



Criação de Valor em Fusões e Aquisições

O caso dos Bancos Portugueses

Ana Rita Gonçalves Pereira

Dissertação de Mestrado

Mestrado em Contabilidade e Finanças

Versão final (Esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos do júri)

Porto – 2017

**INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO
INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO**



Criação de Valor em Fusões e Aquisições

O caso dos Bancos Portugueses

Ana Rita Gonçalves Pereira

Dissertação de Mestrado

**apresentado ao Instituto de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção
do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob orientação do Doutor Mário Joel
Matos Veiga de Oliveira Queirós e do Doutor Adalmiro Álvaro Malheiro de Castro**

Andrade Pereira

Porto – 2017

**INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO
INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO**

Resumo:

Mundialmente, tem-se vindo a verificar um aumento de Fusões e Aquisições (F&A) nos mais diversos setores, sendo que a principal razão indicada para este fenómeno é a criação de valor para os acionistas e para a entidade. Nas últimas três décadas o mesmo tem acontecido em Portugal, sendo o ano 2000 onde se registou um maior número de F&A.

Já vários autores escreveram sobre este tema e, todos eles, em teoria, concluem que as F&A criam valor. No entanto, normalmente, na prática, essa criação de valor não se verifica. Por esta razão achou-se pertinente realizar este estudo, sendo o principal objetivo verificar se as F&A criam realmente valor, ou não. A amostra recolhida tem por base algumas F&A registadas no Setor Bancário Português.

Num primeiro ponto, identificou-se algumas das variáveis estratégicas utilizadas pelos bancos envolvidos na transação, as quais foram usadas para verificar se existia uma similaridade estratégica entre os bancos. Em seguida, averiguou-se se existiu uma criação de valor ou não nos bancos envolvidos no processo de F&A.

Depois de se elaborar o estudo, concluiu-se que a maioria das fusões abordadas neste estudo criaram valor. Concluiu-se ainda que, não existe nenhuma relação entre a similaridade estratégica e a criação de valor. Tendo em conta os resultados obtidos, foram mencionadas, ainda, algumas sugestões para a realização de trabalhos futuros.

Palavras-Chave: Fusões, Aquisições, Valor, Criação de Valor

Abstract:

Worldwide, there has been an increase in M&A in the most diverse sectors, and the main reason for this phenomenon is the creation of value for shareholders and for the entity. In the last three decades the same has happened in Portugal, being the year 2000 where there was a greater number of M&A.

Already several authors have written on this topic and all of them theoretically conclude that M&A create value. However, usually, in practice, such value creation does not take place. For this reason it was considered pertinent to carry out this study, the main objective being to verify if the M&A really create value, or not. The sample collected is based on some M&A registered in the Portuguese Banking Sector.

In a first point, some of the strategic variables used by the banks involved in the transaction were identified, which were used to verify if there was a strategic similarity between the banks. Then, it was ascertained whether there was value creation or not in the banks involved in the M&A process.

After the study was carried out, it was concluded that most of the mergers addressed in this study created value. It was also concluded that there is no relationship between strategic similarity and value creation. Taking into account the results obtained, we also mentioned some suggestions for future work.

Key words: Mergers, Acquisitions, Value, Value Creation

Lista de Abreviaturas

BCA – Banco Comercial dos Açores, S.A.

BCP – Banco Comercial Português, S.A.

BFB – Banco FONSECAS & BURNAY, S.A.

BFE – Banco do Fomento e Exterior, S.A.

BNU – Banco Nacional Ultramarino, S.A.

BPA – Banco Português do Atlântico, S.A.

BPI – Banco Português de Investimentos, S.A.

BPSM – Banco Pinto & Sotto Mayor, S.A.

BTA – Banco Totta & Açores, S.A.

CAR – *Cumulative Abnormal Returns*

CGD – Caixa Geral de Depósitos, S.A.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

EPS – *Earnings Per Share*

EUA – Estados Unidos da América

F&A – Fusões e Aquisições

GRH – Gestão de Recursos Humanos

I&D – Investigação e Desenvolvimento

IPO – Oferta Pública Inicial (*Initial Public Offering*)

MBDA – *Minority Business Development Agency*

NCRF – Norma Contabilística e de Relato Financeira

OCDE – Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económico

OPA – Oferta Pública de Aquisição

OT – Obrigações de Tesouro

PSI 20 – *Portuguese Stock Index*

RH – Recursos Humanos

ROA – *Return On Assets*

S.A. – Sociedade Anónima

S&P – Standard and Poor's

VAL – Valor Atual Liquido

VBR – Visão Baseada em Recursos

ÍNDICE GERAL

INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO I – FUSÕES E AQUISIÇÕES	5
1.1. Definições	5
1.2. Tipos de fusões e aquisições	6
1.2.1. Quanto à focalização.....	6
1.2.2. Quanto à forma de aquisição	9
1.3. Razões para se realizarem fusões e aquisições	9
1.3.1. Razões credíveis	10
1.3.2. Razões dúbias	13
CAPÍTULO II – CRIAÇÃO DE VALOR EM FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	17
2.1. O que é o valor, numa perceção empresarial, e a criação de valor?	18
2.1.1. Valor na perceção empresarial.....	18
2.1.2. O que é a criação de valor?.....	18
2.2. As F&A criam valor?	20
2.3. Quais as fusões que criam valor?	21
CAPÍTULO III – METODOLOGIA E AMOSTRA	25
3.1. Metodologia	25
3.2. Amostra.....	29
CAPÍTULO IV – ANÁLISE DOS RESULTADOS OBTIDOS	31
4.1. Similaridade Estratégica	31
4.2. Cotação.....	35
4.3. Dividendos distribuídos	36
4.4. Return On Assets (ROA)	38
4.5. Cumulative Abnormal Returns (CAR)	38
CONCLUSÃO	41
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	45
APÊNDICES	1
Apêndice I – Similaridade Estratégica para cada F&A	1

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 – Variáveis Estratégicas.....	26
Tabela 2 – Índice de Similaridade Estratégica das fusões do Millennium BCP	32
Tabela 3 – Índice de Similaridade Estratégica da fusão da CGD.....	32
Tabela 4 – Índice de Similaridade Estratégica da fusão da qual surgiu o Banco Santander Totta.....	33
Tabela 5 – Índice de Similaridade Estratégica da fusão do BANIF.....	34
Tabela 6 - Cotações	36
Tabela 7 - Dividendos distribuídos.....	37
Tabela 8 - Return On Assets (ROA).....	38
Tabela 9 - Cumulative Abnormal Returns (CAR).....	39
Tabela 10 - Rácios das Variáveis Estratégicas do BCP, BPA, Mello e BPSM.....	1
Tabela 11 - Rácio das Variáveis Estratégicas da CGD e do BNU	2
Tabela 12 - Rácio das Variáveis Estratégicas do Santander Portugal, BTA e do Crédito Predial Português.....	3
Tabela 13 - Rácio das Variáveis Estratégicas do BANIF e do BCA.....	3

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Seis ondas de F&A	17
Figura 2 - Fusões e Aquisições em Portugal	25

INTRODUÇÃO

Tem-se vindo a assistir a um fenómeno mundial de Fusões e Aquisições em todo o tipo de entidades. Portugal não é exceção. Nas últimas três décadas registou-se um número crescente de F&A em Portugal, sendo o ano 2000 onde se registou um maior número de transações, assim como, a soma dos valores transacionados mais elevada.

As fusões consistem num acordo mútuo, entre as partes envolvidas, para se fundirem. Já as aquisições consistem na compra de uma empresa por outra empresa, sendo que a primeira irá ser incorporada na sua totalidade nesta última. As fusões e aquisições podem ser de diversos tipos, verticais, horizontais, por conglomerado, amigáveis ou hostis. Algumas das razões indicadas para se efetuarem as fusões e aquisições são as sinergias daí resultantes, assim como a aplicação de fundos excedentes, as economias de escala, a diversificação do risco, entre outras. Mas a razão principal para realizar este processo é a criação de valor para os acionistas e para a entidade.

Conner (1991, citado por Sirmon, Hitt e Ireland, 2007) menciona que a principal procura dos negócios é criar e manter valor.

“Do ponto de vista empresarial, a criação de valor começa por fornecer valor aos clientes” (Hoopes, Madsen e Walker, 2003 e Powell, 2001 citados por Sirmon *et al.*, 2007, p. 273). Por outras palavras, se o produto proporcionar uma maior utilidade para os clientes (em comparação com os produtos da concorrência), maior será a vantagem competitiva da empresa. Por sua vez, a vantagem competitiva contribui para intensificar a riqueza dos acionistas quando a margem de lucro de longo prazo da empresa é otimista (Hoopes, Madsen e Walker, 2003 e Powell, 2001 citados por Sirmon *et al.*, 2007). Assim sendo, depara-se com uma das formas de criar valor quando uma empresa supera a capacidade da concorrência para satisfazer as necessidades dos clientes, mantendo ou melhorando as suas margens de lucro.

Para entender o que é a criação de valor primeiro é necessário definir o conceito (Lepak, Smith e Taylor, 2007). Bowman e Ambrosini (2000, citados por Lepak *et al.*, 2007) introduziram e diferenciaram dois tipos de valor a nível organizacional, nomeadamente, o valor de uso e o valor de troca. O valor de uso refere-se à qualidade específica de um novo emprego, tarefa, produto ou serviço, conforme a perceção dos usuários em relação às suas

necessidades. O valor de troca é o montante praticado no momento da troca da nova tarefa, bem, serviço ou produto, ou, então, corresponde ao valor pago pelo usuário ao vendedor pelo uso da tarefa, produto, trabalho ou serviço. Estas duas definições, em conjunto, insinuam que a criação de valor depende da quantidade relativa de valor que é subjetivamente percebida pelo usuário, que é o foco da criação de valor e, que essa criação de valor subjetivo, deve pelo menos traduzir-se na disposição de o utente dispor de um determinado montante pelo valor recebido. Aqui estão presentes duas condições económicas necessárias para que a criação de valor subsista. Na primeira condição, o montante trocado deve exceder os custos do produtor para criar o valor em questão. Na segunda condição, o montante que o utente está disposto a trocar corresponde à diferença do desempenho percebido entre o novo valor criado e a alternativa mais próxima. Sem esta diferença, geralmente, nem o utente nem o criador de valor estariam dispostos em comprometer-se repetidamente no longo prazo (Lepak *et al.*, 2007).

Mas será que as F&A criam realmente valor? Segundo Zenner, Shivdasani e Hazelkorn (2003), geralmente, o anúncio inicial das F&A tem um impacto ligeiramente negativo, no curto prazo, sobre o preço das ações da empresa adquirente. Mas os autores verificaram que existe uma grande variação, no curto prazo, dos retornos excedentes distribuídos da empresa adquirente, pelo que será errado concluir que as F&A têm, geralmente, um impacto negativo no preço das ações da empresa adquirente.

No longo prazo, a empresa adquirente tende a ultrapassar, tenuemente, a concorrência. Zenner *et al.* (2007) constataram que, no longo prazo, os retornos excedentes distribuídos ajustados pela indústria são semelhantes aos retornos distribuídos no curto prazo. Existe uma variação substancial nos retornos de longo prazo, o que irá fazer com que algumas das aquisições criem um valor tremendo para os acionistas, enquanto que outras F&A irão ser destrutivas (Zenner *et al.*, 2003).

Considerando o que foi referido, realizou-se este estudo com o objetivo de verificar se as F&A criam realmente valor, ou não. A amostra recolhida tem por base algumas F&A registadas no Setor Bancário Português, nomeadamente, a fusão por incorporação do Banco Português do Atlântico, do Banco Mello e do Banco Pinto & Sotto Mayor no Banco Comercial Português, a fusão por incorporação do Banco Nacional Ultramarino na Caixa Geral de Depósitos, a fusão entre o Banco Santander Portugal com o Banco Totta & Açores

e o Crédito Predial Português (fusão esta em que resultou o Banco Santander Totta) e, por último, a fusão por incorporação do Banco Comercial dos Açores no Banif.

Para se poder elaborar o estudo identificaram-se algumas das variáveis estratégicas utilizadas, as quais depois serão usadas para verificar se existiu uma similaridade estratégica entre os bancos envolvidos no processo de F&A. As variáveis estratégicas utilizadas para calcular a similaridade estratégica são algumas das variáveis propostas por Altunbaş e Marqués (2007). Depois de definidas as variáveis estratégicas, calculou-se a similaridade estratégica. Para tal usou-se a fórmula proposta pelos autores.

Em seguida, averiguou-se se existiu criação de valor, para tal observou-se a cotação dos bancos antes, durante e depois da F&A, assim como os dividendos distribuídos (aqui determina-se qual a criação de valor para os acionistas), calculou-se também o ROA (*Return On Assets*) e, por fim, calculou-se o CAR (*Cumulative Abnormal Returns*).

Este estudo possui quatro capítulos, designadamente, Capítulo I – Fusões e Aquisições, Capítulo II – Criação de Valor em Fusões e Aquisições, Capítulo III – Metodologia e Amostra e Capítulo IV – Análise dos Resultados Obtidos. Para além dos capítulos mencionados, tem-se por fim as conclusões do trabalho elaborado.

