



Fusões e Aquisições no Contexto de Reestruturação do Grupo

Maria Armanda Alves Assunção

**Dissertação de Mestrado
Mestrado em Contabilidade e Finanças**

Porto – 2016

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



Fusões e Aquisições no Contexto de Reestruturação do Grupo

Maria Armanda Alves Assunção

Dissertação de Mestrado

**apresentada ao Instituto de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção
do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob orientação de Professor Doutor**

Adalmiro Álvaro Malheiro de Castro Andrade Pereira

Porto – 2016

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

Resumo:

As fusões e aquisições, no contexto de reestruturação de grupos de empresas, são uma componente fulcral para a sua realização de forma eficiente. Desde há longas décadas, a reestruturação de empresas, é considerada uma das principais formas de criação de valor e de riqueza nas sociedades. A avaliação de empresas assume um papel relevante neste tipo de concentrações. Neste trabalho efetua-se uma revisão bibliográfica dos modelos que servem de base à avaliação de empresas. Não existe um modelo perfeito, existem sim, modelos mais adequados mediante o caso em concreto. Cada avaliação é única, implicando conhecer e estudar bem a empresa, para depois utilizar o melhor método ou métodos que se adequam à situação. A escolha dos métodos é motivada por modelos teóricos de preços das ações, bem como orientações práticas na literatura de avaliação (Alford,1992).

O presente trabalho tem como objeto de estudo, o cálculo do valor da avaliação de uma determinada área de negócio transferida para uma empresa do grupo, consequência da segunda maior aquisição na história corporativa da casa mãe. A avaliação foi realizada com base no modelo dos cash flows atualizados, utilizando os valores históricos da empresa, na ótica do mercado.

Palavras chave: Fusões; Aquisições, Avaliação de empresas, Reestruturação de Empresas

Abstract:

Mergers and acquisitions in the context of restructuring of groups of companies, is a key component to its achievement efficiently. Since long decades, the restructuring of companies, is considered one of the main ways of creating value and wealth in societies.

The company valuation assumes an important role in this type of concentration. In this paper we make a literature review of models that are the basis for business valuation. There is no perfect model, there are rather more appropriate models on the particular case. Each evaluation is unique, implying know and study the company well, then use the best method or methods that suit the situation. The choice of methods is motivated by theoretical models of stock prices, as well as practical guidance in the evaluation literature (Alford, 1992).

This work has as object of study, the evaluation value calculation of a particular business is transferred to a group company, a result of the second largest acquisition in the corporate history of the house mother. The evaluation was based on the model of the updated cash flows, using the historical values of the company, in the view of the market.

Key words: Mergers; Acquisitions; Company Valuation; Company Restructuring

Agradecimentos

Ao meu orientador, Professor Doutor Adalmino Pereira, toda a disponibilidade demonstrada durante a execução desta dissertação.

Devo-lhe: a ajuda para conseguir ultrapassar os obstáculos; os conhecimentos adquiridos através da sua sabedoria e experiência nos diversos temas abordados e o ter-me feito acreditar em mim!

Aos meus pais, pelo apoio e preocupação nomeadamente na fase final desta dissertação.

Ao meu marido, pela força e apoio incondicional e em especial por ter feito o papel de pai e mãe para que eu pudesse terminar este percurso académico.

A ti, Afonso, nunca me vou esquecer as tuas palavras de preocupação e encorajamento ao longo deste caminho,

“Mamã, ainda te falta muito?”
“Mamã, tu vais conseguir!”
“Nós estamos aqui para te apoiar!”

A todos, muito obrigada!

Lista de Abreviaturas:

AdC- Autoridade da Concorrência

CIRC- Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

CSC – Código das Sociedades Comerciais

EUA – Estados Unidos da América

F&A – Fusões e Aquisições

NCRF- Norma Contabilística de Relato Financeiro

Índice geral

Introdução	1
Parte I – Revisão Literatura	
Capítulo I – Fusões e Aquisições – Enquadramento	3
1.1. Fusões e Aquisições – Os Vários Conceitos	4
1.1.1 Definição Jurídica	4
1.1.2 Definição Fiscal	5
1.1.3 Definição Contabilística	8
1.1.4 Conceito de Autores e Investigadores	8
1.2. Enquadramento Histórico – Ciclos de Fusões	10
1.2.1 Ciclos de Fusões	11
1.2.2 Motivos dos Ciclos de Fusões	16
1.3 Motivações	20
1.4 Políticas de Concorrência Face às Concentrações de Empresas	24
1.4.1 Políticas de Concorrência nos EUA	25
1.4.2 Política de Controlo na Europa	27
1.4.2.1 Portugal	30
1.4.3 AdC- Autoridade da Concorrência	31
Capítulo II – Modelos de Avaliação e Impacto Estratégico	32
2.1. Modelos de Avaliação	34
2.1.1 Fluxo de Caixa Descontado (<i>Discounted Cash Flows Valuation</i>)	35
2.1.1.1 Valor do Capital Próprio	37
2.1.1.2 Valor da Entidade	38
2.1.2 Avaliação Relativa (<i>Relative Valuation</i>)	39
2.1.3 Avaliação de Dívida Contingente (<i>Contingent Claim Valuation</i>)	41
2.2. Impacto Estratégico nos processos de Fusões e Aquisições	43
Parte II – Estudo de um caso	
Capítulo III – A Empresa de Estudo e o Setor	46
3.1. Apresentação do Grupo Dachser	47

3.1.1 Áreas de Negócio	49
3.1.2.Mercado	50
3.2 História da Empresa	50
3.3 O Setor	53
Capítulo IV – Estudo do Caso da Empresa	56
4.1. Modelo de Avaliação	57
4.1.1 Cálculo <i>Free Cash Flow</i>	57
4.1.2 Cálculo do WACC	58
4.1.2.1 Pressupostos para o Cálculo do WACC	58
4.2. Resultados	60
Capítulo V – Conclusão	62
Referências Bibliográficas	65
Anexos	

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Número de F&A ocorridas na Europa (1985 a 2016)	15
Gráfico 2: Número de F&A ocorridas no Norte da América (1985 a 2016)	16
Gráfico 3: Indicadores do Setor / Tendência Volume Negócios, Ano 2010 a 2013	54
Gráfico 4: Indicadores da Dachser Portugal,SA / Tendência Volume Negócios, Ano 2010 a 2013	55
Gráfico 5: Indicador de mercado PSI 20	60

Índice de Quadros/Mapas

Quadro 1: Resumo de conceitos de Fusões e Aquisições segundo vários autores	10
Quadro 2: Principais fatores relacionados com a existência de ondas de F&A de acordo com Killian J.McCarthy <i>et al</i> (2013)	12
Quadro 3: Principais fatores relacionados com a existência de ondas de F&A, de acordo com Lipton (2006)	13
Quadro 4: Causas das ondas de F&A, revisão da literatura do artigo, An Overview on the determinants of M&A, Vancea (2012)	20
Quadro 5: Operações não aprovadas pela AdC	31
Quadro 6: Indicadores de Síntese do Setor	53
Quadro 7: Indicadores de Síntese da Dachser Portugal, SA	54
Quadro 8: Mapa dos FCF	57
Quadro 9 : Taxas de rendibilidade de obrigações do tesouro em Portugal	59
Quadro 10: Valor da Empresa, ótica de mercado	61

Índice de Figuras:

Figura 1: Datas do surgimento das <i>Guidelines</i> /Motivos	27
Figura 2: Modelos de Avaliação	35
Figura 3: Tipos de Múltiplos	40
Figura 4: Tipologias Opções Reais	42
Figura 5: Mapa Mundo Dachser	48
Figura 6: Indicadores Grupo Dachser 2015	48
Figura 7: Áreas de Negócio Grupo Dachser	49
Figura 8: Dachser Interlocking	50

INTRODUÇÃO

Para o crescimento das empresas, os empresários, gestores e demais agentes ligados ao mundo empresarial, deparam-se com duas alternativas habitualmente designadas: crescimento interno (orgânico) e crescimento externo. O crescimento interno ocorre por atuação autónoma da empresa, o crescimento externo dá-se pela interligação e coordenação entre várias empresas, através de acordos, alianças, joint-ventures e fusões e aquisições. (Matos e Rodrigues,2000). De acordo com (Ferreira, 2002), o desenvolvimento orgânico ou interno é o método mais tradicional, tendo como principais razões: o envolvimento direto em negócios considerados sofisticados ou complexos; os custos de desenvolvimento no interior podem ser inferiores aos da aquisição no exterior; preocupação em evitar que o crescimento provoque instabilidade; mudanças no comportamento das organizações e cultura; quando não existe outra alternativa. Já as F&A (Fusões e Aquisições), proporcionam um caminho mais rápido e aparentemente mais seguro em termos de crescimento e é uma estratégia seguida principalmente por empresas de maior dimensão.

Rodrigues (1998), conclui que a mais consensual das conclusões da extensa literatura empírica sobre F&A, é que os acionistas da empresa alvo obtêm ganhos muito substanciais face ao valor de mercado das suas ações, quanto aos acionistas da empresa adquirente persistem dúvidas.

A reestruturação das sociedades pode ter lugar quando as empresas se encontrem em boa situação económica e financeira ou em difícil situação financeira, Brandão (2003).

Rodrigues (2009), fala das Fusões e Aquisições Internacionais e Investimentos de Raiz como duas componentes do Investimento Direto Estrangeiro (IDE). Desde os anos 80, o IDE, tem assumido um papel crescente na economia mundial fruto de uma nova configuração da economia, cujas principais características estão associadas à intensificação da concorrência, à liberalização económica e à rápida evolução tecnológica. No seu estudo que se reporta ao período de 1980 a 2006, permitiu concluir que os países com elevado grau de proteção ao investidor apresentam uma maior propensão para o IDE via F&A, enquanto países com um elevado grau de distância cultural e de aversão à incerteza, tendem a preferir o IDE de raiz.

O presente trabalho tem como objeto de estudo, compreender o cálculo do valor da avaliação de uma determinada área de negócio transferida para uma empresa do grupo, consequência da segunda maior aquisição na história corporativa da casa mãe. Como objetivo secundário pretendemos compreender as razões que levam as empresas a optar pelo crescimento externo, nomeadamente através de Fusões e Aquisições.

A empresa Dachser Portugal,SA, que alienou a sua área de negócio, integra um dos maiores grupos privados de transporte de mercadorias a nível mundial, com sede na Alemanha. O Grupo foi fundado em 1930, sendo atualmente um dos maiores grupos privados de transporte de mercadorias a nível mundial, com agências espalhadas por todo o mundo. Tem como missão, criar a mais inteligente combinação e integração de serviços de rede logística do mundo.

Para a elaboração do estudo de caso, utilizamos como metodologia, a análise das demonstrações financeiras da empresa, procurando aferir o valor do negócio face a um contexto económico. Dada a confidencialidade de determinados dados, os valores apresentados não são os valores reais.

Para nos familiarizarmos com o tema do nosso trabalho nada melhor do que fazer revisão da literatura. Este trabalho encontra-se dividido em duas partes: revisão da literatura e estudo de um caso. Na parte I, estruturamos da seguinte forma: Capítulo I, enquadramento das Fusões & Aquisições ; Capítulo II, impacto estratégico. Começamos por fazer um enquadramento falando dos conceitos, ciclos de Fusões e Aquisições, os motivos e razões da sua existência bem como as políticas de concorrência, e no capítulo II debruçamos-nos sobre as avaliações de empresas e reestruturações. Na parte II, parte empírica é efetuada a elaboração do estudo de caso. Utilizamos como metodologia de investigação, a metodologia qualitativa, através da análise das Demonstrações Financeiras da empresa durante o período de 2009 a 2013.

Como método de pesquisa, o estudo de caso, de acordo com Yin (2009), é utilizado em muitas situações, contribuindo para o nosso conhecimento individual, em grupo, organizacional, social e fenómenos relacionados. Este autor diz-nos também que a utilização deste método, como método e pesquisa, é considerado um método desafiador de todos os esforços das ciências sociais.

Zainal (2007), afirma que estudo de caso pode ser considerado um método de pesquisa robusto nomeadamente quando se procura compreender os fenómenos na sua totalidade e globalidade. É um método reconhecido como uma ferramenta em muitos estudos das ciências sociais.

Capítulo I- Fusões e Aquisições - Enquadramento

Este capítulo visa fornecer uma primeira abordagem ao enquadramento teórico do tema aqui em causa. As fusões e aquisições, no contexto de reestruturação de grupos de empresas, são uma componente fulcral para a sua realização de forma eficiente. Desde há longas décadas, a reestruturação de empresas, é considerada uma das principais formas de criação de valor e de riqueza nas sociedades.

Com o propósito de nos familiarizarmos com o tema das fusões e aquisições, começamos por abordar alguns conceitos referenciados na literatura já existente. Iremos também abordar as três perspetivas existentes em Portugal do conceito de fusões (jurídica, fiscal e contabilística). Neste capítulo iremo-nos debruçar em mais três pontos que julgamos importantes para o enquadramento do presente trabalho. A história das F&A, os seus diferentes ciclos existentes, as motivações intrínsecas a este tipo de concentrações e abordamos também as políticas de concorrência nas concentrações, que surgiram por consequência das concentrações.

1.1 Fusões e Aquisições – Os Vários Conceitos

Existem diversos motivos por que ocorre o fenómeno da concentração das empresas. Em alguns casos visam extrair vantagens decorrentes de regimes legais e fiscais favoráveis e noutros casos na conveniência da expansão internacional de sociedades, sediadas em países desenvolvidos; interessadas no investimento em países menos desenvolvidos, com mercados que permitem altas rendibilidades. Encontram, então, motivações políticas e legais para a criação de sociedades locais, juridicamente autónomas, mesmo quando de facto são totalmente dominadas pela “empresa mãe”.

Através da revisão da literatura podemos encontrar vários tipos de conceitos associados a Fusões e Aquisições. Há que ter em conta a diferença de terminologia entre fusões e aquisições.

De acordo com M^a Isabel da Cunha, (2005), em Portugal as fusões podem ser definidas segundo três perspetivas: jurídica; fiscal e contabilística.

1.1.1 Definição Jurídica

A definição jurídica das fusões, encontra-se no n^o4 do art.97^o do Código das Sociedades Comerciais (CSC), onde se diz que 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, acções ou quotas desta; 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, acções ou quotas da nova sociedade.” Ainda no mesmo artigo do CSC, diz-se também, que duas ou mais sociedades, mesmo de tipo diverso podem fundir-se. Além das partes, acções ou quotas da sociedade incorporante ou da nova sociedade, podem ser atribuídas aos sócios/acionistas da sociedade incorporada ou das sociedades fundidas quantias em dinheiro que não excedam 10% do valor nominal das participações que lhe forem atribuídas.

Silva (2015), fala em duas modalidades distintas de fusão: fusão- incorporação e fusão-concentração. Fusão- incorporação dá-se quando existe a transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra sociedade que se designa sociedade incorporante. A fusão-concentração, dá-se mediante a constituição de uma nova sociedade, sendo os patrimónios das empresas fundidas transferidos para a nova sociedade.

Matos e Rodrigues (2000), faz referência a duas abordagens: abordagem jurídica e económica, do conceito de fusão de empresas. A abordagem jurídica, de acordo com os autores, poderá ser vista no artigo 97º do Código das Sociedades Comerciais, podendo concretizar-se de duas formas: fusão-absorção e fusão-criação ou fusão pura. A primeira dá-se quando uma das sociedades pré-existentes absorve o património das restantes, que se extinguem e fusão-criação ou fusão pura acontece quando uma nova sociedade absorve o património de todas as sociedades pré-existentes, extinguindo-se dessa forma as sociedades adquiridas.

1.1.2 Definição Fiscal

No Código do IRC (CIRC), encontramos uma subsecção denominada “Regime especial aplicável às fusões, cisões, entradas de ativos e permutas de partes sociais.”, que vai do artigo 73º a 78º.

No nº1 do artigo nº73º, do mesmo Código encontra-se a definição de fusão: “*Considera-se fusão a operação pela qual se realiza: a) A transferência global do património de uma ou mais sociedades (sociedades fundidas) para outra sociedade já existente (sociedade*

beneficiária) e a atribuição aos sócios daquelas de partes representativas do capital social da beneficiária e, eventualmente, de quantias em dinheiro que não excedam 10% do valor nominal ou, na falta de valor nominal, do valor contabilístico equivalente ao nominal das participações que lhes forem atribuídas;

b) A constituição de uma nova sociedade (sociedade beneficiária), para a qual se transferem globalmente os patrimónios de duas ou mais sociedades (sociedades fundidas), sendo aos sócios destas atribuídas partes representativas do capital social da nova sociedade e, eventualmente, de quantias em dinheiro que não excedam 10% do valor nominal ou, na falta de valor nominal, do valor contabilístico equivalente ao nominal das participações que lhes forem atribuídas;

c) A transferência global do património de uma sociedade (sociedade fundida) para a sociedade detentora da totalidade das partes representativas do seu capital social (sociedade beneficiária);

d) A transferência global do património de uma sociedade (sociedade fundida) para outra sociedade já existente (sociedade beneficiária), quando a totalidade das partes representativas do capital social de ambas seja detida pelo mesmo sócio;

e) A transferência global do património de uma sociedade (sociedade fundida) para outra sociedade (sociedade beneficiária), quando a totalidade das partes representativas do capital social desta seja detida pela sociedade fundida.”

O Código do IRC consagra o regime da neutralidade fiscal no nº 1 do artigo 74º porque está implícita a continuidade do exercício da atividade, pela sociedade beneficiária/nova, que decorre dos direitos e obrigações das sociedades fundidas, e no nº7 do artigo 73º, encontram-se os requisitos para aplicação do regime da neutralidade.

O nº10 do artigo 73º, fala-nos das limitações da aplicação do regime especial, ao referir:

“O regime especial estabelecido na presente subsecção não se aplica, total ou parcialmente, quando se conclua que as operações abrangidas pelo mesmo tiveram como principal objetivo ou como um dos principais objetivos a evasão fiscal, o que pode considerar-se verificado, nomeadamente, nos casos em que as sociedades intervenientes não tenham a totalidade dos seus rendimentos sujeitos ao mesmo regime de tributação em IRC ou quando as operações não tenham sido realizadas por razões económicas válidas, tais como a reestruturação ou a racionalização das atividades das sociedades que nelas participam, procedendo-se então, se for caso disso, às correspondentes liquidações adicionais de imposto.”

Cunha (2005), o regime fiscal implementado em Portugal, tem como objetivo a neutralidade fiscal potenciando o diferimento da tributação dos rendimentos, dos lucros e das mais-valias resultantes de fusões de empresas.

Com a entrada em vigor (Janeiro de 2005) das Normas Internacionais de Contabilidade, as sociedades abrangidas (sociedades cotadas e subsidiárias) pela aplicação destas normas deixam de beneficiar deste sistema de neutralidade. Assim, o regime em vigor encontra-se desajustado face às alterações das Normas Internacionais de Contabilidade (deixa de ser permitida a utilização do método da comunhão de interesses)

Estamos perante uma contradição entre a NCRF14, que impõe o método de compra e o CIRC, que através do nº 3 do artigo 74, impõe o método de comunhão de interesse, *“a sociedade beneficiária mantenha, para efeitos fiscais, os elementos patrimoniais objeto de transferência pelos mesmos valores que tinham nas sociedades fundidas, cindidas ou na sociedade contribuidora antes da realização das operações, considerando-se que tais valores são os que resultam da aplicação das disposições deste Código ou de reavaliações efetuadas ao abrigo de legislação de carácter fiscal.”*

Podemos assim concluir, que para que uma sociedade resultante de fusão preencha os requisitos para poder beneficiar deste regime, terá de, para efeitos fiscais, não seguir aquilo que estaria condicionada a fazer, pela aplicação da NCRF 14, utilizando os valores históricos/contabilísticos e não os justos valores à data da operação.

Por último, importa referir que este regime de neutralidade fiscal impõe no n.º 4 do artigo 74.º do CIRC, que :

- a) O apuramento dos resultados respeitantes aos elementos patrimoniais transferidos seja feito como se não tivesse havido fusão, cisão ou entrada de ativos;*
- b) As depreciações ou amortizações sobre os elementos do ativo fixo tangível, do ativo intangível e das propriedades de investimento contabilizadas ao custo histórico transferidos, sejam efetuadas de acordo com o regime que vinha sendo seguido nas sociedades fundidas;*
- c) Os ajustamentos em inventários, as perdas por imparidade e as provisões que foram transferidos tenham, para efeitos fiscais, o regime que lhes era aplicável nas sociedades fundidas.*

Atualmente a perspetiva fiscal das fusões é equiparada à perspetiva jurídica, uma vez que a definição implícita no Código das Sociedades Comerciais (CSC) está em consonância com a Terceira Diretiva em matéria de imposto de sociedades (Diretiva 78/855/CEE do Conselho, de 9 de Outubro. A Diretiva 90/434/CEE do Conselho, de 23 de Julho, influenciou a legislação fiscal relativa ao regime especial às fusões de sociedades constantes no Código do IRC.

1.1.3 Definição Contabilística

A perspetiva contabilística, encontra-se no Sistema de Normalização Contabilística (SNC), na NCRF 14, parágrafo 9. O Decreto-Lei nº 158/2009, de 13 de Julho aprovou a entrada em vigor do SNC. Desde a sua entrada já sofreu as seguintes alterações legislativas:

- Lei nº 20/2010, de 23 de Agosto,
- Lei nº 66-B/2012 de 31 de Dezembro,
- Lei nº 83-C/2013, de 31 de Dezembro, e por último
- DL nº 98/2015, de 2 de Junho.

Fusão é uma das formas de concentração de atividades empresariais, o conceito de fusão está contemplado no Sistema de Normalização Contabilística (SNC), na NCRF 14- Concentrações de Atividades Empresariais.

