M., Ribeiro, N., & Weyman-jones, T. (2010). *Uma Avaliação Da Eficiência Dos*

Bancos Portugueses.

- Bradley, M., Desai, A. e Kim, E. H., (1988), “*Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms*”, *Journal of Financial Economics*, 21, 3-40
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2007). *Princípios de Finanças Empresariais* (8ª Edição.). Madrid: McGraw Hill.
- Bühner, R., (1991), “*The Success of Mergers in Germany*”, *International Journal of Industrial Organization*, 9, 513-532
- Cabral, H. M. dos M. (2010). *Decisões estratégicas para a concentração de instituições financeiras: a oferta pública de aquisição não concretizada do BCP ao BPI*. Instituto Politecnico de Lisboa.
- Caiado, A. C., & Caiado, J. C. (2006). *Gestão de Instituições Financeiras* (1ª Edição.). Lisboa: Edições Sílabo, Lda.
- Carvalho, M. A. S. de. (2007). *Fusões e Aquisições no setor bancário: homogeneização ou diferenciação dos produtos bancários?* Universidade do Minho.
- Carvalho, M. A. S. (2010). *Setor Bancário Português: Evolução Recente*. NIPE - UMinho. Retrieved from [http://repositorium.sdum.uminho.pt/bitstream/1822/12010/1/Evolução Recente_Sector Bancário Português.pdf](http://repositorium.sdum.uminho.pt/bitstream/1822/12010/1/Evolução%20Recente_Sector%20Bancário%20Português.pdf)
- Cerasi, V., B. Chizzolini e M. Ivaldi (2009) - *The impact of mergers on the degree of competition in the banking industry*. CEPR Discussion Paper No. DP 7618
- Cosh, A.D., Lee, K. e Singh, A., (1989), “*Institutional Investment, Mergers and the Market for Corporate Control*”, *International Journal of Industrial Organization*, 7, 73-100
- Costa, S. D. (2014). *Concentração Bancária em Portugal - Uma análise de performance do sector bancário*. Universidade de Coimbra.
- Damodaran, A. (2005). *The Value of Synergy*. New York.
- Damodaran, A. (2009). *Breach of Trust : Valuing Financial Service Firms in the post- crisis era Financial Service firms – The Big Picture*.
- Eckbo, B. E., (1983), “*Horizontal Mergers, Collusion, and Shareholder Wealth*”, *Journal of Financial Economics*, 11, 241-273
- Fernandes, J. D. V., & Portela, J. L. (1994). *O sistema Bancário Português* (5ª Edição).

Lisboa: Qualigrafe, Lda.

- Ferreira, D. (2002). *Fusões, Aquisições e reestruturações de empresas*. (M. Robalo, Ed.) (1ª Edição.). Lisboa: Edições Sílabo.
- Ghosh, Alok, (1997), “*Accounting Based Performance of Acquiring Firms and Method of Payment used in Acquisitions*”, Baruch College working paper
- Ghosh, A. e Ruland, W., (1998), “*Managerial Ownership, the Method of Payment for Acquisitions, and Executive Job Retention*”, *Journal of Finance*, 53, 785-798
- Golbe, D. L. e White, L. J., (1988), “*Mergers and Acquisitions in the U.S. Economy: An Aggregate and Historical Overview*”, in Auerbach, Alan J. (ed.), *Mergers and Acquisitions*, The University of Chicago Press
- Healy, P. M., Papelu, K. G. e Ruback, R. S., (1992), “*Does Corporate Performance Improve After Mergers?*”, *Journal of Financial Economics*, 31, 135-175
- Hubbard, R. G. e Palia, D., (1995), “*Benefits of control, managerial ownership, and the stock returns of acquiring firms*”, *Rand Journal of Economics*, 26, 4, 782-792
- Hughes, A., (1989), “*The Impact of Merger: a Survey of Empirical Evidence for the UK*”, in Fairburn, James e Kay, John, *Mergers and Merger Policy*, Oxford University Press
- Jarrell, G. A. e Poulsen, A. B., (1994), “*The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades*”, in Gaughan, Patrick (ed.), *Readings in Mergers and Acquisitions*, Basil Blackwell
- Jensen, C., & Meckling, H. (1976). *Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Jensen, C. e Ruback, R. S., (1983), “*The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*”, *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50
- Kaplan, S. N. e Weisbach, M. S., (1992), “*The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures*”, *Journal of Finance*, 47, 107 – 138
- Krug, J. A. e Hegarty, W. H., (1997), “*Postacquisition Turnover among U.S. Top Management Teams: An Analysis of the Effects of Foreign vs. Domestic Acquisitions of U.S. Targets*”, *Strategic Management Journal*, 18, 8, 667-675
- Loughran, T. e Vijh, A. M., (1997), “*Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate*

