

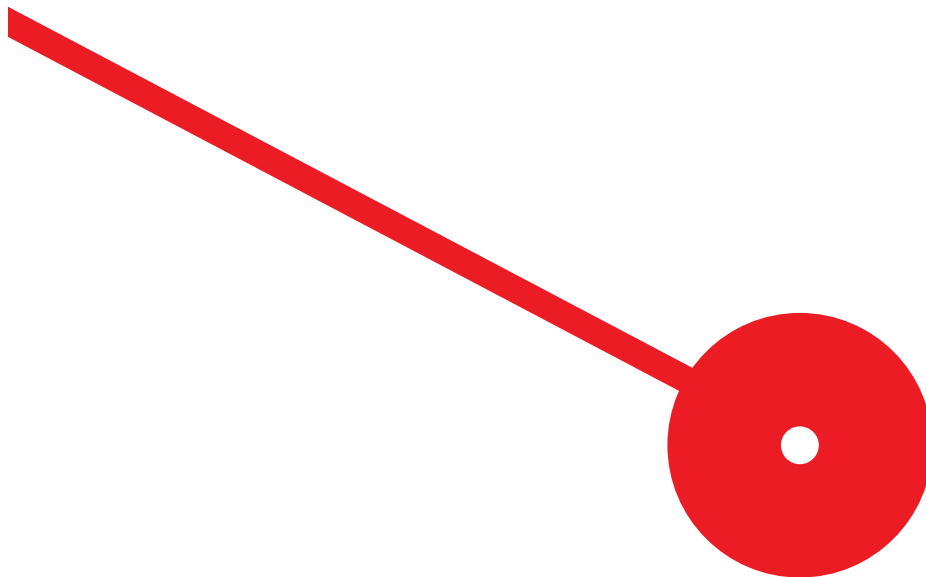


# Impacto das Fusões e Aquisições no Desempenho e Criação de Valor das Empresas (Um estudo de caso: A Fusão da REFER, E.P.E. com a EP, S.A.)

Ana Catarina Barbosa dos Reis

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

10/2019

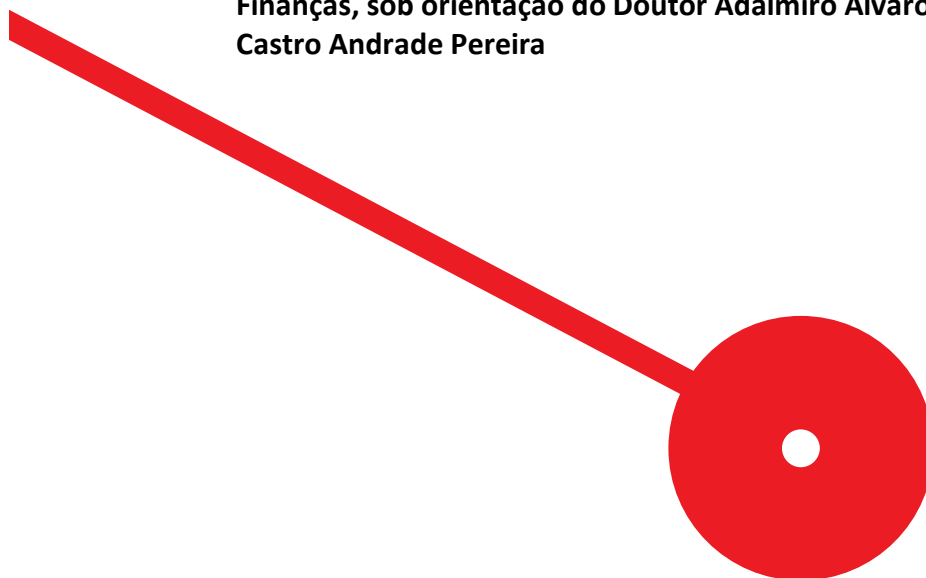




# **Impacto das Fusões e Aquisições no Desempenho e Criação de Valor das Empresas (Um estudo de caso: A Fusão da REFER, E.P.E. com a EP, S.A.)**

Ana Catarina Barbosa dos Reis

Dissertação de Mestrado  
apresentado ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração  
do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e  
Finanças, sob orientação do Doutor Adalmiro Álvaro Malheiro de  
Castro Andrade Pereira



## **Resumo**

Atualmente tem-se assistido a um fenómeno crescente de Fusões e Aquisições (F&A) em todo o tipo de entidades, sendo conhecidas por proporcionarem um caminho mais rápido, flexível, eficiente e aparentemente mais seguro em termos de crescimento, inovação e expansão para novos mercados. Este tipo de práticas cria oportunidades que não estão disponíveis quando as empresas atuam de forma independente.

Perante a incerteza de que tudo corra de forma vantajosa, a presente dissertação visa compreender o conceito de F&A, as motivações e motivos subjacentes à ocorrência deste tipo de estratégias, o desempenho das empresas, assim como a criação de valor das mesmas. Assim sendo, o método de análise deste trabalho baseia-se num estudo de caso que analisa a fusão entre a Rede Ferroviária Nacional (REFER, E.P.E.) com a Estradas de Portugal (EP, S.A.), tendo a sociedade incorporante sido renomeada para Infraestruturas de Portugal (IP, S.A.).

Por fim, utilizaram-se indicadores económico-financeiros de forma a estudar o desempenho das empresas antes e após fusão. Deste modo, a análise financeira revela-se uma ferramenta muito pertinente, uma vez que fornece indicadores precisos que permitem efetuar um diagnóstico fidedigno da *performance* global da empresa. Por último, foi possível verificar que, em regra geral, este processo trouxe um desempenho bastante positivo após o processo de F&A, resultado que merecerá futuramente uma análise posterior mais cuidada e profunda.

**Palavras chave:** Fusões, Aquisições, Rendibilidade, Criação de Valor.

## **Abstract**

Currently, we have been assisting to an increase phenomena of Mergers and Acquisitions (M&A) among all types of entities, being well known for allowing a more quicker, flexible, efficient and safe way for growth, innovation and expansion into new markets. These type of practices generate opportunities that are not available when the companies act independently in the market.

The goal of this Thesis is to help the readers to understand the concept of M&A, the motivation under this type of strategy, the performance of the companies involved as well as its value creation. This way, the method of analysis of this paper is based on a case study that analyses the merger between the Rede Ferroviária Nacional (REFER, E.P.E.) and Estradas de Portugal (EP, S.A.), now named Infraestruturas de Portugal (IP, S.A.).

Lastly, there was used economic and financial indicators in order to study the performance of the companies after merging. We concluded that the financial analysis it's a very important tool as it allows to accurately determine the overall performance of the company. Lastly, it was possible to observe a positive performance of these same companies after the M&A process, however these results need to be carefully analyzed.

**Key words:** Mergers, Acquisitions, Profitability, Value Creation.

## Índice geral

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Capítulo I - Introdução</b> .....                                    | <b>1</b>  |
| <b>Capítulo II – Enquadramento Teórico das F&amp;A</b> .....            | <b>4</b>  |
| 2.1    Conceitos de F&A.....  | 5         |
| 2.1.1    Conceito.....  | 5         |
| 2.1.2    Conceito Jurídico .....  | 6         |
| 2.1.3    Conceito Contabilístico .....                                  | 7         |
| 2.1.4    Conceito Fiscal.....   | 7         |
| 2.2    Motivações Subjacentes à Ocorrência de F&A .....                 | 10        |
| 2.3    Processo de Integração Após F&A: Motivos .....                   | 14        |
| 2.3.1    Motivos Associados aos Gerentes/Administradores .....          | 15        |
| 2.3.2    Motivos Estratégicos .....                                     | 16        |
| 2.3.3    Motivos de Insucesso .....                                     | 18        |
| 2.4    Desempenho das Empresas.....                                     | 19        |
| 2.4.1    Método Utilizado para Análise do Desempenho das Empresas ..... | 21        |
| 2.4.2    Fatores que Interferem no Desempenho das Empresas .....        | 24        |
| 2.5    Criação de Valor em F&A.....                                     | 26        |
| 2.5.1    Conceito.....  | 26        |
| 2.5.2    Criação de Valor numa Perceção Empresarial .....               | 27        |
| 2.5.3    F&A que Criam Valor.....                                       | 28        |
| <b>Capítulo III – Estudo de Caso e Metodologia</b> .....                | <b>32</b> |
| 3.1    Objetivos do Estudo e Questão de Investigação .....              | 33        |
| 3.2    Estudo de Caso.....  | 33        |
| 3.3    Metodologia.....   | 34        |
| 3.4    Apresentação das Empresas em Estudo .....                        | 35        |
| 3.4.1    EP, S.A. (Entidade Incorporada/Adquirida) .....                | 36        |
| 3.4.2    REFER, E.P.E. (Entidade Incorporante/Absorvente) .....         | 37        |

|  |   |           |
|--|---|-----------|
| 3.4.3  | IP, S.A. (Entidade Resultante da Fusão) .....       | 38        |
| 3.5  | Processo de Fusão .....                             | 39        |
| 3.5.1  | Modalidade da Fusão.....                            | 40        |
| 3.5.2  | Motivos.....  | 41        |
| 3.5.3  | Objetivos da Fusão.....                             | 42        |
| <b>Capítulo IV – Análise de Dados.....</b>   |   | <b>44</b> |
| 4.1  | Análise das Demonstrações Financeiras da IP.....    | 45        |
| 4.2  | Análise dos Indicadores Económico-Financeiros ..... | 51        |
| <b>Capítulo V – Conclusão .....</b>  |   | <b>58</b> |
| <b>Referências bibliográficas.....</b>   |   | <b>61</b> |
| <b>Apêndices .....</b>   |   | <b>69</b> |
| Apêndice I – Transações e Soma dos Valores Transacionados de F&A em Portugal entre 1991 e 2018.....  |   | 70        |
| Apêndice II – Demonstração da Posição Financeira da EP, S.A. entre 2011 e 2014 .....                 |   | 72        |
| Apêndice III – Demonstração do Rendimento Integral da EP, S.A. entre 2011 e 2014 ..                  |   | 73        |
| Apêndice IV – Demonstração Consolidada da Posição Financeira da REFER, E.P.E. entre 2011 e 2014..... |   | 74        |
| Apêndice V – Demonstração Consolidada dos Resultados da REFER, E.P.E. entre 2011 e 2014 .....        |   | 75        |

## Índice de Figuras

|  |    |
|--|----|
| Figura 1 - F&A em Portugal entre 1991 e 2018.....  | 35 |
| Figura 2 - Ilustração do Processo de Fusão por Incorporação .....  | 36 |
| Figura 3 - Ativos e Passivos da EP, incorporados na IP, em 01/01/2015 (em milhares de €)<br>.....                              | 45 |
| Figura 4 - Demonstração Consolidada da Posição Financeira da IP entre 2014 (Reexpresso)<br>e 2017.....                         | 47 |
| Figura 5 - Demonstração da Posição Financeira da IP em 2018.....   | 48 |
| Figura 6 - Demonstração Consolidada do Rendimento Integral dos Exercícios Findos da IP<br>entre 2014 (Reexpresso) e 2017 ..... | 50 |
| Figura 7 - Demonstração do Rendimento Integral da IP em 2018 .....   | 51 |