No paragrafo nove da norma temos a definição de, *“atividade empresarial: é um conjunto integrado de atividades conduzidas e de ativos geridos com a finalidade de proporcionar: (a) um retorno aos investidores; ou (b) custos mais baixos ou outros benefícios económicos direta e proporcionalmente aos participantes.”*No parágrafo dez e onze, da mesma Norma, temos os métodos de contabilização das concentrações de atividades empresariais.

Contrariamente às fusões, as aquisições não têm uma definição objetiva a nível nacional em termos legais, sendo consideradas como parte integrante das concentrações de atividades empresarias, como descrito na NCRF 14.

1.1.4 Conceito de Autores e Investigadores

Embora não existam definições únicas para a terminologia Fusões e Aquisições (F&A), vamos tentar abordar algumas das que se encontram na literatura.

Matos e Rodrigues (2000), fazem referência a duas abordagens: abordagem jurídica e económica, do conceito de fusão de empresas. Na abordagem económica, privilegiam-se os efeitos das operações, a sua capacidade para se submeter ao controlo de um único centro de racionalidade económica, unidades anteriormente autónomas. Quanto à abordagem jurídica já falamos no ponto anterior.

No presente trabalho, adotamos a abordagem económica apresentada pelo autor acima mencionado.

Ferreira (2002), diz-nos que dada a quantidade de expressões existentes acerca deste tema F&A, considerar-se-ão, por um lado as expressões de aquisição (ou aquisição pura), fusão-integração, fusão por incorporação ou fusão-absorção, a que corresponderão as expressões anglo-saxónicas de *takeover* ou *acquisiton*, e por outro, de fusão – combinação ou simplesmente fusão (*merger* ou *consolidation*), para representar situações tecnicamente diferentes.

Ainda de acordo com este autor, as fusões e aquisições estão relacionadas com a criação de valor, sendo um dos objetivos primordiais na gestão das empresas promovendo o crescimento económico. É importante que qualquer que seja a função desempenhada na empresa se preocupe com a criação de valor e riqueza.

“Os decisores que perseguem o objetivo da criação de valor transformaram o conceito num credo.” (Ferreira, 2002).

Segundo Weston; Mitchell e Mulherim (2004), as palavras *merger* e *tender offer*, são usadas com frequência mas as distinções não são precisas. Como assunto prático, é útil ter alguma linguagem para descrever as atividades de *M&A* (Fusões e Aquisições), as definições são arbitrárias mas muito necessárias. No quadro resumo podemos ver as definições dadas por estes autores.

Para Valente (2005), a literatura sobre este tema, utiliza designações tais como: fusões, aquisições, fusões e aquisições (F&A), *takeover* (tomada de controlo de uma empresa), participações, etc, sendo equacionado muitas vezes, quanto ao sentido, em que são utilizados aqueles termos.

Quadro 1 :Resumo de conceitos de Fusões e Aquisições segundo vários autores

AUTOR	CONCEITOS
	FUSÕES E AQUISIÇÕES
Krekel, Woerd, Wouterse, (1967,14)	Define uma fusão, <i>"quando as empresas que participam no processo alienam uma parte da sua independência, e em que as cláusulas do acordo são objeto de exames em comum, pelas partes. Devemos no entanto reconhecer que muitas aquisições são designadas eufemisticamente por fusões."</i>
Bastardo, Carlos e António Rosa Gomes (1991,12)	Define fusão como <i>"uma operação que compreende a absorção de uma sociedade por outra, recebendo a empresa absorvente um conjunto de créditos (direitos sobre terceiros e bens activos) e de débitos (responsabilidades para com terceiros) da empresa absorvida". O autor distingue juridicamente os conceitos de fusão e de aquisição, correspondendo ambos a duas formas de combinação de empresas.</i>
Ventura, (1999,14)	<i>"Fusão, em geral..., significa combinação de dois ou mais corpos num só. A essência da fusão de sociedades consiste em juntar os elementos pessoais e patrimoniais de duas ou mais sociedades preexistentes, de tal modo que passe a existir uma só sociedade...Indispensável que algumas sociedades se extingam: ou todas, se do processo resultar uma nova sociedade."</i>
Domingos Ferreira , (2002,97)	<i>"A decisão de aquisição tem implícito o objectivo de controlar total ou parcialmente uma empresa. O controlo pode ser assegurado por vários tipos de decisões, designadamente, a compra de ações, a compra de activos livres de ónus e sem assumir os passivos, ou a eleição de representantes nos órgãos decisores."</i>
Weston et al. (2004)	<i>"No geral, fusões refletem várias formas de combinações de empresas através de alguma reciprocidade nas negociações. Em ofertas públicas (tender offers), os licitantes contactam diretamente os acionistas, convidam-nos a vender as suas ações a um preço de oferta. Os diretores das empresa podem ou não aceitar a proposta da oferta pública. Mergers and tender offers são duas forma de takeovers (assumir o controle)."</i>
Sudarsanam, Sudi (2010, XVI)	<i>"Fusões e aquisições são realizadas pelas empresas para atingir certos objectivos estratégicos e financeiros. Elas envolvem a união de duas organizações com personalidades, culturas e valores muitas vezes díspares de empresas. O sucesso das fusões podem, portanto, depender de quão bem as organizações estão integradas."</i>
Lasher, William (2014)	<i>"Os termos fusões; aquisições e consolidaçã, significam a combinação de duas (ou mais) unidades de negócios sob uma única propriedade de controle. Fusão é vagamente definido como qualquer combinação de dois ou mais negócios sob uma única propriedade. A consolidação ocorre quando todas as pessoas jurídicas decidem dissolver, e forma-se uma nova empresa para continuar no futuro. Numa aquisição ou takeover uma empresa adquire as ações de uma empresa que deixa de existir, ou seja a empresa adquirente continua a existir e a adquirida deixa de existir. Takeover é usulamente hostil."</i>

Fonte: Elaboração Própria

1.2. Enquadramento Histórico – Ciclos de Fusões

As primeiras fusões e aquisições apareceram nos EUA (Estados Unidos da América), por volta da década de 90 do século XIX. Desde o seu início existiram vários ciclos ou ondas importantes. A razão da sua existência está relacionada com várias causas. Neste ponto começamos por abordar os ciclos de fusões e aquisições e de seguida falaremos dos principais motivos, razões que levaram ao seu aparecimento.

1.2.1 Ciclos de Fusões

A literatura é consensual na existência de ciclos, “*waves*”(ondas) de fusões e aquisições.

Town (1992), salienta que os economistas desde há algum tempo que se aperceberam que as fusões ocorrem em ondas, ou seja, há períodos curtos de atividades de fusão muito intensos.

Rodrigues (1998), refere que Golbe e White (1988), consideram que uma das características intrigantes das fusões, é o facto de tenderem a concentrar-se em determinados períodos. Daí o termo vaga de fusões. Golbe *et al.* (1988) afirma: a verdade é que é habitualmente admitida a existência de uma correlação entre as vagas de fusões e os períodos de *boom* dos mercados acionistas.

McCarthy e Dolfsma (2013), referem, que a história diz-nos que as maiorias das fusões são anunciadas durante uma onda de fusão, isto é, durante um período de atividade intensa, seguindo-se um intervalo de atividade relativamente menos intenso. O que leva a concluir que todas as ondas de fusões são diferentes umas das outras. Estes autores afirmam ainda que a existência de ondas de fusões é um fenómeno bem estabelecido na literatura empírica: os estudos efetuados por Town (1992), Golbe & White (1993), e mais recentemente por Bouwman et al (2003), encontram evidências que sugerem a existência de um número de ondas de fusões distintas.

Hohn (2014), diz-nos que devido às flutuações na atividade de fusões, o comportamento de séries temporais de fusão é parafraseado como "onda de fusões". Este autor, foi o primeiro a analisar empiricamente a análise de uma série temporal de fusões nos EUA ao longo de mais de um século. A série compreendia o período de 1895 a 2011, correspondendo a uma análise de 116 anos. Identificou as seguintes características: a atividade de fusões tem crescido exponencialmente ao longo dos 116 anos, enquanto que o número de fusões dobrou aproximadamente a cada 19 anos.

De acordo com Vancea (2012), os autores Golbe e White (1993) foram os primeiros a notar o carácter cíclico da atividade de fusão e aquisição. A observação da evolução anual do número de operações de fusão e de aquisição enfatiza o fenómeno de evolução em ondas,

que consiste em um aumento súbito e importante da quantidade de operações, concentrado num curto período de tempo. Este autor refere que até à data, existiram seis ondas de fusões e aquisições: século XIX, ano 1890, século XX: anos 20, anos 60, anos 80, anos 90, e a última iniciada no século XXI, em 2003 e concluída em 2007, quando se iniciou a crise económico-financeira internacional de 2008.

Lipton (2006), escreve que economistas e historiadores referem-se a cinco ondas de fusões com início nos EUA, na década de 1890. O autor acredita que uma sexta onda começou em 2003. Elaboramos um quadro resumo com as datas das ondas bem como as causas associadas,

Quadro 2: Principais fatores relacionados com a existência de ondas de F&A, de acordo com Lipton (2006)

ONDAS	PRINCIPAIS OCORRÊNCIAS/FATORES
1ª(1893 a 1904)	Tempo das grandes concentrações horizontais (combinação de duas empresas na mesma linha de negócios). Foi neste período que surgiu o primeiro organismo de regulamentação, o <i>Sherman Antitrust</i> . A causa para o final desta onda está associada à 1ª guerra mundial.
2ª(1919 a 1929)	Aumento muito significativo das integrações verticais. Os principais fabricantes de automóveis surgiram neste período, como por exemplo a Ford. A grande depressão, <i>crash</i> da bolsa, determinam o fim desta onda.
3ª(1955-1969-73)	Período dos conglomerados (empresas com linhas independentes de negócios).Este tipo de F&A, caiu em 1969-70, devido às empresas que diversificaram nunca alcançarem os benefícios esperados.
4ª(1974-1980 a 1989)	Introdução das aquisições hostis ou não amigáveis, que consistem numa proposta ou oferta de aquisição de ações de uma empresa, normalmente por um valor superior ao do mercado. A primeira aquisição hostil, ocorreu em 1974, ainda antes do início do 4º ciclo. Terminou esta onda com o colapso do mercado de títulos de alto risco, juntamente com o colapso das economias fruto do <i>crash</i> da bolsa de Outubro de 1987.

Continuação Quadro 2

ONDAS	PRINCIPAIS OCORRÊNCIAS/FATORES
5ª(1993-2000)	Esta foi a era do mega-negócio. Ela terminou com o estouro da bolha do Milênio. Uma visão global da competição, as empresas pensavam que deviam ser grandes para competir e um ambiente <i>antitruste</i> relativamente contido levou a combinações outrora impensáveis, tais como as fusões de Citibank e viajantes, Chrysler e Daimler Benz, Exxon e Mobil, Boeing e McDonnell Douglas, AOL e Time Warner, e da Vodafone e da Mannesmann. Nove dos maiores negócios na história toda tiveram lugar no período de três anos (1998-2000). Final do ano 2000, bolha tinha estourado. O Nasdaq caiu mais de 50% de seus altos, o mercado de títulos de alto risco foi quase inexistente, os bancos apertaram seus padrões de empréstimos e os anúncios de fusão não foram bem recebidos nos mercados de ações. Assim terminou a quinta onda, com a atividade de fusões em 2001 em metade do que era em 2000.
6ª(2003-200?)	O ritmo de fusões aumentou até ao final de 2006, para isso contribuíram os fatores: globalização; o incentivo por parte dos governos de alguns países; financiamentos a custo baixo e um tremendo crescimento nos fundos de capital próprio que intimamente ligados ao aumento das decisões de gestão de aquisições, facilitaram este processo.

Fonte: Elaboração Própria

Killian J.McCarthy *et al* (2013), enumeram a existência de seis ondas de fusões e aquisições, sendo que as duas primeiras apenas ocorreram nos Estados Unidos:

Quadro 3: Principais fatores relacionados com a existência de ondas de F&A, de acordo com Killian J.McCarthy *et al* (2013)

ONDAS	PRINCIPAIS OCORRÊNCIAS/FATORES
1ª(1895-1904)	Impulsionadas por mudanças nos ambientes operacionais físicos de uma empresa norte-americana (Weston et al.,2004;Gaughan, 2010).
2ª(1918-1929)	
3ª(1960-1969)	Entre outros fatores, pelo aumento da moderna teoria da gestão (Weston & Mansinghka, 1971); uma teoria que se espalhou a partir dos EUA para o Reino Unido.
4ª(1981-1989)	Considerada a 1ª onda anti-fusão; agentes corporativos descobriram que muitos dos conglomerados criadas na década de 1960 eram menos do que a soma de suas partes (Shleifer e Vishny, 1991; Allen <i>et al</i> , 1995). Durante este período, a atividade de fusões espalhou-se a partir dos EUA para o Reino Unido, e depois para a Europa Continental.

Continuação Quadro 3

ONDAS	PRINCIPAIS OCORRÊNCIAS/FATORES
5ª(1991-2001)	Impulsionada pela desregulamentação, liberalização do mercado e da globalização, durante este período registos de ondas foram quebrados em todas as regiões. Propagação de ondas de base norte-americana para engolir a Europa e, em seguida, a Ásia.(Pamphilis, 2008) .
6ª(2003-2008)	Empresas de capitais próprios privados aproveitaram-se de taxas de juro historicamente baixas para fazer aquisições especulativas. Esta foi a primeira onda de fusões do século XXI e, talvez, a primeira onda, verdadeiramente global.

Fonte: Elaboração Própria

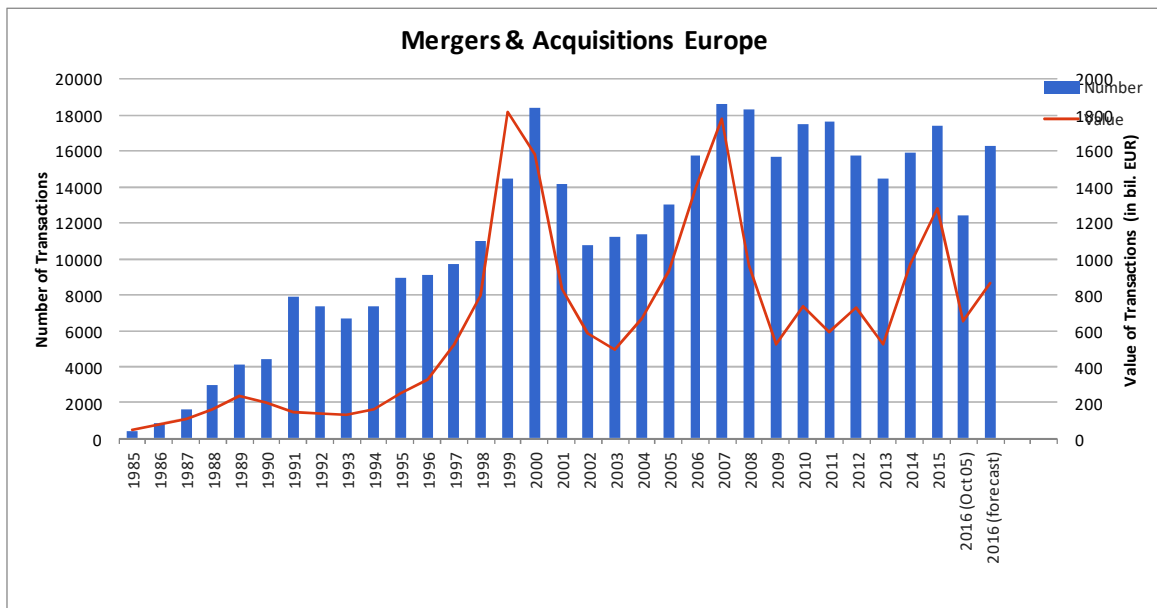
A maior parte da literatura fala em cinco ondas, a partir de 2006 é possível encontrar artigos sobre a existência da 6ª onda, como nos refere Lipton (2006), e, já de acordo com Lasher, (2014), estamos perante uma 7ª onda. O arranque das ondas de F&A deu-se nos EUA, surgindo na 4ª onda o início atividade de fusões que se espalharam a partir dos EUA para o Reino Unido, e depois para a Europa Continental. Mas a 5ª onda é conhecida como a onda da globalização, um largo número de fusões internacionais incluindo vários em que os alvos de aquisição eram empresas americanas, que anteriormente era muito incomum. Brakman Steven *et al* (2005), referem como uma mega onda de empresas europeias envolvidas, ocorrendo neste período a maior *cross-border* europeia: aquisição da Mannesmann (Alemanha) pela Vodafone AirTouch PLC.

O autor Lasher, (2014), acerca da 7ª onda, diz-nos que esta onda iniciou devagarinho depois de 2009, ganhando velocidade até 2014, considerado o maior ano desde um pico pré-crise em 2007. Até meados de 2015 as tendências de aceleração continuam. Sendo para o autor evidente que estamos numa sétima onda de fusões.

Por forma a evidenciar, o acima transmitido, colocamos abaixo dois gráficos, retirados da base de dados Source: *Thomson Financial, Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA)*. Através do gráfico abaixo podemos constatar que o *boom* do volume de transações na Europa se deu no ano 2007, no período compreendido entre 1985 e 2015. Se compararmos com o gráfico dos EUA, vemos que o nº de transações em 2007 foi superior na Europa.

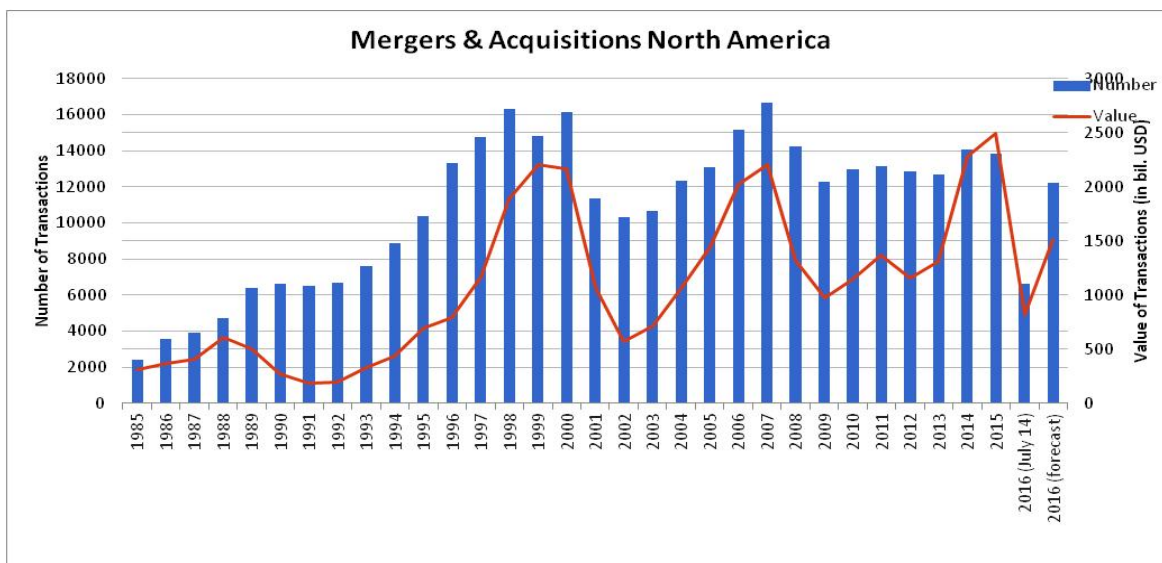
De acordo com os dados compilados pela Bloomberg¹, o ano 2015 atingiu o valor mais alto de sempre em fusões e aquisições, ultrapassando o recorde anterior, em 2007, antes da crise financeira. Apesar do número de transações em 2015 ser inferior, em termos de valores superou o ano 2007. Os alvos atraentes foram encontrados em indústrias, que necessitavam de obter escala para poderem lidar com a concorrência pesada ou desaceleração do crescimento, tais como: telecomunicações, tecnologia e cuidados de saúde.

Gráfico 1: Número de F&A ocorridas na Europa (1985 a 2016)



Fonte: <https://imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions>, acessado em Outubro de 2016

¹ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-01-05/2015-was-best-ever-year-for-m-a-this-year-looks-pretty-good-too>

Gráfico 2: Número de F&A ocorridas no Norte da América (1985 a 2016)

Fonte: <https://imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions>, acessado em Outubro de 2016

1.2.2 Motivos dos Ciclos de Fusões

Contrariamente ao que acontece na literatura sobre ondas de fusões e aquisições, em que os autores são consensuais, no que concerne aos motivos, razões da sua existência, já não há consenso.

Town (1992), foi o primeiro no estudo de uma série temporal de fusões nos E.U.A, compreendida entre 1885 a 1989. Para o autor, o padrão subjacente nos dados de séries temporais de F&A, pode ser caracterizada por mudanças dicotômicas entre altos e baixos níveis de atividade.

Carvalho das Neves, 1997, aponta cinco razões relacionadas com as mudanças globais de mercado para a vaga de fusões e aquisições (*cross-border*):

- As sucessivas etapas de integração das economias dos países da União Europeia;
- A globalização dos mercados e produtos;
- O desenvolvimento tecnológico e os investimentos que lhe estão associados exigem uma gestão de conceção do produto, *marketing*, produção e distribuição, adequada à rentabilização do investimento, passando por economias de escala e alargamento do campo de ação da empresa;

- d) A disponibilidade de capitais para investimento e a inovação financeira tem concebido produtos financeiros que se adaptam ao risco dos investimentos e suportam operações de tomada de controlo que há alguns anos atrás seriam impensáveis;
- e) A tendência para a privatização das empresas, em particular nos países de leste, originou um volume de transações impossíveis noutro contexto.

Este autor refere ainda, que na década de 80, Portugal e Espanha eram vistos como países de destino de investimento pelo seu baixo custo de laboração quando comparados com as empresas americanas e europeias.