No capítulo I menciona-se algumas definições sobre o tema, assim como se refere os tipos de F&A quanto à sua focalização e à sua forma de aquisição e, em último, indica-se algumas razões, credíveis e duvidosas, para a realização de F&A. Já no capítulo II passa-se para o tema de criação de valor em F&A, aqui referencia-se em que consiste o valor, numa perceção empresarial, assim como o que é a criação de valor. Ainda neste capítulo aborda-se se as F&A criam valor, quais são as F&A mais prováveis de criar valor e, quais os fatores de contribuem para essa criação de valor. No capítulo III descreve-se a metodologia que foi utilizada, bem como a amostra. Finalmente, no capítulo IV discute-se os resultados obtidos da similaridade estratégica, das cotações registadas, dos dividendos distribuídos, do ROA e do CAR.

CAPÍTULO I – FUSÕES E AQUISIÇÕES

Nos últimos anos tem-se assistido a um fenómeno, cada vez mais comum de Fusões e Aquisições. Vários autores têm-se debruçado sobre o estudo do tema para verificar em que consiste este fenómeno, as razões deste, verificar os resultados obtidos e, também, do porquê de existir discrepância dos resultados obtidos entre as diversas operações de Fusões e Aquisições.

Neste capítulo trata-se o tema das Fusões e Aquisições, onde se menciona algumas definições, passando para os tipos de Fusões e Aquisições e, por fim, aborda-se algumas das razões para se realizar tal operação.

1.1. Definições

Segundo Vieito e Maquieira (2013, p.551),” ... fusão de empresas é o acordo estabelecido entre duas ou mais sociedades pré-existentes para formar uma unidade económica”.

Em termos de legislação portuguesa, de acordo com o artigo 97º do Código das Sociedades Comerciais (CSC) “Duas ou mais sociedades, ainda que de tipo diverso, podem fundir-se mediante a sua reunião numa só. (...) A fusão pode realizar-se a) mediante a transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra e a atribuição aos sócios daquelas de partes, ações ou quotas desta; ou b) mediante a constituição de uma nova sociedade, para a qual se transferem globalmente os patrimónios das sociedades fundidas, sendo aos sócios destas atribuídas partes, ações ou quotas da nova sociedade”. Por outras palavras, as fusões podem realizar-se mediante a transferência global do património da(s) sociedade(s) adquirida(s) para a sociedade adquirente, a qual deve atribuir aos sócios da(s) sociedade(s) adquirida(s) partes, quotas ou ações; ou podem realizar-se através da constituição de uma nova sociedade.

Na perspetiva de Brealey, Myers e Allen (2014) as fusões são, em parte, sobre as economias resultantes da combinação de duas firmas, mas são também sobre quem fica como responsável da firma. Ao analisar uma fusão, verifica-se, na maior parte dos casos, que uma das empresas é adquirente e a outra é a adquirida, e que a gerência de topo da empresa adquirida, geralmente, é dissolvida após a fusão.

Valente (1999, citado por Brandão, 2015) refere que existe uma aquisição quando os acionistas de uma das empresas saem, e uma fusão quando todos ficam como acionistas.

Já Roberts, Wallace e Moles (2012) mencionam que fusões ou aquisições na perceção empresarial podem ser definidas como a junção de duas ou mais empresas numa nova empresa. Referem ainda que a principal diferença entre as duas reside na forma em que a junção das duas empresas é realizada. Nas fusões, geralmente, existe um processo de negociação entre as empresas antes de tomarem qualquer decisão, no qual existirá, obviamente, algumas complicações e dificuldades, mas também daí resultarão sinergias. Posto isto, se as empresas decidirem iniciar as negociações de fusão, daí resultaria uma nova empresa de maior escala (*new larger whole*). Nas aquisições, o processo de negociação não tem necessariamente de ocorrer, ou seja, numa aquisição uma empresa (a adquirente) compra outra empresa (a adquirida), a qual passa a pertencer na totalidade à adquirente. A empresa adquirida pode ser totalmente absorvida e deixar de existir como uma entidade separada ou a empresa adquirente pode manter a empresa adquirida na sua forma pré-aquisição (esta absorção limitada é frequentemente praticada quando a intenção é vender posteriormente a empresa adquirida).

McClure (2010) menciona que uma aquisição ocorre quando uma empresa adquire outra, e a empresa adquirente torna-se o proprietário. Em termos jurídicos, a empresa adquirida extingue-se e a empresa adquirente absorve o negócio desta primeira. O mesmo autor menciona ainda, que uma fusão ocorre quando duas empresas, geralmente com o mesmo tamanho, se juntam para formar uma nova empresa.

1.2. Tipos de fusões e aquisições

1.2.1. Quanto à focalização

1.2.1.1. Verticais

As F&A verticais segundo Vieito *et al.* (2013) são F&A que incrementam a focalização¹ e acontecem quando duas empresas do mesmo setor económico, mas posicionadas em diferentes etapas de produção, se fundem.

Brealey *et al.* (2014) defendem que este tipo de F&A envolve empresas que se encontram em diferentes etapas do processo produtivo, isto é, a empresa adquirente pode-se

¹ São F&A do tipo não conglomerado em que o valor da empresa após fusão ou aquisição é maior que a soma do valor de cada empresa em separado.

expandir para a etapa anterior do processo produtivo, deslocando-se na direção do processo das matérias-primas, ou então expande-se para etapa seguinte, na direção do consumidor final.

Evans, CPA, CMA e CFM (2000) referem que as F&A ocorrem quando duas empresas se fundem ao longo do seu setor de atividade, por exemplo, esta operação dá-se entre um fornecedor e um cliente.

McClure (2010) menciona que as F&A verticais ocorrem quando duas empresas com um tipo de relação fornecedor-cliente se fundem.

Brandão (2015, p.18) menciona “As fusões verticais visam economias na integração vertical, procurando o máximo de controlo possível sobre o processo de produção, expandindo-se a montante, em direção à fonte das matérias-primas e, a jusante, em direção ao consumidor final.”

1.2.1.2. Horizontais

Vieito *et al.* (2013) classificam as fusões horizontais como F&A que incrementam a focalização, e acrescentam ainda que estas acontecem quando duas empresas que operam no mesmo setor económico tomam a decisão de se fundir.

Brealey *et al.* (2014) falam que este tipo de fusão ocorre entre duas empresas que se situam na mesma etapa do processo produtivo.

Minority Business Development Agency – MBDA – (n.d.) classifica este tipo de fusão como uma consolidação de negócios que ocorre entre empresas que operam no mesmo espaço, muitas vezes como concorrentes que comercializam o mesmo bem e/ou serviço. Defende ainda que este tipo de fusões ocorre com mais frequência em mercados com um número menor de empresas, visto que a concorrência tende a ser mais elevada e as sinergias e os potenciais ganhos relativos à quota de mercado serem muito maiores, faz sentido a fusão das empresas nestes mercados.

1.2.1.3. Conglomerados

Vieito *et al.* (2013) mencionam que este tipo de fusões, que também podem ser conhecidas como F&A que diminuem a focalização, ocorrem quando duas empresas, que operam em setores económicos diferentes e não relacionados, se decidem fundir. Neste género de fusão podem falar-se em três tipos de operações:

- *Expansão de produtos* – onde se fomenta as linhas de produtos já existentes da empresa adquirida.
- *Expansão da área geográfica* – na qual a empresa adquirente se vai expandir para a o território comercial onde a empresa adquirida opera.
- *Puro conglomerado* – neste tipo de operação enquadram-se todas as outras fusões do tipo conglomerado que não foram referidas anteriormente. Este tipo de operação tem como objetivo final ampliar a diversificação.

MBDA (n.d.) refere que F&A conglomeradas ocorrem entre duas empresas envolvidas em atividades totalmente independentes, acrescentando ainda que esta se pode subdividir em conglomerado misto ou puro.

- *Fusões conglomeradas mistas* – ocorrem com empresas que procuram diversificar os seus produtos ou o seu mercado.
 - *Extensão do produto* – sucede entre duas empresas que possuam produtos relacionados entre si e que operam no mesmo mercado, isto permite que as empresas reúnam os seus produtos numa só empresa e, também, ter uma carteira maior de clientes, o que, consecutivamente, garante uma maior porção de lucros.
 - *Extensão do mercado* – verifica-se entre duas empresas com o mesmo tipo de produtos, mas que atuam em zonas geográficas distintas, esta tem como principal objetivo garantir que as empresas tenham acesso a um mercado mais abrangente e ter acesso a mais clientes.
- *Fusões conglomeradas puras* – este tipo de fusão surge entre duas empresas que não tenham nada em comum.

1.2.1.4. Outras

Um outro autor, Borad (n.d.), menciona ainda outros tipos de fusões e aquisições, nomeadamente fusões complementares ou suplementares, fusão *arm's length* e fusão estratégica.

As fusões complementares têm como objetivo complementar limitações que possam existir na empresa adquirente, sendo a empresa adquirida uma potencial forma de melhorar os processos da outra empresa ou, então, pode ser uma forma de entrar em novos mercados. Já as fusões suplementares são aquelas em que a empresa adquirida vai reforçar ainda mais o negócio da empresa adquirente, neste tipo de fusões a empresa adquirida pode ser muito semelhante à outra.

As fusões *arm's length* são fusões que são autorizadas pelos diretores e pelos acionistas “desinteressados”.

A fusão estratégica tem como objetivo a exploração estratégica a longo prazo, neste tipo de fusões a empresa adquirente pode ter que pagar um prémio à empresa adquirida.

1.2.2. Quanto à forma de aquisição

Segundo Vieito *et al.* (2013) as aquisições podem ser amigáveis ou hostis. As aquisições amigáveis acontecem quando as empresas negociam entre si, amigavelmente, como irão efetuar a operação de fusão ou aquisição. Já as hostis correspondem a processos de fusão ou aquisição que não são efetuadas de forma amigável.

Borad (n.d.) menciona que as fusões ou aquisições podem ser hostis ou amigáveis dependendo da vontade dos gestores efetuarem o processo. Quando o conselho de administração e os gerentes da empresa não estão de acordo com o processo, trata-se de uma aquisição hostil. Quando os gestores concordam com o processo trata-se de uma aquisição amigável.

1.3. Razões para se realizarem fusões e aquisições

Existem diversas razões para as empresas efetuarem fusões e aquisições, sendo que todas elas têm como objetivo final a criação de valor para o acionista e aumentar o valor da empresa, se isso não acontecesse não faria sentido efetuarem-se estas operações.

Vieito *et al.* (2013) mencionam que se algumas razões para se realizarem as fusões e aquisições são credíveis, e que estas criam valor para os acionistas – estando empiricamente provado –, por consequência existem outras razões que questionam esse objetivo.

1.3.1. Razões credíveis

Como foi anteriormente aludido, as F&A têm como objetivo a obtenção de valor para os acionistas, sendo a seguir referidas algumas das razões verosímeis de alcançar o objetivo.

1.3.1.1. Ganhos com integração horizontal e sinergias operacionais

Supondo que os indivíduos são seres racionais, estes ao efetuarem as operações de F&A pretendem criar valor para os acionistas. Apesar de existirem mais razões para se efetuar F&A, esta é a que terá maior importância (Vieito *et al.*, 2013).

Quando se efetuam as F&A pretende-se ficar numa posição economicamente mais favorável do que a anterior, e para tal acontecer é necessário que o valor resultante do processo seja superior à soma dos valores individuais de cada uma das empresas consideradas de forma individual (Vieito *et al.*, 2013).

Haspeslagh e Jemison (1991, citados por Vieito *et al.*, 2013) analisaram o conceito de criação de valor sob dois pontos de vista, já que este conceito tem diferentes significados tendo em conta os diversos interlocutores das organizações. No ponto de vista dos mercados de capitais as F&A são elaborados para criar valor para os acionistas, outro ponto de vista é o administrativo, o qual não concorda que a medida real do desempenho de uma F&A seja apenas uma reação do preço de mercado da ação no momento do anúncio da operação. No último ponto de vista, a criação de valor em F&A ser apenas uma reação do preço de mercado derivada ao anúncio da operação é uma visão míope e de curto prazo, uma vez que o investimento feito para realizar esta operação é compatível com a visão estratégica de no longo prazo obter uma melhor posição competitiva.

Posto isto, nas F&A existem duas maneiras de aumentar a riqueza dos acionistas:

- *Captação de valor* – implica que exista uma permuta de valores entre os acionistas das duas empresas.
- *Criação de valor* – fundamenta-se no longo prazo e advém de ações administrativas e interações entre empresas.

Os autores defendem que é o conceito de criação de valor que deverá estar intrínseco no processo de F&A, e não só a captação de valor.