## Índice de Tabelas

|  |    |
|--|----|
| Tabela 1 - Resumo das motivações para a ocorrência de F&A.....   | 13 |
| Tabela 2 - Resumo dos motivos de insucesso, apontados por diversos autores, citados por Vazirani (2012)..... | 18 |
| Tabela 3 - Comportamento esperado dos indicadores económico-financeiros em estudo ..                         | 23 |
| Tabela 4 - Fatores que mais interferem no desempenho das empresas .....                                      | 24 |
| Tabela 5 - Fases para a Concretização do Processo de Fusão e Transformação da Comissão de Planeamento.....   | 39 |
| Tabela 6 - Objetivos que a IP visa alcançar .....  | 42 |
| Tabela 7 - Resultado dos rácios económico-financeiros entre os anos 2014 e 2018.....                         | 52 |
| Tabela 8 - Variação da Rendibilidade dos Capitais Próprios entre os anos 2014 e 2018....                     | 54 |
| Tabela 9 - Variação da Rendibilidade Operacional do Ativo entre os anos 2014 e 2018 ...                      | 55 |
| Tabela 10 -Variação da Rendibilidade das Vendas entre os anos 2014 e 2018 .....                              | 55 |
| Tabela 11 -Variação da Solvabilidade entre os anos 2014 e 2018 .....   | 56 |
| Tabela 12 - Variação da Autonomia Financeira entre os anos 2014 e 2018.....                                  | 56 |
| Tabela 13 - Variação da Liquidez Geral entre os anos 2014 e 2018 .....                                       | 56 |

## **Lista de abreviaturas**

|                |  |
|----------------|--|
| <b>AIP</b>     | Associação Industrial Portuguesa   |
| <b>CAE</b>     | Concentrações de Atividades Empresariais                                 |
| <b>CIRC</b>    | Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas               |
| <b>CSC</b>     | Código das Sociedades Comerciais   |
| <b>EBIT</b>    | <i>Earnings Before Interests and Taxes</i> (Lucro/Resultado Operacional) |
| <b>EP</b>      | Estradas de Portugal   |
| <b>EPE</b>     | Entidade Pública Empresarial   |
| <b>EUA</b>     | Estados Unidos da América  |
| <b>F&amp;A</b> | Fusões e Aquisições  |
| <b>IP</b>      | Infraestruturas de Portugal  |
| <b>ICERR</b>   | Instituto para a Conservação e Exploração da Rede Rodoviária             |
| <b>ICOR</b>    | Instituto para a Construção Rodoviária                                   |
| <b>IEP</b>     | Instituto das Estradas em Portugal                                       |
| <b>JAÉ</b>     | Junta Autónoma de Estradas   |
| <b>NCRF</b>    | Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro                            |
| <b>NIC</b>     | Normas Internacionais de Contabilidade                                   |
| <b>PETI</b>    | Plano Estratégico dos Transportes e Infraestruturas                      |
| <b>PPP</b>     | Parcerias Público Privadas   |
| <b>REFER</b>   | Rede Ferroviária Nacional  |
| <b>RNF</b>     | Regime de Neutralidade Fiscal  |
| <b>ROC</b>     | Revisor Oficial de Contas  |
| <b>RU</b>      | Reino Unido  |
| <b>SNC</b>     | Sistema de Normalização Contabilística                                   |

|            |                     |
|------------|---------------------|
| <b>UE</b>  | União Europeia      |
| <b>VAL</b> | Valor Atual Líquido |



As organizações, independentemente do seu setor, procuram vantagens competitivas que lhes permitam distinguir-se dos seus concorrentes, conquistando, desta forma, uma maior quota no mercado. As F&A são operações estratégicas usadas pelas mesmas, muitas das vezes para fortalecer e manter a sua posição no mercado, que, nos dias de hoje, cada vez é mais competitivo. Torna-se por isso essencial inovar, expandir, incorporar novas ideias, tecnologias, pelo que sem estas particularidades torna-se mais difícil serem competitivas dentro da economia global atual. No entanto, nem sempre o sucesso destas operações é garantido, uma vez que existe sempre incerteza de que tudo ocorrerá da forma mais vantajosa possível. No entanto, nem sempre é geradora de ganhos e segundo Brealey & Myers (2006) uma fusão economicamente viável pode traduzir-se num completo fracasso, se não houver capacidade de lidar com a complexa tarefa de integrar duas sociedades.

Este tema foi selecionado para pesquisa por ser um dos temas, nos dias de hoje, mais abordado e discutido na área da gestão empresarial, o que o torna desafiante e motivador. Espera-se com o desenvolvimento desta dissertação conseguir contribuir para, mais facilmente, identificar quais as principais motivações que as empresas procuram nas F&A, assim como os benefícios e/ou inconvenientes que as mesmas possam encontrar ao longo de todo este processo. Procurar-se-á, conseqüentemente, avaliar o impacto que detêm a nível do desempenho após este tipo de processo, assim como conseqüentemente a sua criação ou não de valor.

Na mesma linha de pensamento, o presente trabalho teve como objetivo principal, à semelhança de outros estudos de caso, a escolha de um estudo de caso de empresas portuguesas para analisar o desempenho da mesma. Desta forma, o desempenho da empresa resultante de fusão da REFER com a EP foi analisado através do cálculo de indicadores económico-financeiros. Também as demonstrações financeiras da nova sociedade formada a partir deste processo, a designada IP, foram investigadas e discutidas.

A estrutura deste trabalho consiste essencialmente numa componente teórica, sendo composta por cinco capítulos fundamentais. No primeiro capítulo, correspondente ao enquadramento teórico das F&A, será dada uma perspetiva teórica sobre o tema, analisando deste modo conceitos de F&A, motivações e motivos subjacentes à ocorrência de F&A, assim como o desempenho das empresas e conseqüentemente a criação de valor em F&A. No segundo capítulo apresentam-se as empresas em estudo, analisa-se o processo de fusão das mesmas, aborda-se qual a modalidade da fusão, os motivos, assim como os objetivos

esperados. O estudo de caso e a metodologia utilizados na realização deste trabalho encontram-se descritos no terceiro capítulo. No capítulo seguinte são apresentados os objetivos do estudo, a questão de investigação e é feita, ainda, uma análise às demonstrações financeiras da IP, assim como aos indicadores-económico financeiros selecionados para o estudo. Por fim, no quinto e último capítulo, apresentam-se as considerações finais, pistas para investigações futuras e ainda as limitações encontradas para a realização deste trabalho.

## **CAPÍTULO II – ENQUADRAMENTO TEÓRICO DAS F&A**

---

Nos últimos anos tem-se assistido a um crescente fenómeno de F&A. Diversos autores, entre eles, Brealey *et al.* (2011), Ferreira (2002) e Matos e Rodrigues (2000), têm-se debruçado sobre o estudo deste tema, para poderem além de averiguar em que consiste este fenómeno, procurarem razões/motivos, assim como verificarem os resultados que as empresas obtêm aquando da prática deste tipo de estratégias.

Assim sendo, este capítulo visa fornecer uma abordagem ao enquadramento teórico do mesmo. Abordam-se, por isso, algumas definições, as motivações subjacentes à ocorrência de F&A, sem esquecer de expor também os motivos. Associado a tudo isto, torna-se também importante perceber qual o desempenho das empresas, assim como a sua criação de valor.

## **2.1 Conceitos de F&A**

Com base na literatura já existente e de uma forma geral, começa-se primeiramente por abordar algumas definições sobre o tema em análise, fazendo uma distinção entre fusão e aquisição, pelo que se deve levar em conta as diferentes terminologias existentes. Para isso, aborda-se, para além da definição existente na literatura, a definição de F&A nas três perspetivas existentes em Portugal do conceito de fusões, sendo elas: jurídica, contabilística e fiscal (Cunha, 2005).

### **2.1.1 Conceito**

Quando se está perante um processo de F&A e todos os acionistas/sócios de uma empresa saem, designa-se a este tipo de processo, aquisição. Contrariamente, quando todos os acionistas/sócios se mantêm, este tipo de processo já é designado de fusão (Valente, 1999). Numa ótica empresarial designam-se F&A como sendo a união de duas ou mais empresas numa nova, apoiando ainda a ideia de que a principal diferença entre as duas está na forma como essa mesma junção é executada (Roberts *et al.*, 2012).

No processo de fusão existe um procedimento de negociação entre as empresas. Quando as mesmas decidem concretizar as negociações de fusão resulta daí uma empresa nova de maior escala (*new larger whole*). O processo de negociação nas aquisições, contrariamente ao das fusões, não tem necessariamente de ocorrer, isto porque, numa aquisição onde uma empresa (a adquirente) compra a outra (a adquirida) tudo passa a pertencer, na totalidade, à adquirente. A empresa adquirida pode ser totalmente absorvida e deixar de existir como uma entidade independente, ou a empresa adquirente pode conservar a empresa adquirida na sua

forma pré-aquisição (esta absorção limitada é frequentemente executada quando a intenção é vender posteriormente a empresa adquirida).

Relativamente ao conceito de fusão de empresas existem duas abordagens: abordagem económica e a abordagem jurídica (Matos & Rodrigues, 2000). Na abordagem económica, privilegiam-se os efeitos das operações, a sua capacidade para se submeter ao controlo de um único centro de racionalidade económica e ainda as unidades anteriormente autónomas. Quanto à abordagem jurídica, a mesma será abordada no ponto a seguir.

As F&A estão relacionadas com a criação de valor e conseqüentemente com o crescimento económico. Qualquer que seja a função desempenhada numa empresa é importante que a mesma se oriente com a criação de valor e conseqüentemente com a criação de riqueza, para que desta forma os decisores que perseguem o objetivo da criação de valor transformem o conceito num credo (Ferreira, 2002).

A literatura sobre esta temática, utiliza diversas designações, tais como: fusões, aquisições, F&A, *takeover* (tomada de controlo de uma empresa), participações (Valente, 2005).

### **2.1.2 Conceito Jurídico**

No ornamento jurídico português, através do artigo 97º do Código das Sociedades Comerciais (CSC), pode-se deduzir que uma fusão se designa como sendo “duas ou mais sociedades, ainda que de tipo diverso, podendo fundir-se mediante a sua reunião numa só. (...) A fusão pode realizar-se:

- Mediante a transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra e a atribuição aos sócios daquelas de partes, ações ou quotas desta; ou
- Mediante a constituição de uma nova sociedade, para a qual se transferem globalmente os patrimónios das sociedades fundidas, sendo aos sócios destas atribuídas partes, ações ou quotas da nova sociedade”. Maioritariamente, aquando da análise de uma fusão, verifica-se que a gerência de topo da empresa adquirida é dissolvida após o processo.

Existem duas modalidades distintas de fusão utilizadas com maior frequência, por qualquer tipo de organização como forma de reestruturação das mesmas: a fusão por incorporação e a fusão por concentração. A primeira acontece quando existe a transferência global do património de uma ou mais sociedades para a sociedade incorporante, enquanto que a segunda ocorre mediante a constituição de uma nova sociedade, sendo os patrimónios das empresas fundidas transferidos para a nova sociedade (Silva, 2015).

### **2.1.3 Conceito Contabilístico**

O conceito de fusão encontra-se no Sistema de Normalização Contabilística (SNC), na Norma Contabilística e de Relato Financeiro 14 (NCRF 14) – Concentrações de Atividades Empresariais (CAE). No parágrafo nove desta mesma norma define-se atividade empresarial como “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”. Já no parágrafo dez e onze desta mesma norma definem-se os métodos de contabilização das concentrações de atividades empresariais. Assim sendo “todas as concentrações de atividades empresariais devem ser contabilizadas pela aplicação do método de compra”, sendo que, “o método de compra considera a concentração de atividades empresariais na perspectiva da entidade concentrada que é identificada como a adquirente. A adquirente compra ativos líquidos e reconhece os ativos adquiridos e os passivos e passivos contingentes assumidos, incluindo aqueles que não tenham sido anteriormente reconhecidos pela adquirida. A mensuração dos ativos e passivos da adquirente não é afetada pela transação, nem quaisquer ativos ou passivos adicionais da adquirente são reconhecidos como consequência da transação, porque não são o objeto de transação”.

É de ressaltar, que contrariamente às fusões, as aquisições não têm um conceito objetivo em termos legais a nível nacional, sendo por isso consideradas como parte integrante das CAE, tal como descrito na NCRF14.