De acordo com Ferreira (2000), é possível identificar dois fatores que potenciam os ciclos de F&A, no caso dos EUA: macroeconómicos e financeiros. Os macroeconómicos, estão relacionados com a taxa de crescimento do PIB e os níveis das taxas de juro, o que fomenta o investimento. O autor explica que a taxa de evolução do PIB tem impacto sobre os ciclos de F&A, quer quando sobe quer quando baixa, admitindo contudo que tem mais impacto no caso de subida. Quanto às taxas de juro, quanto mais baixas haverá uma melhor tendência para aquisições. Quanto a fatores financeiros, relacionados com a evolução dos preços das ações, ou cotações em que eventuais quebras podem tornar empresas atrativas.

Steven *et al* (2005), referem que as ondas de fusões estão positivamente correlacionadas com o aumento nos preços das ações, rácios de rendibilidade/capitalização bolsista e o ciclo de negócio em crescimento.

Gugler *et al* (2012), analisaram o comportamento das ondas de fusões das empresas cotadas e não cotadas, e encontraram diferenças significativas entre as empresas cotadas e não cotadas como previsto pelas teorias comportamentais de ondas de fusões.

O estudo refere-se às datas de atividades de fusões ocorridas entre 1991 e 2004. As ondas de fusões de empresas cotadas ocorreram no final do século XX, nos Estados Unidos; Reino Unido e na Europa Continental², onde os picos das ondas coincidiu com os picos de crescimento do mercado de ações. Este estudo foi o primeiro a identificar este padrão na Europa Continental. Foram utilizadas quatro teorias, duas das quais neoclássicas:

² Europa Continental, é a Europa excluindo as ilhas europeias e por vezes as penínsulas.

- q - teoria de fusões;
- teoria dos choques industriais;
- teoria critério de gestão;
- teoria das ações supervalorizadas.

Através da análise destas quatro teorias, os autores concluíram:

O q-teoria, quando aplicado a ondas de fusões, afirma que este padrão é devido a um choque tecnológico subjacente que afeta toda a economia, fazendo os preços das ações subir, o q^3 subir, consequentemente fusões mais rentáveis, logo gerando uma onda de fusões. Este choque tecnológico é suposto afetar toda a economia, tornando as fusões mais lucrativas para ambas as empresas cotadas e não cotadas.

A teoria dos choques industriais difere do q-teoria. Quando utilizamos choques industriais diferentes e muito específicos, aumentam a rentabilidade de certas indústrias. Deveria também prever ondas de fusões para empresas cotadas e não cotadas nas indústrias que estão a sentir choques, no entanto é contrariada pela incapacidade de identificar ondas de empresas não cotadas.

A teoria critério de gestão, alega que este aumento no otimismo reduz a restrição sobre os gestores que buscam o crescimento por meio de fusões. Fusões que levam à destruição de riqueza que normalmente seria recebido com declínios substanciais no preço das ações da adquirente são recebidas mais favoravelmente durante um *boom* do mercado de ações. A teoria afirma que sobrevalorização e o aumento no otimismo no mercado produz um maior número de empresas sobreavaliadas durante um *boom* do mercado de ações, obtendo-se, assim, mais fusões que se encaixam nesta hipótese. A atividade de fusões de empresas não cotadas não está relacionada com o grau de otimismo no mercado. A atividade de fusão de ambas as empresas cotadas e não cotadas está inversamente relacionado com fração de ações detidas pelo maior acionista.

³ *O Q de Tobin define-se como a razão do Valor de Mercado da firma e o Custo de Reposição de seus Ativos Físicos. Dessa com a Taxa de forma, o Q mede o incentivo da empresa a realizar novos investimentos. Visa-se observar se o Q tem relação estatística significativa Investimento.*”

(www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/327%20NADIA.pdf, acedido a 26 de Setembro de 2016)

Na teoria das ações supervalorizadas, a atividade de fusões de empresas cotadas é positivamente associada com o grau de otimismo no mercado acionista. A atividade de fusões de empresas não cotadas não está relacionada com o grau de otimismo no mercado de ações. A fusão das empresas cotadas está positivamente relacionada com a fração de ações detidas pelo maior acionista da empresa adquirente, enquanto que a atividade de fusões de empresas não cotadas é inversamente relacionada com a fração de ações detidas pelo maior acionista.

Como as duas teorias comportamentais estão ligadas ao grau de otimismo no mercado de ações, ambas são coerentes com a nossa conclusão de que as ondas de fusão não ocorreram para as empresas não cotadas. Na teoria de sobrevalorização, as fusões durante os *booms* do mercado, são impulsionadas pelo desejo dos gestores quererem trocar as ações sobrevalorizadas das suas empresas por ativos reais. A teoria só pode explicar fusões financiadas através de uma troca de ações, portanto, em contraste, com a teoria do critério de gestão, as empresas que não estão sobrevalorizadas podem ainda realizar fusões quando o otimismo no mercado financeiro é alto, e podem escolher financiá-los com dinheiro se têm liquidez, ou emitir dívida. Os coeficientes positivos e significativos dos fluxos de caixa nos dois países anglo-saxónicos, dão assim um maior apoio à teoria do critério de gestão. Os coeficientes positivos e significativos nestes dois países sugerem que esta variável identifica empresas com gestão mais agressiva, que estão mais propensas a emitir dívida do que outras empresas. As empresas europeias continentais comportam-se de forma diferente das empresas anglo-saxónicas neste caso. No entanto, as empresas cotadas da Europa continental, responderam ao *boom* do mercado no final do século passado, expandindo consideravelmente a sua atividade de fusões.

Vancea (2012), no seu estudo, analisou as determinantes macroeconómicas nas atividades de fusões e aquisições. A nível macroeconómico, as operações resultam de choques económicos, tecnológicos ou de regulamentos que contribuem para a intensificação da atividade de fusões e aquisições. Além disso, estudos empíricos na literatura têm demonstrado que existe uma forte correlação entre a evolução dos mercados de bolsa de valores e a atividade de fusões e aquisições, pois muitas operações ocorrem em períodos de euforia da bolsa de valores. Por forma a citar alguns dos autores em que o autor se baseou na revisão da literatura sobre as causas das ondas de F&A, elaboramos um quadro resumo,

Quadro 4: Causas das ondas de F&A, revisão da literatura do artigo, *An Overview on the determinants of M&A*, Vancea (2012)

Autores	Causas das ondas de Fusões e Aquisições
Nelson (1959) ou Andrade, Mitchell e Stafford (2001)	-Concentradas no tempo: tendem a agrupar-se durante períodos de crescimento da bolsa de valores
(Jensen, 1988; Mitchell e Mulhern, 1996; Mulherin e Boone, 2000)	- Intensificação nas atividades nos setores desregulados em comparação com os setores regulados
Coutinet e Sagot-Duvaurox (2003)	-Inovações financeiras (têm a aparência de operações de buy-out de alavancagem ou a aparência de títulos de alto risco)
Ceddaha (2007)	-Fatores políticos e reguladores, -Fatores macroeconômicos (as concentrações intensificar durante os períodos de crescimento econômico) ou industrial e - Fatores do setor.
Gregoriou e Renneboog (2007)	-Recuperação econômica (após um período de recessão) - Mudanças relativas a regulação
Schumpeter (2011)	-Inovações tecnológicas

Fonte: Elaboração Própria

1.3 Motivações

Carreira (1992), apontou causas incentivadoras para a concentração de empresas:

- procura da atenuação ou da extinção do risco constituído pela concorrência;
- introdução de racionalização no processo produtivo e distributivo;
- consecução do controlo económico;
- motivações de índole financeiro.

A primeira causa, resulta de monopólio ou de situações que dele se aproximem. Conseguem-se diminuir os preços de aquisição dos fatores de produção ou elevando os preços de venda dos produtos, através do poder junto de fornecedores e clientes. Relativamente à racionalização, este é um fator poderoso na competição do mercado. Quanto maior a dimensão da empresa, maior será a capacidade em produzir maior quantidade de produtos, favorecendo o trabalho em série, a divisão e a especialização das tarefas. Disto resulta que os custos de transporte e distribuição baixam e torna-se mais fácil o investimento em inovações tecnológicas, concretizando-se assim um maior controlo económico. Este autor fala também da questão do financiamento, pois o crédito bancário está mais facilitado para

as grandes empresas do que a empresas de reduzida dimensão, porque estas pequenas empresas não são conhecidas, não dispõem de organização interna que assegure as múltiplas exigências de informação, indispensáveis para estar nesse mercado, não sendo capazes de oferecer as mesmas garantias que as grandes.

Ferreira (2002), refere sete razões para as aquisições:

- 1) Rapidez de entrada em novos mercados ou negócios;
- 2) Escassez de conhecimentos ou recursos para o desenvolvimento de processos no interior da organização;
- 3) Situação concorrencial ou competitiva, evitando a entrada de empresas concorrentes e adquirindo uma empresa ou negócio já posicionado pode ser uma melhor decisão;
- 4) Aumento da quota de mercado;
- 5) Motivos financeiros, através da aquisição de empresas cujo valor no mercado pareça inferior ao valor justo;
- 6) Divisão dos ativos ou negócios, que decidem aquisições agressivas de empresas e posteriores reestruturações baseadas na divisão do todo em partes;
- 7) Eficiência na gestão dos custos, via aquisição de empresas com maior experiência, que por desenvolvimento orgânico é quase impossível de alcançar.

Este autor refere ainda que uma das características mais relevantes das aquisições é a versatilidade, uma vez que se conseguem alcançar várias situações tais como: extensão geográfica, novas tecnologias e novos produtos, preencher insuficiências nas linhas de produtos ou serviços oferecidos e fortificar capacidades de administração/gestão.

Para Matos e Rodrigues (2000), as motivações para as fusões podem ser vistas de duas formas: a maximização do lucro e os objetivos distintos da maximização do lucro. A empresa neoclássica tem um único objetivo a maximização do lucro, já as empresas modernas têm outras motivações para além da maximização do lucro, nomeadamente a criação de valor para o acionista.

Os autores referem cinco formas em como as fusões podem contribuir para a maximização do lucro: o poder de mercado, eficiência operativa, eficiência na gestão, ganhos financeiros e aquisição de ativos subavaliados.

Relativamente ao poder de mercado, “ as fusões podem contribuir de duas formas para a criação, ou o reforço, do poder de mercado...alteram a estrutura do mercado, no sentido de uma maior concentração. Em segundo lugar, a fusão reduz o número de concorrentes no mercado.” (Matos e Rodrigues, 2000,46)

A maximização do lucro pode ser obtida nas fusões, através da eficiência operativa das empresas envolvidas e redução nos custos.

“A fusão entre duas empresas com linhas de produtos semelhantes pode permitir reafetar a produção,...a fusão entre empresas com linhas de produtos dirigidas ao mesmo tipo de consumidores, ou a mercados similares, pode permitir um melhor aproveitamento dos recursos e capacidades comerciais da empresa, e mesmo fusões entre empresas cujas atividades não têm relação aparente podem permitir-lhes economias a nível administrativo, financeiro e de Investigação e Desenvolvimento. ” (Matos e Rodrigues, 2000,49).

Nas economias de escala⁴, é suposto que a necessidade de recursos humanos e de outros tipos afetos à gestão das empresas cresça menos que proporcionalmente face ao crescimento do volume de vendas, podendo desta forma as fusões contribuir para a eficiência na gestão.

“ ...a possibilidade de ganhos financeiros existe desde que a empresa resultante da fusão tenha possibilidade de se financiar a um custo, em termos médios, inferior ao que seria individualmente obtido pelas empresas.” (Matos e Rodrigues,2000,55).As grandes empresas e sobretudo a grande empresa diversificada, é vista pelos mercados financeiros como tendo menores riscos nomeadamente risco de falência.

As empresas podem não seguir comportamentos maximizadores do lucro, podendo originar que o valor de mercado de algumas empresas pode ser considerado inferior ao seu valor potencial, originando à empresa adquirente uma aquisição de ativos subavaliados. Isto contraria a lógica vigente e preocupação de criação de valor para o acionista.

Brealey, Myers and Allen(2011), consideram os seguintes motivos para as fusões (*mergers*):

⁴ “Economies of scale are enjoyed when the average unit cost of production goes down as production increases. One way to achieve economies of scale is to spread fixed costs over a larger volume of production.” (Brealey,Myers and Allen ,2011)

- Economias de escala: de acordo com os autores muitas das fusões destinam-se a reduzir custos e obter economias de escala. “*For example, there were two chief financial officers before the merger and only one afterward.*”). O objetivo das fusões horizontais é alcançar as economias de escala.

-Economias de integração vertical: algumas empresas tentam obter o controlo sobre o processo produtivo. Uma das formas possíveis é a fusão com um cliente ou fornecedor. A integração vertical e horizontal facilita a coordenação e a parte administrativa. No entanto, segundo estes autores, hoje em dia este tipo de integrações está a cair. As empresas, perceberam que se usassem o sistema de *outsourcing* para prestações de serviços e vários tipos de produção eram mais eficientes.

- Recursos complementares: com a aquisição de pequenas empresas por parte das grandes empresas, podem fornecer os elementos em falta para o sucesso empresarial. Para a grande empresa torna-se mais rápido, mais barato e mais vantajoso adquirir uma empresa já com grandes talentos. As duas firmas desta forma complementam os seus recursos.

-Fundos excedentários: algumas empresas com excesso de capital e que optam por não distribuir os dividendos extra, podem utilizar esses fundos para adquirir ações de outras empresas.

-Eliminação de ineficiências: aquisição é por vezes o mecanismo utilizado para substituir a equipa de gestão antiga por uma nova. Existem firmas com oportunidades não exploradas tais como: redução de custos e aumento das vendas e ganhos. As aquisições não são a única forma para melhorar a gestão, mas por vezes são a forma mais prática e simples.

-Consolidação da Indústria: as maiores oportunidades para melhorar a eficiência parecem estar em indústrias com muitas empresas e muita capacidade. Estas condições parecem desencadear uma onda de fusões e aquisições, que, em seguida, forçam as empresas a cortar nas capacidades e empregos libertando capital para reinvestimento em outras partes da empresa.

Hélder (2005), aponta como as principais motivações das F&A: as que são perspetivadas pela economia industrial e as puramente financeiras.

Os autores citados anteriormente, com exceção dos autores Brealey, Myers and Allen (2011), apontam motivações em comum para a realização de F&A, tais como: eliminação ou atenuação da concorrência; quota de mercado e dimensão da empresa e motivos financeiros.

1.4 Políticas de Concorrência Face às Concentrações de Empresas

No ponto anterior analisamos os motivos para a existência de concentrações. Fruto do crescimento generalizado de combinações de negócios em grande escala ou *trust*⁵, surgiram as políticas *antitrusts* / leis da concorrência para combater os abusos gerados aos níveis: políticos, económicos e sociais. Se vivêssemos num mundo em que funcionava o paradigma de concorrência perfeita⁶, haveria pouca necessidade de políticas de defesa da concorrência e outros mecanismos de regulamentação. Confraria, (2005), diz-nos que a principal característica dos mercados de concorrência perfeita é que existe um grande número de empresas e de consumidores, ao ponto de nenhum deles conseguir influenciar o preço de mercado. Diz-nos também que neste tipo de mercado, o preço é igual ao custo marginal⁷. Como vivemos numa outra realidade, há a necessidade da existência de regras para controlar o funcionamento concorrencial dos mercados. As origens das modernas políticas de concorrência reportam-se ao final do século XIX, maioritariamente como reação à formação de *trusts* no mercado norte-americano.

De acordo com os autores Viscusi, Vernon and Harrington, Jr. (2000), a política *antitrust* deve procurar criar e manter ambientes de mercado que melhoram processos competitivos. Por exemplo, a lei *antitrust* proíbe as empresas de conluio no preço, as grandes empresas da fusão criando monopólios, e as empresas dominantes de usar táticas predatórias contra rivais menores.

⁵ *Trusts have existed since Roman times and have become one of the most important innovations in property law. Trust is a legal relationship created on the basis of trust that exists between the founders of this relationship (trustor) and the trustee.* (Sulçe, 2015.)

⁶ “*Todos os mercados seria composto por um grande número de vendedores de um produto, e os consumidores seriam plenamente informado das implicações do produto.*” (Viscusi; Vernon; Harrington, Jr, *Economics of Regulation and Antitrust*, 3ª edição, 2000, Massachusetts Institute of Technology)

⁷ *O custo marginal traduz o acréscimo de custo necessário para que seja possível aumentar o volume de produção numa pequena unidade.*

Cunha (2005), diz-nos que a fiscalização prévia das operações de concentração de empresas tem vindo a destacar-se como uma das áreas mais importantes do direito da concorrência, tanto na Europa como nos EUA, ganhando força com a vaga de concentrações registada nos últimos anos.

Os EUA, foram os primeiros a criar as leis, pelo facto de também ter sido lá, que surgiram as primeiras concentrações. Perto de 60 anos mais tarde, surgiram na Europa as políticas da concorrência. Vamos neste ponto abordar as políticas de concorrência nos EUA, na Europa e em Portugal.

1.4.1 Política de Concorrência nos EUA

No período de 1887-1904, assistiu-se a um dos maiores ciclos de fusões de empresas nos EUA, envolvendo em alguns casos dezenas de empresas em cada processo.

O público em geral e a classe política entraram num processo de desconfiança perante este movimento de concentrações. Como forma de reação à formação de concentrações, surgiu em 1890 a lei federal conhecida como o **Sherman Act**. Há duas seções principais no Sherman Act:

- seção I, proíbe contratos, combinações e conspiração na restrição do comércio. As penalidades para os infratores pode ser prisão e/ou multa.
- seção II, proíbe a monopolização, as tentativas de monopolizar bem como combinações e conspirações para monopolizar qualquer parte do ramo comercial entre os diversos estados, ou com as nações estrangeiras. As penalidades são semelhantes aos da seção um. A seção I tem como alvo os acordos de fixação de preços, enquanto a seção II tem como alvo a posição dominante no mercado. Esta lei procurou limitar o poder do monopólio, como sendo um instrumento de defesa da concorrência visando a proteção do consumidor.

Apesar de a lei *antitrust* que referimos anteriormente ter sido aprovada em 1890, a primeira decisão tomada com efeito inibidor deu-se no início de 1904, com a confirmação pelo Supremo Tribunal da proibição da fusão entre Great Northern Railway Company e a Northern Pacific Railroad. A tomada desta decisão culminou com o fim do primeiro grande ciclo de fusões na indústria norte-americana. Como resultado da insatisfação com a Lei Sherman, dois estatutos adicionais foram promulgados em 1914: o **Clayton Act** e **FTC** (Lei da Comissão Federal do Comércio).

O **Clayton Act**, foi concebido para definir e esclarecer atos anti concorrência e proibir a discriminação de preços. O **FTC**, surgiu com o objetivo de criar uma agência especial que poderia realizar funções de investigação e adjudicação.

Devido a algumas falhas detetadas na lei Clayton Act, muitas empresas aperceberam-se que esta lei colocava obstáculos a aquisição do capital de outras empresas mas não à aquisição dos seus ativos, e também devido ao período de duas guerras mundiais, entre 1914 e 1950 apenas foram inviabilizadas quinze fusões por esta legislação.

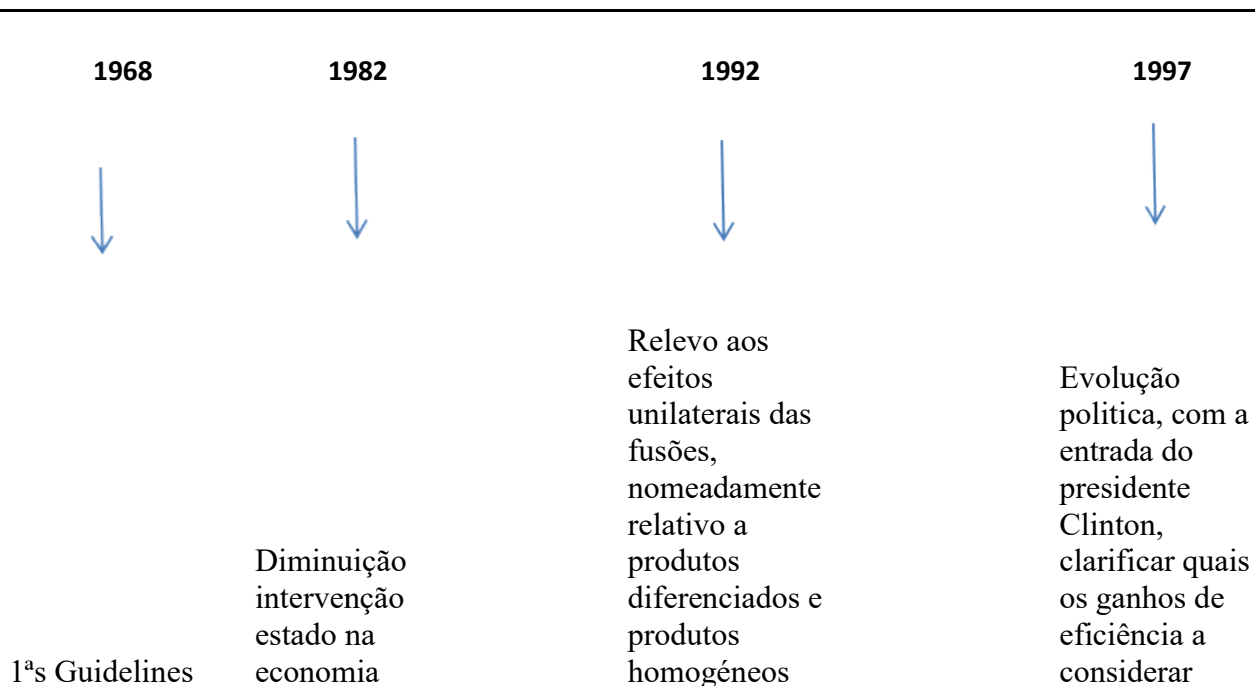
Após a II Guerra Mundial, assiste-se à intensificação da política *antitrust*. Em 1950, o problema da falha da lei foi eliminado através da criação da Lei Celler-Kefauver, que alterou a secção 7 do Clayton Act, tornando claro a sua aplicação a fusões verticais e conglomeradas e não apenas a fusões horizontais. Passava também a abranger qualquer transmissão de ativos e não apenas as transmissões de capital. Por último clarificava os testes de ilegalidade que passavam apenas a ser dois: a fusão não deveria diminuir substancialmente a concorrência, a fusão não deveria tender a criar um monopólio.