Na maior parte dos casos de F&A as empresas pertencem ao mesmo setor de atividade, isto para se alcançar um conjunto sinergias operacionais, sinergias estas que vão criar valor para os acionistas. Estas sinergias podem resultar do:

- *Aumento do volume de receitas;*
- *Redução de custos.*

Outros autores (Bradley, Desai & Kim, 1988 e Seth, 1990 citados por Seth, Song & Pettit, 2000) defendem que a hipótese de sinergia sugere que as aquisições ocorrem quando o valor das empresas combinado é superior ao valor das empresas em individual.

1.3.1.2. Ganhos com a integração vertical

Como já anteriormente foi referido, as F&A verticais acontecem quando uma empresa adquire outra que se encontra numa fase do processo produtivo diferente, ou a cima (fornecedor) ou a baixo (cliente).

Na integração vertical os economistas muitas vezes enfatizam os problemas que podem surgir quando duas atividades de negócios estão extremamente ligadas, ou seja, podem surgir problemas quando as atividades não se podem separar. Este tipo de problema surge quando, por exemplo, uma empresa de fundição necessita de estar sediada perto da mina para que se possa reduzir os custos de transporte. Neste caso pode ser possível organizar as atividades como empresas distintas que operam com base num contrato de longo prazo, contrato este que não pode alterar a forma como as atividades interagem entre si. Logo, quando duas partes de uma operação estão sublimemente ligadas entre si, muitas vezes faz sentido juntá-las na mesma empresa (Brealey *et al.*, 2014).

Motis (2007) defende que quando uma empresa a montante, no processo produtivo, acha que será difícil que os seus retalhistas tenham um determinado comportamento desejado, uma alternativa seria a integração vertical. Com essa integração vertical os custos – como a manutenção dos preços de venda, contratos de exclusividade, entre outros – diminuem e, deste modo, consegue-se eficiência dessa integração.

1.3.1.3. Aplicação de fundos excedentes

Vieito *et al.* (2013) e Brealey *et al.* (2014) mencionam que as empresas com elevado índice de rendibilidade devem distribuir esses excedentes pelos seus acionistas, aplicar em projetos com Valor Atual Líquido (VAL) positivo ou então comprar outras empresas. Se a empresa decidir não aplicar esses excedentes pode ser alvo de aquisições hostis.

1.3.1.4. Economias de Escala

Uma empresa tem economias de escala quando o seu custo médio diminui, à medida que a produção total aumenta. Tirole (1988 citado por Motis, 2007) menciona que, no curto prazo (quando existe capital fixo) as economias de escala fixas tornam a produção menos dispendiosa. Já no longo prazo, as economias de escala podem advir da coordenação de investimentos da fusão de capital fixo de empresas. Posto isto, as economias de escala de curto prazo podem decorrer de fusões, isto porque ao juntar duas empresas permite-se que estas se livrem de custos fixos duplos, ou seja, custos que envolvem as tarefas administrativas, atendimento ao cliente, faturação, etc.. O motivo disto é, que depois da fusão, a empresa maior terá uma única equipa responsável por essas tarefas em vez de duas. Outra maneira de alcançar as economias de escala a curto prazo seria realocar a produção entre as diversas unidades de produção da empresa que resultou da fusão. Relativamente às economias de escala de longo prazo, estas resultam da fusão se o aumento da produção duplicar o aumento em todos os *inputs*. Isto pode acontecer quando uma empresa maior, e financeiramente mais forte, decide investir em novas tecnologias que vão melhorar, substancialmente, o seu processo de produção e os seus departamentos de Investigação e Desenvolvimento (I&D).

Brealey *et al.* (2014) defendem que muitas fusões têm como objetivo reduzir custos e alcançar economias de escala. O principal objetivo das fusões horizontais é o de obter economias de escala, mas também é o objetivo das fusões por conglomerado. Os responsáveis pelas fusões têm apontado para as economias de escala que provêm do compartilhamento dos serviços centrais, tais como a gestão dos escritórios e da contabilidade, o controlo financeiro, o desenvolvimento executivo e a gestão de alto nível.

1.3.1.5. Ganhos associados à combinação de recursos complementares

Vieito *et al.* (2013) referem que algumas fusões e aquisições só ocorrem porque a empresa que será alvo da F&A possui algo que irá complementar a produção ou a prestação de serviços da empresa adquirente. Logo esta junção vai permitir a obtenção de vantagens

competitivas, criando-se, deste modo, mais valor do que aquele que seria obtido por cada empresa por si só. Como exemplo, imagine-se que uma empresa tem um produto com muita procura no mercado, mas cuja capacidade de produção é baixa. Ao adquirir uma empresa com elevada capacidade de produção, leva a que as vendas subam a larga escala, incrementando as suas vantagens competitivas, assim como o seu valor de mercado.

Brealey *et al.* (2014) mencionam que muitas empresas pequenas são adquiridas por empresas de maior escala que irão fornecer ingredientes necessários para o sucesso das pequenas empresas. As empresas pequenas podem possuir melhores produtos, mas não têm a engenharia e a organização de vendas que é necessária para poder produzir e vender os produtos em grande escala. As pequenas empresas poderiam desenvolver a engenharia e a organização de vendas necessária para a produção e venda dos produtos, mas ao fundir-se com outra empresa já com essas capacidades é mais rápido e mais económico. As duas empresas possuem recursos complementares, pelo que faz sentido realizarem uma fusão. Além disso, a fusão pode gerar mais oportunidades que de outra forma não teria.

1.3.2. Razões dúbias

Apesar de existirem razões credíveis para efetuar as F&A, existem outras razões que poderão não originar a criação de valor para os acionistas.

A seguir serão referidas algumas dessas razões dúbias.

1.3.2.1. Motivos associados aos executivos

Vieito *et al.* (2013) referem que outra razão para se efetuarem F&A relaciona-se com as motivações dos executivos das empresas adquirentes. As motivações dos executivos baseiam-se em duas hipóteses, a Hipótese Hubris de Roll e a Hipótese de Agência.

Segundo Vieito *et al.* (2013) a hipótese de Roll (1986) baseia-se na premissa de que os gestores são arrogantes, e acreditam que o mercado não avalia corretamente o valor de uma empresa, ou seja, os gestores acreditam que uma empresa está mal avaliada pelo mercado – isto é, que uma determinada empresa devia de apresentar um valor mais alto do que aquele que atualmente está a cotar. O que faz com que, do seu ponto de vista, ao adquirir a empresa obterá ganhos significativos em termos de sinergia².

² Segundo INVESTOPEDIA (n.d. a) “Sinergia é o conceito de que o valor e o desempenho de duas empresas em conjunto será maior que a soma das partes individuais”.

Estes autores mencionam ainda que um grande perigo que poderá resultar desta operação é sobrestimar os ganhos associados à tomada de controlo da empresa que adquiriu.

As F&A realizadas tendo em conta a Hipótese de Hubris deverão apresentar os seguintes resultados (Vieito *et al.*, 2013):

- O valor da empresa adquirente deverá descer, depois de o mercado detetar a operação realizada;
- O valor da empresa adquirida deverá aumentar, logo que o mercado detete a operação realizada;
- A soma do valor das duas empresas envolvidas na operação deverá ser negativo, isto devido à existência dos custos que são necessários para realizar a F&A.

Motis (2007) defende que esta hipótese afirma que os gerentes acreditam – incorretamente – que têm maior capacidade para gerir as outras empresas. Então, os gerentes possuem demasiada confiança nas suas capacidades de gerência e, por esse motivo, acabam por oferecer um valor excessivo pela empresa adquirida o que muitas vezes leva a perdas. O autor acrescenta ainda que a maior oferta tem o maior erro de avaliação positiva – o que reflete o excesso de confiança – e quem fica a ganhar com este excesso de confiança é a empresa alvo da F&A. Daqui resulta uma perda na negociação para os acionistas da empresa adquirente, isto porque o mercado reage ao erro cometido pelo gerente.

Relativamente à Hipótese de Agência, Vieito *et al.* (2013) defendem que as F&A são motivadas e concretizadas pelo interesse pessoal dos executivos, e não pelo interesse pessoal dos acionistas. Os executivos têm interesse em realizar estas operações pois podem obter maiores benefícios, enquanto que os acionistas perdem a sua riqueza.

1.3.2.2. Custos de financiamento mais baixos

Brealey *et al.* (2014) referem que muitas vezes é mencionado que duas empresas juntas são capazes de fazer empréstimos mais baratos do que as suas unidades separadas conseguiriam.

Quando se diz que os empréstimos para as empresas fundidas é mais baixo, geralmente tem outro significado para além dos custos de emissão mais baixos. Quer dizer, quando duas empresas são alvo de fusão estas podem emprestar a taxas de juro mais baixas do que qualquer empresa individualmente. Isto só acontece quando um mercado de títulos

funciona corretamente. Apesar de as duas empresas estarem separadas, estas não garantem a dívida de cada uma – se uma das empresas falhar, o obrigacionista não pode exigir o dinheiro à outra empresa. Mas depois de efetuada a fusão cada empresa garante efetivamente a dívida da outra, ou seja, se uma das partes não cumprir o acordo os obrigacionistas ainda podem adquirir o seu dinheiro pela outra parte. Estas garantias mútuas tornam o acordo menos arriscado e, por esse motivo, os credores exigem uma taxa de juro mais baixa (Brealey *et al.*, 2014). Assim, as F&A criam valor.

1.3.2.3. Mecanismo de defesa da empresa e dos executivos

As F&A podem também ser uma estratégia de a empresa obter uma quota suficiente do mercado de modo a não poder ser alvo de *takeovers*³. Assim sendo, as F&A atuam como um mecanismo de defesa para empresas que não querem ser alvo de aquisições (Vieito *et al.*, 2013).

Agrawal e Knoeber (1996) defendem que quanto maior for o risco de a empresa ser alvo de *takeovers*, menor será a probabilidade de os gestores aumentarem a sua remuneração às custas dos acionistas. Consequentemente, os gerentes irão ver a sua remuneração reduzida. Está-se perante o efeito disciplinar, este implica uma relação contrária entre a ameaça da *takeover* e a remuneração dos gerentes.

1.3.2.4. Controlo corporativo

Vieito *et al.* (2013) afirmam que se pressupõe que se realizam F&A com o intuito de obter controlo. Todavia, este processo habitualmente não está relacionado com a criação de valor para os acionistas. Aliás, os investidores estão dispostos a pagar um prémio extra para obterem ações de outras empresas desde que com isso obtenham valor sobre as empresas.

Obtido o controlo, os investidores obtêm determinados benefícios pessoais, tais como (Vieito *et al.*, 2013):

- Extração de recursos através de roubo;
- Consumo não pecuniário;
- Transferências de ativos entre empresas relacionadas em condições financeiras mais favoráveis do que aquelas que existem no mercado;
- Informação privilegiada para o uso do controlador noutros negócios.

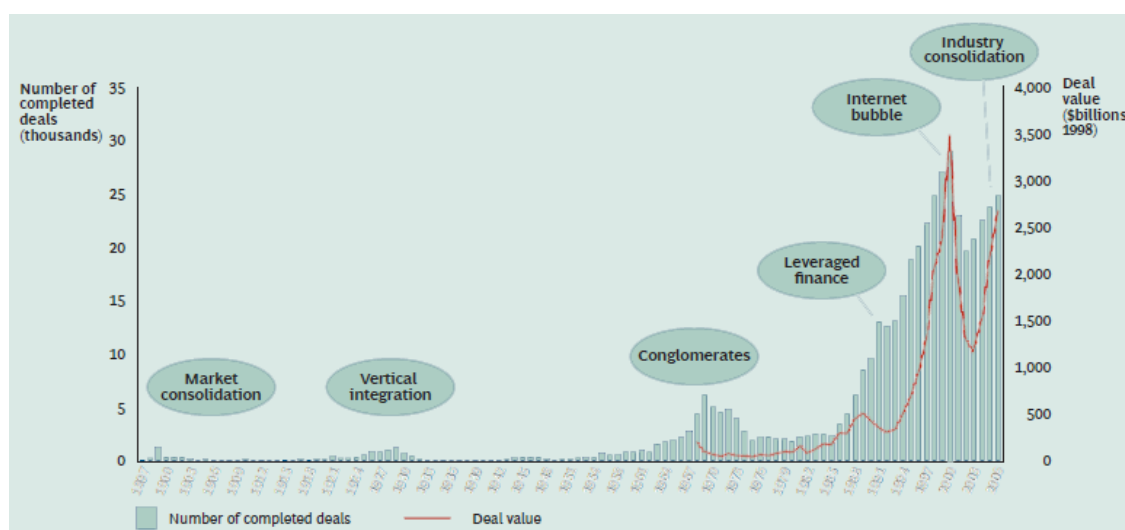
³ *Takeover* corresponde a uma aquisição hostil.

Harris e Raviv (1988) e Aghion e Bolton (1992) (autores citados por Vieito *et al.*, 2013) mencionam a existência de um valor psicológico relacionado com o controlo, dado que existem algumas pessoas que ao obter poder sentem, simultaneamente, uma enorme satisfação.

Ao longo deste capítulo tem-se vindo a falar sobre F&A, como também se têm vindo a referir a criação de valor. No próximo capítulo relaciona-se a criação de valor com as F&A.