### **2.1.4 Conceito Fiscal**

A fiscalidade teve a necessidade de não criar obstáculos à efetivação destas operações, o que levou o legislador a consagrar no Código do Imposto sobre Rendimento das Pessoas Coletivas (CIRC) um regime especial, que integra a Secção VI, a Subsecção IV “Regime especial aplicável às fusões, cisões, entradas de ativos e permutas de partes sociais”, que vai desde o artigo 73º ao 78º. Este regime consiste num regime de neutralidade fiscal (RNF), que permite o diferimento da tributação das mais-valias e de outros resultados, inerentes às transferências dos elementos patrimoniais ativos e passivos e das mais-valias decorrentes das trocas de participações ao nível dos sócios.

Segundo o regime geral do CIRC, o RNF é dirigido para as operações que cabem nas definições e modalidades constantes do nº 1 do artigo 73º do CIRC. Segundo a alínea a) do nº 1 deste mesmo artigo a fusão por incorporação implica “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”.

Já a fusão por constituição de uma nova sociedade encontra-se descrita na alínea b) do nº 1 do mesmo artigo, nos seguintes termos: “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”.

A alínea c) do nº 1 do mesmo artigo apresenta a modalidade simplificada de fusão e afirma que consiste na “transferência global do património de uma sociedade (sociedade fundida) para a sociedade detentora da totalidade das partes representativas do seu capital social (sociedade beneficiária)”.

Já a alínea d) refere-se ao caso especial de fusão por incorporação, entre sociedades “irmãs”, isto é “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”.

Por fim, a alínea e) prevê a designada fusão inversa, que ocorrem com “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”.

Os requisitos para aplicação do regime neutralidade encontram-se mencionados no nº 7 do artigo 73º. No nº 10 do mesmo artigo mencionam-se as limitações da aplicação do regime especial, ao abordar “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”.

O nº 7 do artigo 73º do CIRC consagra os requisitos para a aplicação do regime da neutralidade, já o nº 1 do artigo 74º consagra o RNF, onde está implícita a continuidade do exercício da atividade, pela sociedade beneficiária/nova, que decorre dos direitos e obrigações das sociedades fundidas.

A nível português, o regime fiscal implementado, tem como objetivo a neutralidade fiscal, estimulando o diferimento da tributação dos rendimentos, dos lucros e das mais-valias resultantes de fusões de empresas (Cunha, 2005). No entanto, com a entrada e aplicação em vigor nas Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), desde janeiro de 2005, as sociedades abrangidas, isto é, sociedades cotadas e subsidiárias, deixam de beneficiar deste sistema de neutralidade. Assim sendo, o regime em vigor encontra-se desadequado face às alterações das NIC, uma vez que deixa de ser permitida a utilização do método da comunhão de interesses<sup>1</sup> (método excecional) (Lopes, 2009).

O nº 3 do artigo 74º do CIRC afirma que o método da comunhão de interesses ocorre quando “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 avaliações efetuadas ao abrigo de legislação de carácter fiscal”, o que vem contradizer o que é mencionado pela NCRF 14 sobre este mesmo método.

Importa ainda salientar que este RNF impõe no nº 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

---

<sup>1</sup> Segundo a Diretriz Contabilística nº 1/91 o objetivo deste método é o de “tratar as empresas unificadas como se as atividades anteriormente referidas continuassem como dantes, se bem que agora estejam conjuntamente possuídas e geridas”, consistindo na “junção de ativos, passivos, reservas e resultados das empresas da unificação, pelas quantias escrituradas em cada uma delas”. Fonte: [http://www.cnc.min-financas.pt/\\_siteantigo/Directrizes/Dir01\\_concentra%C3%A7%C3%B5es.pdf](http://www.cnc.min-financas.pt/_siteantigo/Directrizes/Dir01_concentra%C3%A7%C3%B5es.pdf). Acedido em 3 de junho de 2019.

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”.

Em suma, para que uma sociedade resultante de uma fusão, complete os requisitos para usufruir deste regime terá de, para efeitos fiscais, não seguir aquilo que estaria condicionada a fazer pela aplicação da NCRF 14, mas sim ter em conta os valores históricos/contabilísticos e não os justos valores, à data da operação.

## 2.2 Motivações Subjacentes à Ocorrência de F&A

De todas as estratégias empresariais, as F&A são, provavelmente, as que têm um impacto mais direto sobre os mercados em que as empresas envolvidas atuam, uma vez que reduzem o número de concorrentes e conseguem alterar a estrutura de mercado, no sentido de uma maior concentração. Estes tipos de procedimentos podem ocorrer por inúmeros motivos. No entanto, um dos principais é o facto da empresa adquirente encontrar neste tipo de operação um investimento rentável e maioritariamente seguro.

As fusões acontecem, fundamentalmente por cinco razões (Brealey *et al.*, 2011):

- **Obtenção de economias de escala<sup>2</sup>:** objetivo essencial das fusões horizontais e que permite organizar o processo produtivo de maneira a que alcance a máxima utilização dos fatores produtivos envolvidos no processo, procurando como resultado baixos custos de produção e o incremento de bens e serviços;
- **Obtenção de recursos complementares:** duas empresas possuem este tipo de recursos quando uma tem um recurso que a outra precisa, pelo que faz sentido a fusão, uma vez que passam a valer mais as duas juntas do que separadas. Além disso, conseguem-no através de um custo de produção menor do que se atuassem sozinhas, assim como obtêm oportunidades que nenhuma conseguiria de outra forma;
- **Aproveitamento de benefícios fiscais:** ocorre quando uma empresa possui benefícios fiscais potenciais, mas que não dispõe de lucros para tirar proveito deles;

---

<sup>2</sup> Podem obter-se economias de escala na produção, distribuição e em qualquer outra função do tipo comum. Uma empresa tem economias de escala quando o custo unitário médio dos produtos fabricados e vendidos decresce à medida que a produção e as vendas aumentam. “Diminuição nos custos unitários, em resultado de um aumento no tamanho ou escala das operações de uma empresa.” (Gaughan, 2007)

- **Existência de fundos excedentários:** acontece quando a empresa tem excedentes de tesouraria. Deste modo, os gestores, em vez de os distribuir pelos acionistas preferem aplicá-los, frequentemente, em fusões, pagas em dinheiro, como forma de reaplicar o seu capital; e
- **Para eliminar eficiências:** uma empresa com uma gestão débil ou ineficaz é uma empresa candidata a ser alvo de uma fusão ou aquisição.

Ferreira (2002), assim como os autores mencionados atrás referem que as motivações mais comuns para as fusões são: exploração de diferenciais de eficiência entre as empresas, aumento do poder de mercado e crescimento, vantagens fiscais, problemas de agência, avaliação do mercado e ainda a redistribuição ou reaplicação estratégica de recursos ou de meios. Afirma ainda que, a polivalência das F&A é uma das características mais importantes de uma estratégia de concentração, uma vez que as empresas, na sua maioria apresentam, melhorias ao nível dos produtos, das plataformas operacionais, tecnológicas e administrativas e conseqüentemente alargam a sua oferta a novos mercados, clientes e segmentos.

Para além de todas estas motivações que, de um modo geral estão relacionadas com o crescimento, existem motivações relacionadas com sinergias<sup>3</sup>, isto é, com questões de diversificação, de eficiência/produktividade, de oportunidades de compra abaixo do valor ou identificação de melhoria da gestão na empresa, assim como a incorporação de tecnologia e/ou boas práticas. Assim sendo, muitas F&A são fundamentadas com o facto de criarem sinergias, definidas como o valor adicional que é gerado pela combinação de duas empresas, criando oportunidades que não estão disponíveis quando atuam independentemente (Damodaran, 2005; Ferreira, 2002). Damodaran (2005) divide, assim, as sinergias em dois grupos:

- **Sinergias operacionais:** permitem à empresa aumentar o seu Resultado Operacional (EBIT – *Earnings Before Interests and Taxes*). Afetam as margens, rendimentos e crescimento, e conseqüentemente, o valor da empresa envolvida neste tipo de processo. No entanto, permitem aumentar o resultado operacional dos ativos já existentes e/ou aumentar o crescimento. Subdividem-se ainda em quatro categorias: economias de escala, maior poder

---

<sup>3</sup> Sinergia é o valor adicional potencial que advém da combinação de duas empresas e é provavelmente um dos racionais mais utilizados em F&A, esperando alcançar assim um objetivo em comum. Deste modo, a sinergia é o resultado da combinação de pelo menos dois elementos, mas de forma separada, isolada, pelo que a uma boa sinergia associam-se resultados notáveis, valorosos, denotando-se uma diferença significativa em relação ao trabalho individual. Fonte: <https://definicao.net/sinergia/>. Acedido em 10 de junho de 2019.

de mercado, combinação de diferentes forças funcionais e crescimento elevado num novo ou num mercado já existente.

- **Sinergias financeiras:** incluem os benefícios fiscais, a diversificação e resultam numa maior capacidade de endividamento, assim como de maiores fluxos de tesouraria. Neste tipo de sinergias o retorno pode tomar a forma de maiores fluxos de caixa ou de menor custo de capital, ou até de ambos. Estas sinergias são “procuradas” pelas empresas de forma a darem maior força às operações por via da alavancagem das operações no financiamento das mesmas e/ou usando os benefícios fiscais, mas só depois de serem encontradas as sinergias operacionais, que motivam uma operação de F&A.

O facto de muitas F&A serem o motor para a criação de sinergias e de uma dimensão competitiva capaz de fazer face a uma concorrência cada vez mais agressiva e a um ambiente externo competitivo e em constante mudança, faz com que isto se torne mais uma das motivações para este tipo de estratégias empresariais.

A diversificação, o aumento do lucro por ação e os custos financeiros mais baixos são motivações bastante questionáveis para fusões. A diversificação não leva necessariamente a um aumento do valor da empresa, pelo que só se torna justificável se houver sinergias entre as empresas em questão (Brealey *et al.*, 2011).

A questão do financiamento é também considerada como uma das motivações para a ocorrência deste tipo de estratégias, uma vez que o crédito bancário se encontra mais facilitado para as grandes empresas do que para as mais pequenas. Isto é explicado pelo facto de as empresas de menor dimensão não serem tão conhecidas, não disporem de organização interna, que assegure as múltiplas exigências de informação indispensáveis para estar nesse mercado, pelo que não são capazes de apresentar garantias idênticas às empresas de maior dimensão (Carreira, 1992).

A Associação Industrial Portuguesa (AIP) realizou um estudo de *benchmarking*, em 2013, onde concluiu dois motivos dominantes relacionados ao crescimento de um modo geral, que poderão surgir combinados e que justificam o porquê de as empresas executarem uma ou mais operações de fusão ou aquisição, sendo eles o aumento da quota de mercado onde atua e uma maior amplitude geográfica de atuação.

Para além destas motivações existem outras que estão relacionadas com sinergias (ver Tabela 1), isto é, com questões de eficiência/produktividade, de diversificação, de

incorporação de tecnologia e/ou boas práticas e ainda oportunidade de compra abaixo do valor ou identificação de melhoria na gestão da empresa.