A aplicação desta legislação está desde 1914, a cargo de duas agências governamentais: a Antitrust Division do Department of Justice (DOJ) e a Federal Trade Commission (FTC). Estas agências têm como finalidade decidir quais as fusões e aquisições planeadas ou já concretizadas, que o Estado entende serem uma violação das leis em vigor. Cabe aos tribunais a última palavra no controlo de fusões e aquisições nomeadamente em caso de litígio.

De acordo com Matos e Rodrigues (2000), devido ao carácter restritivo da política *antitrust* vigente e às dúvidas quanto à racionalidade económica da política, começaram a surgir as *Guidelines*. Estas *Guidelines*, apenas vinculavam o seu emitente, não tendo força legal e não obrigando os tribunais (última autoridade) de controlo das fusões. O objetivo das *Guidelines* é no fundo clarificar as dúvidas que surgiam e também irem de acordo com as orientações, vontades políticas na época.

Em resumo, apresentamos um esquema com as datas do surgimento das *Guidelines*:

Figura 1: Datas do surgimento das *Guidelines*/Motivos



Fonte: Elaboração Própria

Para finalizarmos este ponto, podemos dizer que atualmente, nos EUA, quem está encarregue de proteger o mercado é a Federal Trade Commission (FTC). Consultando a página da internet da **FTC**, podemos ver a sua história, a sua missão, os seus interesses entre outros. Destacamos que o FTC é uma agência federal bipartidarista com uma única missão dupla para proteger os consumidores e promover a concorrência. Existe há pouco mais de cem anos, baseada no consenso tem defendido os interesses dos consumidores norte-americanos. Com a entrada no segundo século, a FTC está focada no avanço dos interesses dos consumidores, incentivando a inovação e a concorrência na nossa economia dinâmica.

1.4.2 Política de Controlo na Europa

“Defesa da concorrência, para os europeus significa oposição a condutas de agentes económicos que tenham como finalidade modificar, em proveito próprio, o funcionamento natural do mercado.” (Leonor Rossi, Jornal de Negócios, 14 de Abril de 2015)

A maior parte dos países da União Europeia, apenas adotou as políticas de concorrência após o surgimento da CEE (Comunidade Económica Europeia), por causa do mercado único. Na Europa, o Reino Unido foi o primeiro país a adotar uma política da concorrência, em 1948, seguindo-se a Alemanha, em 1958.

Matos e Rodrigues (2000), referem, ao longo da segunda metade dos anos 70, e nos anos 80, que a maior parte dos membros da Comunidade Europeia foi adotando legislação de concorrência. Existem duas particularidades que distinguem a legislação dos estados membros da União Europeia da legislação norte-americana: 1) o controlo das concentrações é feito por autoridades políticas ou administrativas e não pelos tribunais; 2) os critérios de avaliação são suficientemente latos para que as autoridades não tenham de cingir-se estritamente à análise do impacto concorrencial das operações.

O ponto de partida da criação da lei da concorrência com carácter supranacional na Europa concretizou-se na adoção de medidas favoráveis à concorrência com a assinatura do Tratado de Paris, 1951, que criou a Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (CECA). Este Tratado proibia barreiras ao comércio, assim como outras práticas restritivas, que fossem distorcer a concorrência entre os países, que mais tarde foram os fundadores da então Comunidade Económica Europeia (CEE). Este Tratado foi inovador face às políticas adotadas nos EUA, pois estabelecia o princípio da necessidade de autorização prévia para as operações de concentração de empresas. Foi através da assinatura do Tratado de Roma (1957), o Tratado fundador da Comunidade Europeia, que o direito da concorrência ganhou prestígio, no território europeu.

O Tratado de Roma, ao contrário do Tratado de Paris, não previa qualquer tipo de disposições relativas ao controlo de concentrações de empresas que não eram objeto de referência. Com vista a superar esta lacuna a Comissão Europeia, em 1973, propõe a adoção de regulamentação específica relativa ao controlo das operações de concentração de empresas. Apenas, em 1989, o Conselho viria a aprovar o Regulamento 4064/89, que passaria a reger o controlo de concentrações. O Regulamento estabelece uma repartição de competências entre a Comissão e os Estados-membros, sendo a Comissão a única responsável pela apreciação de operações de dimensão comunitária, sendo os Estados – membros, os responsáveis pelas restantes operações.

Política da concorrência da União Europeia



“Juntamente com as autoridades da concorrência dos Estados Membros, a Comissão Europeia aplica diretamente as regras da concorrência da UE (artigos 101.º a 109.º do Tratado sobre o Funcionamento da UE) a fim de garantir um melhor funcionamento dos mercados da UE, mediante uma concorrência livre e leal entre as empresas, em benefício dos consumidores, das empresas e da economia europeia em geral. Na Comissão, a principal responsável pela aplicação das regras da concorrência é a Direção Geral da Concorrência (DG Concorrência).”⁸

Atualmente, a base jurídica para o controlo das concentrações da EU é o Regulamento (CE) nº 139/2004 do Conselho, de 20 de Janeiro de 2004, relativo ao controlo das concentrações de empresas, que entrou em vigor em 1 de Maio de 2004. Este regulamento proíbe fusões e aquisições que reduziria significativamente a concorrência no Mercado Único, por exemplo, se eles iriam criar empresas dominantes que são suscetíveis de aumentar os preços para os consumidores.

Uma realização importante no domínio da política de concorrência em 2014 foi a adoção da diretiva, **Diretiva 2014/104/UE** do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de novembro de 2014, relativa a regras que regem as ações de indemnização no âmbito do direito nacional por infração às disposições do direito da concorrência dos Estados-Membros e da União Europeia. Apresentada pela Comissão em junho de 2013, a diretiva foi adotada e entrou em vigor em 2014. Os Estados-Membros têm agora de aplicar até 27 de dezembro de 2016. Graças a esta diretiva, será mais fácil para os cidadãos europeus e para as empresas obter uma compensação efetiva pelos danos causados por infrações às regras no domínio *antitrust*, como é o caso de cartéis e abusos de posições dominantes no mercado. A diretiva é a primeira iniciativa legislativa adotada através do processo legislativo ordinário no domínio da política da concorrência e define um marco para o diálogo sobre este tema entre a Comissão e as outras instituições da UE. (Relatório sobre a Política da Concorrência, 2014)

⁸ http://ec.europa.eu/dgs/competition/index_pt.htm, acessido em Julho de 2016

Um dos pontos que a Comissão Europeia supervisiona é: o apoio financeiro às empresas (auxílios estatais) concedido pelos Estados-Membros da UE – autorizados desde que não distorçam a concorrência entre as empresas dos países da UE nem prejudiquem a economia; isto aplica-se, por exemplo, a um caso recente em Portugal, **TAP Portugal**.

"A TAP é uma empresa que, pelas regras europeias, não pode ser capitalizada pelo Estado, o que significa que ou a TAP é privatizada ou está condenada a desaparecer, porque o Estado não pode colocar capital na TAP."⁹

1.4.2.1 Portugal

Em Portugal, a primeira legislação a surgir, já na perspetiva da adesão à CEE, foi em 1983. O Decreto-Lei nº 422/83, de 3 de Dezembro, que de acordo com Cunha (2005), não continha disposições específicas a aplicar às concentrações. Dado que este decreto não fazia ainda qualquer referência específica às fusões, em 1988, surgiu o Decreto-Lei nº 428/88, que instituiu o controlo de fusões. Até à criação do organismo atual AdC (Autoridade da Concorrência), devido às constantes necessidades de aperfeiçoamentos, foram surgindo ao longo dos anos, novos decretos-leis.

Matos e Rodrigues (2000), referem que as autoridades nacionais de controlo de concentrações gozam, no entanto, de uma ainda maior discricionariedade do que as autoridades comunitárias, uma vez que embora a legislação insira este controlo no âmbito da política de concorrência, deixa, também, previstas várias aberturas que permitem aprovar operações com impacto concorrencial negativo, ao invocarem outro tipo de benefícios. Até 2000, a legislação nacional não impediu qualquer operação.

Em 2000, o controlo de concentrações em Portugal está a cargo do ministro responsável pela área de comércio, com o apoio da Direção-Geral do Comércio e Concorrência e do Conselho da Concorrência.

⁹ Frase citada pela Maria Luís Albuquerque (ministra das Finanças), Notícia do Jornal de Negócios, de 11 de Dezembro de 2014. Nesta mesma notícia a comissária europeia da Concorrência afirmou: "em geral", há possibilidades, embora reconhecendo que ajudas estatais a aeroportos ou companhias aéreas são, por regra, uma matéria "delicada". Existe a hipótese de conceder ajuda, **mas uma única vez**, de forma a prevenir distorções de mercado e de forma repetida.

Atualmente temos a Autoridade da Concorrência (AdC), criada pelo DL 10-2003 de 18/01/2003. A AdC é uma pessoa coletiva de direito público, de natureza institucional, dotada de património próprio e de autonomia administrativa e financeira.

A AdC é a entidade que tem por missão garantir a aplicação da política de concorrência em Portugal. Acompanha de perto os diversos sectores de atividade económica, com o propósito de garantir a existência de uma concorrência não falseada entre os vários agentes, em benefício do consumidor, admitindo a possibilidade de intervenção sempre e na medida em que detete a existência de circunstâncias que ponham em causa este objetivo. Não integra, no entanto, as competências desta Autoridade a resolução direta de conflitos de consumo, sejam os mesmos resultantes de decisões comerciais das empresas ou das condições de venda acordadas entre estas e os consumidores, sejam de questões relacionadas com os serviços pós venda ou com a faturação e pagamento. Quando sai fora do seu âmbito de atuação, as competências são transferidas para outras entidades tais como Banco de Portugal e a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, entre outras.

1.4.3 AdC - Autoridade da Concorrência

Anunciada a operação de fusão ou aquisição, as autoridades competentes analisam a validade legal da operação. No caso de Portugal essa autoridade é a AdC – Autoridade da Concorrência.

Desde a sua existência, 2003, a AdC proibiu no total seis operações de concentração, sendo que uma delas (ONGOING/PRISA/MEDIA CAPITAL) decorreu de um parecer negativo da entidade reguladora da comunicação social (ERC), em anexo quadro resumo com as operações não aprovadas pela AdC.

Quadro 5: Operações não aprovadas pela AdC

Ano de notificação	Processo	Data de notificação	Data de decisão
2013	Controlinveste*ZON*PT / Sport TV*PPTV*Sportinveste	28/01/2013	31/07/2014
2009	ONGOING/PRISA/MEDIA CAPITAL	08/10/2009	30/03/2010
2009	TAP/SPdH	31/03/2009	19/11/2009
2005	BRISA/AEA/AEO	24/03/2005	07/04/2006
2004	PETROGAL/ESSO PORTUGUESA	17/12/2004	14/12/2005
2004	BARRAQUEIRO/ARRIVA INVESTIMENTOS	05/11/2004	25/11/2005

Fonte: Adaptado AdC- Autoridade da Concorrência, Maio de 2016

Capítulo II- Modelos de Avaliação e Impacto Estratégico

Neste capítulo abordaremos a importância da avaliação, nas concentrações bem como o impacto na estratégia das empresas nas operações de Fusões e Aquisições.

A avaliação de empresas é um tema de grande relevância para a tomada de decisões por parte dos proprietários das empresas. É necessária caso se fale de investimento ou desinvestimento. São vários os motivos que levam à necessidade de avaliar uma empresa, tais como: processos de aquisições, fusões ou cisões; processos de alienação de negócios; processos de abertura de capital; reestruturações de empresas, entre outras.

Copeland *et al* (2000), referem a importância desde a última década, do elo de ligação entre as finanças corporativas e estratégia corporativa. Para estes autores, é muito importante avaliarem o valor que está a ser criado pela estratégia corporativa, para a tomada de decisões, pois ao fazê-lo podem chegar à conclusão da necessidade da venda das “joias da coroa” ou reestruturação total das operações.

Enquanto nos Estados Unidos, a avaliação de empresas é um fenómeno permanente, pois a alta administração tem por obrigação maximizar o valor para o acionista, se não o cumprir fica sujeita a fortes pressões por parte dos acionistas e corre a ameaça de uma aquisição hostil. No resto do mundo já não é considerado um processo permanente, sendo por norma feitas avaliações de acordo com os motivos anteriormente referidos, uma vez que o mercado não o justifica.

“O balanço e a demonstração dos resultados são os documentos de síntese mais importantes e que melhor reflectem a situação de uma empresa; é sobre estes que incide uma boa parte do esforço de avaliação, o que é compreensível uma vez que estes documentos reflectem a verdadeira situação patrimonial da empresa e a formação dos lucros.” (Bastardo, 1996: 64)

Neves (2002), define avaliação de empresas e negócios, como sendo um processo utilizado para determinar o valor de uma entidade comercial, industrial, de serviços ou de investimento com o objetivo de exercer uma atividade económica.

O objetivo da avaliação da empresa é dar aos proprietários, compradores potenciais e outras partes interessadas um valor aproximado de quanto uma empresa ou negócio vale, Steiger (2008).

2.1 Modelos de Avaliação

Não existe um modelo perfeito, existem sim, modelos mais adequados mediante o caso em concreto. Existem diversos modelos possíveis, de acordo com vários autores. No entanto, cada avaliação é única, implicando conhecer e estudar bem a empresa, para depois utilizar o melhor método ou métodos que se adequam à situação. Os analistas não se ficam por um só método, eles utilizam vários e posteriormente comparam-nos para validar o método escolhido, para o caso em concreto.

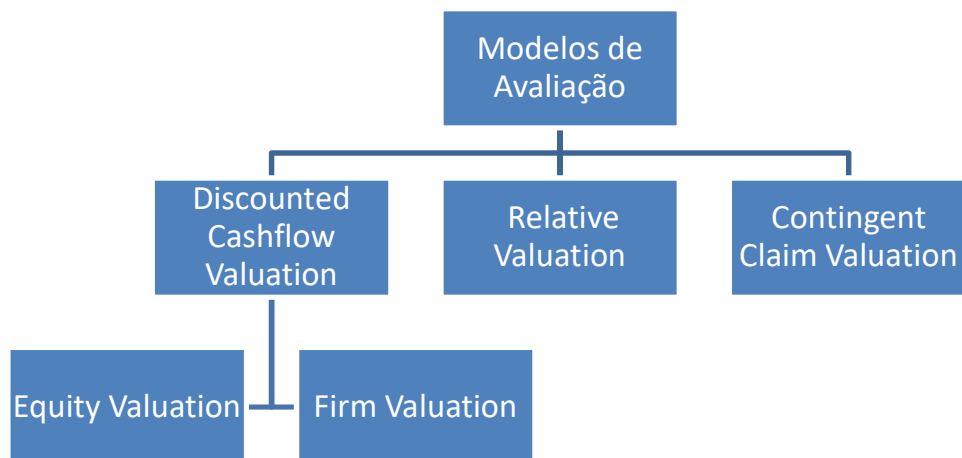
A escolha dos métodos é motivado por modelos teóricos de preços das ações, bem como orientações práticas na literatura de avaliação (Alford,1992).

Para Damodaram (2002), existem em termos gerais, três abordagens básicas para avaliação:

- avaliação de fluxo de caixa descontado (*discounted cashflow valuation*), relaciona o valor de um ativo para o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados sobre esse ativo;
- avaliação relativa (*relative valuation*), estima o valor de um ativo, olhando para os preços de ativos «comparáveis» em relação a uma variável comum, tais como lucros, fluxos de caixa, valor contabilístico ou vendas;
- avaliação de dívida contingente (*contingent claim valuation*), utiliza opção com modelos de preços para medir o valor dos ativos que compartilham características de opção. Alguns desses ativos são negociados com bónus de subscrição, e algumas dessas opções não são negociados e são baseadas em ativos reais, exemplos: projetos, patentes e as reservas de petróleo. Estes últimos são muitas vezes chamados de opções reais.

Por forma a clarificar os assuntos a abordar neste ponto, optamos por ilustrar através da figura abaixo,

Figura 2: Modelos de Avaliação



Fonte: Elaboração Própria

2.1.1 Fluxo de Caixa Descontado (*Discounted Cash Flows Valuation*)

Para Steiger (2008), trata-se de uma ferramenta muito forte para analisar situações mais complexas. O facto de ser uma ferramenta forte em finanças, leva a que seja muito utilizada por profissionais que trabalham em bancos de investimento, consultores e gestores de todo o mundo para uma série de tarefas. De acordo com este autor o processo de avaliação ocorre de acordo com as seguintes quatro etapas:

- 1ª etapa: são desenvolvidos os cenários para prever os futuros fluxos de caixa livres, Free Cash Flows (FCF) para os próximos cinco a dez anos;
- 2ª etapa: determina-se uma taxa de desconto apropriada para descontar todos os FCFs futuros, o custo médio ponderado de capital (*WACC*), para calcular o valor líquido presente, Net Present Value (*NPVs*);¹⁰
- 3ª etapa : determina-se o valor residual, o VR, é o valor presente líquido de todos os fluxos de caixa futuros que se obtêm após o período de tempo que é coberto pela análise de cenários.
- 4ª etapa: somam-se os valores presentes líquidos dos fluxos com o valor residual.

¹⁰ VAL, é o valor atual dos fluxos de caixa futuros em que normalmente se considera como fluxo de caixa do ano zero o investimento. (Neves, 2002)

$$\text{Company Value} = \sum_{t=0}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \text{Terminal Value}$$

(1)

Onde:

FCF_t = free cash flows período t

r = taxa de atualização (reflete o risco associado aos cash flows)

Terminal Value = valor residual

A tendência hoje em dia, é considerar que uma empresa vale pela expectativa de gerar fluxos de caixa no futuro, sendo estes atualizados ao custo de capital ajustado ao risco desses fluxos, Neves (2002). Este autor refere a propósito do valor residual que como a empresa é avaliada em continuidade, a sua vida torna-se indeterminada, o número de períodos, n, tende para infinito. Por norma define-se um horizonte temporal até uma determinada data (período T), assumindo-se que a empresa entra no período de crescimento estável. Presume-se que T é o período com previsões com fiabilidade razoável.

Poderemos dizer, que adquirir uma empresa ou negócio trata-se de um investimento. Um dos modelos utilizados na análise de investimentos é o Valor Atual Líquido (VAL). Quando o VAL é positivo, cria valor ao investidor, ou seja, o valor dos fluxos futuros é superior ao investimento a realizar. Neves (2002), refere que a avaliação de uma empresa é equiparada à avaliação de investimentos, com a diferença de que o valor a calcular é o valor do investimento I_0 e não o VAL. Qual o preço máximo a pagar pela aquisição da empresa, para que o investimento realizado tenha um VAL positivo? É esta a principal questão.

Steiger (2008), apresentou um estudo sobre a avaliação de empresas que utilizam o método DCF (*Discounted Cash Flow*), avalia as potencialidades bem como os pontos fracos deste método. Este método exige uma quantidade relativamente grande de previsões para o futuro: situação de negócios da empresa e da economia em geral. Pequenas alterações nos pressupostos subjacentes irá resultar em grandes diferenças no valor da empresa, é muito importante saber que pressupostos são usadas e como influenciam o resultado da análise. O autor através da utilização deste método no seu estudo de caso concluiu que tal como acontece com todos os outros modelos financeiros, a validade do método DCF depende

quase completamente sobre a qualidade e validade dos dados usados como entrada. Se usados com sabedoria, a avaliação com base no desconto dos *cash flows* é uma ferramenta valiosa para avaliar os “valores” de uma variedade de ativos e também para analisar os efeitos que os diferentes cenários econômicos têm sobre o valor da empresa.

Para Damodaran (2002), existem três caminhos possíveis quando utilizamos o modelo de avaliação dos Fluxo de Caixa Descontado (*DCF valuation*):

Valor dos Capitais Próprios (*Equity Valuation*), Valor da Entidade (*Firm Valuation*) e o Valor Presente Ajustado (*Adjusted Present Value (APV) Valuation*). Os fluxos de caixa e a taxa de retorno são diferentes em cada um dos três.

Abordaremos apenas dois: valor do capital próprio e valor da entidade.

2.1.1.1 Valor do Capital Próprio

Esta perspectiva de avaliação, calcula de forma direta, o valor da empresa para os sócios ou acionistas, não entra em linha de conta com o capital alheio.

Cash flows to equity representam o valor dos fluxos de tesouraria finais ou residuais, após pagamento de todas as despesas, impostos, juros e reembolsos dos empréstimos. Ferreira (2002)

Segundo Damodaram (2001), o valor do patrimônio líquido é obtido descontando os fluxos de caixa esperados para a equidade, ou seja, os fluxos de caixa residuais após a reunião de todas as despesas, necessidades de reinvestimento, obrigações fiscais e pagamentos líquidos de dívida (juros, os pagamentos de capital e emissão de novas dívidas), com o custo de capital próprio, ou seja, a taxa de retorno exigida pelos investidores de capital na empresa.