CAPÍTULO II – CRIAÇÃO DE VALOR EM FUSÕES E AQUISIÇÕES

Desde o início do século XX houve seis ondas distintas de F&A, cada uma com características únicas, assim como os seus resultados (Cools, Gell, Kengelbach e Roos, 2007). Exemplificando, inicialmente, existiu um momento de participação de mercado, que foi seguida três décadas depois por uma onda mais ambiciosa assim como longa, devido à ligação de diferentes elementos da cadeia de valor por parte das empresas. Os autores mencionam, também, que a última onda, que teve o seu início em 2004, após a bolha da *internet* no início do século XXI e a recessão que se instalou em seguida, é essencialmente sobre a consolidação. Cools *et al.* (2007) verificaram que as operações de consolidação, como uma parte do valor total das transações, aumentaram de 48,7% (entre 1999 e 2000) para 71,4% em 2006. A globalização, poderá contribuir para uma regulamentação mais flexível em certos setores assim como fundos sem paralelos para as F&A, o que irá facilitar este processo (Cools *et al.*, 2007).



Fonte: Cools, Gell, Kengelbach e Ross (2007)

Figura 1 - Seis ondas de F&A

Apesar do número crescente de F&A, existe uma questão-chave relacionada com este processo, que consiste em verificar se a transação é suscetível de criar valor para os acionistas da empresa adquirente (Zenner, Shivdasani e Hazelkorn, 2003).

2.1. O que é o valor, numa perceção empresarial, e a criação de valor?

Ao longo deste estudo tem-se vindo a mencionar o conceito de “Criação de Valor”, mas até este ponto ainda não tinha sido mencionado em que consiste. Neste ponto começa-se por mencionar o que é o valor na perspetiva empresarial, depois passa-se para o principal foco deste estudo, a Criação de Valor. Nos próximos pontos deste capítulo relaciona-se a criação de valor com as F&A.

2.1.1. Valor na perceção empresarial

Fernandez (2007) é da opinião que, geralmente, o valor de uma empresa é percecionado de maneira diferente por compradores diferentes e, também, pode ser diferente para o comprador e para o vendedor.

Acrescenta ainda que o valor de uma empresa não deve ser confundido com o preço da empresa, que corresponde ao montante acordado entre o vendedor e o comprador no momento da sua venda. A diferença do valor de uma determinada empresa deve-se a variadas razões. Um exemplo disto acontece quando uma empresa estrangeira tecnologicamente avançada quer ingressar no mercado nacional e, para tal, decide comprar uma empresa nacional bem conceituada no mercado usando, assim, a reputação da marca. No caso exposto, a empresa estrangeira só irá valorizar a marca e nada mais – não irá ter em conta as instalações, máquinas, materiais, etc. –, visto que possui ativos mais avançados. Porém, o vendedor dará mais valor aos seus recursos materiais, isto é, como é que esses recursos irão continuar a produzir. Do ponto de vista do comprador, o objetivo básico é o de precisar o valor máximo que está disposto a pagar pelo que a empresa alvo é capaz de contribuir. Enquanto que do ponto de vista do vendedor, o objetivo é o de definir o valor mínimo que está disposto a aceitar para concretizar a operação. No momento de todas as negociações, estes dois pontos de vista defrontam-se até que finalmente concordem com um preço que geralmente se situa algures entre os dois extremos⁴ (Fernandez, 2007).

2.1.2. O que é a criação de valor?

Conner (1991, citado por Sirmon, Hitt e Ireland, 2007) menciona que a principal procura dos negócios é criar e manter valor. Ireland, Hitt e Sirmon (2003) acrescentam que a visão baseada em recursos (VBR) propõe que os recursos das empresas movem-se na direção da criação de valor através do desenvolvimento das vantagens competitivas. Mais

⁴ Por vezes, quando não existe acordo entre as partes, surge uma posição intermediária, o árbitro neutro, que examina os pontos de vista do comprador e do vendedor.

concretamente, a VBR afirma que uma empresa, ao possuir recursos valiosos e raros fornece uma base para a criação de valor. Na opinião de Barney (1991, citado por Sirmon *et al.*, 2007), esse valor poderá ser sustentável desde que os recursos sejam inimitáveis e sem substitutos. Não obstante, o facto de uma empresa deter este tipo de recursos, não é garantido que haja um desenvolvimento das vantagens competitivas, assim como, a criação de valor (Barney e Arian, 2001 citados por Sirmon *et al.*, 2007). Para que exista uma criação de valor, é necessário que as empresas acumulem, combinem e explorem os seus recursos (Grant, 1991 e Sirmon e Hitt, 2003 citados por Sirmon *et al.*, 2007).

“Do ponto de vista empresarial, a criação de valor começa por fornecer valor aos clientes”⁵ (Hoopes, Madsen e Walker, 2003 e Powell, 2001 citados por Sirmon *et al.*, 2007, p. 273). Por outras palavras, se o produto proporcionar uma maior utilidade para os clientes (em comparação com os produtos da concorrência), maior será a vantagem competitiva da empresa. Por sua vez, a vantagem competitiva contribui para intensificar a riqueza dos acionistas quando a margem de lucro de longo prazo da empresa é otimista (Hoopes, Madsen e Walker, 2003 e Powell, 2001 citados por Sirmon *et al.*, 2007). Assim sendo, depara-se com uma das formas de criar valor quando uma empresa supera a capacidade da concorrência para satisfazer as necessidades dos clientes, mantendo ou melhorando as suas margens de lucro.

Numa ótica contabilística, a solução para criação de valor está na gestão do valor intrínseco⁶. Copeland, Koller e Murin (2002 citados por Teh, Kayo e Kimura, 2008) afirmam que criar valor consiste em obter retornos, do capital investido, superiores ao custo de oportunidade do capital. Na opinião dos autores, para que isso aconteça, a empresa deve optar por estratégias que maximizem o valor presente dos *cash-flows* previstos ou o lucro económico. A escolha dessas estratégias devem depender da identificação dos fatores ou dos *value drivers*⁷ da empresa.

⁵ “From the firm’s perspective, value creation begins by providing value to costumers” – citação original.

⁶ O valor intrínseco é o valor baseado nos *cash-flows* que um investidor espera receber futuramente (Sharpe, Alexander e Bailey, 1995 citados por Teh, Kayo e Kimura, 2008)

⁷ Os *value drivers* correspondem aos processos e às capacidades chave que possibilitam a empresa a criar e manter, continuamente, estratégias com elevado valor (McTargat, Kontes e Mankins, 1994 citados por Teh, Kayo e Kimura, 2008).

A criação de valor para os acionistas corresponde, essencialmente, ao resultado das decisões – operacionais, de investimento e de financiamento⁸ – da gestão (Rappaport, 2001 citado por Teh *et al.*, 2008).

Considerando Lepak, Smith e Taylor (2007), para entender o que é a criação de valor primeiro é necessário definir o conceito. Bowman e Ambrosini (2000, citados por Lepak *et al.*, 2007) introduziram e diferenciaram dois tipos de valor a nível organizacional, nomeadamente, o valor de uso e o valor de troca. O valor de uso refere-se à qualidade específica de um novo emprego, tarefa, produto ou serviço, conforme a perceção dos usuários em relação às suas necessidades. Estes julgamentos são subjetivos e individuais, tal como constatarem os autores. O valor de troca é o montante praticado no momento da troca da nova tarefa, bem, serviço ou produto, ou, então, corresponde ao valor pago pelo usuário ao vendedor pelo uso da tarefa, produto, trabalho ou serviço.

Estas duas definições, em conjunto, insinuem que a criação de valor depende da quantidade relativa de valor que é subjetivamente percebida pelo usuário, que é o foco da criação de valor e, que essa criação de valor subjetivo, deve pelo menos traduzir-se na disposição de o utente dispor de um determinado montante pelo valor recebido. Aqui estão presentes duas condições económicas necessárias para que a criação de valor subsista. Na primeira condição, o montante trocado deve exceder os custos do produtor para criar o valor em questão. Na segunda condição, o montante que o utente está disposto a trocar corresponde à diferença do desempenho percebido entre o novo valor criado e a alternativa mais próxima. Sem esta diferença, geralmente, nem o utente nem o criador de valor estariam dispostos em comprometer-se repetidamente no longo prazo (Lepak *et al.*, 2007).

2.2. As F&A criam valor?

Segundo Zenner *et al.* (2003), geralmente, o anúncio inicial das F&A tem um impacto ligeiramente negativo, no curto prazo, sobre o preço das ações da empresa adquirente. Mas os autores verificaram que existe uma grande variação, no curto prazo, dos retornos excedentes distribuídos da empresa adquirente (cerca de 15% das transações geraram retornos ajustados ao mercado superiores a 10%, assim como, inferiores a -10%), pelo que será errado concluir que as F&A têm, geralmente, um impacto negativo no preço

⁸ As decisões operacionais influenciam os *value drivers*. Alguns exemplos deste tipo de decisões são as decisões relativamente à política de preços, a carteira de produtos, a distribuição, estratégias de vendas, etc.. Quanto às decisões de investimento, estas englobam as decisões de aumento do nível de *stocks* e o aumento da capacidade de produção, ou seja, influenciam os *value drivers* como investimento em ativos circulantes e permanentes. Relativamente às decisões de financiamento, estas influenciam os *cost drivers* e a estrutura de capital.

das ações da empresa adquirente. Os autores acrescentam ainda que esta variação nas respostas do mercado tem sido ignorada nos estudos anteriores, que tendem a concentrar-se, particularmente, na reação média ou mediana.

No longo prazo, a empresa adquirente tende a ultrapassar, tenuemente, a concorrência. Os autores constataram que, no longo prazo, os retornos excedentes distribuídos ajustados pela indústria são semelhantes aos retornos distribuídos no curto prazo. Existe uma variação substancial nos retornos de longo prazo (cerca de um quinto das transações geram retornos ajustados pela indústria inferiores a -40%, e um outro quinto superiores a 40%), o que irá fazer com que algumas das aquisições criem um valor tremendo para os acionistas, enquanto que outras F&A irão ser destrutivas (Zenner *et al.*, 2003).

Os gestores, por vezes, acreditam que o impacto no curto prazo do preço das ações é algo esporádico que pode ser revertido no longo prazo, no entanto, os autores obtiveram resultados que demonstram o contrário.

Por fim, estes constataram que existe uma ligação clara entre a perceção do mercado, a curto prazo e a longo prazo, do sucesso das transações. Os autores acrescentaram ainda que, em média, a perceção inicial do mercado sobre o sucesso das F&A parece ser um indicador bastante preciso sobre o seu sucesso no longo prazo.

2.3. Quais as fusões que criam valor?

A reação mediana do mercado a F&A, a curto e a longo prazo, é quase impercetível. Mas se se observar com atenção a reação média pode-se verificar que uma grande maioria das F&A geram um valor significativo, no entanto, também existe uma grande parte que se traduzem em perdas significativas. Tendo isto em conta, Zenner *et al.* (2003) acharam relevante verificar quais as F&A que criam valor e quais são aquelas que não criam valor.

Para verificar quais as F&A que são suscetíveis de criar valor ou não, os autores observaram quais são os fatores que contribuem para essa criação de valor e quais os fatores que não contribuem para tal.

Zenner *et al.* (2003) definiram que os fatores que contribuem para a criação de valor são a Estrutura de Financiamento, a Posição da Empresa Adquirida, o Crescimento dos Lucros, as Aquisições Focalizadas e Diversificadas e as Aquisições Estrangeiras e Domésticas.

Relativamente à Estrutura de Financiamento, Zenner *et al.* (2003) defendem que a forma pela qual se financia uma operação de F&A tem um grande impacto no mercado de ações no momento do seu anúncio. Os autores verificaram que a reação do mercado, quer seja no curto ou longo prazo, é maior para as F&A que são financiadas em dinheiro ou dívida do que aquelas que são financiadas por capital próprio. Estes apuraram ainda que, durante o período de dois anos, as F&A financiadas a dinheiro superaram o setor de atividade em 4,3% – o que irá fazer com que os acionistas obtenham maiores ganhos – e as F&A financiadas por capital próprio exibem um desempenho inferior de 5,2% em relação à indústria – o que se traduz em grandes perdas para os acionistas.

Deparamo-nos com esta situação pois uma F&A financiada por dívida pode enviar um sinal positivo para os investidores sobre a certeza, da empresa adquirente, de repor o seu saldo em caixa. Além disso, os negócios financiados a dinheiro envolvem muitas vezes a emissão de uma dívida significativa, o que fará com que exista uma grande pressão para liquidar essa dívida, o que por consequência pode oferecer um incentivo significativo para realizar sinergias e para controlar de perto o processo de integração de fusões. Já uma F&A financiada por capital próprio, está sujeita aos mesmos problemas que outros tipos de ofertas de ações, isto é, pode sinalizar ao mercado que a empresa adquirente acredita que as suas ações estão *overpriced* e o aumento da oferta de segurança pode exercer pressão descendente sobre as ações a curto prazo (Zenner *et al.*, 2003).