**Tabela 1 - Resumo das motivações para a ocorrência de F&A**

| Autores (Ano)   | Motivações  |
|-----------------|---|
| Carreira (1992) | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Procura da atenuação ou da extinção do risco constituído pela concorrência;</li> <li>- Introdução de racionalização no processo produtivo e distributivo;</li> <li>- Consecução do controlo económico; e</li> <li>- Motivações de índole financeiro.</li> </ul>  |
| Ferreira (2002) | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Rapidez de entrada em novos mercados ou negócios;</li> <li>- Escassez de conhecimentos ou recursos para o desenvolvimento de processos no interior da organização;</li> <li>- Situação concorrencial ou competitiva, evitando a entrada de empresas concorrentes e adquirindo uma empresa ou negócio já posicionado pode ser uma melhor decisão;</li> <li>- Aumento da quota de mercado;</li> <li>- Motivos financeiros, através da aquisição de empresas cujo valor no mercado pareça inferior ao valor justo;</li> <li>- Divisão dos ativos ou negócios, que decidem aquisições agressivas de empresas e posteriores reestruturações baseadas na divisão do todo em partes;</li> <li>- Eficiência na gestão dos custos, via aquisição de empresas com maior experiência, que por desenvolvimento orgânico é quase impossível de alcançar; e</li> </ul> |

|  |   |
|--|---|
|  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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.</li> </ul>  |
| <p>Matos e Rodrigues<br/>(2000)</p>      | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Maximização do lucro (poder de mercado, eficiência operativa, eficiência na gestão, ganhos financeiros e aquisição de ativos subavaliados); e</li> <li>- Objetivos distintos de maximização do lucro (a empresa neoclássica tem um único objetivo, a maximização do lucro, enquanto que as empresas para além deste objetivo esperam também a criação de valor para o acionista).</li> </ul> |
| <p>Brealey <i>et. al.</i><br/>(2011)</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Economias de escala;</li> <li>- Economias de integração vertical;</li> <li>- Recursos complementares;</li> <li>- Fundos excedentários;</li> <li>- Eliminação de ineficiências; e</li> <li>- Consolidação da indústria.</li> </ul>  |

Fonte: Elaboração Própria

### 2.3 Processo de Integração Após F&A: Motivos

Muitos são os motivos pelos quais as empresas adotam este tipo de estratégia de crescimento, sendo que a principal razão assenta fundamentalmente na expectativa da rendibilidade do capital investido e na maximização do valor dos ativos, ou seja, na criação de valor (Camargos & Barbosa, 2008). Assim sendo, a criação de valor torna-se num dos principais objetivos na gestão de qualquer empresa, devendo ser preocupação dos seus responsáveis (Ferreira, 2002). Em suma, as F&A constituem uma forma de investimento rentável, que pode substituir o investimento de raiz.

Teoricamente existem inúmeros motivos associados a este tipo de estratégia, no entanto, neste subcapítulo, analisam-se apenas motivos associados aos gerentes/administradores, estratégicos e de insucesso.

### **2.3.1 Motivos Associados aos Gerentes/Administradores**

Para além de todas as motivações abordadas anteriormente, os motivos que estão relacionadas com os gerentes/administradores das empresas adquirentes são também outra razão para este tipo de estratégias empresariais se realizarem, podendo-se basear em duas hipóteses: Hipótese Hubris e de Rool e a Hipótese de Agência (Vieito & Maquieira, 2013). Segundo a Hipótese de Hubris, aquando da realização do processo de F&A, as empresas deverão apresentar os seguintes resultados:

- O valor da empresa adquirente deverá descer, depois de o mercado detetar a operação realizada;
- O valor da empresa adquirida deverá aumentar, logo que o mercado detete a operação realizada;
- A soma do impacto no valor das duas empresas envolvidas na operação, a curto prazo, deverá ser negativa, isto devido à existência dos custos que são necessários para realizar a F&A.

No entanto, os gerentes acreditam que possuem demasiada confiança nas suas capacidades de gerência e, por esse motivo, acabam por oferecer um valor excessivo pela empresa adquirida, o que muitas vezes leva a perdas desnecessárias. Deste modo, a uma oferta maior está associada um erro maior de avaliação positiva, o que reflete depois o excesso de confiança, beneficiando a empresa alvo da F&A. De todo este processo resulta uma perda na negociação para os acionistas da empresa adquirente, isto porque o mercado reage ao erro cometido pelo gerente (Motis, 2007).

Já a Hipótese de Rool defende a premissa de que os gestores são presunçosos e acreditam que o mercado não avalia corretamente o valor de uma empresa, ou seja, os gestores acreditam que a empresa está mal avaliada pelo mercado, isto é, deveria apresentar um valor mais alto do que aquele que atualmente tem. Isto faz com que, do seu ponto de vista, ao adquirir a empresa obtenham ganhos significativos em termos de sinergia.

Por último, e não menos importante, a Hipótese de Agência<sup>4</sup> defende que as F&A são estimuladas e realizadas pelo interesse pessoal dos gerentes e não pelo interesse pessoal dos acionistas. Os gerentes têm interesse em realizar estas operações pois podem obter maiores benefícios, enquanto que os acionistas perdem a sua riqueza.

### 2.3.2 Motivos Estratégicos

Uma empresa, normalmente, é vendida segundo o valor que é determinado pelo preço mais alto que um comprador está disposto a pagar, no entanto, muitas vezes, o mercado sobrevaloriza os seus ativos financeiros, devido à especulação, tornando difícil determinar o seu valor de forma adequada. Assim sendo, o valor líquido de uma aquisição é encontrado através da comparação do valor bruto dos ativos adquiridos<sup>5</sup> com o preço total pago<sup>6</sup> (Koller *et al.*, 2005).

O valor de mercado da empresa é baseado na expectativa criada hoje em relação ao futuro desempenho económico-financeiro da empresa (Halpem, 1982). Deste modo, envolve a expectativa de um futuro pagamento e de uma avaliação do quão arriscado será esse mesmo pagamento. Para as pequenas empresas, o valor de mercado consiste no valor que os investidores ou compradores estariam dispostos a pagar para comprar a totalidade ou uma parte da empresa. Já o valor intrínseco consiste no valor fundamental, que geralmente não é algo que seja facilmente demonstrável, sendo um valor baseado em todas as informações e elementos relevantes para a avaliação da empresa. Raras são as exceções em que o valor de mercado se iguala ao valor intrínseco (Jensen & Mecking, 1976).

Estes mesmos autores afirmam que a riqueza se refere ao valor intrínseco, uma vez que o valor de mercado pode ou não refletir completamente o valor da empresa. Enquanto que, o valor intrínseco é impulsionado por opiniões e expectativas particulares ou internas, o valor de mercado é estabelecido por opiniões ou expectativas do público em geral e externas à empresa. A longo prazo, o valor de mercado deve ser igual ao valor intrínseco, levando, muitas vezes, o valor dos ativos da empresa a se encontrarem subavaliados como resultado das reações exageradas do mercado.

---

<sup>4</sup> Esta teoria (também designada como Teoria da Agência) segundo a teoria económica de Ross (1973), surge entre duas ou mais partes. Quando um é designado o agente, este age em seu nome ou como representante de uma outra pessoa (principal), num domínio particular da decisão de problema. Este mesmo autor relaciona um esquema de recompensas para o agente com os custos de agência dos acionistas. A informação assimétrica é a principal razão da existência da teoria da agência, isto é, a informação que por vezes chega aos acionistas ou sócios é insuficiente devido à ocultação por parte do gestor

<sup>5</sup> Valor intrínseco do alvo, acrescido do valor total líquido de sinergias.

<sup>6</sup> Valor de mercado-alvo, acrescido de prémio pago.

Também as sinergias se tornaram num conceito importante na estratégia das empresas, em especial na investigação e desenvolvimento, assim como nos processos de expansão diversificada. Estas permitem aos compradores pagar prémios elevadíssimos decorrentes de processos de aquisição. Surgem, deste modo, duas vertentes de criação de sinergias (Ferreira, 2002):

**- A 1ª baseada nos recursos**

As empresas são vistas como sendo um conjunto de recursos tangíveis e intangíveis (Wernerfelt, 1984). As sinergias criam-se, sempre que os recursos internos são explorados em diferentes mercados ou negócios, tornando-se relevantes fontes de obtenção de vantagens competitivas e consequentemente permitindo a sua máxima exploração. Desta forma, as sinergias surgem de uma estratégia de repartição dos recursos disponíveis, trazendo vantagens competitivas.

**- A 2ª baseada nas competências fundamentais**

As empresas com sucesso são as que exploram as competências tecnológicas nos seus diversos negócios. Assim, a utilização das melhores práticas e da troca de conhecimentos provenientes de processos de investigação e desenvolvimento de produtos no interior das organizações constitui uma importante fonte de sinergia (Prahalad & Hamel, 1990). Os autores afirmam ainda que, as empresas com grandes carteiras de patentes e com baixos gastos de investigação e desenvolvimento são mais propensas a ser adquirentes, enquanto que as empresas que investem mais na investigação e desenvolvimento, mas que têm um crescimento lento das suas carteiras de patentes, são mais propensas a ser adquiridas. Conclui-se ainda que, a sobreposição de inovação tecnológica das empresas depois de fundidas provoca um efeito positivo e consequentemente a criação de sinergias. Estas mesmas sinergias resultam da combinação de capacidades de inovação, sendo um importante impulso para as aquisições corporativas (Bena & Li, 2014).

Como já abordado anteriormente, apesar das operações de F&A terem como objetivo melhorar o desempenho da gestão ou de alcançar algum tipo de sinergia, aumentando assim, a eficiência da economia como um todo (Martelanc, Pasin & Cavalcante, 2005), nem sempre isso se verifica, pois o mercado está convencido de que existe um potencial de sinergia no momento em que as operações se realizam (Damodaran, 2005). No entanto, apenas uma ínfima parte das transações as gera de forma substancial.

### 2.3.3 Motivos de Insucesso

O comportamento dos gerentes/administradores é crucial neste tipo de processos, uma vez que são os mesmos, que com muita frequência conduzem a uma avaliação não adequada das empresas-alvo por excessiva confiança, e/ou validade e/ou incapacidade em avaliar todas as principais componentes do problema, pelo que se torna importante apostar numa escolha cuidadosa da empresa a adquirir (Ferreira, 2002).

Na tabela abaixo (ver Tabela 2) são sintetizados alguns dos motivos de insucesso, apontados por diversos autores.

**Tabela 2 - Resumo dos motivos de insucesso, apontados por diversos autores, citados por Vazirani (2012)**

| <b>Autores (Ano)</b>          | <b>Motivos de Insucesso</b>  |
|-------------------------------|--|
| Giles (2000)                  | - Negligência dos recursos humanos, isto é, as empresas que não conseguiram reconhecer a importância dos recursos humanos na sua organização e o seu papel no êxito da integração, não conseguiram alcançar o sucesso.   |
| Bellinger e Hillman (2000)    | - A imitação de estratégias de F&A sem compreensão adequada;<br>- A falta de integração;<br>- O excesso de confiança;<br>- A estimação inadequada da empresa alvo;<br>- A falta de liderança ou de linhas estratégicas após a negociação de F&A; e<br>- A redução de recursos. |
| Gadiesh e Ormiston (2002)     | - A fraca lógica estratégica;<br>- A incompatibilidade cultural;<br>- O vazio na liderança executiva;<br>- O pagamento em excesso pela aquisição; e<br>- O plano de integração e execução que foram inadequados.   |
| Haspeaslagh e Jeminson (2004) | - O facto de os gestores da empresa adquirida estarem mais preocupados com as questões financeiras (quantificáveis), colocando de lado a confusão da dimensão humana.  |

|                             |  |
|-----------------------------|--|
| Alfred <i>et al.</i> (2005) | - Desigualdade de dimensão das empresas fundidas, o que poderá provocar um desequilíbrio de poder, principalmente se a empresa adquirida for uma empresa mais pequena, já que a adquirente não se irá preocupar em acomodar as questões da empresa adquirida, não incluindo, assim, nas áreas de integração. |
|-----------------------------|--|

Fonte: Elaboração Própria

Em suma, como se pode concluir, existem inúmeros motivos de insucesso de F&A, isto porque as características que cada fusão ou aquisição apresentam, são únicas e uma vez que as mesmas apresentam um elevado grau de interligação, torna-se importante encontrar a(s) verdadeira(s) razão(ões) (Ferreira, 2002).

## 2.4 Desempenho das Empresas

Ao longo de várias décadas, o desempenho das empresas tem vindo a ser estudado por diversos autores, que serão mencionados ao longo deste capítulo. Estes estudos incidem, fundamentalmente, nos Estados Unidos da América (EUA) e no Reino Unido (RU), uma vez que são processos que ocorrem frequentemente nestes países e que possuem um papel essencial na economia. Importante de notar que, os autores não estão em consenso aquando da abordagem deste tema, pelo que as suas opiniões divergem sobre a existência de um aumento ou diminuição do desempenho das empresas após uma fusão ou aquisição. Isto acontece porque os mesmos utilizam diferentes *benchmarks*<sup>7</sup> e medidas de desempenho operacional, não havendo assim um método “universal” ou que seja mais viável para medir o desempenho das mesmas, levando cada autor a apresenta o método que acha mais adequado, o que conseqüentemente impossibilita uma comparação entre estudos.