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ to Equity } t}{(1+ke)^t} \quad (2)$$

Onde:

CF to Equity_t = Valor esperado Cash Flow do Capital Próprio period t

ke = Custo do Capital Próprio

Este autor, diz-nos que devemos utilizar este método quando:

- empresas com alavancagem estável seja ela alta ou não;
- o capital próprio continua a ser valorizado

2.1.1.2 Valor da Entidade

Nesta perspetiva de avaliação, o valor da empresa é calculado pelos capitais totais, ou seja, por este método são incluídos os capitais alheios. Por norma, o adquirente assume todas as responsabilidades, dívida e capital próprio, tornando este método mais relevante do que dos capitais próprios.

Uma nota importante, o valor do capital próprio pode ser calculado através de:

$$\text{Valor Capital Próprio} = \text{Valor Empresa} - \text{Valor Dívida},$$

mas para que isso aconteça, os dois modelos terão de ter pressupostos consistentes e as obrigações estiveram corretamente valorizadas.

Cash flows to the firm englobam os fluxos de tesouraria após pagamento de todas as despesas operacionais, impostos e despesas de reinvestimento, mas antes do serviço de dívida (juros e amortizações dos financiamentos. Ferreira (2002)

Damodaram (2002), diz-nos que o valor da empresa é obtido descontando os fluxos de caixa esperados para a empresa, ou seja, os fluxos de caixa residuais após a reunião de todas as despesas operacionais, necessidades de reinvestimento e impostos, mas antes de quaisquer pagamentos a detentores de títulos ou dívidas, ao custo médio ponderado de capital, que é o custo dos diversos componentes de financiamento utilizados pela empresa, ponderadas por suas proporções valor de mercado. Obtemos o valor através da seguinte fórmula:

$$\text{Value of Firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ to Firm } t}{(1+WAC)^t} \quad (3)$$

Onde:

CF to Firmt = Valor esperado Cash Flow período t

WACC = Custo médio ponderado de capital

De um modo geral, podemos dizer que quanto maior for o risco de uma empresa, maior será WACC.

Este método, deve ser utilizado, segundo Damodaram (2002), quando:

- para as empresas que têm alavancagem que é muito alta ou muito baixa, e esperam para mudar a alavancagem ao longo do tempo;
- para as empresas em que não temos toda a informação sobre a alavancagem (por exemplo: não sabemos o valor das despesas com juros)
- para as empresas que estão mais interessadas em valorizar a empresa do que o capital próprio.

2.1.2 Avaliação Relativa (*Relative Valuation*)

Este método é também conhecido pelo método de comparação, uma vez que se efetua a comparação da empresa alvo com empresas do mesmo sector. Devido á sua simplicidade e facilidade em trabalhar é um método muito utilizado. A avaliação relativa faz-se através do uso de múltiplos, uma vez que o método se baseia em rácios (escolhidos pelo utilizador) sobre os quais se multiplica uma rúbrica-chave para obtenção do valor a estimar. Quando o método é aplicado sobre valores observados de empresas cotadas em bolsa de valores referimo-nos aos múltiplos de mercado, quando é trabalhado sobre valores observados em operações de fusões e aquisições falamos em múltiplos de transação.

Avaliação relativa, estima o valor de um ativo, olhando para o preço de ativos "comparáveis" em relação a uma variável comum, tais como: lucros, fluxos de caixa, valor contabilístico ou vendas. (Damadoran, 2002)

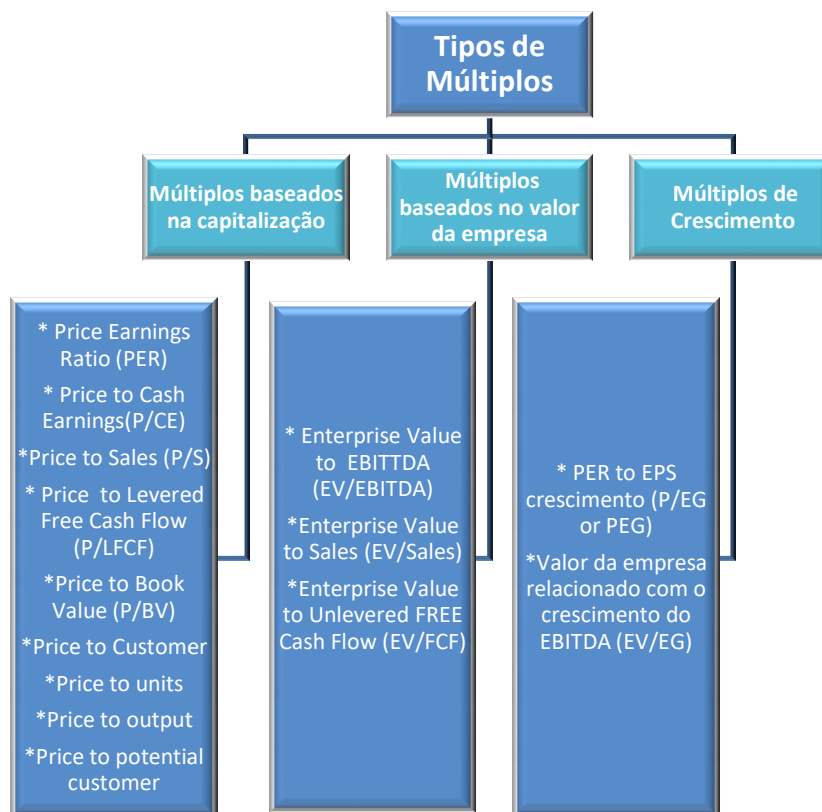
Avaliação utilizando variáveis múltiplas é um método de avaliação relativo que estima o valor da empresa, multiplicando o valor da empresa estrategicamente definido como objetivo por um múltiplo de empresas comparáveis. O múltiplo é obtido pela média dos múltiplos de empresas comparáveis. Os múltiplos são calculados como o rácio entre capital próprio/valor da empresa para os seus fundadores. (Mínjinã, 2009)

De acordo com este autor, quando efetuamos avaliação, utilizando múltiplos, é muito importante fazer algumas seleções criteriosamente, nomeadamente:

- às medidas de valor relevante: valor do preço de mercado (numerador do múltiplo) e o valor condutor (denominador do múltiplo). É com base nestas escolhas que avaliação será baseada;
- o método de seleccionar as empresas comparáveis;
- a medida estatística para a agregação de múltiplos das empresas comparáveis. A média harmônica e a mediana são dois dos estimadores mais utilizados.

De acordo com Fernandez (2001), os múltiplos podem ser divididos em três grupos:

Figura 3: Tipos de Múltiplos



Fonte: Elaboração Própria

Para este autor Fernandez (2001), o PER e o EV/EBITA, são considerados os múltiplos mais populares na avaliação de empresas, não deixando de apontar que dependendo da empresa que estamos a avaliar, há múltiplos mais apropriados do que outros.

Da mesma forma que os outros métodos, oferecem vantagens e limitações, o modelo de avaliação relativa também as oferece. Damodoran (2002), alerta para as seguintes limitações:

- são de fácil utilização indevida e manipulação, especialmente quando são usados em empresas comparáveis. Dado que não há duas empresas exatamente iguais em termos de risco e crescimento, a definição de empresas «comparáveis» é subjetiva. Consequentemente, um analista tendencioso pode escolher um grupo de empresas comparáveis, as que entender, para confirmar seus preconceitos sobre o valor de uma empresa,

O outro problema com o uso dos múltiplos com base em empresas comparáveis é que apresenta erros (acima de valorização ou sob avaliação) que o mercado pode estar fazendo na valorização dessas empresas.

Ao contrário de avaliação de fluxo de caixa descontado, que descrevemos como a determinação de valor intrínseco, neste modelo somos muito mais dependentes do mercado quando usamos avaliação relativa. Por outras palavras, assumimos que o mercado está correto.

2.1.3 Avaliação de Dívida Contingente (*Contingent Claim Valuation*)

As opções podem ser utilizadas em diversas situações, mas para o nosso trabalho é importante saber que podem ser usadas na avaliação de empresas ou projetos de negócios a desenvolver.

Fruto, dos métodos anteriormente abordados, se basearem em condições de certeza quando são formulados, e não incorporarem a incerteza inerente aos projetos de investimento, sentiu-se a necessidade de encontrar métodos de avaliação capazes de colmatar estas lacunas ou pelo menos minorar alguns dos problemas sentidos.

Para Dixit e Pindyck (1994) a avaliação de investimentos baseada na análise de opções reais, permite incorporar, para além da flexibilidade, a irreversibilidade, a incerteza e a possibilidade de adiar a tomada de decisão.

Uma das diferenças deste método, quando comparado com os outros é o facto de usar rubricas que para os outros métodos se torna difícil avaliar, falamos de: ativos intangíveis –

pesquisa, estudos de mercado e outros, levando muitas vezes ao enviesamento dos resultados quando são consideradas estas rúbricas nas análises dos investimentos.

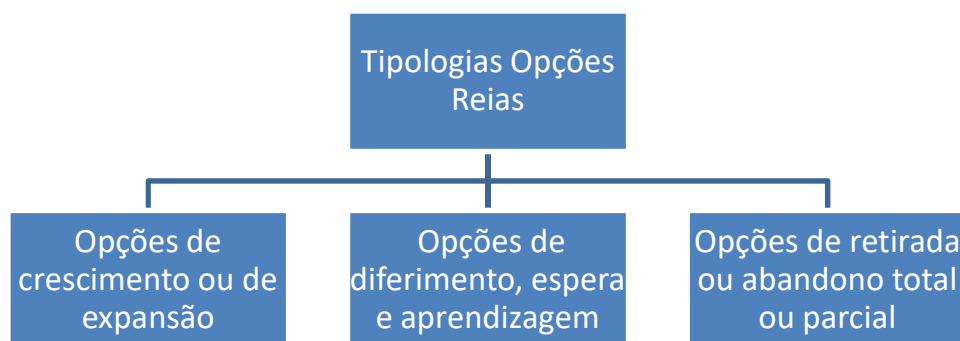
Este modelo utiliza modelos de atribuição de preços de opções para medir o valor dos ativos que partilham características de opção. Alguns desses ativos são negociados -ativos financeiros como bônus de subscrição e algumas dessas opções não são negociados e são baseadas em ativos reais como por exemplo: projetos, patentes e as reservas de petróleo. Estes últimos são muitas vezes chamados de opções reais (Damadoran, 2002).

De acordo com Ferreira (2002), em contextos de grande incerteza, as opções reais aparecem como um instrumento de avaliação de grande utilidade. A incerteza conduz-nos a ter flexibilidade para efetuar os ajustamentos e correções ultrapassando a incerteza. A existência de flexibilidade pode conduzir a tomada de decisões tais como:

- avançar e investir de imediato;
- avançar e investir por forma faseada ou por escadas;
- não avançar de imediato, adiando por algum tempo;
- abandonar ou vender.

De acordo com as possibilidades apresentadas, o autor considera as seguintes tipologias:

Figura 4: Tipologias Opções Reais



Fonte: Elaboração Própria

Assim como todos os outros modelos, este modelo também apresenta limitações, as razões devem-se principalmente a três fatores: à complexidade matemática dos cálculos envolvidos; à limitada compreensão de como utilizar as técnicas de avaliação e à interpretação dos resultados obtidos.

Para terminar este ponto, não detalhando muito, gostaríamos de falar de alguns modelos existentes de avaliação de opções: Black-Scholes; binomial e simulação Monte Carlo.

2.2. Impacto Estratégico nos processos de Fusões e Aquisições

As empresas, diariamente, são confrontadas com tomadas de decisões estratégicas para poderem sobreviver no mercado.

In business there is one simple rule: grow or die.

ANDREEA CEAUSESCU (2008)

As fusões e aquisições assumem-se cada vez mais como uma importante ferramenta estratégica utilizada pelas organizações, para poderem permanecer no mercado competitivo nos dias de hoje. A essência de fusões e aquisições é que o valor das duas empresas em conjunto seja maior do que um. As empresas fundem-se ou adquirem outras empresas, trabalhando como uma só entidade, com o objetivo de usar os pontos fortes das empresas fundidas ou adquiridas, resultando no aumento das quotas de mercado e rentabilidade que são vitais para a sobrevivência (Alam , Khan e Dr. FareehaZafar, 2014).

Estes autores referem que nas últimas décadas as F&A realizadas eram meramente operações financeiras, tinham como objetivo controlar ativos subvalorizados e o alvo era uma indústria ou negócios muito diferentes do negócio principal do adquirente. Nos últimos tempos as razões são muito diferentes,

“Today, the typical merger or acquisition is quite strategic and operational in nature”

A empresa pode implementar as suas orientações estratégicas através de desenvolvimento interno e/ou externo (via aquisições e fusões, alianças estratégicas, ou transações no mercado). Como já falamos no capítulo anterior são vários os motivos pela opção pelo desenvolvimento empresarial externo.

Brealey, Myers and Allen(2011) consideram como principais motivos :

- economias de escala;
- quota de mercado;
- utilização de fundos excedentários para adquirir ações de outras empresas.

Healy, Palepu & Ruback (1992), analisaram o desempenho operacional pós- aquisição das 50 maiores fusões entre empresas da indústria ocorrida nos EUA entre 1979 e meados de 1984. Efetuaram a abordagem com base em dados contabilísticos, recolhidos a partir de relatórios anuais das empresas, prospectos de fusão, declarações de procuração e relatórios de analistas das 50 grandes fusões. Concluíram que as empresas objeto da concentração pós-fusão, têm aumentos no desempenho do fluxo de caixa operacional em relação às suas indústrias. Estes aumentos resultam de aumentos na produtividade de ativos face ao sector.

Estes autores referem ainda que obtiveram resultados diferentes de Ravenscraft e Scherer (1987), e Herman e Lowenstein (1988), que também examinaram o desempenho de ganhos após aquisições e concluíram que quando as empresas se fundiam não havia melhorias operacionais pós-aquisição.

Estas melhorias de fluxo de caixa não vêm à custa do desempenho a longo prazo, uma vez que as empresas da amostra mantêm as suas despesas de investimento e as taxas de I & D (Investimento e Desenvolvimento) em relação aos seus setores após a fusão. Há uma forte relação positiva entre o aumento pós-fusão nos fluxos de caixa operacionais e retornos anormais em anúncios de fusão, indicando que as expectativas de melhorias económicas subjacentes às reavaliações do valor das empresas na concentração é fator importante.

Alhenawi Yasser & Krishnaswami Sudha (2015), analisaram uma amostra de 316 fusões concluídas entre 1998 e 2007 para avaliar em que medida as sinergias geradas afetam o Q de Tobin¹¹ e o excesso de valor no período pós-fusão. Consideram um período pós-fusão de cinco anos. Concluíram que o excesso de valor é positivo para as fusões relacionados

¹¹ “O Q de Tobin define-se como a razão do Valor de Mercado da firma e o Custo de Reposição de seus Ativos Físicos. Dessa com a Taxa de forma, o Q mede o incentivo da empresa a realizar novos investimentos. Visa-se observar se o Q tem relação estatística significativa Investimento.”
(www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/327%20NADIA.pdf, acedido em Julho de 2016)

(fusões horizontais e verticais) ao mesmo tempo que é negativo para fusões independentes, em cada um dos cinco anos seguintes a fusão. A evidência indica que sinergias da fusão são concretizadas ao longo do tempo, mas de forma diferente em fusões independentes e coligadas. Os autores acham que os adquirentes têm em média maior Q pré-fusão do que alvos. No entanto, um exame mais atento revela que este resultado se limita a fusões relacionadas. Em média, os adquirentes em fusões independentes tendem a adquirir alvos cujos Q são semelhante ao seu *own*.

Quando comparamos os adquirentes na relacionada contra fusões não relacionadas, achamos que o valor em excesso negativo se limita aos adquirentes em fusões não relacionados. Em contraste, os adquirentes em fusões relacionadas apresenta valores de excesso positivos e estatisticamente significativos. Isto sugere que os motivos de fusões relacionados e não relacionados podem ser diferentes. É positivo e significativo em fusões relacionadas, mas negativo e significativo em fusões não relacionadas. Quando analisamos a evolução anual de Q e excesso de valor, descobrimos que tende a piorar no primeiro ano após a fusão, mas mostram uma melhoria sistemática.

Capítulo III- A Empresa e o Setor

3.1 Apresentação do Grupo Dachser

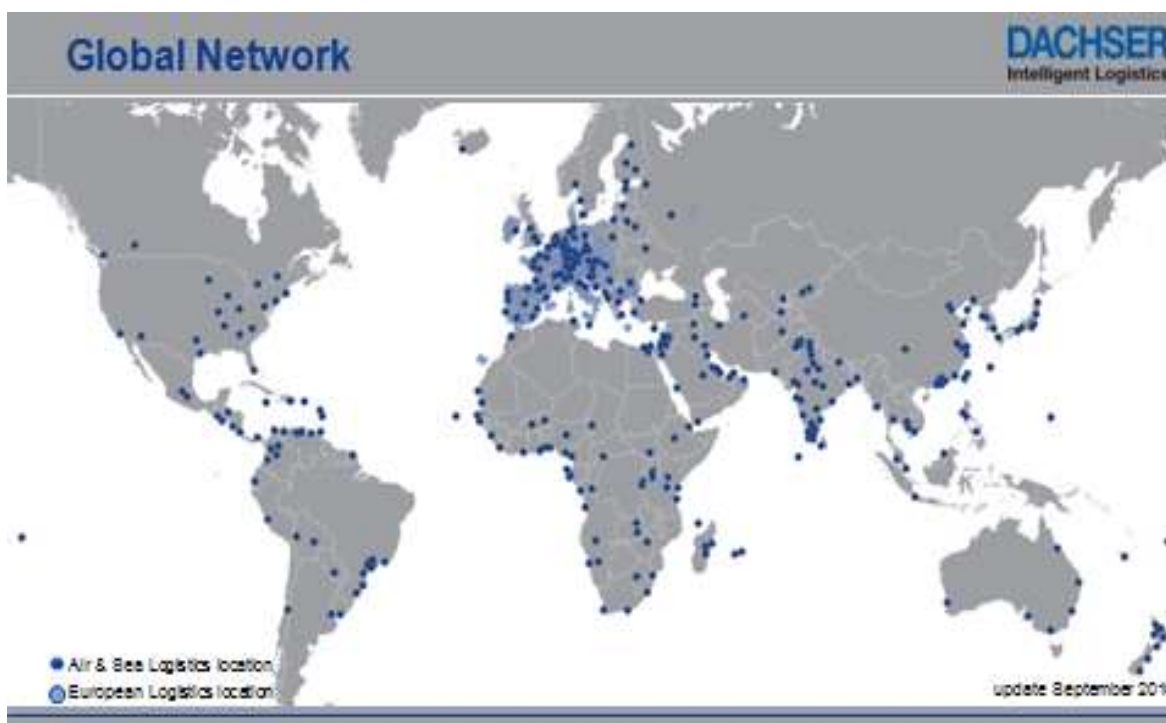
O grupo Dachser, considerado um dos líderes mundiais na área da logística, é uma empresa familiar. Bernhard Simon, CEO e Presidente do Conselho Executivo, tornou-se o chefe da Dachser em 01 de janeiro de 2005, neto do fundador da empresa, representa a terceira geração a assumir a responsabilidade de gerir a empresa. Neste papel, Bernhard Simon realiza tarefas relacionadas com a gestão da empresa como um todo, e define a sua estratégia. Simon, molda a imagem interna e externa da Dachser através do seu desenvolvimento corporativo. Com sede em Kempten, Allgäu, Alemanha, a empresa emprega cerca de 26.500 pessoas nos seus 428 locais espalhados em todo o mundo. O grupo Dachser está representado em 43 países através da sua própria organização, sendo os restantes parceiros.

Com uma rede de transporte e logística global e soluções de *IT*¹² integradas, a Dachser tem como missão criar a mais inteligente combinação e integração de serviços de rede logística do mundo.

A Dachser está comprometida com uma política corporativa de longo prazo. Está focada em objetivos económicos, sociais e ambientais que perseguem com elevado nível de compromisso e sentido de responsabilidade. Estes objetivos estão profundamente enraizados nos valores corporativos e asseguram orientação, identificação e estabilidade.

¹² **IT**- Information Technology

Figura 5: Mapa Mundo Dachser



Fonte: Intranet da Dachser

Em 2015, o grupo apresentou EUR 5,64 bilhões em receitas. Na figura abaixo encontramos os indicadores do ano 2015.

Figura 6: Indicadores Grupo Dachser 2015



Fonte: Intranet da Dachser

3.1.1 Áreas de Negócio

A empresa tem duas grandes áreas de negócios:

- Logística Terrestre, composto por duas linhas de negócio: *Logistics* Europeia (bens industriais) e *Food Logistics* (alimentos).

- Logística Aérea e Marítima, fornece serviços de transporte aéreo e marítimo.

A espinha dorsal da empresa é a linha de negócio Dachser European Logistics, e o segundo pilar da empresa é o negócio Air & Sea Logistics.

Figura 7: Áreas de Negócio Grupo Dachser



Fonte: Intranet da Dachser

A empresa está a lançar um novo conceito: Dachser Interlocking, realizando uma profunda integração das redes de transporte por estrada, por mar e pelo ar, oferecendo todas as vantagens da otimização de processos entre os diferentes operadores e sistemas.

Figura 8: Dachser Interlocking

DACHSER Interlocking

By Road, by Air, by Sea: get globally connected.

- End-to-end global procurement and distribution solutions by linking DACHSER Road Logistics and DACHSER Air & Sea Logistics networks
- Integrated and efficient supply chain management for global goods flows
- Complete transparency across multimodal transport chains, on both the physical and informational levels
- Personal consulting on site thanks to DACHSER's global presence



Fonte: Intranet da Dachser

3.1.2 Mercado

De acordo com um estudo efetuado pelo Fraunhofer, que contém o top 100 de empresas de serviços logísticos para 2015/16 (Europa) e 2014/15 (Alemanha), a Dachser atualmente ocupa a terceira posição, no ranking no mercado de logística alemã como um todo e é a primeira no segmento de grupagem. A nível europeu, a Dachser está em décimo primeiro lugar no geral e em segundo lugar na grupagem.