Passando para a Posição da Empresa Adquirida, Zenner *et al.* (2003) consideram que a posição da empresa que foi alvo de F&A é um *driver* primário dos retornos esperados no curto e no longo prazo. Os autores apuraram que quando o alvo deste processo é uma empresa privada, ou um ativo, ou uma subsidiária⁹ de uma empresa pública, as transações traduzem-se em retornos medianos excedentes de curto prazo (*median short-term excess returns*) de 1,9%, enquanto que os retornos medianos excedentes de longo prazo são de 4,2%. Sob outra perspetiva, quando as F&A têm como foco empresas de capital aberto¹⁰, os autores verificaram que os retornos obtidos são negativos (-2,3% na altura da aquisição e de -4,4% nos dois anos seguintes).

⁹ Segundo a Norma Contabilística e de Relato Financeiro (NCRF) 15 – Investimentos em Subsidiárias e Consolidação – uma empresa subsidiária é “uma entidade que é controlada por uma outra entidade”, isto é, é controlada pela empresa mãe.

¹⁰ As empresas de capital aberto, também conhecidas como Sociedades Anónimas (S.A.), são empresas que têm o seu capital repartido em ações ou cotas (retirado do *site* MercadoReal, n.d.).

Na opinião de Zenner *et al.* (2003) existem três possíveis razões para estes resultados. Como primeira razão, os autores apontaram que as transações de ativos tendem a ser mais restritas, o que faz com que estas sejam menos propensas a problemas de integração complexos em relação as transações de empresas públicas. A segunda razão abordada pelos autores, menciona que nas aquisições de empresas públicas, geralmente, é pago um prémio a um preço estabelecido publicamente. Algo que pode não acontecer na aquisição de ativos, empresas privadas e unidades de empresas públicas. A terceira razão indicada é que as aquisições de ativos ou empresas privadas são normalmente pagas em dinheiro, pelo que são melhor recebidas (algo que foi apurado pelos autores).

Tendo em conta os resultados obtidos, os autores concluíram que as aquisições de ativos ou de empresas privadas são mais bem-recebidas do que as aquisições de empresas públicas, principalmente a longo prazo. Deduziram ainda que, as aquisições de empresas de capital aberto financiadas por ações tem um impacto mais negativo no preço das ações.

Passa-se agora para o fator, suscetível de criar valor, sobre Crescimento dos Lucros. Por vezes, os melhores alvos de F&A são as empresas em rápido crescimento. Existe uma relação entre as taxas de crescimento e a criação de valor em F&A, uma justificação possível para esta relação é que as empresas que possuem baixas taxas de crescimento, normalmente, são empresas maduras, e para aumentarem o valor dos acionistas podem-se efetuar F&A, o que irá proporcionar sinergias financeiras. Além disso, as aquisições, geralmente, são a única maneira pela qual as empresas maduras podem gerar crescimento (Zenner *et al.*, 2003).

Quanto às Aquisições Focalizadas e Diversificadas, segundo Zenner *et al.* (2003), quando uma empresa realiza F&A, quer esta operação seja focada ou diversificada, irá ter um impacto no seu sucesso. Uma transação é focada quando a empresa adquirente e a empresa adquirida se encontram no mesmo grupo industrial (Standard and Poor's, S&P¹¹), já uma transação diversificada ocorre quando a empresa adquirente e a empresa adquirida se encontram em diferentes grupos industriais (S&P). Os autores mostraram ainda que a reação a curto prazo, dos dois tipos de transação, é similar. Apesar disso, os autores verificaram que no longo prazo, as transações focadas superam os seus concorrentes, enquanto que as transações diversificadas têm um desempenho inferior ao dos seus concorrentes.

¹¹ A S&P é a líder mundial fornecedora de índices e a principal fonte de *ratings* independentes de crédito (informação retirada da INVESTOPEDIA (n.d. b)).

Assim sendo, as transações focadas são mais bem-sucedidas do que as transações diversificadas pois é mais fácil perceber as sinergias quando as empresas são do mesmo setor. Além disso, os objetivos estratégicos em empresas do mesmo setor, são, à partida, mais fáceis de articular e realizar (Zenner *et al.*, 2003).

No que se refere às Aquisições Estrangeiras e Domésticas, Zenner *et al.* (2003) realizaram um estudo sobre as aquisições de empresas estrangeiras e de empresas domésticas nos Estados Unidos da América (EUA), no qual concluíram que as aquisições externas têm melhores resultados que as aquisições domésticas, apesar da sua natureza, potencialmente, mais complexa a nível de integração cultural, social e pós-fusão. Os autores acrescentam ainda que as aquisições externas podem ajudar as empresas a alcançar um mercado geográfico mais amplo para os seus produtos, assim como ter acesso à perícia tecnológica local e também, nalguns casos, fornecer custos de produção menores.

Zenner *et al.* (2003) mencionaram que para além dos fatores que criam valor em F&A, existem outros fatores que não contribuem para a criação de valor, nomeadamente:

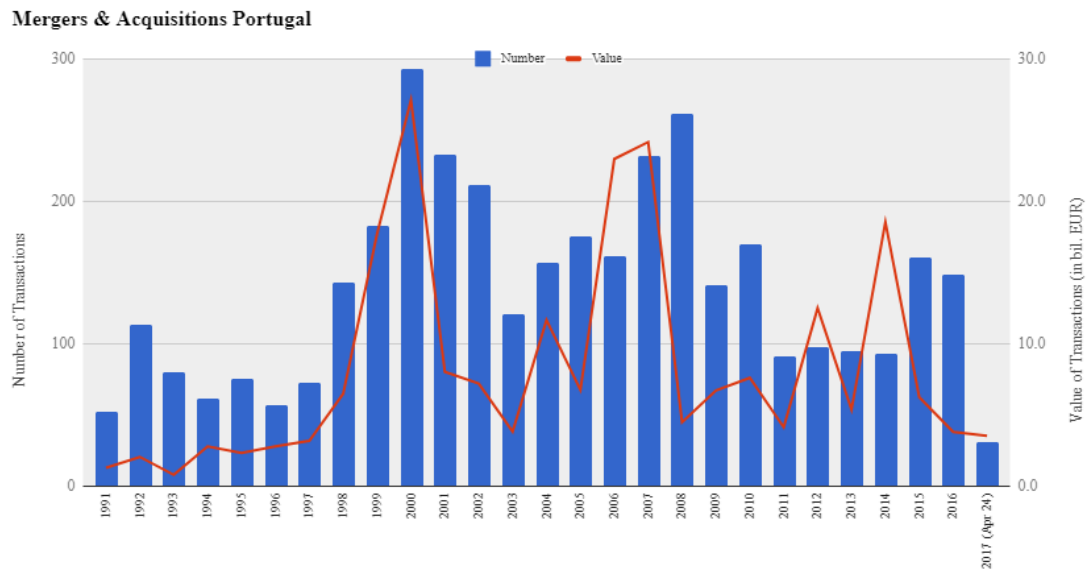
- O impacto do EPS (*Earnings Per Share* – Lucros por ação);
- O tamanho da transação;
- A rentabilidade e a volatilidade;
- O impacto do *rating* de crédito; e
- A indústria.

Ao longo deste trabalho tem-se vindo a falar das F&A e da criação de valor, neste último capítulo mencionou-se como se poderia criar valor nas F&A, falando-se de alguns fatores que contribuiriam para isso. Aludindo, ainda, outros fatores que não contribuem para a criação de valor. Está-se assim, em posição de avançar para o estudo da existência de criação de valor nas F&A que se verificaram no sistema bancário português.

CAPÍTULO III – METODOLOGIA E AMOSTRA

3.1. Metodologia

Nas últimas três décadas tem-se vindo a registar um número crescente de F&A em Portugal (ver Figura 2), sendo o ano 2000 onde se registou um maior número de transações, assim como, a soma dos valores transacionados mais elevada.



Fonte: IMAA

Figura 2 - Fusões e Aquisições em Portugal

Devido ao aumento de F&A em Portugal achou-se pertinente analisar as F&A no sistema bancário português. O estudo realizado segue uma metodologia quantitativa e, tem como principal objetivo verificar se existiu criação de valor nas F&A em que alguns bancos portugueses estiveram envolvidos, para tal definiram-se as seguintes questões de investigação:

- As F&A de bancos com estratégia similar criaram valor?
- As F&A de bancos sem estratégia similar criaram valor?

Primeiramente, para se poder elaborar o estudo identificaram-se algumas das variáveis estratégicas utilizadas, as quais depois foram usadas para verificar se existia uma similaridade estratégica entre os bancos envolvidos no processo de F&A; em seguida

verificou-se se existiu uma criação de valor ou não. A análise de criação de valor foi realizada na perspetiva do banco adquirente.

As variáveis estratégicas utilizadas para calcular a similaridade estratégica são algumas das variáveis propostas por Altunbaş e Marqués (2007), baseando-se estes no estudo proposto por Ramaswamy (1997):

<i>Variáveis Estratégicas</i>	Forma de cálculo
<i>Total do ativo</i>	Total do ativo
<i>Risco de liquidez</i>	$\frac{\text{Ativos líquidos Clientes}}{\text{Financiamento a curto prazo}}$
<i>Eficiência</i>	$\frac{\text{Custo}}{\text{Rendimento}}$
<i>Nível de adequação do capital</i>	$\frac{\text{Capital}}{\text{Total do ativo}}$
<i>Taxa de empréstimo</i>	$\frac{\text{Total de empréstimos}}{\text{Total de ativos}}$
<i>Risco de crédito</i>	$\frac{\text{Provisão para riscos gerais de crédito}}{\text{Resultado líquido}}$
<i>Diversificação de lucro</i>	$\frac{\text{Outras receitas operacionais}}{\text{Total do ativo}}$
<i>Perfis de empréstimos e depósitos</i>	$\frac{\text{Total de empréstimos}}{\text{Total de depósitos de clientes}}$
<i>Outras despesas</i>	$\frac{\text{Outras custos}}{\text{Total de ativos}}$

Fonte: Elaboração própria baseado no artigo de Altunbaş et al. (2007)

Tabela 1 – Variáveis Estratégicas

Depois de definidas as variáveis estratégicas, calculou-se a similaridade estratégica¹². Para tal usou-se a seguinte fórmula, proposta pelos autores:

$$SI_{i,k} = \sqrt{(x_{B,i,k} - x_{T,i,k})^2}$$

Onde, $SI_{i,k}$ – Índice de similaridade para k-ésima variável para a i-ésima fusão

$x_{B,i,k}$ – Pontuação do banco adquirente para k-ésima variável para i-ésima fusão

$x_{T,i,k}$ – Pontuação do banco adquirido para k-ésima variável para a i-ésima fusão

A pontuação do banco para as variáveis estratégicas é obtida através da média das pontuações de cada um dos anos¹³. Se existir um número elevado de índices de similaridade estratégica perto de zero conclui-se que existe similaridade entre os bancos envolvidos no processo de F&A.

Relativamente à criação de valor, verificou-se a cotação dos bancos antes, durante e depois da F&A, assim como os dividendos distribuídos (através destes determinou-se qual a criação de valor para os acionistas), calculou-se também o ROA (*Return On Assets*)¹⁴ e, por fim, o CAR (*Cumulative Abnormal Returns*)¹⁵.

Quanto ao cálculo da cotação dos bancos e dos dividendos distribuídos fez-se uma média destes dos dois anos anteriores, do ano da fusão e dos dois anos seguintes à fusão. Tal como Altunbaş *et al.* (2007) escolheu-se um período de dois anos pois pode-se observar qual foi o comportamento dos bancos antes da fusão e do seu anúncio, e decorrido o processo de

¹² Similaridade estratégica existe quando há uma relação entre as variáveis estratégicas adotadas pelas empresas que são parte integrante no processo de F&A.

¹³ Os anos utilizados para calcular a média das pontuações dependeu da informação obtida para cada um dos bancos. Para o BCP o período de tempo observado foi entre 1998 e 2000, relativamente à CGD foi entre 1998 e 2001, quanto ao Santander o período de tempo considerado é entre 1998 e 2004 e, por fim, em relação ao BANIF analisou-se os anos 2001 a 2008 (no que diz respeito ao BANIF não se observou este período de tempo todo pois em alguns anos não se disponha de informação para os bancos envolvidos nesta fusão, mais concretamente para o BANIF só se disponha de informação entre 2002 e 2008, já para o BCA só se tinha informação entre 2001 e 2002 e entre 2005 e 2007).

¹⁴ O ROA é um indicador do quão lucrativo pode ser uma empresa em relação aos seus ativos, ou seja, o ROA mostra se os gestores são eficientes em gerar ganhos na utilização dos ativos (INVESTOPEDIA, n.d. c).

¹⁵ O CAR vai medir quais foram os retornos anormais de uma ação, isto é, corresponde à soma das diferenças entre o retorno esperado de uma ação (o retorno esperado é o risco sistemático multiplicado pelo retorno de mercado) e o retorno real. Este indicador é frequentemente utilizado para medir o impacto de anúncios/notícias, relacionadas com a empresa, no preço das ações.

fusão neste espaço de tempo os resultados devem-se encontrar estáveis, não existindo retornos anormais relacionados com a fusão.