Os estudos nestes países demonstraram, por exemplo nos EUA, que o lucro das empresas adquirentes se manteve constante ou que, aumentou significativamente após o processo de F&A, o que comprova mais uma vez a discordância entre autores (Heron e Lie, 2002; Linn e Switzer, 2001 citados por Gregoriou & Renneboog, 2007). Já nos estudos realizados no RU, as conclusões são mais contraditórias porque, por um lado, indicam que houve um

---

<sup>7</sup> É um processo de comparação de produtos, serviços e práticas empresariais, sendo um importante instrumento de gestão das empresas e realizado através de pesquisas para comparar as ações de cada uma das empresas. Tem como objetivo principal melhorar as funções e processos de uma determinada empresa, além de ser um importante aliado para vencer a concorrência, uma vez que analisa as estratégias e possibilita a outra empresa de criar e ter ideias novas sobre aquilo que já é realizado. Fonte: <https://www.dicionariofinanceiro.com/benchmarking/>. Acedido em 20 de julho de 2019.

declínio significativo do desempenho após a aquisição (Dickerson *et al.*, 1997), mas por outro, apontam para um crescimento significativo (Powell & Stark, 2005). Também na Europa Ocidental este tema foi estudado, surgindo estudos que destacam a existência de um decréscimo das vendas e um aumento estatisticamente não significativo nos lucros pós-aquisição o que leva a que o desempenho, geralmente, não se altere significativamente (Gugler *et al.*, 2003). Mas os estudos mais contraditórios provêm de países asiáticos, como é o caso do Japão, onde se concluiu que operações de F&A levam a uma diminuição do desempenho após a aquisição nas empresas nacionais, enquanto que na Malásia, por exemplo, as aquisições já estão associadas a uma melhoria do seu desempenho (Rahman & Limmack, 2004).

No entanto, uma grande parte dos autores parece concordar com a ideia de que as operações de F&A produzem ganhos, criando assim valor, quando consideradas as empresas em conjunto (empresa adquirente e adquirida). Estes autores usam, maioritariamente, nos seus estudos, como medida de desempenho, o retorno das ações<sup>8</sup> ou o retorno contabilístico<sup>9</sup>, independentemente da avaliação dos ganhos do desempenho resultantes da aquisição (Martin & Petty, 2000; Dodd & Ruback, 1977). Em relação ao retorno das ações para as empresas cotadas em bolsa, a maioria dos estudos realizados têm mostrado que o mercado reage imediatamente ao anúncio de aquisição de uma empresa, fazendo uma avaliação superficial sobre o futuro da aquisição no que respeita ao valor da empresa e ao seu desempenho. Já na análise contabilística, quando é comparado o desempenho pré e pós aquisição com base no crescimento dos lucros, na maioria dos casos obtém-se um desempenho positivo e estatisticamente significativo (Powell & Stark, 2005).

No entanto, ainda é pouca a informação sobre o desempenho da cotação das ações nos processos de F&A. A pesquisa científica atual mostra quedas significativas aquando do anúncio da aquisição de empresas cotadas, contrariamente ao que acontece com empresas não cotadas, em que se verificam aumentos significativos no preço das ações. As justificações expostas para esta diferente avaliação relacionam-se com o oportunismo da gerência e da informação assimétrica (Ruiz *et al.*, 2014).

---

<sup>8</sup> O retorno total que é obtido com o investimento em ações depende da evolução das cotações, do valor dos dividendos recebidos e dos custos associados às transações. Fonte: <https://www.wrprates.com/o-que-e-custo-de-capital-de-uma-empresa/>. Acedido em 20 de julho de 2019.

<sup>9</sup> Consiste naquilo que a empresa ganha ou perde com o investimento.

A fase de integração é um condicionante do sucesso de praticamente todas as fases anteriores do processo de aquisição, uma vez que é através do qual o desempenho da empresa poderá sofrer alterações significativas. Deste modo, a experiência na área da gestão, evidencia que este processo é o mais importante no processo de criação de valor, tornando-se essencial que a empresa adquirente desenvolva as competências necessárias para gerir a integração das duas estruturas organizacionais antes de se poder avaliar com segurança, que valor poderá ser retirado das duas empresas combinadas.

#### **2.4.1 Método Utilizado para Análise do Desempenho das Empresas**

Como referenciado anteriormente, os autores que se debruçaram sobre esta temática não estão em sintonia sobre qual será o melhor método para se utilizar aquando da medição do desempenho das empresas. As métricas de desempenho têm um papel crucial não apenas na avaliação do desempenho atual de uma empresa, mas também no alcance de um alto desempenho e crescimento futuro (Bhattacharyya & Phani, 2004). Deste modo, cada métrica pode ter as suas vantagens e desvantagens e ser expressa de uma determinada forma, no entanto, todas são criadas para avaliar o sucesso da gestão em atingir os seus objetivos (Young & O'Byrne, 2001).

No entanto, um dos métodos mais utilizado é o uso de indicadores económico-financeiros<sup>10</sup>, tais como:

##### **- Rendibilidade dos Capitais Próprios**

Este indicador avalia o desempenho do capital próprio investido na empresa, pelo que quanto mais elevado for o valor, maior será a atratividade da empresa para os investidores e a sua capacidade de se auto financiar. Um valor elevado neste indicador torna a empresa mais “apetecível” a potenciais investidores, facilitando a criação de condições financeiras favoráveis ao contínuo crescimento e desenvolvimento da empresa (Cohen *et al.*, 2008).

$$\text{Rendibilidade dos Capitais Próprios} = \frac{RLP}{\text{Capital Próprio}} \times 100$$

##### **- Rendibilidade Operacional do Ativo**

É um rácio de avaliação do desempenho dos capitais investidos na empresa (próprios ou alheios), procurando relacionar os resultados antes de impostos com o ativo total da empresa.

---

<sup>10</sup> Também designados como indicadores de desempenho, que são aplicados quer a nível contabilístico, quer a nível financeiro da empresa.

Quanto maior for, mais eficiente é a empresa, ou seja, maior será a propensão para gerar retorno financeiro, isto é, resultados (McGivern & Tvorik, 1998; Cohen *et al.*, 2008; Fernandes *et al.*, 2012; Neves, 2012).

$$\text{Rendibilidade Operacional do Ativo} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Ativo Total}} \times 100$$

#### **- Rendibilidade das Vendas**

Este rácio representa a percentagem das vendas e prestações de serviços que ficam à disposição da empresa para remunerar os capitais próprios. Quanto maior o valor deste indicador, maior a aptidão do negócio em gerar resultados. Este rácio dá-nos o lucro (ou prejuízo) obtido por cada unidade vendida, revelando assim a eficiência do negócio (McGivern & Tvorik, 1998; Neves, 2012; Fernandes *et al.*, 2012).

$$\text{Rendibilidade das Vendas} = \frac{\text{RLP}}{\text{Vendas} + \text{Prestação de Serviços}} \times 100$$

#### **- Solvabilidade**

Este rácio evidencia a capacidade que a empresa tem de solver todos os seus compromissos. Um grau elevado de solvabilidade permite que a empresa esteja menos dependente financeiramente dos credores, concedendo-lhe uma maior capacidade de negociação e melhores perspetivas no que concerne ao acesso a financiamento alheio. Por outro lado, é garantia de alguma segurança para os credores, uma vez que aumenta as suas possibilidades de recuperação de créditos, diminuindo o risco a que estes estão sujeitos (Fernandes *et al.*, 2012; Neves, 2012).

$$\text{Solvabilidade} = \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Passivo}} \times 100$$

#### **- Autonomia Financeira**

A autonomia financeira de uma empresa traduz-se na capacidade que a mesma tem em financiar o ativo através dos seus capitais próprios, sem ter de recorrer a empréstimos (capital alheio). Quanto mais elevado for o valor deste rácio, maior a autonomia da empresa relativamente a terceiros, isto é, quanto maior for a proporção de capital próprio no financiamento, menor é a necessidade de recorrer a capitais alheios, menores os encargos financeiros e o risco financeiro da empresa (Fernandes *et al.*, 2012; Neves, 2012).

$$Autonomia Financeira = \frac{Capital Próprio}{Ativo Total} \times 100$$

### - Liquidez Geral

Este rácio analisa a capacidade da empresa em cumprir as suas obrigações a curto prazo. A existência de liquidez é um fator determinante no normal funcionamento de uma empresa, dado que estas dívidas de curto prazo são as que mais diretamente estão relacionadas com a sua atividade operacional. As dificuldades de liquidez podem, por isso mesmo, colocar em causa a operacionalidade da empresa e até a sua sobrevivência. Face o exposto, facilmente se percebe que quanto maior for o valor deste rácio, maior será a capacidade da empresa em cumprir as suas obrigações a curto prazo (Fernandes *et al.*, 2012; Neves, 2012).

$$Liquidez Geral = \frac{Ativo Corrente}{Passivo Corrente}$$

Com o uso deste método surgem duas dificuldades, uma porque cada autor pode calcular o desempenho com base em diferentes indicadores, uma vez que não existe, como referido anteriormente, um método “universal” para fazer a medição, dificultando e impossibilitando a comparação entre estudos; a outra deve-se ao facto de existir deformações ao nível do desempenho financeiro, isto é, à adoção de diferentes procedimentos/políticas contabilísticas pelas diferentes empresas. O comportamento esperado para os indicadores económico-financeiros que serão estudados encontra-se apresentado na tabela abaixo (ver Tabela 3).

**Tabela 3 - Comportamento esperado dos indicadores económico-financeiros em estudo**

| <b>Indicadores Económico-Financeiros</b> | <b>Sinal Esperado</b> | <b>Autor(es)</b>   |
|--|-----------------------|--|
| Rendibilidade dos Capitais Próprios      | +                     | Cohen <i>et al.</i> (2008)   |
| Rendibilidade Operacional do Ativo       | +                     | McGivern e Tvorik (1998)<br>Cohen <i>et al.</i> (2008)<br>Fernandes <i>et al.</i> (2012)<br>Neves (2012) |

|                          |   |  |
|--------------------------|---|--|
| Rendibilidade das Vendas | + | McGivern e Tvorik (1998)<br>Neves (2012) e<br>Fernandes <i>et al.</i> (2012) |
| Solvabilidade            | + | Fernandes <i>et al.</i> (2012) e<br>Neves (2012)                             |
| Autonomia Financeira     | + | Fernandes <i>et al.</i> (2012) e<br>Neves (2012)                             |
| Liquidez Geral           | + | Fernandes <i>et al.</i> (2012) e<br>Neves (2012)                             |

Fonte: Elaboração Própria

#### 2.4.2 Fatores que Interferem no Desempenho das Empresas

Como já referido anteriormente, os países em fase de crescimento estão cada vez mais a usar este tipo de operações como principal estratégia de globalização (Kumar, 2009), sendo nesta perspetiva um excelente negócio. No entanto, segundo alguns estudos, este tipo de operações pode demonstrar, muitas vezes, prejuízos gerados (Clark & Ofek, 1994, Dickerson *et al.*, 1997), seja pela duvidosa motivação dos gestores, seja por uma incorreta avaliação do negócio, traduzida num reduzido valor das sinergias efetivamente geradas face ao das sinergias previstas (Jensen, 1986, Morck *et al.*, 1990, Harford & Li, 2007).