Dachser também assumiu posições de liderança no mercado alemão dos serviços de transporte de bens de consumo e logística de contrato de mercadorias. Na carga aérea e marítima, a Dachser está entre os “top 10” na Alemanha. Na área de logística de alimentos, a empresa é um dos dois principais fornecedores na Alemanha.

3.2 História da Empresa

Quando Thomas Dachser fundou a sua empresa de transportes em Kempten em 1930, ele criou as bases para uma história de grande sucesso. Esta empresa representa as mudanças dinâmicas do setor da logística na era da globalização e do rápido progresso tecnológico. Para percebermos melhor a estratégia de crescimento do grupo, apresentamos de forma resumida, os seis ciclos da história da empresa, desde a criação até aos dias de hoje.

1º ciclo: (1930-1938) Transporte Clássico

1930: Thomas Dachser funda uma empresa de transportes em Kempten com uma operação de um homem só.

1934: Abertura das primeiras filiais na Alemanha; início da expansão da empresa familiar.

1938: Thomas Dachser funda uma empresa de transportes em Kempten com uma operação de um homem só.

2º ciclo: (1939-1950) Os anos de guerra e pós guerra

1945: Hora H: Durante o tumulto da guerra, o regime nazi requisitou todos os veículos da DACHSER e alistou a maior parte dos funcionários. Resultado: As instalações da empresa em Kempten, bem como todas as filiais, ficaram inativas; a base de existência da empresa foi retirada. Mas graças a clientes fiéis e antigos contactos, Thomas Dachser rapidamente reconstruiu a sua empresa de transportes a partir da “estaca zero”.

1949: "Thomas DACHSER Spedition" é inscrita no registo comercial.

3º ciclo: (1951-1971) Actividade transitaria clássica

1951: Thomas Dachser, como primeiro transportador, abre um escritório de frete aéreo no aeroporto de Munique.

1971: A DACHSER converte toda a sua frota de veículos para caixas móveis e estabelece-se assim, no meio industrial, como criador de tendências líder em inovação.

4º ciclo: (1972-1989) A logística assume valores transversais

1979: O fundador da empresa Thomas Dachser falece. As suas filhas, Dra. Christa Rohde-Dachser e Annemarie Simon, assumem as ações do seu pai na empresa, preservando a continuidade da empresa familiar.

1980: A DACHSER inicia a instalação e o desenvolvimento das suas próprias ferramentas informáticas ao incluir modernas tecnologias de comunicação. Um ano depois, a DACHSER é nomeada como primeiro membro da rede mundial WACO (World Air Cargo Organization - Organização Mundial de Carga Aérea).

1982: Início da DACHSER Food Logistics. O serviço dedicado ao transporte de produtos refrigerados sensíveis à temperatura baseia-se num sistema de produção independente.

5º ciclo: (1990-1999) A logística otimiza as cadeias de processo

1990: A DACHSER inicia a prestação de serviços abrangentes nos novos estados federais. Depois de ser responsável pela uniformização dos códigos de barra no setor da logística, através da criação de um sistema de identificação global designado EAN/NVE, a DACHSER demonstrou, uma vez mais, a vertente pioneira e inovadora que lhe é característica.

1994:A DACHSER estende a sua rede aos estados do leste europeu. Com a aquisição da empresa de logística GRAVELEAU (1999), a DACHSER obtém acesso aos mercados estrategicamente importantes na da Europa Ocidental e do Norte de África

6º ciclo:(2000-até Hoje)Redes de logística global para cadeias de abastecimento

2005:A DACHSER expande a sua rede para a Europa Setentrional através da aquisição do Haugstedt-Group.

2006:A DACHSER estabelece várias novas localizações de transporte aéreo e marítimo para transportes internacionais na China, Hungria, México e EUA. Além disso, é estabelecida no Brasil a joint venture Logimasters & DACHSER e a presença na República Checa é fortalecida com a aquisição da empresa de logística E.S.T.

2007:A empresa arranca com as operações na Índia através da *joint venture* AFL DACHSER.

2008:A DACHSER expande a sua rede intercontinental no Bangladesh e na Tailândia. Paralelamente, a empresa investe na aquisição total da participação que detinha na China

2010:A DACHSER compra 10% das ações da Azkar: após três anos de uma cooperação bem-sucedida, o operador logístico alemão, líder no mercado europeu, entra no capital da Azkar.

Aquisição da empresa ACL (Aerospace Cargo Logistics), dedicada ao "handling" de carga aérea.

2013:A DACHSER adquire a prestadora de serviços de logística espanhola Azkar, fortalecendo a sua rede na Península Ibérica. Paralelamente, investe na compra da empresa espanhola de transporte aéreo e marítimo Transunion S.A que, além dos escritórios em Espanha, também está presente na Turquia, Argentina, Peru e México.

Desde sempre, o objetivo de todos os acionistas sempre foi o de desenvolver a empresa de uma forma **consistente com a sua viabilidade de longo prazo**, para muitas gerações vindouras.

Após esta introdução da história da empresa, vamos nos focar no fato ocorrido **a 08 de Abril de 2013**, aquele que serve de base para o nosso estudo de caso. Nesta data, todos os serviços de transporte terrestre (grupagem, cargas fracionadas, parciais ou completas) prestados, até à data mencionada, pela Dachser Portugal, SA passam a ser assegurados pela Azkar, resultante da aquisição da empresa de transportes espanhola Azkar por parte da multinacional alemã Dachser, em 2013, tendo assim concluído o consequente processo de integração e reestruturação das duas empresas .

Segundo Brandão, (2003), uma reestruturação pode assumir várias modalidades, podendo dar lugar à aquisição; à alienação; à transferência de elementos patrimoniais ou atividades. No nosso estudo de caso de estudo, devido à aquisição de uma empresa ibérica por parte da casa-mãe, levou à transferência de uma área de negócio da empresa já existente em Portugal para a empresa adquirida.

Apesar de a data da operação ser o dia 8 de Abril de 2013, os efeitos contabilísticos da transferência deu-se a 29 de Novembro de 2013 com a fatura do valor da venda do negócio.

3.3 O Setor

A empresa Dachser Portugal, Sa enquadra-se no setor dos transportes, ligado ao ramo transitário, com o CAE: 52292 - Agentes aduaneiros e similares de apoio ao transporte.

O setor dos transportes, é um sector sensível às oscilações económicas-financeiras. No período em análise aconteceram fatos importantes na nossa economia que de certa forma abalaram em muito o setor do transporte de mercadorias:

- 2010, início da crise financeiro em consequência da crise financeira global de 2007-2008;
- 2011, Portugal pede ajuda à “troika”
- 2011, subida do preço dos combustíveis
- 2011, alteração da taxa do iva de 21% para 23%

Efetuamos a análise dos indicadores síntese do setor tendo por base a informação compilada pelo BPstat do Banco de Portugal. Esta análise incide sobre o período de 2010 a 2013, e sobre categorias da Classificação das Atividades Económicas (CAE): CAE **52292** – Agentes aduaneiros e similares de apoio ao transporte.

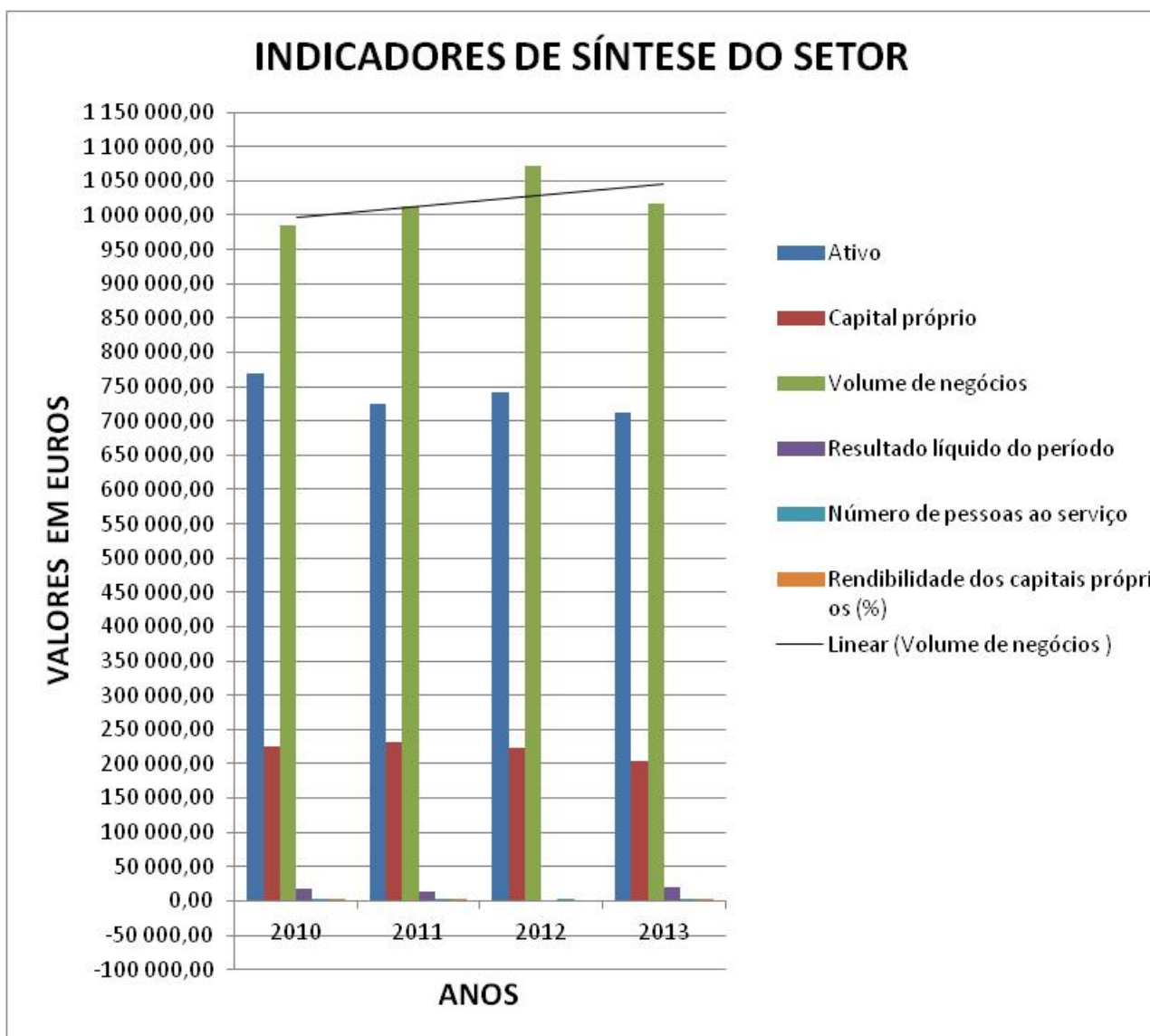
Quadro 6: Indicadores de Síntese do Setor

INDICADORES	ANOS			
	2010	2011	2012	2013
Ativo	768 303,37	725 545,93	741 979,77	711 233,77
Capital próprio	226 192,65	231 370,83	222 879,55	204 281,96
Volume de negócios	984 636,67	1 011 824,20	1 071 708,36	1 017 187,88
Resultado líquido do período	18 739,31	12 925,32	-1 313,54	18 967,98
Número de pessoas ao serviço	6,00	7,00	6,00	6,00
Rendibilidade dos capitais próprios (%)	8,29	5,59	-0,59	9,29

Fonte: Adaptado Banco de Portugal, Setembro de 2016

Este quadro está apresentado de uma forma gráfica conforme o seguinte:

Gráfico 3: Indicadores do Setor / Tendência Volume Negócios, Ano 2010 a 2013



Fonte: Elaboração Própria

Ao analisarmos o gráfico, verificamos que no período em análise existe uma tendência crescente no volume de negócios.

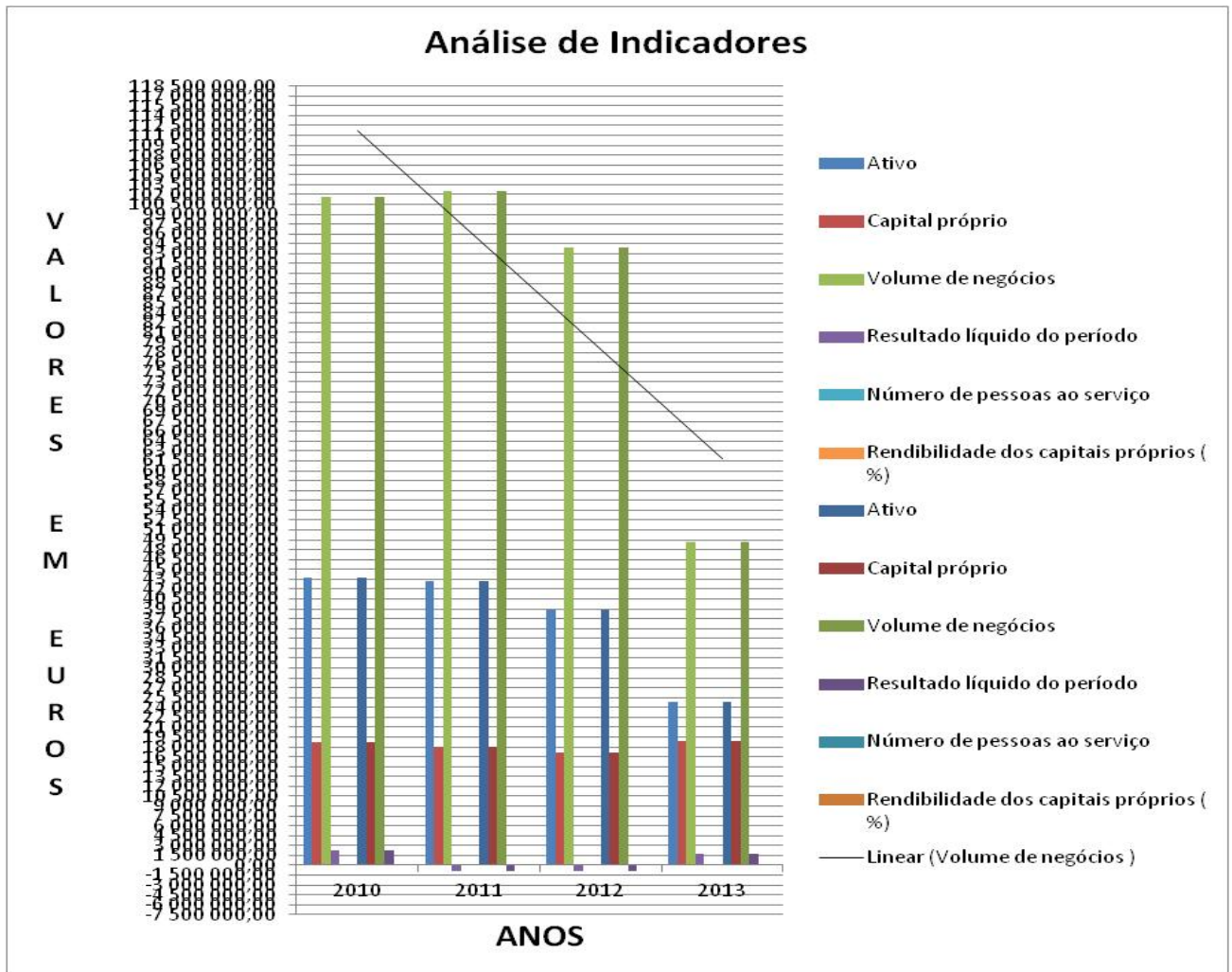
Quadro 7: Indicadores de Síntese da Dachser Portugal, SA

INDICADORES	ANOS			
	2010	2011	2012	2013
CAE:52292 - Agentes aduaneiros e similares de apoio ao transporte				
Ativo	43 702 710,60	43 179 877,55	38 773 626,80	24 833 663,38
Capital próprio	18 798 632,90	17 999 438,62	17 110 426,20	18 833 931,65
Volume de negócios	101 632 226,40	102 467 012,33	93 915 303,80	49 166 560,68
Resultado líquido do período	2 209 666,67	-799 194,28	-889 012,42	1 723 505,45
Número de pessoas ao serviço	239	280	234	83
Rendibilidade dos capitais próprios (%)	11,75%	-4,44%	-5,20%	9,15%

Fonte: Elaboração Própria

Este quadro está apresentado de uma forma gráfica conforme o seguinte:

Gráfico 4: Indicadores da Dachser Portugal, SA / Tendência Volume Negócios, Ano 2010 a 2013



Fonte: Elaboração Própria

Conforme podemos verificar a empresa Dachser Portugal, encontra-se muito acima do setor, em todos os indicadores.

Capítulo IV- Estudo do caso da empresa

4.1 Modelo de Avaliação

O modelo selecionado para a avaliação da área de negócio transferida para uma empresa do grupo foi o modelo dos *free cash flows*, pela ótica do mercado, com base no histórico da empresa.

Para a maioria dos autores, já não é consensual avaliar uma empresa com base em modelos históricos, no entanto a especificada do negócio aqui em causa e a dimensão derivada de um conjunto amplo de fatores, impede a utilização de modelos de previsão devido às limitações de informação disponível.

De modo a proceder à análise histórica do negócio transferido, foi considerada a informação desde 2009 até 2013. O ano de 2013, foi o ano em que se deu a alienação da área de negócio.

4.1.1 Cálculo *Free Cash Flow*

Começamos por calcular o valor dos *free cash flows* de 2009 a 2013. Para isso baseamos nas demonstrações financeiras da empresa Dachser Portugal,SA. Como a empresa possuía várias áreas de negócio, refizemos as demonstrações financeiras com base na percentagem do negócio obtida através dos relatórios de gestão. Por motivos de confidencialidade os valores apresentados não são os valores reais.

Quadro 8: Mapa dos FCF

	2009	2010	2011	2012	2013
1. Ebit	2 392 758	2 834 618	(45 466)	(59 242)	1 453 880
2. Resultados Financeiros	237 532	(170)	(107 994)	(33 055)	(9 453)
3. EBT (1.+2.)	2 630 290	2 834 448	(153 460)	(92 297)	1 444 426
4. Taxa Imposto (IRC)	0,2500	0,2500	0,2500	0,2500	0,2500
5. Impostos s/ EBT (3.x4.)	657 572	708 612	(38 365)	(23 074)	361 107
6. EBT após Impostos (3.-5.)	1 972 717	2 125 836	(115 095)	(69 223)	1 083 320
7. Depreciações e Amortizações	325 131	384 017	490 775	427 468	226 471
8. Variação de Perdas por Imparidade	551 058	584 126	1 734 318,22	530 778,47	274 188
9. Cash-Flow Bruto (6.+7.+8.)	2 848 907	3 093 979	2 109 998	889 024	1 583 979
10. Activo Corrente	19 053 556	22 946 142	23 171 940	18 872 157	5 238 947
11. Caixa e Depósitos Bancários	3 980 663	154 579	437 766	328 163	133 209
12. Passivo Corrente	16 585 775	19 115 490	20 647 960	17 113 928	2 939 869
13.NFM(10-11-12)	(1 512 882)	3 676 073	2 086 215	1 430 066	2 165 870
14. Investimentos em NFM	(1 512 882)	5 188 955	(1 589 858)	(656 149)	735 804
14. Investimentos em Capital Fixo	4 720 487	1 033 867	774 210	254 568	22 997
16. Free Cash-Flow (9.-13.-14.-15.)	(358 699)	(3 128 843)	2 925 646	1 290 605	825 178

Fonte: Elaboração Própria

4.1.2. Cálculo do WACC

Após calcular os *free cash flows*, para calcularmos o valor da empresa necessitamos de os atualizar ao custo médio ponderado de capital (WACC) para o final de 2013.

A estimativa do WACC implica a previsão do custo do capital próprio e do capital alheio, bem como, do rácio da dívida e do capital próprio.

$$WACC = Ke \left(\frac{E}{E + D} \right) + Kd(1 - t) \left(\frac{D}{E + D} \right) \quad (1)$$

Vamos desdobrar a fórmula:

a) ke = Custo do Capital Próprio

$$Ke = rf + (rm - rf)\beta$$

rf = taxa de remuneração isenta de risco

rm = taxa de rendimento média do mercado

β = indicador de risco do negócio

b) Kd=Custo do Capital Alheio

No nosso estudo a taxa utilizada foi de 0,793%, correspondendo à taxa de juro requerida pela casa mãe pelos financiamentos concedidos.

4.1.2.1 Pressupostos para o Cálculo do WACC

- 1) rf - taxa de remuneração isenta de risco

Para o cálculo desta taxa, usamos a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro em Portugal à data de 2013,

Quadro 9 : Taxas de rendibilidade de obrigações do tesouro em Portugal

Anos	Taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos
1999	4,8
2000	5,6
2001	5,2
2002	5,0
2003	4,2
2004	4,1
2005	3,4
2006	3,9
2007	4,4
2008	4,5
2009	4,2
2010	5,4
2011	10,2
2012	10,5
2013	6,3
2014	3,8
2015	2,4

Fontes/Entidades: BP, PORDATA
 Última actualização: 2016-10-12

2) r_m = taxa de rendimento média do mercado

Esta taxa foi obtida com recurso ao PSI20, considerando-se este índice como um indicador de mercado. O valor utilizado foi do 1º semestre de 2014, devido ao comportamento anómalo verificado no final de 2013 (0,32%).

Gráfico 5: Indicador de mercado PSI 20



Fonte : <http://www.bolsapt.com/resumo/PSI20.NX/2-anos>, acedido em Outubro de 2016

3) Beta, indicador do risco de negócio

Neste estudo, foi utilizado um beta igual a um, em virtude de se considerar que o risco associado ao negócio da Dachser acompanha o risco do setor.