No que respeita ao cálculo do ROA utilizou-se a metodologia proposta por Papadakis e Thanos (2010):

$$ROA = (ROA_{i,t+2} - ROA_{s,t+2}) - (ROA_{i,t-2} - ROA_{s,t-2})$$

Onde, $ROA_{i,t+2}$ – Média do ROA da empresa adquirente e adquirida dois anos depois da fusão

$ROA_{i,t-2}$ – Média do ROA da empresa adquirente e adquirida dois anos antes da fusão

$ROA_{s,t+2}$ – Média do ROA médio do setor dois anos depois da fusão

$ROA_{s,t-2}$ – Média do ROA médio do setor dois anos antes da fusão

Se se obtiver um ROA positivo, pode-se concluir que a F&A foi bem-sucedida, enquanto que se for negativo, pode-se deduzir que não foi bem-sucedida.

Em relação ao CAR seguiu-se a fórmula proposta por Schoenberg (2006):

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i Rm_t)$$

Onde, AR_{it} – Retorno anormal de uma ação da empresa adquirente i no dia t

R_{it} – Retorno observado de uma ação da empresa adquirente i no dia t

α_i – Constante do modelo de mercado para a aquisição da empresa i

β_i – Beta da empresa adquirente i

Rm_t – Retorno de uma ação da carteira do mercado no dia t

Para se obter os valores de α_i e β_i fez-se uma estimação de três meses (-120 a -30 dias¹⁶), como é proposto por Schoenberg (2006). Estimou-se α_i com base na média das OT (Obrigações de Tesouro) do estado português, variável destinada a medir a taxa de juro isenta de risco. Para estimar β_i utilizou-se a seguinte fórmula:

$$\beta_i = \frac{cov(R, Rm)}{var(Rm)}$$

Onde, R – Retorno observado da empresa adquirente no período de tempo determinado

Rm – Retorno de carteira de mercado no período de tempo determinado

Quanto ao R_{it} e Rm_t , estes foram calculados tendo em conta um período de 21 dias, este período de tempo abrange a data de anúncio das F&A (-10 a +10). Na opinião de Schoenberg (2006, p.5), este período de tempo é “(...) suficientemente longo para capturar a reação do mercado, ainda que suficientemente curto para evitar a influência de informações não relacionadas com o anúncio.”¹⁷ Depois de se determinar os retornos anormais calculou-se a sua média, se o resultado for positivo considera-se que a fusão teve sucesso, caso contrário assume-se que a fusão não teve sucesso.

3.2. Amostra

Durante o intervalo de tempo entre 1990 e 2010, foram registadas diversas F&A no sistema bancário português, nomeadamente:

- Aquisição, em 1991, do Banco Fonsecas & Burnay (BFB), S.A. pelo BPI – Banco Português de Investimentos, S.A.;
- Aquisição do Banco do Fomento e do Exterior (BFE), S.A. e do Banco Borges & Irmão, S.A. pelo BPI, S.A., que teve início em 1996;
- Fusão, em 1998, do BFB, BFE e do Banco Borges & Irmão com o BPI, dando origem ao Banco BPI, S.A.;
- Fusão por incorporação, em 2000, do Banco Português do Atlântico, S.A. (BPA) no Banco Comercial Português, S.A. (BCP), fusão esta resultante de

¹⁶ Na estimação destes valores para a fusão entre o Millennium BCP, S.A. e o Banco Pinto & Sotto Mayor, S.A. foi utilizado um período de tempo menor (-90 a -30) pois só existiam dados das cotações do Millennium BCP, S.A. até esse momento.

¹⁷ Tradução do texto original “(...) provides an event period sufficiently long to capture market reaction, yet short enough to avoid the influence of information unrelated to the announcement.”

uma OPA (Oferta Pública de Aquisição) lançada pelo BCP sobre o BPA em 1995;

- Fusão por incorporação, em 2000, do Banco Mello, S.A. no BCP;
- Fusão por incorporação, em 2000, do Banco Pinto & Sotto Mayor, S.A. (BPSM) no BCP, fusão esta que resultou de uma OPA lançada pelo BCP sobre o BPSM no mesmo ano;
- Fusão por incorporação, em 2001, do Banco Nacional Ultramarino, S.A. (BNU) na Caixa Geral de Depósitos, S.A. (CGD).
- Fusão, em 2004, entre o Banco Santander Portugal, S.A., Banco Totta & Açores, S.A. (BTA) e o Crédito Predial Português, S.A., resultando daqui o Banco Santander Totta, S.A.;
- Fusão por incorporação, em 2008, do Banco Comercial dos Açores, S.A. (BCA) no BANIF, S.A..

Na realização deste estudo apenas se teve em conta as fusões realizadas pelo BCP, atual Millennium BCP, S.A., pela CGD, BANIF, S.A. e a fusão da qual resultou o Banco Santander Totta, S.A.. Não se teve em conta as fusões realizadas pelo Banco BPI pois não existiam dados disponíveis relativamente às datas em que estas se realizaram.

A fim de se efetuarem os cálculos necessários, com a finalidade de chegar ao principal objetivo do estudo, utilizou-se os Relatórios de Gestão e Contas dos bancos, os quais foram obtidos através da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). Para se determinar os CAR utilizou-se o programa R.

Relativamente ao ROA médio de mercado, este foi obtido através das *Financial Statements of Banks* publicadas pela Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE). Quanto ao CAR, para o retorno da carteira de mercado, considerou-se o *Portuguese Stock Index* – conhecido, normalmente, como PSI 20. Calculou-se os retornos das empresas adquirentes e da carteira de mercado através das cotações disponibilizadas pela Euronext e Bolsa PT.

CAPÍTULO IV – ANÁLISE DOS RESULTADOS OBTIDOS

4.1. Similaridade Estratégica

Como foi mencionado no capítulo anterior, para se verificar a similaridade estratégica, seguiu-se a ideia proposta por Altunbaş *et al.* (2007), começando primeiro por calcular os rácios das variáveis estratégicas propostas (ver Apêndice I). Como anteriormente foi referido, para calcular os rácios das variáveis estratégicas do BCP o período de tempo observado foi entre 1998 e 2000, relativamente à CGD foi entre 1998 e 2001, quanto ao Santander o período de tempo considerado é entre 1998 e 2004 e, por fim, em relação ao BANIF analisou-se os anos 2001 a 2008 (no que diz respeito ao BANIF não se observou este período de tempo todo pois em alguns anos não se dispunha de informação para os bancos envolvidos nesta fusão, mais concretamente para o BANIF só se dispunha de informação entre 2002 e 2008, já para o BCA só se tinha informação entre 2001 e 2002 e entre 2005 e 2007).

Em seguida, calculou-se a similaridade estratégica, obtendo-se os seguintes resultados (ver Tabela 2 a 5):

Unidade: Milhares de Euros

<i>Variáveis Estratégicas</i>	Millennium BCP, S.A. vs Banco Português do Atlântico, S.A.	Millennium BCP, S.A. vs Banco Mello, S.A.	Millennium BCP, S.A. vs Banco Pinto & Sotto Mayor, S.A.
<i>Total do ativo</i>	11 569 657,81 €	24 793 206,28 €	5 779 205,14 €
<i>Risco de liquidez</i>	0,95	0,32	0,29
<i>Eficiência</i>	0,10	0,14	0,09
<i>Nível de adequação do capital</i>	0,042	0,027	0,082
<i>Taxa empréstimo</i>	0,40	0,09	0,07
<i>Risco de crédito</i>	0,11	1,72	2,09

Criação de Valor em Fusões e Aquisições O caso dos Bancos Portugueses

<i>Diversificação do lucro</i>	0,0204	¹⁸	0,0566
<i>Perfis de empréstimos e depósitos</i>	0,64	0,26	0,57
<i>Outras despesas</i>	0,011	0,092	0,022

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 2 – Índice de Similaridade Estratégica das fusões do Millennium BCP

Unidade: Milhares de Euros

<i>Variáveis Estratégicas</i>	Caixa Geral de Depósitos, S.A. vs Banco Nacional Ultramarino, S.A.
<i>Total do ativo</i>	2 912 133 761,46 €
<i>Risco de liquidez</i>	0,13
<i>Eficiência</i>	0,06
<i>Nível de adequação do capital</i>	0,051
<i>Taxa empréstimo</i>	0,07
<i>Risco de crédito</i>	3,45
<i>Diversificação do lucro</i>	0,0186
<i>Perfis de empréstimos e depósitos</i>	0,09
<i>Outras despesas</i>	0,023

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 3 – Índice de Similaridade Estratégica da fusão da CGD

¹⁸ Esta célula não apresenta valor, pois não se conseguiu ter acesso à Demonstração de Fluxos de Caixa do Banco Mello. A Demonstração de Fluxos de Caixa era necessária para calcular o rácio da estratégia de diversificação do lucro.

Criação de Valor em Fusões e Aquisições O caso dos Bancos Portugueses

Unidade: Milhares de Euros

<i>Variáveis Estratégicas</i>	Banco Santander Portugal, S.A. vs Banco Totta & Açores, S.A.	Banco Santander Portugal, S.A. vs Crédito Predial Português, S.A.
<i>Total do ativo</i>	19 421 145,95 €	5 330 113,94 €
<i>Risco de liquidez</i>	0,49	1,91
<i>Eficiência</i>	0,04	0,01
<i>Nível de adequação do capital</i>	0,0038	0,0176
<i>Taxa empréstimo</i>	0,10	0,04
<i>Risco de crédito</i>	2,02	3,55
<i>Diversificação do lucro</i>	0,0684	0,0242
<i>Perfis de empréstimos e depósitos</i>	0,53	0,21
<i>Outras despesas</i>	0,0339	0,0197

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 4 – Índice de Similaridade Estratégica da fusão da qual surgiu o Banco Santander Totta

Unidade: Milhares de Euros

<i>Variáveis Estratégicas</i>	BANIF, S.A. vs Banco Comercial dos Açores, S.A.
<i>Total do ativo</i>	4 580 745,24 €
<i>Risco de liquidez</i>	0,76
<i>Eficiência</i>	0,31

<i>Nível de adequação do capital</i>	0,011
<i>Taxa empréstimo</i>	0,26
<i>Risco de crédito</i>	0,80
<i>Diversificação do lucro</i>	0,1233
<i>Perfis de empréstimos e depósitos</i>	0,47
<i>Outras despesas</i>	0,00725

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 5 – Índice de Similaridade Estratégica da fusão do BANIF

Analisando os resultados obtidos, pode-se concluir que:

- O Millennium BCP e o BPA tinham uma maior similaridade quanto à variável estratégica outras despesas (0,011), diversificação do lucro (0,0204) e o nível de adequação de capital (0,042);
- O Millennium BCP e o Banco Mello têm similaridade nas variáveis estratégicas nível de adequação de capital (0,027), taxa de empréstimo (0,09) e outras despesas (0,092);
- O Millennium BCP e o BPSM são similares a nível das variáveis estratégicas de outras despesas (0,022), taxa de empréstimo (0,07), nível de adequação do capital (0,082) e eficiência (0,09);
- A CGD e o BNU beneficiam de variáveis estratégicas similares quanto à diversificação do lucro (0,0186), a outras despesas (0,023), a nível de adequação do capital (0,051), eficiência (0,06), taxa de empréstimo (0,07) e perfis de empréstimos e depósitos (0,09);
- O Banco Santander Portugal e o BTA possuem similaridades estratégicas relativamente ao nível de adequação do capital (0,0038), outras despesas (0,0339), eficiência (0,04) e diversificação de lucro (0,0684);
- O Banco Santander Portugal e o Crédito Predial Português dispõem de similaridades estratégicas em relação à eficiência (0,01), ao nível de

adequação de capital (0,0176), a outras despesas (0,0197), à diversificação do lucro (0,0242) e à taxa de empréstimo (0,04);

- O BANIF e o BCA contam com variáveis estratégicas similares no que diz respeito às outras despesas (0,00725) e ao nível de adequação do capital (0,011).

Assim sendo, pode-se concluir que existe uma maior similaridade estratégica nas fusões entre a CGD e o BNU e entre o Banco Santander Portugal e o Crédito Predial Português (estes possuem seis e cinco variáveis estratégicas similares, respetivamente). Já a fusão que conta com menos similaridade estratégica é a do BANIF com o BCA (contêm apenas duas variáveis estratégicas similares). Desta forma, verificou-se que existe uma similaridade estratégica entre todas as fusões observadas, pelo que se ignorou a segunda questão de investigação.

Após a análise dos resultados obtidos relativamente à similaridade estratégica verificou-se que entre as F&A observadas havia, sempre, pelo menos duas variáveis estratégicas similares entre os bancos envolvidos no processo.

4.2. Cotação¹⁹

Neste ponto analisou-se se existiu uma criação de valor, ou não, para os bancos, através da observação das cotações destes antes, durante e após os processos de F&A.