Em suma, pode-se concluir que os fatores que mais interferem no desempenho das empresas nas operações de F&A, são (ver Tabela 4):

**Tabela 4 - Fatores que mais interferem no desempenho das empresas**

| <b>Autores (Ano)</b>                     | <b>Fatores que interferem no desempenho</b>  |
|--|--|
| Agrawal e Jeffrey, (2000)<br>Martynova e | - A medida do desempenho, pois a metodologia usada condiciona todos os resultados e conclusões dos diferentes estudos. |

|   |  |
|---|--|
| Renneboog (2008)<br>Gugler <i>et al.</i> (2012)                 |  |
| Huang e Walking<br>(1987)                                       | - O método de pagamento, uma vez que a evidência empírica sugere que a longo prazo a compra a dinheiro está associada a um melhor desempenho e mais significativo nas empresas.                                      |
| Burkart e Panunzi<br>(2006)                                     | - As negociações, porque se existir uma aquisição pacífica, esta está associada a uma melhoria de desempenho a longo prazo, uma vez que, só quando existem fortes sinergias é que estas operações são bem-sucedidas. |
| Scharfstein (2000)  | - Apostas em novos setores, que está associada a várias desvantagens que podem ultrapassar as possíveis sinergias e resultarem numa descida do desempenho pós-aquisição das empresas em conjunto.                    |
| Powell e Stark<br>(2005)<br>Moeller e<br>Schlingemann<br>(2003) | - A dimensão das empresas, sendo expectável que de aquisições de empresas de maior dimensão se obtenham mais sinergias ao nível financeiro, operacional e economias de escala do que em empresas com menor dimensão. |

Fonte: Elaboração Própria

Deste modo, pode-se concluir, fundamentado nos estudos realizados por estes autores, que o desempenho das empresas depois deste tipo de operações pode aumentar, no entanto, pode estar muito condicionado pelos fatores anteriormente mencionados. Torna-se também importante destacar que o desempenho das empresas nas operações de F&A está muito ligado ao sucesso ou insucesso dessa operação, pelo que é um investimento que deve apresentar uma rendibilidade de capital investido superior ao custo de capital<sup>11</sup> usado para a sua concretização.

---

<sup>11</sup> Taxa de retorno que uma empresa deve conseguir nos projetos em que investe para manter o seu valor de mercado. Assim sendo, o valor da empresa aumenta quando os projetos investidos obtiveram retornos superiores ao custo de capital e diminui quando ocorre o inverso, ou seja, quando os retornos são inferiores ao custo de capital. Fonte: <https://www.wrprates.com/o-que-e-custo-de-capital-de-uma-empresa/>. Acedido em 2 de setembro de 2019.

## 2.5 Criação de Valor em F&A

Teoricamente e segundo diversos autores, que serão mencionados ao longo deste capítulo, as F&A criam valor. No entanto, na prática, essa criação de valor nem sempre se verifica, como já mencionado em pontos anteriores.

Assim sendo, neste capítulo abordar-se, numa percepção empresarial o que é a criação de valor e quais as F&A que criam valor.

### 2.5.1 Conceito

A gestão de qualquer empresa assenta num objetivo primordial, a criação de valor, pelo que deve ser preocupação dos seus responsáveis, independentemente do seu nível hierárquico em que se situem, assim como as tarefas que desempenhem. (Ferreira, 2002). Assim sendo, a criação de valor é uma finalidade para o proprietário da empresa (Ross *et al.*, 2002), ou então, para os acionistas/sócios é a maximização do valor da mesma (Neves, 2014). Dito isto, as F&A surgem como uma alternativa das empresas para crescerem mais rapidamente e conseqüentemente, criarem valor.

Torna-se assim importante abordar o conceito de “criação de valor”, havendo dois tipos de valor a nível empresarial: valor de uso e valor de troca (Bowman & Ambrosini, 2000, citados por Lepak *et al.*, 2007). O primeiro tipo de valor, o valor de uso, diz respeito à qualidade particular de uma nova tarefa, trabalho, serviço ou produto, conforme a percepção dos utilizadores em relação às suas necessidades. O valor de troca designa-se como sendo o montante que é realizado no momento de troca da nova tarefa, trabalho, serviço ou produto, ou ainda, o valor que é pago pelo utilizador ao vendedor pelo uso da tarefa, trabalho, serviço ou produto.

Destas duas definições, pode-se concluir que, em conjunto, sugerem que a criação de valor depende da quantidade relativa de valor, estando perante duas condições económicas importantíssimas para que a criação de valor exista. Assim sendo, na primeira opção o montante ultrapassado deve ultrapassar os custos do produto para assim criar o valor em questão, enquanto que na segunda opção, o montante que o utilizador está disposto a trocar corresponde à diferença do desempenho percebido resultante entre o novo valor criado e a alternativa mais próxima (Lepak *et al.*, 2007).

Rappaport (2007) defende que a única obrigação social da empresa é criar valor para o acionista, pelo que, quando se está perante uma empresa que cria valor, a mesma não só

beneficia os seus acionistas, como também o valor de todos os direitos das partes envolvidas. De acordo com este mesmo autor e Neves (2014), a fonte de criação de valor de uma empresa é a sua vantagem competitiva, pelo que uma gestão baseada na criação de valor preocupa-se com os fluxos de caixa no médio e longo prazo.

### **2.5.2 Criação de Valor numa Perceção Empresarial**

Numa perceção empresarial, uma das formas de criar valor assenta no facto da empresa superar a capacidade de concorrência para satisfazer as necessidades dos clientes, mantendo ou melhorando as suas margens de lucro. A vantagem competitiva da empresa aumenta, se o produto proporcionar uma maior utilidade para os clientes quando comparado com os produtos concorrentes. Isto contribui para fortalecer a riqueza dos acionistas dada a potencial margem de lucro de longo prazo da empresa (Hoopes, Madsen e Walker, 2003 e Powell, 2001 citados por Sirmon *et al.*, 2007).

No curto prazo, a comunicação das F&A têm um impacto ligeiramente negativo sobre o preço das ações da empresa adquirente, verificando-se uma grande variação dos retornos excedentes distribuídos por parte da empresa adquirente. Já a longo prazo, a empresa adquirente tende a superar a empresa adquirida, verificando que os retornos excedentes distribuídos ajustados pela indústria são semelhantes aos distribuídos no curto prazo (Zenner *et al.*, 2003).

Existem quatro formas de como as fusões podem contribuir para a maximização do lucro/criação de valor (Matos & Rodrigues, 2000):

- Aquisição de ativos subavaliados;
- O poder de mercado, alterando a estrutura do mercado no sentido de uma maior concentração, reduzido ainda o número de concorrentes no mercado (Matos & Rodrigues, 2000);
- A eficiência operativa e/ou na gestão; e
- Os ganhos financeiros, dado maior poder negocial junto dos bancos.

As F&A sendo operações de investimento deverão ser analisadas segundo vários critérios financeiros, pelo que só se deverão realizar se as duas empresas valerem mais juntas do que separadas. Assim sendo, o VAL (Valor Atual Líquido) para A, de uma fusão com B é

mensurado pela diferença entre o ganho e o custo, pelo que deverá ser, consequentemente, positivo.

O ganho de uma fusão será então:

$$VA(AB) - (VA(A) + VA(B)) > 0$$

VA (AB): valor da empresa resultante da fusão

VA (A): valor da empresa A isolada (antes da fusão)

VA (B): valor da empresa B isolada (antes da fusão)

Caso o pagamento seja feito em dinheiro, o custo de uma fusão será:

$$\text{Pagamento em dinheiro} - VA (B)$$

Desta forma, o VAL para a empresa A, de uma fusão com a empresa B, é igual à diferença entre o ganho e o custo:

$$\text{Ganho} - \text{Custo} = [VA (AB) - (VA (A) + VA (B))] - (\text{Pagamento em dinheiro} - VA (B))$$

Em suma, só se deve prosseguir para este tipo de operação se o VAL resultante da operação for superior a zero, segundo este critério meramente financeiro. Para fundamentar esta avaliação, Brealey *et al.* (2011) afirmam que o VAL conduz a melhores decisões de investimento do que qualquer outro critério de avaliação, o que vem confirmar o referido por Copeland *et al.* (1996) “*it is only measure that requires complete information*”. Importante realçar que, neste indicador, trabalha-se com valores atualizados, pelo que o fator de atualização será a taxa de custo de capital subjacente à operação.

### 2.5.3 F&A que Criam Valor

A curto e a longo prazo, ao analisar com atenção a reação média do mercado de F&A, verifica-se que uma grande maioria produz um valor significativo, mas existe uma grande parte que se traduzem em perdas significativas. Assim sendo, Zenner *et al.* (2003) acharam pertinente averiguar quais as F&A que criam valor, assim como aquelas que não criam valor, tendo observado também quais os fatores que contribuem para essa mesma criação de valor ou não.

Estes mesmos autores, concluíram então que, os fatores que contribuem para a criação de valor são:

## **- Estrutura de Financiamento**

O mercado de ações sofre um grande impacto na forma pela qual se financia este tipo de operações. A reação do mercado, tanto a curto como a longo prazo, é menor para as F&A que são financiadas por capital próprio (maiores perdas para os acionistas) do que aquelas que são financiadas por meio de caixa (maiores ganhos para os acionistas) ou dívida.

As F&A financiadas por capital próprio podem alertar o mercado que a empresa adquirente acredita que as suas ações estão *overpriced*, podendo exercer pressão descendente sobre as ações a curto prazo. Contrariamente, uma F&A financiada por dívida pode remeter um sinal positivo para os investidores sobre a certeza, da empresa adquirente, de repor o seu saldo em caixa. Isto verifica-se porque, as negociações financiadas a dinheiro envolvem, muitas vezes, a emissão de uma dívida significativa, gerando grande pressão para liquidar essa mesma dívida, o que conseqüentemente pode oferecer um incentivo significativo para realizar sinergias e para combater de perto o progresso de integração de fusões.

## **- Posição da Empresa Adquirida**

No curto e no longo prazo, a posição da empresa que foi alvo de F&A é um *driver* primário dos retornos esperados. Quando o alvo deste processo é uma empresa privada, um ativo ou uma subsidiária<sup>12</sup> de uma empresa pública, as transações manifestam-se em *median short-term excess returns* (retornos medianos excedentes de curto prazo).

Identificam ainda três possíveis razões para estes resultados: as transações de ativos tendem a ser mais limitadas, sendo menos vocacionadas a problemas de integração complexos em relação as transações de empresas públicas; nas aquisições de empresas públicas, normalmente, é pago um prémio a um preço estabelecido publicamente, o que não pode acontecer na aquisição de ativos, empresas privadas e unidades de empresas públicas e por último as aquisições de ativos ou empresas privadas, que são geralmente pagas em dinheiro, tornando-se mais bem recebidas.

Em suma, as aquisições de ativos ou de empresas privadas são mais bem recebidas do que as aquisições de empresas públicas, principalmente a longo prazo. No entanto, as aquisições de empresas de capital aberto têm um impacto mais negativo no preço das ações.

## **- Crescimento dos Lucros**

---

<sup>12</sup> “Entidade que é controlada por uma outra entidade” (NCRF15 – Investimentos em Subsidiárias e Consolidação)

Nas F&A as empresas que são melhores alvos são as que se encontram em rápido desenvolvimento, existindo uma relação entre a criação de valor e as taxas de crescimento em F&A. Isto acontece porque as empresas que possuem baixas taxas de crescimento, geralmente, são empresas maduras, pelo que para aumentarem o valor dos acionistas efetuam F&A, o que conseqüentemente, proporcionará sinergias financeiras. Normalmente, as F&A são a única forma que as empresas maduras têm para gerar crescimento.

#### **- Aquisições Focalizadas e Diversificadas**

Uma empresa que faz este tipo de operação, seja ela focada<sup>13</sup> ou diversificada<sup>14</sup>, irá ter um impacto no seu sucesso. A curto prazo, verificaram que estes dois tipos de transações têm a mesma reação, enquanto que a longo prazo, as aquisições focalizadas superam os seus concorrentes, no entanto as transações diversificadas têm um desempenho menor quando comparadas ao dos seus concorrentes.

Dito isto, as transações focalizadas são mais bem-sucedidas do que as transações diversificadas, uma vez que se torna mais simples compreender as sinergias quando as empresas são do mesmo setor. Além disso, as metas estratégicas em empresas do mesmo setor, à partida, são mais fáceis de serem articuladas e concretizadas.