Este estudo foi feito com base na ótica de mercado, o valor residual foi calculado pressupondo a continuidade indeterminada no tempo do negócio, sendo assim utilizada uma ótica de cálculo na vertente do mercado.

Este valor é então calculado como sendo uma perpetuidade do último *cash flow*.

4.2 Resultados

Com base no exposto anteriormente chegamos ao valor de **30.818.269€**.

Quadro 10: Valor da Empresa, ótica de mercado

Valor da Empresa:		2009	2010	2011	2012	2013
Free Cash-Flow (FCF)		(358 699)	(3 128 843)	2 925 646	1 290 605	825 178
WACC		7,13%	7,50%	5,57%	6,41%	7,00%
Taxa crescimento FCF (g)		---	---	---	---	3%
Factor actualização (f.a.)		1,07129	1,151668681	1,215761205	1,293672421	1,384278389
VF (FCF)		(384 270,54)	(3 603 390,79)	3 556 887,35	1 669 619,45	1 142 275,53
	Σ VF (FCF)	2 381 121,01				
Valor Residual (VR)		---	---	---	---	21 228 263,97
	VF (VR)	29 385 827,05	---	---	---	---
		---	---	---	---	---
Valor de mercado da empresa (V) ? Σ VA (FCF) + VA (VR)	31 766 948,05	---	---	---	---	---
Aplicações financeiras excedentárias (TL)	0,00	---	---	---	---	---
Activos Não Afectos exploração (ANA)	0,00	---	---	---	---	---
Valor de mercado endividamento (D)	948 678,64	---	---	---	---	---
		---	---	---	---	---
S = V + TL + ANA - D = valor da empresa	30 818 269,41	---	---	---	---	---

Fonte: Elaboração Própria

Capítulo V – Conclusão

Conclusão:

O objetivo principal da presente dissertação consiste no cálculo do valor da avaliação de uma determinada área de negócio transferida para uma empresa do grupo, utilizando como metodologia - o estudo de caso. Utilizamos como metodologia de investigação, a metodologia qualitativa, através da análise das Demonstrações Financeiras da empresa durante o período de 2009 a 2013. Este trabalho encontra-se dividido em duas partes:

Parte I – Revisão Literatura e Parte II – Estudo de um caso.

Embora não existam definições únicas para a terminologia Fusões e Aquisições (F&A), através da revisão da literatura citamos os conceitos de autores e investigadores. A literatura é consensual na existência de ciclos, “*waves*” (ondas) de fusões e aquisições.

Town (1992), salienta que os economistas desde há algum tempo que se aperceberam que as fusões ocorrem em ondas, ou seja, há períodos curtos de atividades de fusão muito intensos. Contrariamente ao que acontece na literatura sobre ondas de fusões e aquisições, em que os autores são consensuais, no que concerne aos motivos/ razões da sua existência, já não há consenso. Apontamos como principais motivos: eliminação ou atenuação da concorrência; quota de mercado e dimensão da empresa e motivos financeiros.

A avaliação de empresas surge em muitos dos casos, fruto de processos de fusões e aquisições. Ainda na parte um do trabalho, abordamos os modelos de avaliação. De acordo com Damodaram (2002), existem em termos gerais, três abordagens básicas para avaliação de empresas: avaliação de fluxo de caixa descontado (*discounted cashflow valuation*); avaliação relativa (*relative valuation*) e avaliação de dívida contingente (*contingent claim valuation*). Não existe um método perfeito, sendo que todos os modelos apresentados apresentam vantagens mas, para todos eles, é possível enumerar algumas críticas ou pontos fracos. O modelo de avaliação selecionado para a avaliação da área de negócio transferida para uma empresa do grupo foi o modelo dos *free cash flows*, pela ótica do mercado, com base no histórico da empresa.

Na segunda parte do presente trabalho, começamos por fazer a apresentação do Grupo Dachser, falamos da sua história e efetuamos o enquadramento da empresa em termos setoriais. Analisando alguns indicadores, concluímos que a empresa Dachser Portugal,SA se encontra muito acima dos indicadores do setor de atividade. Terminamos com a avaliação do negócio alienado. Como referimos anteriormente o modelo selecionado para a

avaliação da área de negócio foi o modelo dos *free cash flows*, pela ótica do mercado, com base no histórico da empresa. Apesar de já não ser consensual para a maioria dos autores a utilização deste método, no entanto a especificada do negócio aqui em causa e a dimensão derivada de um conjunto amplo de fatores, impede a utilização de modelos de previsão devido às limitações de informação disponível.

Concluimos que a avaliação surgiu no contexto de reestruturação do grupo Dachser. A aquisição efetuada pela multinacional alemã (casa mãe) da transportadora líder de mercado em Espanha para o segmento de carga fracionada (considerada a segunda maior aquisição na história corporativa da Dachser), implicou a transferência do negócio terrestre para a empresa adquirida que possuía filiais em Portugal. A estratégia de crescimento do grupo passa pelo aumento da quota de mercado, o qual surge no âmbito de processos de F&A.

Na elaboração do presente trabalho tivemos como limitações, a confidencialidade dos dados.

Como sugestões para trabalhos futuros propomos na avaliação do negócio, aplicar o modelo de previsão em vez de utilizar os dados históricos da empresa.

Referências Bibliográficas

- Alam,A.,Khan,S.& FareehaZafar (2014). Strategic Management: Managing Mergers & Acquisitions. International Journal of BRIC (Business Research (IJBBR), Vol.3, Number 1
- Alford, A. (1992). The effect of a set of comparable firms on the accuracy of the price-earnings valuation method. Journal of . Accounting . Res.,Vol 30, 94-108
- Alhenawi,Y.& Krishnaswami,S. (2015). Long-term impact of merger synergies on performance and value. The Quarterly Review Of Economics and Finance , 58, 93-118
- Bastardo, C. & Gomes, A. (1996). *Fusões e Aquisições de empresas: uma abordagem de avaliação de empresas* (3ªEdição). Lisboa: Texto Editora
- Brandão, E. (2003). *Finanças* (3ªEdição). Porto: Porto Editora
- Brealey, R., Myers, S. & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance* (10th Ed.). USA: McGraw-Hill/ Irwin
- Brigham, E., & Gapenski, L.(1997). *Financial Management – Theory and Practice* (8th Ed.). USA: The Driden Press
- Confraria, J. (2005). *Regulação e Concorrência: Desafios do Século XXI* (1ªEdição). Lisboa: Universidade Católica Editora
- Copeland, T., Koller,T. & Murrin, J. (2000). *Avaliação de Empresas “Valuation”* São Paulo : Makron Books
- Copeland, T. & Weston, J.(2005). *Financial Theory and Corporate Policy* (4th Ed.). Boston: Pearson
- Cunha, C. (2005). *O Controlo das concentrações de empresas (direito comunitário e direito português)* (1ªEdição). Coimbra: Edições Almedina

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (3th Ed.). John Wiley & Sons, Inc.

Dias, D., Lopes, A. & Parreira, P. (2011). *Fusões e Aquisições – o papel central da liderança intermédia na gestão do choque de culturas* (1ªEdição). Lisboa: Editora RH

Dixit, A. e R. Pindyck (1994). *Investment Under Uncertainty (Hardcover)*.USA: Princeton University Press

Erker,P.(2008). *The Dachser logistics company – global competition and the strength of the family business* (1th Ed). Frankfurt: Campus Verlag

Fernandes, J. (2013). *A 6ª Vaga de Fusões e Aquisições no Contexto Europeu*. Dissertação de Mestrado em Finanças, Universidade do Minho, Escola de Economia e Gestão

Fernández, P. (2001) Valuation using multiples, How do analysts reach their conclusions? IESE, Business School , Madrid, Spain

Ferreira, D. (2002). *Fusões, Aquisições e Reestruturação de Empresas* (1ªEdição). Lisboa: Edições Sílabo.

Freire, A. (1997). *Estratégia – Sucesso em Portugal*. (1ªEdição). Lisboa: Editorial Verbo.

Gugler,K.,Mueller,D.& Weichselbaumer,M. (2012) The determinants of merger waves: an international perspective. *International Journal of Industrial Organization*, 30, 1-15

Healy,P.,Palepu,K.&Ruback,R.(1992). Does Corporate Performance Improve After Mergers? *Journal of Financial Economics*, Vol.31 , Issue 2, 135-175

Hohn,J.(2014). If you call it a wave: system parameters of merger waves – a wave pattern analysis. *Economics Bulletin*, Vol.34, Issue 3, 1891-1904

Lasher,W.(2014). *Practical Financial Management* (8th Ed). USA: Cengage Learning

Lipton, M. (2006, 14 de Setembro). Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries. The Davies Lecture Osgoode Hall Law School York University, available at <http://cornerstone-business.com/MergerWavesTorontoLipton.pdf>

Lopes, C. (2004). *Consolidação de Contas e Fusões & Aquisições* (1ª Edição). Lisboa: Rei dos Livros

Machado, M. (2014). *A Internacionalização no mercado de fusões e aquisições e a criação de valor*. Dissertação de Mestrado em Finanças, Universidade do Minho, Escola de Economia e Gestão

Malherbe, J. & Curvelo, T. (1996). *O Efeito Directo das Directivas Comunitárias em Matéria Fiscal: sua aplicação às directivas mães-afiliadas e Fusões* (1ª Edição). Porto: Edições Asa

Malhotra, N. (2012). *Pesquisa de Marketing* (6ª Edição). Porto Alegre: Brookman

Matos, P. & Rodrigues, V. (2000). *Fusões & Aquisições-Motivações, Efeitos e Política* (1ª Edição). Cascais: Principia, Publicações Universitárias e Científicas

McCarthy, K. & Dolfsma, W. (2013). *Understanding Mergers and Acquisitions in the 21st Century* (1th Ed.). USA: Palgrave Macmillan

Medina, C. (1992). *Concentração de Empresas e Grupos de Sociedades* (1ª Edição). Lisboa: Edições Asa

Mînjîn, D. (2009) ~Relative Performance of Valuation Using Multiples – Empirical Evidence On Bucharest Stock Exchange. The Review of Finance and Banking Volume 01, Issue 1, 35—53

Neves, J. (1997). Reestruturação de Empresas Papel das fusões e aquisições na internacionalização da economia. Documento apresentado no VI congresso dos ROC Lisboa, Universidade Católica Portuguesa.

Neves, C. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios* (1ªEdição). Lisboa: McGraw-Hill de Portugal, Lda

Pais, S. (1996). *O Controlo das concentrações de empresas no direito comunitário da concorrência* (1ªEdição). Coimbra: Livraria Almedina

Rodrigues, P. (2009). *Fusões e Aquisições Internacionais e Investimentos de Raiz: Determinantes Macroeconómicos e Efeitos sobre o Crescimento*. Tese de Doutoramento em Ciências Empresariais, Faculdade de Economia do Porto

Rodrigues, V. (1998). *Fusões e Aquisições: A Evidência Empírica*. Working Paper de Economia, Universidade Católica Portuguesa – Centro Regional do Porto

Silva, E. (2015). *Fusões e Aquisições – Abordagem Contabilística, Financeira e Fiscal* (1ªEdição). Porto: Vida Económica

Silva, H. (2005). *Fusões e Aquisições – Regulação e Finanças das empresas* (1ªEdição). Porto: Vida Económica

Simões, F. (2014, 28 de Agosto). O reconhecimento fiscal do trust no anteprojecto da reforma do IRS, *Jornal de Negócios*, acedido através http://www.jornaldenegocios.pt/opiniao/colunistas/detalhe/o_reconhecimento_fiscal_do_trust_no_anteprojecto_da_reforma_do_irs.html

Steiger, F. (2008) *The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods*. Seminar Paper Fall

Steven, B., Garretsen, H.& Marrewik, V. (2005), “Cross – Border Mergers and Acquisitions: On Revealed Comparative Advantage and Merger Waves”, Working paper nº 1602, Category 10, Empirical and Theoretical Methods.

Sudarsanam, S.(2010). *Creating Value from Mergers and Acquisitions: the challenges* (2th Ed.). Harlow: Pearson Education

Sulce,N.(2015). Trust as e Relationship Treated by Common Law Legal Systems and as a Relationship Treated by Civil Law Legal Systems. Things in Common and Comparison between the Two Systems. *European Journal of Sustainable Development*, Vol. 4, 221-226

Town,R.(1992). Merger Waves and the Structure of merger and acquisitions time-series. *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 7, Issue S1, S83-S100

Vancea, M.(2012). An Overview on the determinants of mergers and acquisitions waves. *University of Oradea Faculty f Economics*, Vol. 1, Issue 2, 390-397

Valente, H. (2005). *Fusões e Aquisições – Regulação e Fianças das Empresas* (1ªEdição). Porto: Vida Económica

Ventura, R. (1999). *Fusão, Cisão, Transformação de Sociedades* (1ªEdição). Coimbra : Livraria Almedina

Viscusi, W., Vernon, J. & Harrington, J.(2000). *Economics of Regulation and Antitrust* (3rd Ed.). Massachusetts Institute of Technology: The Mit Press

Weston, J., Mitchell, M. & Mulherim, J.(2004). *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance* (4rd Ed.). USA: Pearson

William, L. (2015). *Pratical Financial Management* (8d ed.).USA: Cengage Learning

Yin, R.(2009). *Case Study Research Design and Methods*. (4rd Ed.). USA: Sage Publications, Inc

Zainal, Z.(2007, 9 de Junho). Case study as a research method . Faculty of Management and Human Resource Development Universiti Teknologi Malaysia

Páginas Internet:

<http://www.cnc.min-financas.pt/>

<https://www.ftc.gov/>

<http://www.bloomberg.com/europe>

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

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

http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/transportes/aviacao/detalhe/comissao_europeia_admite_que_e_possivel_ajuda_estatal_a_companhias_aereas.html

https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&indOcorrCod=0008484&contexto=bd&selTab=tab2

<http://www.bportugal.pt/EstatisticasWEB/>

https://www.dachser-interlocking.com/interlocking_pt.html

Anexo 1

Entidade: DACHSER PORTUGAL, SA

Balanço em 31.12.2010 e 31.12.2009

(Valores expressos em Euros)

CÓDIGO DE CONTAS	RUBRICAS	Notas	Datas	
			31.12.2010	31.12.2009
	ACTIVO			
	Activo não corrente			
43+453+455-459	Activos fixos tangíveis		14 468 659,18	13 578 682,10
42+455+452-459	Propriedades de investimento			
441	Goodwill			
44(excepto 441)+454+455-459	Activos intangíveis		3 297,70	65 438,00
372	Activos biológicos			
4111+4121+4131-419	Participações financeiras - Método da equivalência patrimonial			
4112+4122+4132+4141-419	Participações financeiras - Outros métodos			
266+268-269	Accionistas/Sócios		0,00	
410+4123+4133+4142+415-419+451+455-459	Outros activos financeiros			
2741	Activos por impostos diferidos			
			14 471 956,88	13 644 120,10
	Activo corrente			
32+33+34+35+36+39	Inventários			
371	Activos biológicos			
211+212-219	Clientes		26 283 403,72	15 950 999,37
228-229+2713-279	Adiantamentos a fornecedores			
24	Estado e outros entes públicos		1 814 816,57	1 532 826,45
263+268-269	Accionistas/Sócios			
232+238-239+2721+278-279	Outras contas a receber		692 570,18	297 411,17
281	Diferimentos		243 047,48	205 508,73
1411+1421	Activos financeiros detidos para negociação			
1431	Outros activos financeiros			
46	Activos não correntes detidos para venda			
11+12+13	Caixa e depósitos bancários		196 915,77	4 750 194,57
			29 230 753,72	22 736 940,28
	Total do ACTIVO		43 702 710,60	36 381 060,38
	CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO			
	CAPITAL PRÓPRIO			
51-261-262	Capital realizado		1 000 000,00	1 000 000,00
52	Ações (quotas) próprias			
53	Outros instrumentos de capital próprio			
54	Prémios de emissão			
551	Reservas legais		263 637,97	263 637,97
552	Outras reservas		15 325 328,27	13 341 994,93
56	Resultados transitados			
57	Ajustamentos em activos financeiros			
58	Excedentes de revalorização			
59	Outras variações no capital próprio			
818	Resultado líquido do período		2 209 666,67	1 983 333,33
	Interesses minoritários			
	Total do Capital Próprio		18 798 632,90	16 588 966,23
	PASSIVO			
	Passivo não corrente			
29	Provisões			
25	Financiamentos obtidos		553 135,22	
273	Responsabilidades por benefícios pós-emprego			
2742	Passivos por impostos diferidos			
237+2711+2712+275	Outras contas a pagar			
			553 135,22	0,00
	Passivo corrente			
221+222+225	Fornecedores		19 913 346,87	12 210 281,08
218+276	Adiantamentos de clientes			
24	Estado e outros entes públicos		503 632,72	155 357,02
264+265+268	Accionistas/Sócios			5 000 000,00
25	Financiamentos obtidos			
231+235+238+2711+2712+2722+278	Outras contas a pagar		3 932 806,67	2 426 356,35
282+283	Diferimentos		1 156,23	99,70
1412+1422	Passivos financeiros detidos para negociação			
1432	Outros passivos financeiros			
	Passivos não correntes detidos para venda			
			24 350 942,48	19 792 094,15
	Total do Passivo		24 904 077,70	19 792 094,15
	Total do Capital Próprio e do Passivo		43 702 710,60	36 381 060,38

Fonte: RC da Dachser Portugal,SA (os valores reais foram manipulados)

Anexo 2**Entidade: DACHSER PORTUGAL, SA**

Demonstração dos resultados por naturezas do período findo em 31.12.2010 e 31.12.2009

(Valores expressos em Euros)

CÓDIGO DE CONTAS	RENDIMENTOS E GASTOS	NOTAS	Períodos	
			31.12.2010	31.12.2009
+71+72	Vendas e serviços prestados	+	101 632 226,40	65 914 023,65
+75	Subsídios à exploração	+	55 946,17	21 185,67
+785-685	Ganhos/Perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos	+/-		
+73	Variação nos inventários da produção	+/-		
+74	Trabalhos para a própria entidade	+		
-61	Custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas	-		
-62	Fornecimentos e serviços externos	-	(91 455 706,15)	(57 729 489,03)
-63	Gastos com pessoal	-	(6 174 599,30)	(4 784 032,57)
-652+762	Imparidades de inventários (perdas/reversões)	-/+		
-651+762	Imparidades de dívidas a receber (perdas/reversões)	-/+	(608 317,83)	(470 724,10)
-67+763	Provisões (aumentos/reduções)	-/+		
-653-657	Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)	-/+		
+77-66	Aumentos/Reduções de justo valor	+/-		
+78(exce	Outros rendimentos e ganhos	+	578 007,00	171 336,63
-68(exce	Outros gastos e perdas	-	(416 577,95)	(266 980,58)
	Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	=	3 610 978,33	2 855 319,67
-64+761	Gastos/reversões de depreciação e de amortização	-/+	(489 193,18)	(387 984,90)
-654-655	Imparidade de investimentos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)	-/+		
	Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	=	3 121 785,15	2 467 334,77
+7915	Juros e rendimentos similares obtidos	+		341 113,62
-6911-69	Juros e gastos similares suportados	-	(215,98)	(57 662,70)
811	Resultado antes de impostos	=	3 121 569,17	2 750 785,68
812	Imposto sobre rendimento do período	-/+	(911 902,50)	(767 452,35)
818	Resultado líquido do período	=	2 209 666,67	1 983 333,33

Fonte: RC da Dachser Portugal,SA (os valores reais foram manipulados)

Anexo 3

Entidade: DACHSER PORTUGAL, SA

Balanço em 31.12.2011e 31.12.2010

(Valores expressos em Euros)

CÓDIGO DE CONTAS	RUBRICAS	Notas	Datas	
			31.12.2011	31.12.2010
	ACTIVO			
	Activo não corrente			
43+453+455-459	Activos fixos tangíveis		14 793 912,45	14 468 659,18
42+452+455-459	Propriedades de investimento			
441	Goodwill			
44(excepto 441)+454+455-459	Activos intangíveis		12 911,67	3 297,70
372	Activos biológicos			
4111+4121+4131-419	Participações financeiras - Método da equivalência patrimonial			
4112+4122+4132+4141-419	Participações financeiras - Outros métodos			
266+268-269	Accionistas/Sócios			
413+4123+4133+4142+415-419+451+455-459	Outros activos financeiros		114 589,82	0,00
2741	Activos por impostos diferidos			
			14 921 413,93	14 471 956,88
	Activo corrente			
32+33+34+35+36+39	Inventários			
371	Activos biológicos			
211+212-219	Clientes		21 282 910,03	26 283 403,72
228-229	Adiantamentos a fornecedores			
24	Estado e outros entes públicos		5 197 357,90	1 814 816,57
263+268-269	Accionistas/Sócios			
232+238-239+2713+2721+278-279	Outras contas a receber		1 129 666,58	692 570,18
281	Diferimentos		114 668,63	243 047,48
1411+1421	Activos financeiros detidos para negociação			
1431	Outros activos financeiros			
46	Activos não correntes detidos para venda			
11+12+13	Caixa e depósitos bancários		533 860,47	196 915,77
			28 258 463,62	29 230 753,72
	Total do ACTIVO		43 179 877,55	43 702 710,60
	CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO			
	CAPITAL PRÓPRIO			
51-261-262	Capital realizado		1 000 000,00	1 000 000,00
52	Ações (quotas) próprias			
53	Outros instrumentos de capital próprio			
54	Prémios de emissão			
551	Reservas legais		263 637,97	263 637,97
552	Outras reservas		17 534 994,93	15 325 328,27
56	Resultados transitados			
57	Ajustamentos em activos financeiros			
58	Excedentes de revalorização			
59	Outras variações no capital próprio			
818	Resultado líquido do período		799 194,28	2 209 666,67
89	Dividendos antecipados			
	Interesses minoritários			
	Total do Capital Próprio		17 999 438,62	18 798 632,90
	PASSIVO			
	Passivo não corrente			
29	Provisões			
25	Financiamentos obtidos			
273	Responsabilidades por benefícios pós-emprego			
2742	Passivos por impostos diferidos			
237+2711+2712+275	Outras contas a pagar			
			0,00	0,00
	Passivo corrente			
221+222+225	Fornecedores		16 048 294,50	19 913 346,87
218+276	Adiantamentos de clientes			
24	Estado e outros entes públicos		189 341,48	503 632,72
264+265+268	Accionistas/Sócios			
25	Financiamentos obtidos		6 981 419,15	553 135,22
231+238+2711+2712+2722+278	Outras contas a pagar		1 961 383,80	3 932 806,67
282	Diferimentos		0,00	1 156,23
1412+1422	Passivos financeiros detidos para negociação			
1432	Outros passivos financeiros			
	Passivos não correntes detidos para venda			
			25 180 438,93	24 904 077,70
	Total do Passivo		25 180 438,93	24 904 077,70
	Total do Capital Próprio e do Passivo		43 179 877,55	43 702 710,60