	Antes (1998-1999)	Durante (2000)	Após (2001-2002)
Millennium BCP, S.A.	5,6 € ²⁰	5,59 €	3,98 €
Banco Santander Totta, S.A.	Antes (2002-2003)	Durante (2004)	Após (2005-2006)
	7,75 €	8,74 €	11,04 €

¹⁹ Neste ponto não se abordou os resultados da CGD, pois como todas as suas ações pertencem ao Estado, estas não são cotadas em bolsa.

Os valores aqui obtidos correspondem à cotação real, ou seja, a estes valores foi retirado os dividendos distribuídos na data em que tal aconteceu. Quanto ao Millennium BCP como durante o período em que a fusão ocorreu não houve anúncio de distribuição de dividendos utilizou-se a data mais antiga em que há registo do anúncio, nomeadamente 21 de Março.

²⁰ Como não se possuía dados relativamente às cotações do Millennium BCP, S.A. entre 1998 e 1999, considerou-se que a cotação média do banco durante esse período de tempo seria a cotação de abertura do dia 03/01/2000.

	Antes (2006- 2007)	Durante (2008)	Após (2009- 2010)
BANIF, S.A.	4,93 €	2,21 €	1,13 €

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 6 - Cotações

Começou-se por observar as cotações registadas pelo Millennium BCP, e apurou-se que esta fusão não criou valor para a empresa pois, como se pode observar, houve uma diminuição nas cotações do Millennium BCP no decorrer deste período de tempo (entre 1998 e 2002).

De seguida analisou-se as cotações do Banco Santander Portugal entre 2002 e 2003 e do Banco Santander Totta entre 2004 e 2006, onde se concluiu que houve um incremento no valor do banco, pois registou-se um aumento das cotações deste.

A seguir examinou-se as cotações do BANIF entre 2006 e 2010. Através da observação das cotações do BANIF pode-se deduzir que não existiu uma criação valor para o banco, pois registou-se uma redução das cotações deste.

Depois de se analisar as cotações dos bancos que fizeram parte dos processos de F&A, determinou-se que só existiu criação de valor na fusão de que resultou o Banco Santander Totta.

4.3. Dividendos distribuídos

Neste ponto estudou-se a criação de valor para os acionistas através dos dividendos distribuídos.

	Pré-fusão		Fusão	Pós-fusão	
Millennium BCP, S.A.	1998	1999	2000	2001	2002
	0,58 €	0,15 €	-	0,15 €	0,10 €

	Pré-fusão		Fusão	Pós-fusão	
	1999	2000	2001	2002	2003
Caixa Geral de Depósitos, S.A.	0,41 €	0,59 €	0,64 €	0,65 €	0,65 €

Banco	Pré-fusão		Fusão	Pós-fusão	
	2002	2003	2004	2005	2006
Santander Totta, S.A.	0,00 €	0,03 €	0,0012 €	0,31 €	0,3 €

	Pré-fusão		Fusão	Pós-fusão	
	2006	2007	2008	2009	2010
BANIF, S.A.	0,31 €	0,31 €	0,00 €	0,19 €	0,00 €

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 7 - Dividendos distribuídos

Primeiramente, examinou-se os dividendos distribuídos pelo Millennium BCP aos seus acionistas, onde se verificou que houve uma diminuição destes, o que consequentemente representa uma diminuição de valor para os acionistas.

Seguidamente, verificou-se os dividendos distribuídos pela CGD, no qual se constatou um aumento, ou seja, houve uma criação de valor para o acionista.

Depois analisou-se os dividendos distribuídos pelo Santander Portugal e pelo Santander Totta, onde se verificou um aumento, resultando num incremento de valor para o acionista.

Por fim, observou-se os dividendos distribuídos pelo BANIF aos seus acionistas. Analisando os dados constatou-se que não existiu uma criação de valor para o acionista, visto que houve uma diminuição nos dividendos distribuídos.

Após se ter analisado os dividendos distribuídos verificou-se que existiu uma criação de valor para os acionistas da CGD e do Santander Totta, assim como já se tinha concluído a existência de criação de valor na fusão da qual surgiu o Santander Totta.

4.4. Return On Assets (ROA)

Aqui apurou-se se as F&A foram bem-sucedidas ou não, sendo que se foram bem-sucedidas (ou seja, se tiver um ROA positivo) existiu uma criação de valor, se não foram bem-sucedidas (isto é, se apresentar um ROA negativo) não existiu criação de valor.

Para se poder calcular o ROA de cada uma das F&A dos bancos teve-se em conta o período de tempo antes da fusão – para o Millennium BCP esse período é entre 1998 e 1999, para a CGD é 1999 e 2000, para o Banco Santander Totta é de 2002 a 2003 e para o BANIF é entre 2006 e 2007 – e após a fusão – o período de tempo para o Millennium BCP é 2001 e 2002, para a CGD é entre 2002 e 2003, para o Banco Santander Totta é de 2005 a 2006 e para o BANIF é 2009 e 2010. Depois de efetuados os cálculos obteve-se os seguintes resultados:

Return On Assets (ROA)

Millennium BCP, S.A.	Caixa Geral de Depósitos, S.A.	Banco Santander Totta, S.A.	BANIF, S.A.
-0.10%	0.95%	0.46%	0.47%

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 8 - Return On Assets (ROA)

Através da análise dos resultados obtidos pode-se constatar que as fusões em que a CGD, o Santander Totta e o BANIF estiveram envolvidos foram bem-sucedidas, uma vez que os seus ROA são positivos, o que consequentemente leva a concluir que existiu uma criação de valor nestas três fusões. Utilizando o mesmo critério, pode-se dizer que as fusões em que o Millennium BCP esteve envolvido não foram bem-sucedidas, o que leva a crer que não existiu criação de valor.

4.5. Cumulative Abnormal Returns (CAR)

Até agora analisou-se as cotações, os dividendos distribuídos e os ROA dos bancos que estiveram envolvidos nos processos de F&A e concluiu-se que existiu uma criação de valor para o Santander Totta e a CGD. No ponto anterior também se conclui que houve uma criação de valor para o BANIF, contrariando os resultados obtidos anteriormente. Nesta parte calculou-se os CAR dos bancos que fizeram parte das F&A, se as suas médias forem positivas as F&A foram bem-sucedidas – logo existiu uma criação de valor –, se forem negativas não foram bem-sucedidas – não existiu criação de valor.

Efetuuou-se o cálculo do CAR dos bancos envolvidos nas F&A e obteve-se os seguintes resultados:

Cumulative Abnormal Returns (CAR)

Millennium BCP, S.A.²¹	Millennium BCP, S.A.²²	Banco Santander Totta, S.A.	BANIF, S.A.
- 0.053	- 0.063	- 0.044	- 0.054

Fonte: Elaboração própria

Tabela 9 - Cumulative Abnormal Returns (CAR)

Analisando os resultados obtidos verificou-se que nenhuma das fusões teve sucesso, pelo que leva a concluir que nenhuma delas criou valor.

Em suma, pode-se concluir que existiu uma criação de valor para o Santander Totta (Cotações, Distribuição de Dividendos e ROA), para a CGD (Distribuição de Dividendos e ROA) e para o BANIF (ROA). Depois de se calcular o CAR, e também o ROA, constatou-se que alguns resultados eram contraditórios, nomeadamente, para o Santander Totta e para o BANIF, respetivamente. Já para o Millennium BCP não houve criação de valor em nenhum dos métodos utilizados.

Pode-se ainda concluir, tendo em conta que as fusões da CGD e do Santander Totta criaram valor (pelos resultados obtidos através das cotações e dividendos distribuídos), que quando existe uma maior similaridade estratégica cria-se valor; mas, o BANIF também criou valor (pelos resultados obtidos através do cálculo do ROA), apesar de ter a menor similaridade estratégica, portanto não se pode afirmar que tendo uma maior similaridade estratégica cria-se valor. Logo, pode-se dizer que não existe uma relação entre a similaridade estratégica e a criação de valor.

Devido à obtenção de alguns resultados contraditórios, sugere-se que no desenvolvimento de estudos futuros se siga a metodologia proposta por Schoenberg (2006), onde o autor propõe avaliar a criação de valor através do cálculo do CAR, as avaliações

²¹ Corresponde à fusão do Millennium BCP, S.A. com o Banco Português do Atlântico, S.A. e o Banco Mello, S.A..

²² Corresponde à fusão do Millennium BCP, S.A. com o Banco Pinto & Sotto Mayor, S.A..

subjetivas dos gerentes, as avaliações subjetivas de especialistas experientes e o desinvestimento. Outra proposta para trabalhos futuros será realizar os mesmos cálculos para várias economias, com o intuito de captar mais casos de F&A de forma a poder-se avaliar a criação de valor com base numa amostra maior.

CONCLUSÃO

Devido ao aumento do número registado de F&A nas últimas décadas, muitos autores têm-se debruçado sobre este tema com o intuito de identificar o porquê deste aumento, verificar se surgiram vantagens destas transações e de apurar a razão da existência de divergências de resultados obtidos, isto é, saber a causa de algumas empresas envolvidas no processo de F&A criarem valor e de outras não criarem valor.

Como já anteriormente se referiu, este trabalho foi realizado com o propósito de verificar se existia uma criação de valor, ou não, em algumas instituições do Setor Bancário Português que estiveram envolvidas em transações de F&A. Para se determinar a existência de criação de valor, primeiramente, verificou-se se existia uma semelhança estratégica entre os bancos envolvidos no processo. Calculou-se a similaridade estratégica com o intuito de verificar se existia uma relação entre a adoção de variáveis estratégicas semelhantes e a criação de valor. Contudo, para se poder determinar a semelhança estratégica foi necessário identificar algumas variáveis estratégicas. As variáveis estratégicas utilizadas são o Total do Ativo, Risco de Liquidez, Eficiência, Nível de Adequação do Capital, Taxa de Empréstimo, Risco de Crédito, Diversificação do Lucro, Perfis de Empréstimos e Depósitos e Outras Despesas (estas variáveis estratégicas são algumas das propostas por Altunbaş *et al.*, 2007, sendo que estes seguiram o estudo proposto por Ramaswamy, 1997). Apurou-se a similaridade estratégica com base na fórmula proposta pelos mesmos autores. Deste modo, verificou-se que o Millennium BCP e o BPA tinham uma maior similaridade quanto às outras despesas, à diversificação do lucro e ao nível de adequação de capital; o Millennium BCP e o Banco Mello têm similaridade no nível de adequação de capital, na taxa de empréstimo e nas outras despesas; o Millennium BCP e o BPSM são similares a nível das outras despesas, da taxa de empréstimo, do nível de adequação do capital e de eficiência; a CGD e o BNU beneficiam de variáveis estratégicas similares quanto à diversificação do lucro, a outras despesas, a nível de adequação do capital, eficiência, taxa de empréstimo e perfis de empréstimos e depósitos; o Banco Santander Portugal e o BTA possuem similaridades estratégicas relativamente ao nível de adequação do capital, outras despesas, eficiência e diversificação de lucro; o Banco Santander Portugal e o Crédito Predial Português dispõem de similaridades estratégicas em relação à eficiência, ao nível de adequação de capital, a outras despesas, à diversificação do lucro e à taxa de empréstimo; o BANIF e o BCA contam com variáveis estratégicas similares no que diz respeito às outras

despesas e ao nível de adequação do capital. Logo, pode-se concluir que existe uma maior similaridade estratégica nas fusões entre a CGD e o BNU e entre o Banco Santander Portugal e o Crédito Predial Português (estes possuem seis e cinco variáveis estratégicas similares, respetivamente). Já a fusão que conta com menos similaridade estratégica é a do BANIF com o BCA (contêm apenas duas variáveis estratégicas similares).

Em seguida, passou-se para a criação de valor propriamente dita. Para se calcular esta verificou-se a cotação real registado dos bancos antes, durante e após o processo de F&A. Como atrás já se referiu, foi tido em conta um período de dois anos antes e após o processo visto que, como Altunbaş *et al.* (2007) mencionaram, neste período de tempo é possível observar qual foi o comportamento dos bancos antes da fusão e após o anúncio da mesma, bem como o comportamento após os dois anos seguintes à fusão os resultados devem-se encontrar estáveis, ou seja, já não deverão existir retornos anormais relacionados com a transação. Tendo em conta o referido, analisou-se as cotações apresentadas pelo Millennium BCP e pelo BANIF e, apurou-se que as fusões não criaram valor nenhum para os bancos pois as suas cotações diminuíram no período de tempo observado. O mesmo já não se passou com o Banco Santander Totta, registou-se um incremento das cotações deste, o que leva a concluir que existiu uma criação de valor para o banco. Nesta parte não se teve em conta a CGD, pois esta pertence ao Estado Português e, por esta razão, não está cotada no mercado.

Depois, analisou-se os dividendos distribuídos aos acionistas. Também como na análise acima mencionada teve-se em conta um período de dois anos antes e após a fusão. Aqui verificou-se que o Millennium BCP e o BANIF diminuíram os dividendos distribuídos aos acionistas, o que leva a concluir que não existiu uma criação de valor para os acionistas destes bancos. Quanto à CGD e ao Banco Santander Totta, existiu uma criação de valor para os seus acionistas, uma vez que se registou um aumento dos dividendos distribuídos.