- Acquisitions*”, Journal of Finance, LII, 5, 1765-1790
- Magenheim, E. B. e Mueller, D. C., (1988), “*Are Acquiring-Firm Shareholders Better Off after an Acquisition?*” in Coffee, John C., Lowenstein, Louis e Rose- Ackerman, Susan (eds.), *Knights, Raiders, and Targets: The Impact of Hostile Takeover*, Oxford University Press
- Marques, W. (1991). *Moeda e Instituições Financeiras* (1ª Edição.). Lisboa: Publicações Dom Quixote.
- Martin, K. J. e McConnell, J. J., (1991), “*Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover*”, Journal of Finance, XLVI, 2, 671-687
- Massari, M. Gianfrate, G. Zanetti, L., (2014), *The Valuation of Financial Companies: Tools and Techniques to Measure the Value of Banks, Insurance Companies and Other Financial Institutions*. Wiley Finance Series
- McGuckin, R. H., Nguyen, S. V. e Reznick, A. P., (1995), *The Impact of Ownership Change on Employment, Wages, and Labor Productivity in U.S. Manufacturing 1977-1987*, U.S Bureau of the Census, Center for Economic Studies discussion paper CES 95-8
- Mendes, J. A. (2002). *A empresa bancária em Portugal no sec xx: evolução e estratégias* (Vol. 11). Coimbra.
- Mikkelson, W. H. e Partch, M. M., (1997), “*The Decline of Takeovers and Disciplinary Managerial Turnover*”, Journal of Financial Economics, 44, 205-228 Mitchell
- Mitchell, M. L. e Mulherin, J. H., (1996), “*The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity*”, Journal of Financial Economics, 41, 193-229
- Mueller, D. C., (1992), “*Mergers*” in Newman, Peter et al. (eds.), *The New Palgrave, Dictionary of Money and Finance*, London, The Macmillan Press Limited
- Nelson, R.L., (1959), *Merger Movements in American Industry, 1895-1956*, Princeton University Press
- Neves, J. C. das. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. Lisboa: McGraw Hill.
- Neves, J. C. das. (2007). *Análise Financeira - Técnicas Fundamentais* (1º Edição.). Lisboa: Texto Editora, Lda.
- Odagiri, H. e Hase, T. (1989), “*Are Mergers and Acquisitions Going to Be Popular in Japan Too?: An Empirical Study*”, International Journal of Industrial Organization, 7, 49-72

- Pilloff, S.J., (1996), “*Performance changes and shareholder wealth creation associated with mergers of publicly traded banking institutions*”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 28, n. 3, pag. 294-310
- Ravenscraft, D. J. e Scherer, F. M, (1987), *Mergers, Sell-offs, and Economic Efficiency*, Brookings Institution
- Ravenscraft, D. J. e Scherer, F. M., (1989), “*The Profitability of Mergers*”, *International Journal of Industrial Organization*, 7, 101-116
- Rhoades, S.A., (1990), “*Billion dollar bank acquisitions: A note on the performance effects*”, Working Paper, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC
- Rhoades, S.A., (1993), “*Efficiency effects of horizontal (in-market) bank mergers*”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 17, n. 2-3, pag. 411-422
- Rodrigues, V. (1998). *Fusões e aquisições: A evidência Empírica. Faculdade de Economia e Gestão do Porto - Univ. Católica Portuguesa*. Porto. Retrieved from <http://www.feg.porto.ucp.pt/docentes/repec/WP/WP-98-003.PDF>
- Roll, R. (1986). *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*. *The Journal of Business*, 59(2), 197–216. doi:10.1086/296325
- Romano, R. (1992). *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*. *Yale Journal on Regulation* (Vol. 9). Retrieved from http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers \nhttp://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1954
- Sarmiento, Elsa Morais; Nunes, A. (2013). *A evolução da concentração sectorial em Portugal entre 1985 e 2006: a perspetiva do índice de HIRSCHMAN-HERFINDHAHL*. Aveiro.
- Scherer, F. M. e Ross, D., (1990), *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Houghton Mifflin
- Seyhun, H. N., (1990), “*Do Bidder Managers Knowingly Pay too Much for Target Firms?*”, *Journal of Business*, 63, 4, 439-464
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). *Value Maximization and the Acquisition Process*. *Journal of Economic Perspectives*, 1, 7–20.
- Sirower, M. L., (1997), *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*, Free Press

Stillman, R., (1983), “*Examining Antitrust Policy Towards Horizontal Mergers*”, Journal of Financial Economics, 11, 225-240

Vennet, R.V., (1996), “*The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions*”. Journal of Banking & Finance, vol. 20, n. 9, pag. 1531-1558

Sitios:

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<http://www.apb.pt/>

<http://bancario.pt/>

<https://www.bportugal.pt/>

<http://pt.investing.com/>

<http://ind.millenniumbcp.pt/>

<http://www.bancobpi.pt/>

<http://www.gurufocus.com/>

<http://empresas.vze.com/>