Fonte: RC da Dachser Portugal,SA (os valores reais foram manipulados)

Anexo 4

Entidade: DACHSER PORTUGAL, SA

Demonstração dos resultados por naturezas do período findo em 31.12.2011 e 31.12.2010

(Valores Expressos em Euros)

CÓDIGO DE CONTABILIZAÇÃO	RENDIMENTOS E GASTOS		NOTAS	Períodos	
				31.12.2011	31.12.2010
+71+72	Vendas e serviços prestados	+		102 467 012,33	101 632 226,40
+75	Subsídios à exploração	+		41 705,22	55 946,17
+785-685+	Ganhos/Perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos	+/-			
+73	Variação nos inventários da produção	+/-			
+74	Trabalhos para a própria entidade	+			
-61	Custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas	-			
-62	Fornecimentos e serviços externos	-		(94 166 405,78)	(91 455 706,15)
-63	Gastos com pessoal	-		(7 225 353,43)	(6 174 599,30)
-652+7622	Imparidades de inventários (perdas/reversões)	-/+			
-651+7621	Imparidades de dívidas a receber (perdas/reversões)	-/+		(1 088 849,02)	(608 317,83)
-67+763	Provisões (aumentos/reduções)	-/+			
-653-657-658	Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)	-/+			
+77-86	Aumentos/Reduções de justo valor	+/-			
+78(excepto	Outros rendimentos e ganhos	+		914 344,62	578 007,00
-68(excepto	Outros gastos e perdas	-	14.3	(997 900,85)	(416 577,95)
	Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	=		(55 446,92)	3 610 978,33
-64+761	Gastos/reversões de depreciação e de amortização	-/+		(598 505,98)	(489 193,18)
-654-655-656	Imparidade de investimentos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)	-/+			
	Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	=		(653 952,90)	3 121 785,15
+7915	Juros e rendimentos similares obtidos	+			
-6911-692	Juros e gastos similares suportados	-		(131 699,77)	(215,98)
811	Resultado antes de impostos	=		(785 652,67)	3 121 569,17
812	Imposto sobre rendimento do período	-/+		(13 541,62)	(911 902,50)
818	Resultado líquido do período	=		(799 194,29)	2 209 666,67
	Resultado das actividades descontinuadas (líquido de impostos) incluído no resultado líquido do período				
	Resultado líquido do período atribuível a: (2)				
	Detentores de capital da empresa-mãe	+/-			
	Interesses minoritários	+/-			
	Resultado por acção básico	=		0,00	0,00

Fonte: RC da Dachser Portugal, SA (os valores reais foram manipulados)

Anexo 5

Entidade: DACHSER PORTUGAL, SA

Balço em 31.12.2012 e 31.12.2011

(Valores expressos em Euros)

CÓDIGO DE CONTAS	RUBRICAS	Notas	Datas	
			31.12.2012	31.12.2011
	ACTIVO			
	Activo não corrente			
43+453+455-459	Activos fixos tangíveis		14 581 954,12	14 793 912,45
42+452+455-459	Propriedades de investimento			
441	Goodwill			
44(excepto 441)+454+455-459	Activos intangíveis		6 010,00	12 911,67
372	Activos biológicos			
4111+4121+4131-419	Participações financeiras - Método da equivalência patrimonial			
4112+4122+4132+4141-419	Participações financeiras - Outros métodos			
266+268-269	Accionistas/Sócios			
4113+4123+4133+4142+415-419+451+455-459	Outros activos financeiros			
2741	Activos por impostos diferidos		296 856,25	114 589,82
			14 884 820,37	14 921 413,93
	Activo corrente			
32+33+34+35+36+39	Inventários			
371	Activos biológicos			
211+212-219	Clientes		20 164 253,48	21 282 910,03
228-229	Adiantamentos a fornecedores			
24	Estado e outros entes públicos		1 242 157,25	5 197 357,90
263+268-269	Accionistas/Sócios			
232+238-239+2713+2721+278-279	Outras contas a receber		1 933 911,40	1 129 666,58
281	Diferimentos		133 088,43	114 668,63
1411+1421	Activos financeiros detidos para negociação			
1431	Outros activos financeiros			
46	Activos não correntes detidos para venda			
11+12+13	Caixa e depósitos bancários		415 395,87	533 860,47
			23 888 806,43	28 258 463,62
	Total do ACTIVO		38 773 626,80	43 179 877,55
	CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO			
	CAPITAL PRÓPRIO			
51-261-262	Capital realizado		1 000 000,00	1 000 000,00
52	Acções (quotas) próprias			
53	Outros instrumentos de capital próprio			
54	Prémios de emissão			
551	Reservas legais		263 637,97	263 637,97
552	Outras reservas		17 534 994,93	17 534 994,93
56	Resultados transitados		(799 194,28)	
57	Ajustamentos em activos financeiros			
58	Excedentes de revalorização			
59	Outras variações no capital próprio			
818	Resultado líquido do período		(889 012,42)	799 194,28
89	Dividendos antecipados			
	Interesses minoritários			
	Total do Capital Próprio		17 110 426,20	17 999 438,62
	PASSIVO			
	Passivo não corrente			
29	Provisões			
25	Financiamentos obtidos			
273	Responsabilidades por benefícios pós-emprego			
2742	Passivos por impostos diferidos			
237+2711+2712+275	Outras contas a pagar			
			0,00	0,00
	Passivo corrente			
221+222+225	Fornecedores		15 320 108,48	16 048 294,50
218+276	Adiantamentos de clientes			
24	Estado e outros entes públicos		809 444,08	189 341,48
264+265+268	Accionistas/Sócios			
25	Financiamentos obtidos		3 511 884,98	6 981 419,15
231+238+2711+2712+2722+278	Outras contas a pagar		2 021 763,05	1 961 383,80
282	Diferimentos			0,00
1412+1422	Passivos financeiros detidos para negociação			
1432	Outros passivos financeiros			
	Passivos não correntes detidos para venda			
			21 663 200,60	25 180 438,93
	Total do Passivo		21 663 200,60	25 180 438,93
	Total do Capital Próprio e do Passivo		38 773 626,80	43 179 877,55

Fonte: RC da Dachser Portugal,SA (os valores reais foram manipulados)

Anexo 6

Entidade: DACHSER PORTUGAL, SA

Demonstração dos resultados por naturezas do período findo em 31.12.2012 e 31.12.2011

(Valores expressos em Euros)

CÓDIGO DE CONTABILIZAÇÃO	RENDIMENTOS E GASTOS	NOTAS	Períodos	
			31.12.2012	31.12.2011
+71+72	Vendas e serviços prestados	+	93 915 303,80	102 467 012,33
+75	Subsídios à exploração	+	38 413,83	41 705,22
+785-685+	Ganhos/Perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos	+/-		
+73	Variação nos inventários da produção	+/-		
+74	Trabalhos para a própria entidade	+		
-61	Custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas	-		
-62	Fornecimentos e serviços externos	-	(86 168 757,90)	(94 166 405,78)
-63	Gastos com pessoal	-	(7 846 810,67)	(7 225 353,43)
-652+7622	Imparidades de inventários (perdas/reversões)	-/+		
-651+7621	Imparidades de dívidas a receber (perdas/reversões)	-/+	(200 868,20)	(1 088 849,02)
-67+763	Provisões (aumentos/reduções)	-/+		
-653-657-6	Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)	-/+		
+77-66	Aumentos/Reduções de justo valor	+/-		
+78(excepto	Outros rendimentos e ganhos	+	667 878,60	914 344,62
-68(excepto	Outros gastos e perdas	-	(480 149,18)	(997 900,85)
	Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	=	(74 989,72)	(55 446,92)
-64+761	Gastos/reversões de depreciação e de amortização	-/+	(541 099,12)	(598 505,98)
-654-655-6	Imparidade de investimentos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)	-/+		
	Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	=	(616 088,83)	(653 952,90)
+7915	Juros e rendimentos similares obtidos	+		
-6911-692	Juros e gastos similares suportados	-	(41 841,97)	(131 699,77)
811	Resultado antes de impostos	=	(657 930,80)	(785 652,67)
812	Imposto sobre rendimento do período	-/+	(231 081,62)	(13 541,62)
818	Resultado líquido do período	=	(889 012,42)	(799 194,29)
	Resultado das actividades descontinuadas (líquido de impostos) incluído no resultado líquido do período			
	Resultado líquido do período atribuível a: (2)			
	Detentores de capital da empresa-mãe	+/-		
	Interesses minoritários	+/-		
		=	0,00	0,00
	Resultado por acção básico			

Fonte: RC da Dachser Portugal,SA (os valores reais foram manipulados)

Anexo 7

Entidade: DACHSER PORTUGAL, SA

Balanço em 31.12.2013 e 31.12.2012

(Valores expressos em Euros)

CÓDIGO DE CONTAS	RUBRICAS	Notas	Datas	
			31.12.2013	31.12.2012
	ACTIVO			
	Activo não corrente			
43+453+455-459	Activos fixos tangíveis		14 068 889,12	14 581 954,12
42+452+455-459	Propriedades de investimento			
441	Goodwill			
44(excepto 441)+454+455-459	Activos intangíveis		0,00	6 010,00
372	Activos biológicos			
4111+4121+4131-419	Participações financeiras - Método da equivalência patrimonial			
4112+4122+4132+4141-419	Participações financeiras - Outros métodos			
266+268-269	Accionistas/Sócios			
413+4123+4133+4142+415-419+451+455-459	Outros activos financeiros		36,62	
2741	Activos por impostos diferidos		73 008,97	296 856,25
			14 141 934,70	14 884 820,37
	Activo corrente			
32+33+34+35+36+39	Inventários			
371	Activos biológicos			
211+212-219	Cientes		9 832 547,65	20 164 253,48
228-229	Adiantamentos a fornecedores			
24	Estado e outros entes públicos		28 024,50	1 242 157,25
263+268-269	Accionistas/Sócios			
232+238-239+2713+2721+278-279	Outras contas a receber		541 508,07	1 933 911,40
281	Diferimentos		17 793,48	133 088,43
1411+1421	Activos financeiros detidos para negociação			
1431	Outros activos financeiros			
46	Activos não correntes detidos para venda			
11+12+13	Caixa e depósitos bancários		271 854,98	415 395,87
			10 691 728,68	23 888 806,43
	Total do ACTIVO		24 833 663,38	38 773 626,80
	CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO			
	CAPITAL PRÓPRIO			
51-261-262	Capital realizado		1 000 000,00	1 000 000,00
52	Ações (quotas) próprias			
53	Outros instrumentos de capital próprio			
54	Prémios de emissão			
551	Reservas legais		263 637,97	263 637,97
552	Outras reservas		17 534 994,93	17 534 994,93
56	Resultados transitados		(1 688 206,70)	(799 194,28)
57	Ajustamentos em activos financeiros			
58	Excedentes de revalorização			
59	Outras variações no capital próprio			
818	Resultado líquido do período		1 723 505,45	(889 012,42)
89	Dividendos antecipados			
	Interesses minoritários			
	Total do Capital Próprio		18 833 931,65	17 110 426,20
	PASSIVO			
	Passivo não corrente			
29	Provisões			
25	Financiamentos obtidos			
273	Responsabilidades por benefícios pós-emprego			
2742	Passivos por impostos diferidos			
237+2711+2712+275	Outras contas a pagar			
			0,00	0,00
	Passivo corrente			
221+222+225	Fornecedores		2 465 716,48	15 320 108,48
218+276	Adiantamentos de clientes			
24	Estado e outros entes públicos		530 115,20	809 444,08
264+265+268	Accionistas/Sócios			
25	Financiamentos obtidos		1 936 078,87	3 511 884,98
231+238+2711+2712+2722+278	Outras contas a pagar		1 067 821,18	2 021 763,05
282	Diferimentos			
1412+1422	Passivos financeiros detidos para negociação			
1432	Outros passivos financeiros			
	Passivos não correntes detidos para venda			
			5 999 731,73	21 663 200,60
	Total do Passivo		5 999 731,73	21 663 200,60
	Total do Capital Próprio e do Passivo		24 833 663,38	38 773 626,80

Fonte: RC da Dachser Portugal,SA (os valores reais foram manipulados)

Anexo 8

Entidade: DACHSER PORTUGAL, SA

Demonstração dos resultados por naturezas do período findo em 31.12.2013 e 31.12.2012

(Valores expressos em Euros)

CÓDIGO DE CONTABILIZAÇÃO	RENDIMENTOS E GASTOS	NOTAS	Períodos	
			31.12.2013	31.12.2012
+71+72	Vendas e serviços prestados	+	49 166 560,68	93 915 303,80
+75	Subsídios à exploração	+	2 198,08	38 413,83
+785-685+	Ganhos/Perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos	+/-		
+73	Variação nos inventários da produção	+/-		
+74	Trabalhos para a própria entidade	+		
-61	Custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas	-		
-62	Fornecimentos e serviços externos	-	(44 836 353,85)	(86 168 757,90)
-63	Gastos com pessoal	-	(3 220 092,10)	(7 846 810,67)
-652+7622	Imparidades de inventários (perdas/reversões)	-/+		
-651+7621	Imparidades de dívidas a receber (perdas/reversões)	-/+	(113 009,33)	(200 868,20)
-67+763	Provisões (aumentos/reduções)	-/+		
-653-657-6	Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)	-/+		
+77-66	Aumentos/Reduções de justo valor	+/-		
+78(excepto	Outros rendimentos e ganhos	+	2 559 087,17	667 878,60
-68(excepto	Outros gastos e perdas	-	(591 288,87)	(480 149,18)
	Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	=	2 967 101,78	(74 989,72)
-64+761	Gastos/reversões de depreciação e de amortização	-/+	(462 185,68)	(541 099,12)
-654-655-6	Imparidade de investimentos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)	-/+		
	Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	=	2 504 916,10	(616 088,84)
+7915	Juros e rendimentos similares obtidos	+		
-6911-692	Juros e gastos similares suportados	-	(19 292,62)	(41 841,97)
811	Resultado antes de impostos	=	2 485 623,48	(657 930,81)
812	Imposto sobre rendimento do período	-/+	(762 118,03)	(231 081,62)
818	Resultado líquido do período	=	1 723 505,45	(889 012,43)
	Resultado das actividades descontinuadas (líquido de impostos) incluído no resultado líquido do período			
	Resultado líquido do período atribuível a: (2)			
	Detentores de capital da empresa-mãe	+/-		
	Interesses minoritários	+/-		
	Resultado por acção básico	=	0,00	0,00

Fonte: RC da Dachser Portugal,SA (os valores reais foram manipulados)

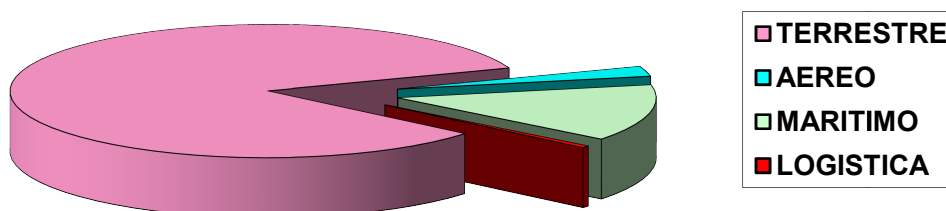
Anexo 9

Repartição das Prestações de Serviços por Produto

ANO 2009:

Em 2009 a repartição das Prestações de Serviços por produtos Terrestre, Aéreo e Marítimo e Logística ficou assim distribuído:

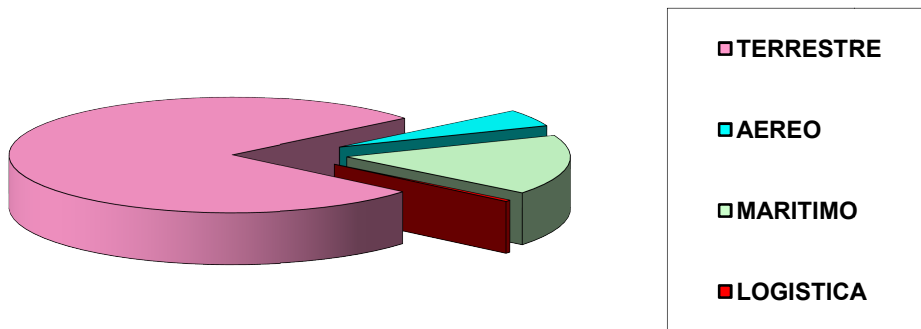
Terrestre	– 83.3 %
Marítimo	– 13.7 %
Aéreo	– 2.5 %
Logística	– 0.5



ANO 2010:

Em 2010 a repartição das Prestações de Serviços por produtos Terrestre, Aéreo, Marítimo e Logística ficou assim distribuído:

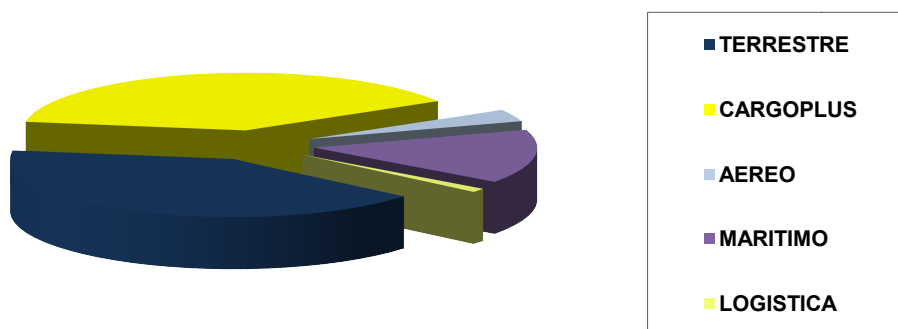
Terrestre	– 78,0 %
Marítimo	– 16,7 %
Aéreo	– 4,8 %
Logística	– 0,5 %



ANO 2011:

Em 2011 a repartição das Prestações de Serviços por produtos Terrestre, Aéreo, Marítimo e Logística ficou assim distribuído:

Terrestre	– 81,0 %	dos quais:
		*European Logistics – 42 %
		*Cargoplus – 39%
Marítimo	– 15 %	
Aéreo	– 3 %	
Logística	– 1 %	



ANO 2012:

Em 2012 a repartição das Prestações de Serviços por produtos Terrestre, Aéreo, Marítimo ficou assim distribuído:

Terrestre 79 %

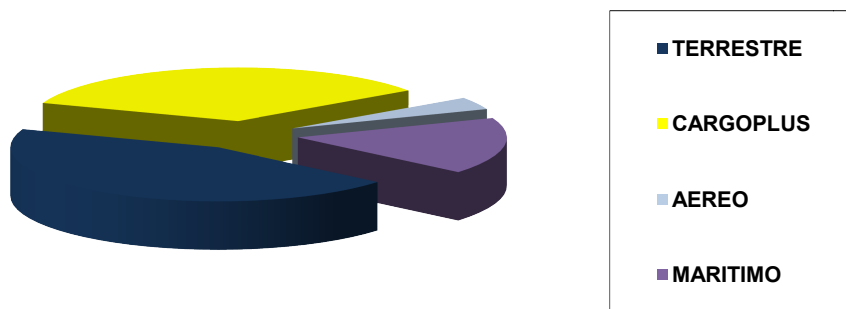
* European Logistics – 44 %

* Cargoplus – 35 %

Aereo-Maritimo 21 %

* Marítimo – 17 %

* Aéreo – 4 %



ANO 2013:

Em 2013 a repartição das Prestações de Serviços por produtos Terrestre, Aéreo, Marítimo ficou assim distribuído:

Terrestre 49 %

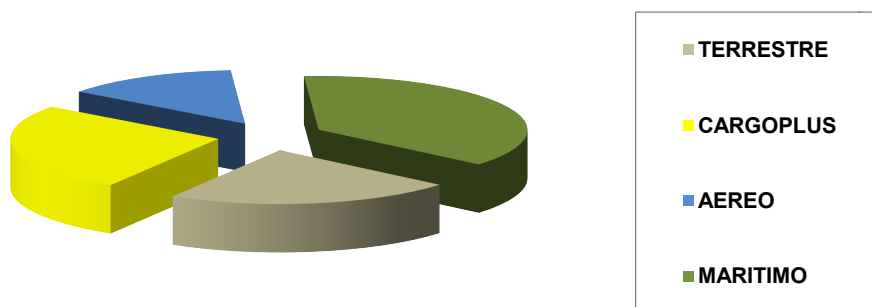
* European Logistics – 22.5 %

* Cargoplus – 26.5 %

Aéreo-Marítimo 51 %

* Marítimo – 37 %

* Aéreo – 14 %



Fonte: RG de 2009 a 2013 da Dachser Portugal,SA