Seguidamente, calculou-se o ROA. Para tal usou-se a metodologia proposta por Papadakis *et al.* (2010), também se teve em conta um período de dois anos antes e após a fusão. Após a análise dos resultados obtidos viu-se que as fusões em que a CGD e o BANIF fizeram parte e a fusão de que resultou o Banco Santander Totta foram bem-sucedidas, visto que os seus ROA são positivos, o que naturalmente leva a concluir que existiu uma criação de valor nestas fusões. Relativamente ao Millennium BCP, este apresentou um ROA negativo pelo que a fusão não teve sucesso, isto é, não existiu criação de valor.

Finalmente, apurou-se o CAR das fusões. Para se apurar qual era o CAR seguiu-se o que foi proposto por Schoenberg (2006). Depois de se analisar os resultados obtidos pode-se concluir que nenhuma das fusões teve sucesso, visto que a sua média é negativa, o que por sua vez leva a deduzir que não houve criação de valor.

Tendo em conta as conclusões mencionadas, já se está em posição de poder relacionar a similaridade estratégica com a criação de valor. Posto isto, a fusão em que a CGD esteve envolvida e a fusão de que resultou o Banco Santander Totta criaram valor e, também, são as fusões que maior similaridade estratégica possuem. Porém, o Banif também criou valor e é o banco que menos similaridade estratégica possui. Logo, não existe nenhuma relação entre a similaridade estratégica e a criação de valor.

Na elaboração deste trabalho enfrentaram-se algumas limitações, nomeadamente, a dificuldade de encontrar os Relatórios de Gestão e Contas anteriores a 2001, assim como as cotações dos bancos anteriores a 2000. Para além das fusões estudadas neste trabalho, também houve a fusão do BFB, BFE e do Banco Borges & Irmão com o BPI que não foi tida em conta visto não haver disponível a informação necessária para a elaboração do estudo.

Deixa-se aqui como proposta, para a possível elaboração de trabalhos futuros, realizar os cálculos para várias economias, com o intuito de captar mais casos de F&A, de forma a poder-se avaliar a criação de valor com base numa amostra maior. Outra proposta será utilizar a metodologia sugerida por Schoenberg (2006), onde o autor propõe avaliar a criação de valor através do cálculo do CAR, as avaliações subjetivas dos gerentes, as avaliações subjetivas de especialistas experientes e o desinvestimento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agrawal, A. & Knoeber, C. R. (1996). *Managerial Compensation and the Threat of Takeover*. The Wharton School, University of Pennsylvania.
- Altunbaş, Y. & Marqués, D. (2007). Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities. *Journal of Economics and Business*.
- Borad, S. B. (n.d.). Classifications/Types of Mergers [em linha]. *eFinanceManagement Web site*. Acedido Novembro 29, 2016, em <https://efinancemanagement.com/mergers-and-acquisitions/classification-types-of-mergers>.
- Brandão, A. M. S. (2015). Criação de valor em Fusões e Aquisições Horizontais: o caso da Lusitania Companhia de Seguros, S.A.. Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto – Instituto Politécnico do Porto, Portugal.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2014). *Principles of Corporate Finance*. (11nd Edition). New York, NY: McGraw-Hill/Irwin.
- Código das Sociedades Comerciais (2016). *Procuradoria-Geral Distrital de Lisboa. Ministério Público*.
- Cools, K., Gell, J., Kengelbach, J. & Roos, A. (2007). *The Brave New World of M&A: How to Create Value from Mergers and Acquisitions*. The Boston Consulting Group.
- Evans, M. H., CPA, CMA & CFM (2000). *Course 7: Mergers & Acquisitions (Part 1)*.
- Fernandez, P. (2007). *Company Valuation Methods. The most common errors in valuations*. Working Paper No 449, IESE Business School, University of Navarra, Barcelona, Spain.
- IMAA (2017). M&A Statistics [em linha]. *imaa Web Site*. Acedido Setembro 12, 2017, em <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
- INVESTOPEDIA (n.d. a). Synergy [em linha]. *INVESTOPEDIA Web site*. Acedido Fevereiro 15, 2017, em <http://www.investopedia.com/terms/s/synergy.asp>.
- INVESTOPEDIA (n.d. b). Standard and Poor's – S&P [em linha]. *INVESTOPEDIA Web site*. Acedido Abril 19, 2017, em <http://www.investopedia.com/terms/s/sp.asp>.

INVESTOPEDIA (n.d. c). Return On Assets – ROA [em linha]. *INVESTOPEDIA Web Site*. Acedido Setembro 25, 2017, em <http://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp>

Ireland, R. D., Hitt, M. A. & Sirmon, D. G. (2003). A Model of Strategic entrepreneurship: The Construct and its Dimensions. *Journal of Management*, Vol. 29, No. 6, 963-989.

Lepak, D. P., Smith, K. G. & Taylor, M. S. (2007). Value Creation and Value Capture: A multilevel perspective. *Academy of Management Review*, 2007, Vol. 32, No. 1, 180-194.

McClure, B. (2010). The Basics of Mergers and Acquisitions [em linha]. *INVESTOPEDIA Web site*. Acedido Novembro 23, 2016, em <http://www.investopedia.com/university/mergers/>

MercadoReal (n.d.). O que são empresas de capital aberto? [em linha]. *MercadoReal Web site*. Acedido Abril 11, 2017, em <http://mercadoreal.net/?p=51>

Minority Business Development Agency (n.d.). 5 Types of Company Mergers [em linha]. *Minority Business Development Agency (MBDA) Web site*. Acedido Novembro 24, 2016, em <http://www.mbda.gov/blogger/mergers-and-acquisitions/5-types-company-mergers>

Motis, J. (2007). *Mergers and Acquisitions Motives*. Toulouse School of Economics – EHESS (GREMAQ) e a Universidade de Creta.

OCDE. Bank Profitability: Financial Statements of Banks. *OECDiLibrary Web site*. Acedido Setembro 4, 2017, em http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/bank-profitability-financial-statements-of-banks-2004_bank_fin-2004-en-fr

Papadakis, V. M. & Thanos, I. C. (2010). Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criterias. *British Journal of Management*, Vol. 21, p. 859-873.

Relatório de Gestão e Contas 1999 do Banco Comercial Português, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 1999 do Banco Mello, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 1999 do Banco Nacional Ultramarino, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 1999 do Banco Pinto & Sotto Mayor, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 1999 do Banco Português do Atlântico, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 1999 do Banco Santander Portugal, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 1999 do Banco Totta & Açores, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 1999 da Caixa Geral de Depósitos, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 1999 do Crédito Predial Português, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2000 do Banco Comercial Português, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2000 do Banco Nacional Ultramarino, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2000 do Banco Santander Portugal, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2000 do Banco Totta & Açores, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2000 da Caixa Geral de Depósitos, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2000 do Crédito Predial Português, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2001 do Banco Comercial Português, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2001 do Banco Comercial dos Açores, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2001 do Banco Santander Portugal, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2001 do Banco Totta & Açores, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2001 da Caixa Geral de Depósitos, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2001 do Crédito Predial Português, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2002 do Banco Comercial Português, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2002 do Banco Comercial dos Açores, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2002 do Banco Santander Portugal, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2002 do Banco Totta & Açores, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2002 do BANIF, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2002 da Caixa Geral de Depósitos, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2002 do Crédito Predial Português, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2003 do Banco Santander Portugal, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2003 do Banco Totta & Açores, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2003 do BANIF, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2003 da Caixa Geral de Depósitos, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2003 do Crédito Predial Português, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2004 do Banco Santander Totta, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2004 do BANIF, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2004 da Caixa Geral de Depósitos, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2005 do Banco Santander Totta, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2005 do BANIF, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2006 do Banco Comercial dos Açores, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2006 do Banco Santander Totta, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2006 do BANIF, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2007 do Banco Comercial dos Açores, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2007 do Banco Santander Totta, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2007 do BANIF, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2008 do BANIF, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2009 do BANIF, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2010 do BANIF, S.A.

Relatório de Gestão e Contas 2011 do BANIF, S.A.

Roberts, A., Wallace, W. & Moles, P. (2012). *Mergers and Acquisitions*. Edinburgh Business School. Heriot-Watt University.

Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business*, Vol. 59, No. 2, Parte 1, 197-216.

Schoenberg, R. (2006). Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics. *British Journal of Management*, Vol.16, No. 4, p. 361-370.

Seth, A., Song, K.P. & Pettit, R. (2000). Synergy, Managerialism or Hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisition of U.S. firms. *Journal of International Business Studies*, Vol. 31, No. 3, 387-405.

Sirmon, D.G., Hitt, M.A. & Ireland, R.D. (2007). Managing firm resources in dynamic environments to create value: Looking inside the Black Box. *Academy of Management Review*, Vol. 32, No. 1, 273-292.

Teh, C. C., Kayo, E. K. & Kimura, H. (2008). Marcas, Patentes e Criação de Valor. *RAM – Revista de Administração Mackenzie*, Vol. 9, No. 1, 86-106.

Vieito, J.P. & Maquieira, C.P. (2013). *Finanças Empresariais: Teoria e Prática*. (2º Edição). Lisboa: Escolar Editora.

Zenner, M., Shivdasani, A. & Hazelkorn, T. (2003). *Creating Value with Mergers and Acquisitions*. Global Corporate Finance, United States.

APÊNDICES

Apêndice I – Rácios das Variáveis Estratégicas para cada F&A

Unidade: Milhares de Euros

Variáveis Estratégicas	Millennium BCP, S.A.	Banco Português do Atlântico, S.A.	Banco Mello, S.A.	Banco Pinto & Sotto Mayor, S.A.
Total do ativo	32 119 425,21 €	20 549 767,39 €	7 326 218,92 €	26 340 220,07 €
Risco de liquidez	2,44	1,48	2,12	2,14
Eficiência	0,8317	0,9358	0,9735	0,9189
Nível de adequação do capital	0,086	0,044	0,060	0,0045
Taxa empréstimo	0,65	0,25	0,56	0,58
Risco de crédito	0,45	0,56	2,16	2,54
Diversificação do lucro	0,1448	0,1244	²³	0,0882
Perfis de empréstimos e depósitos	1,38	0,74	1,12	0,81
Outras despesas	0,0317	0,0206	0,1239	0,0536

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 10 - Rácios das Variáveis Estratégicas do BCP, BPA, Mello e BPSM

²³ Relativamente à variável estratégica de diversificação do lucro do Banco Mello, esta não apresenta valor pois não se conseguiu ter acesso à Demonstração de Fluxos de Caixa (que era necessária para calcular o rácio) do banco.

Criação de Valor em Fusões e Aquisições O caso dos Bancos Portugueses

Unidade: Milhares de Euros

Variáveis Estratégicas	Caixa Geral de Depósitos, S.A.	Banco Nacional Ultramarino, S.A.
Total do ativo	55 542 043,28 €	305 340 123,73 €
Risco de liquidez	2,08	1,96
Eficiência	0,91	0,97
Nível de adequação do capital	0,054	0,003
Taxa empréstimo	0,55	0,47
Risco de crédito	0,57	4,02
Diversificação do lucro	0,1249	0,1063
Perfis de empréstimos e depósitos	0,79	0,88
Outras despesas	0,062	0,038

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 11 - Rácio das Variáveis Estratégicas da CGD e do BNU

Unidade: Milhares de Euros

Variáveis Estratégicas	Santander Portugal, S.A.	Banco Totta & Açores, S.A.	Crédito Predial Português, S.A.
Total do ativo	4 218 554,83 €	23 639 700,77 €	9 548 668,77 €
Risco de liquidez	2,73	2,24	4,64
Eficiência	0,91	0,94	0,90
Nível de adequação do capital	0,0594	0,0557	0,0418
Taxa empréstimo	0,74	0,64	0,71

Criação de Valor em Fusões e Aquisições O caso dos Bancos Portugueses

Risco de crédito	1,19	3,21	4,74
Diversificação do lucro	0,1790	0,1106	0,2032
Perfis de empréstimos e depósitos	1,66	1,12	1,87
Outras despesas	0,0434	0,0716	0,0236

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 12 - Rácio das Variáveis Estratégicas do Santander Portugal, BTA e do Crédito Predial Português

Unidade: Milhares de Euros

Variáveis Estratégicas	BANIF, S.A.	Banco Comercial dos Açores, S.A.
Total do ativo	5 740 290,67 €	1 159 545,43 €
Risco de liquidez	2,08	1,32
Eficiência	0,93	0,62
Nível de adequação do capital	0,052	0,041
Taxa empréstimo	0,77	0,50
Risco de crédito	1,40	0,60
Diversificação do lucro	0,1564	0,2796
Perfis de empréstimos e depósitos	1,34	0,87
Outras despesas	0,02061	0,01336

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 13 - Rácio das Variáveis Estratégicas do BANIF e do BCA