#### **- Aquisições Estrangeiras e Domésticas**

Relativamente a este fator, os autores realizaram um estudo sobre as aquisições de empresas estrangeiras e domésticas nos EUA, onde concluíram que as aquisições estrangeiras têm melhores resultados comparativamente com as aquisições domésticas, apesar da sua natureza, mais complexa a nível de integração cultural, social e pós-fusão. Acrescentam ainda que as aquisições estrangeiras podem ajudar as empresas a alcançar um mercado geográfico mais amplo para os seus produtos, assim como ter acesso à perícia tecnológica local e também, nalguns casos, fornecer custos de produção mais baixos.

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

- A rentabilidade e a volatilidade;

---

<sup>13</sup> Uma transação é focada quando a empresa adquirente e a empresa adquirida se encontram no mesmo grupo industrial (Standard and Poor's, S&P11). A S&P é a líder mundial fornecedora de índices e a principal fonte de *ratings* independentes de crédito.

<sup>14</sup> Uma transação diversificada ocorre quando a empresa adquirente e a empresa adquirida se encontram em diferentes grupos industriais (S&P).

- O impacto do *rating* de crédito;
- O tamanho da transação;
- O impacto dos Lucros por Ação (em inglês, *Earnings Per Share*); e
- A indústria.

## **CAPÍTULO III – ESTUDO DE CASO E METODOLOGIA**

---

Neste capítulo apresentam-se os aspetos metodológicos que compreendem e suportam esta pesquisa, definindo de uma forma breve e sucinta, o estudo de caso, assim como o tipo de metodologia aplicada. Assim sendo, este capítulo esclarece e justifica a metodologia utilizada, descrevendo quais os instrumentos utilizados para a recolha de dados, dados esses que mais tarde serão analisados e discutidos, tendo como objetivo final responder à questão de investigação.

### **3.1 Objetivos do Estudo e Questão de Investigação**

O objetivo crucial da presente dissertação consiste na análise do desempenho criado pela fusão, através do cálculo dos indicadores económico-financeiros selecionados para o estudo. Os mesmos serão analisados, antes e após a fusão, com o intuito de concluir se o desempenho das empresas se alterou de forma positiva ou negativa, isto é, se os resultados esperados foram obtidos. A fonte de dados para os valores contabilísticos utilizados foi o *site* oficial da IP, que dispõe publicamente e com a maior clareza os seus documentos contabilísticos e financeiros obtidos ao longo dos anos.

Deste modo, para o efeito foram recolhidos os seguintes dados:

- Relatório e Contas Consolidado do Grupo IP, para os anos de 2015 a 2018;
- Informação retirada do *site* oficial do Grupo.

Com a recolha destes dados foi possível analisar as demonstrações financeiras da empresa, assim como efetuar o cálculo dos indicadores económico-financeiros da mesma. Deste modo, responde-se assim à questão de investigação “Qual o impacto que a fusão teve no desempenho das empresas em análise?”.

### **3.2 Estudo de Caso**

A fim de proporcionar uma maior familiaridade com o tema, a pesquisa desta dissertação é essencialmente exploratória e devidamente adequada para a fundamentação teórica, tendo-se procedido a um estudo de caso, uma vez que o mesmo “possui um carácter exploratório, sem nenhum controlo experimental ou de manipulação” (Pozzebon & Freitas, 1998, citados por Martins & Belfo, 2010). O estudo de caso consiste num modelo de análise intenso de

uma situação individual, isto é, um caso, como o próprio nome indica. As particularidades mais relevantes para este tipo de método de estudo, são (Roesch, 2005):

- Analisar fenómenos em profundidade dentro do seu contexto;
- Adequado, especialmente, ao estudo de organizações; e
- Investigar fenómenos com base em várias perspetivas.

Este método de estudo é utilizado em muitas situações, sendo um método bastante desafiador de todos os esforços das ciências sociais, contribuindo também para o conhecimento em grupo, organizacional, social e individual (Yin, 2009). Segundo este mesmo autor, um estudo de caso é uma investigação empírica que investiga um fenómeno no seu ambiente real, quando as fronteiras entre o fenómeno e o seu contexto não são evidentes.

### **3.3 Metodologia**

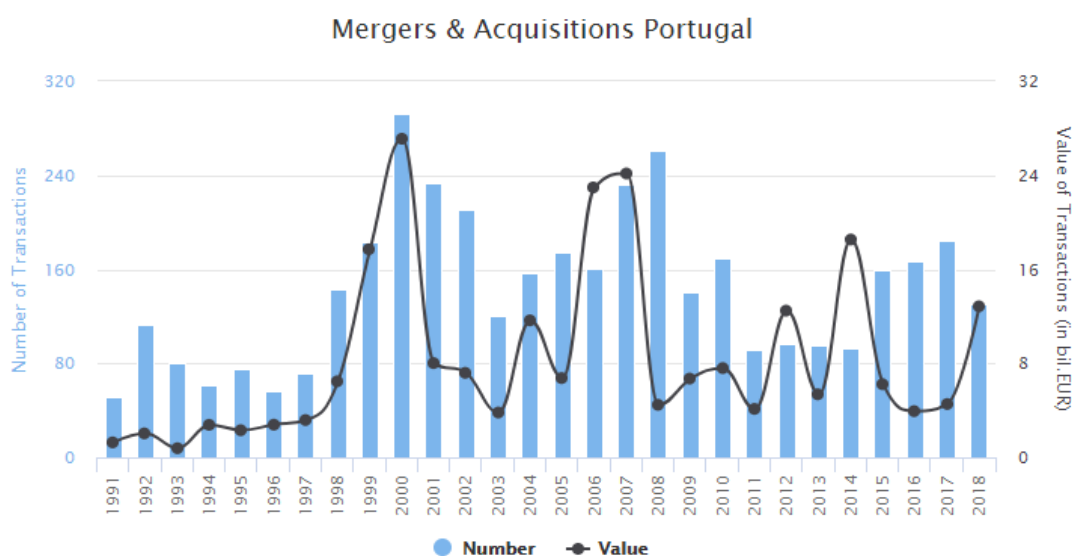
A metodologia seguida neste estudo usa métodos de investigação quantitativo (Yin, 2009) para fundamentação do estudo de caso, através de dados/informações recolhidas de relatório e contas, utilizando indicadores económico-financeiros para averiguar se a fusão em estudo teve um impacto positivo ou negativo no desempenho da empresa resultante desta mesma operação. Yin (2009) é o mais citado pelos investigadores que usam o estudo de caso como abordagem metodológica. De acordo com o mesmo, o estudo de caso é uma investigação empírica que investiga um fenómeno no seu ambiente real, quando as fronteiras entre o fenómeno e o seu contexto não são evidentes, e na qual se utilizam múltiplas fontes de evidência. De acordo também com Yin (2014) citado por Hollweck (2015), o estudo de caso é relevante no sentido em que há uma ligação entre a teoria e a prática.

Estas duas grandes metodologias de investigação passaram então por uma pesquisa aprofundada sobre alguns dos tópicos mais importantes em relação à temática escolhida, seguida de um estudo de caso, que consistirá, essencialmente, numa análise às empresas relativamente ao seu desempenho que possuíam antes e após a fusão. Por fim, efetua-se uma comparação de valores para que se possa concluir se a operação teve ou não sucesso e qual o impacto que a mesma teve no desempenho da empresa.

### 3.4 Apresentação das Empresas em Estudo

Nos últimos 28 anos, o número de F&A em Portugal, que se tem vindo a registar, tem vindo a progredir positivamente, tendo sido o ano de 2000 o ano que registou um maior número de transações, assim como, a soma de valores transacionados mais elevada (ver Figura 1). O número de transações e respetiva soma dos valores transacionados encontram-se, detalhadamente descritos, no Apêndice I.

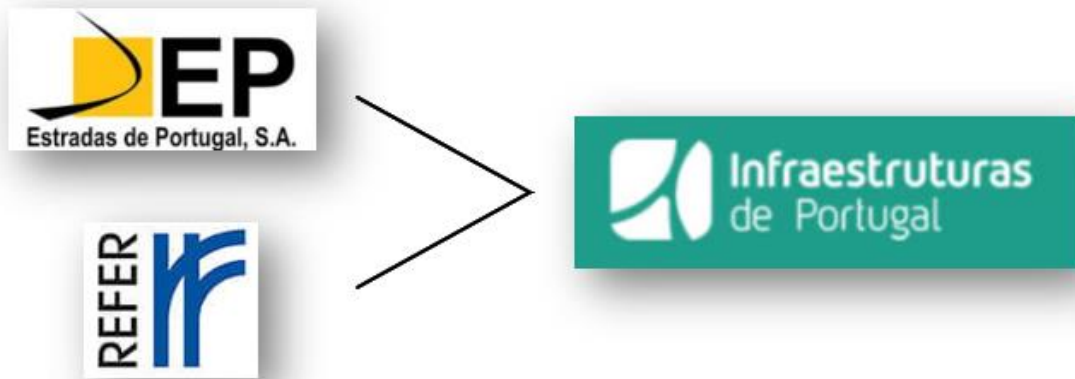
**Figura 1 - F&A em Portugal entre 1991 e 2018**



Fonte: Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA)

Dito isto, o estudo de caso a analisar tem como objeto de estudo a fusão entre a REFER e a EP, na sequência do Decreto Lei nº 91/2015 de 29 de maio, consagrado a 1 de junho de 2015, através do qual a REFER incorpora, por fusão, a EP que consequentemente é transformada numa sociedade anónima, passando a denominar-se IP. Esta fusão implica a extinção da EP, transferindo as suas atribuições e competências para a IP, criando assim uma única empresa de gestão de infraestruturas de transportes em Portugal, numa visão integrada das infraestruturas ferroviárias e rodoviárias (ver Figura 2).

**Figura 2 - Ilustração do Processo de Fusão por Incorporação**



Fonte: Elaboração própria

### **3.4.1 EP, S.A. (Entidade Incorporada/Adquirida)**

A Junta Autónoma de Estradas (JAE) foi a primeira entidade mandatada pelo Estado para construir e manter uma rede ferroviária nacional, incluindo obras de arte, tendo sido criada através de decreto governamental em julho de 1927. Até 2004 a JAE estava habilitada a realizar a despesa inerente à sua atividade, sofrendo algumas alterações ao longo do tempo, pelo que neste mesmo ano a EP foi constituída através do Decreto Lei nº 239/2004 de 21 de dezembro. Em 2007, foi divulgado um conjunto de atos regulamentares resumidos na Resolução do Conselho de Ministros nº 89/2007 onde transformaram o setor rodoviário e criaram a EP. Deste modo, a EP resulta do progresso do modelo de administração rodoviário, tendo o seu início na fundação da JAE.

Este organismo da administração central foi extinto em 1999, através do Decreto Lei nº 237/1999 de 25 de junho, com a criação de três Institutos Públicos: o Instituto para a Construção Rodoviária (ICOR), o Instituto para a Conservação e Exploração da Rede Rodoviária (ICERR) e o Instituto das Estradas de Portugal (IEP). Em 1997, antes da criação dos institutos, foi ainda criada uma sociedade anónima especializada, a JAE - Construção, S.A. cuja função era assegurar a fiscalização das empreitadas desenvolvidas pela JAE. Esta empresa viria, também, a ser extinta, passando a integrar o ICOR. Em 2002, com a publicação do Decreto Lei nº 227/2002 de 30 de outubro, dá-se nova transformação, convertendo os três institutos, então criados, num só instituto, sendo este, posteriormente, convertido numa Entidade Pública Empresarial (EPE), em 2004.

Esta entidade anónima foi concebida a 7 de novembro de 2007, através do Decreto Lei nº 374/2007 de 7 de novembro, passando a possuir capitais exclusivamente públicos e em que

autorizou a implementação de um novo modelo de gestão de investimento da infraestrutura rodoviária, visando tornar o setor económico e financeiramente sustentável e justo em termos geracionais. Esta modificação deveu-se ao novo modelo de gestão das infraestruturas rodoviárias que viria a ser implementado e que previa uma separação entre as funções de regulação e as funções de operação, tendo sido concebido um regulador institucional, sob a forma de Instituto Público e a EP passou a concessionária geral da rede rodoviária nacional.

A nível da fiscalização e do acompanhamento da atividade do Conselho de Administração da EP, os mesmos competem ao Conselho Fiscal e a um Revisor Oficial de Contas (ROC), nomeados pela assembleia geral. As operações da EP foram divididas em Construção e Conservação.

A 31 de dezembro de 2014, o capital em dívida ascendia a 2 535 milhões de euros.

### **3.4.2 REFER, E.P.E. (Entidade Incorporante/Absorvente)**

A REFER nunca chegou a fazer parte da Administração Direta, sendo criada apenas em 1997, enquanto empresa pública responsável pela prestação do serviço público de gestão de infraestrutura integrante na rede ferroviária nacional, pelo Decreto Lei nº 104/1997 de 29 de abril, com a conseqüente autonomia administrativa e financeira, bem como património próprio (características típicas de uma empresa pública, com personalidade jurídica). Foi-lhe confiada responsabilidades específicas para o desenvolvimento, modernização e gestão de infraestrutura ferroviária.

Em 2008 transformou-se numa EPE, através do Decreto Lei nº 141/2008 de 22 de julho com o intuito, segundo o que se lê no preâmbulo do diploma, aproximar o seu regime “tanto quanto possível, dos paradigmas jurídico-privados”, passando assim a ser dotada de autonomia administrativa, financeira e de património. Até à fusão, ocorrida em 2015, a REFER, manteve-se, portanto, sob a mesma forma jurídica.

O objetivo desta entidade era o de desenvolver as suas atividades de forma eficiente, garantindo qualidade, fiabilidade e segurança, protegendo o ambiente e contribuindo para uma maior utilização das infraestruturas ferroviárias. Assim sendo, as suas atividades incluem fundamentalmente a gestão de infraestruturas (exploração, conservação e manutenção da infraestrutura ferroviária), assim como investimento (atividade realizada em nome do Estado, que inclui construção, renovação e modernização da infraestrutura ferroviária). Uma vez que esta entidade assume a natureza jurídica de uma EPE, o seu capital

não é representado por ações, sendo tratado integralmente como capital estatutário<sup>15</sup> e detido pelo Estado através da Direção-Geral do Tesouro e Finanças.

A fiscalização e o acompanhamento da atividade do Conselho de Administração são efetuados pelo Conselho Fiscal e por um ROC nomeado pelo despacho conjunto da Ministra do Estado e das Finanças e do Ministro que tutela o setor ferroviário.

A REFER é responsável pela construção, instalação e modernização da infraestrutura, pertencendo todos os seus ativos novos e modernizados ao domínio público. Já a nível dos investimentos, os mesmos são feitos na qualidade de agente do Estado Português e, consequentemente, estes investimentos não refletem uma política de investimento da REFER, mas sim opções do Governo relacionadas com o setor ferroviário. As despesas de investimento relacionadas com a infraestrutura ferroviárias são integralmente financiadas através de fundos europeus e do Estado Português, numa base direta e indireta.

A 31 de dezembro de 2014, o capital em dívida ascendia a 6 418 milhões de euros e a REFER detinha direta ou indiretamente 100% da REFER *Engineering*, S.A., da REFER Telecom, S.A. e da REFER Património, S.A.

### **3.4.3 IP, S.A. (Entidade Resultante da Fusão)**

A IP é uma empresa pública que assume assim a posição de gestor de infraestruturas, nos termos do contrato de concessão<sup>16</sup> geral da rede rodoviária nacional celebrado com o Estado, bem como a gestão das infraestruturas sob sua administração. Deste modo, a mesma tem, segundo o Decreto Lei nº 91/2015 de 29 de maio, como atividade principal “a conceção, projeto, construção, financiamento, conservação, exploração, requalificação, alargamento e modernização das redes rodoviária e ferroviária nacionais, incluindo-se nesta última o comando e o controlo da circulação ferroviária”. Estão ainda incluídos no objeto da empresa as atividades de exploração do domínio público ferroviário e rodoviário do Estado, e do seu património autónomo, designadamente a exploração de áreas de serviço, parques de estacionamento, bem como dos sistemas de informação e gestão de tráfego, dos sistemas de

---

<sup>15</sup> Segundo o Anexo I do Decreto Lei nº 141/2008 de 22 de julho “o capital estatutário da REFER é constituído pelo valor das entradas patrimoniais do Estado destinadas a responder às necessidades permanente da empresa, acrescido do valor dos bens do domínio privado da empresa, tal como seja fixado por despacho conjunto do Ministério das Finanças e do ministro da tutela”. Assim sendo, este capital não é representado por ações, podendo ser aumentado através de contribuições em espécie ou ativos, quer através de numerário com recurso ao Orçamento Geral do Estado, em ambos os casos por decisão da Ministra de Estado das Finanças e do Ministro da Economia.

<sup>16</sup> O Estado celebrou com a EP (integrada na IP) um contrato de concessão, cujas bases foram aprovadas através do Decreto Lei nº 380/2007 de 13 de novembro, e posteriormente alteradas pela Lei nº 13/2008 de 29 de fevereiro, pelo Decreto Lei nº 110/2009 de 18 de maio e pelo Decreto Lei nº 44-A/2010 de 5 de maio.

segurança ferroviário e rodoviária, do canal técnico e das redes de comunicações entre infraestruturas ou entre estas e os veículos, as estações, os terminais e outras instalações ferroviárias.

Pode ainda exercer quaisquer atividades complementares ou subsidiárias do seu objeto principal, relativas, designadamente, à exploração do conhecimento, da inovação, da tecnologia e dos ativos materiais e imateriais da IP em regime comercial ou concorrencial, no país ou no estrangeiro, bem como a exploração de outros ramos de atividades comercial ou industrial deles acessórios que não prejudiquem e não colidam com a prossecução do mesmo.

### **3.5 Processo de Fusão**

Esta operação surge na sequência de um novo programa de financiamento comunitário para o período de 2014-2020. Estudo esse determinado pelo Governo e previsto no Plano Estratégico dos Transportes e Infraestruturas, aprovado na reunião do Conselho de Ministros de 3 de abril de 2014 (PETI3+). A fim de dar seguimento à determinação do Governo previstas no PETI3+, em 6 de agosto de 2014, através do Despacho nº 10145-A/2014, dos Senhores Secretários de Estado do Tesouro e das Infraestruturas, Transportes e Comunicações, foi nomeada uma Comissão de Planeamento com a finalidade de assegurar a preparação dos trâmites necessários ao processo de fusão da EP na REFER e consequentemente transformação desta em IP.

A Comissão de Planeamento foi extinta em 31 de dezembro de 2014 e identificou cinco fases para a concretização desta operação (ver Tabela 5).

**Tabela 5 - Fases para a Concretização do Processo de Fusão e Transformação da Comissão de Planeamento**

| <b>Fases</b>    | <b>Definição</b>  |
|-----------------|---|
| Planeamento     | Desenvolvimento do planeamento de todo o processo de fusão e transformação.   |
| Gestão Conjunta | Só termina com a Fusão Jurídica, pretendendo os seguintes resultados: organização e avaliação dos quadros das duas empresas, plano estratégico, |

|                   |   |
|-------------------|---|
|                   | diagnóstico de sistemas de informação, <i>quick wins</i> e apresentação de um orçamento consolidado para 2015.  |
| Fusão Jurídica    | Fusão da EP na REFER e consequente transformação da REFER na IP.  |
| Fusão Operacional | Iniciação aquando da fusão jurídica, pretendendo ser terminada em 205 com a entrega do plano de negócios da IP e fusão de serviços corporativos e serviços partilhados.   |
| Sustentabilidade  | Inicia-se após a conclusão da Fusão Jurídica e visa criar condições para entregar: uma significativa redução do défice estrutural de gestão das infraestruturas e uma redução da dependência do Orçamento Geral do Estado de forma a assegurar a sua progressiva autossustentação financeira. |

Fonte: Elaboração Própria a partir do Memorando de Fusão por Incorporação e Transformação

### 3.5.1 Modalidade da Fusão

A fusão foi realizada, como já referido anteriormente, por incorporação da EP na REFER, sendo a primeira entidade extinta e transferida a totalidade dos seus ativos e passivos, à data de conclusão da operação, para a REFER, incluindo todos os direitos e deveres associados às atividades da EP. Consequentemente e por opção do Governo, a REFER é transformada numa entidade anónima, passando-se a designar IP, mantendo assim o número único de matrícula e de identificação de pessoa coletiva e alterando a sua sede social para a Praça da Portagem, em Almada. Os seus estudos fazem parte do Anexo I do Decreto Lei nº 91/2015 de 29 de maio, estando assim perante uma fusão por incorporação.

Por estar em causa duas entidades públicas (no caso da REFER uma entidade pública empresarial, no caso da REFER e outra entidade anónima de capitais exclusivamente públicos, no caso da EP) são respeitadas as regras previstas no Decreto Lei nº 133/2013 de 3 de outubro, o qual estabelece os princípios inerentes a uma operação de transformação, fusão e cisão de empresas públicas, assim como de regras aplicáveis ao setor público empresarial do Estado.

O “Projeto de Fusão” previsto no artigo 98º do CSC foi substituído pelo “Memorando de Fusão por Incorporação e Transformação”.

### 3.5.2 Motivos

Segundo o Decreto Lei nº 91/2015 de 29 de maio, a “fusão de duas empresas permite alcançar dois grandes objetivos estratégicos. Por um lado, garantir a gestão integrada das redes ferroviária e rodoviária, potenciando a intermodalidade e a complementaridade entre os dois modos, assim como o aproveitamento das sinergias e do *know-how*<sup>17</sup> de ambas as empresas, reduzindo encargos de funcionamento ao nível operacional. Por outro lado, assegurar a existência de um modelo de negócio financeiramente sustentável, tendo por base linhas de orientação estratégica sólidas, num quadro de modelo de financiamento da infraestrutura ferroviária e da infraestrutura rodoviária que desonera os contribuintes”. Dito isto, torna-se importante esclarecer que, através desta fusão é possível obter ganhos de eficiência ao nível da contratação externa, da eliminação da sobreposição de estruturas internas comuns às duas empresas, da redução de encargos por via de economias de escala, assim como de uma melhor afetação de recursos disponíveis.

A fusão aprovou uma estratégia conjunta, integrada e complementar, que através destes ganhos de eficiência conseguiu uma melhoria económico-financeira, tendo também como finalidade melhorar o desempenho de funções nestes dois setores públicos. No entanto, também obteve implicações práticas, como a criação de novos órgãos sociais, uma vez que passa a existir apenas uma única entidade pública, sob a forma de sociedade anónima de grande dimensão, gerindo dois dos mais relevantes setores económicos de Portugal, o que leva conseqüentemente a um maior número de atribuições e competências do que tinham as empresas anteriores, separadas, que apenas geriam um setor cada.

Permite também a coordenação e articulação da presença regional, a potenciação da experiência de gestão de concessões e o incremento das receitas das respetivas gestoras de infraestruturas. A nível do sistema de transportes, a atribuição de uma única entidade de planeamento integrado e de coordenação das redes ferroviária e rodoviária promove ainda uma melhor organização da rede de transportes, permitindo uma melhor afetação de recursos. É possível também preparar uma gestão harmonizada e dinâmica, que contribui para o incremento da receita e redução de encargos através do aproveitamento de sinergias e *know-how* atualmente existente nas duas entidades.

---

<sup>17</sup> É o conjunto de conhecimentos práticos adquiridos por uma empresa ou profissional, que traz para si vantagens competitivas. Possui *know-how* a empresa que consegue dominar o mercado por apresentar conhecimento especializado sobre algum produto ou serviço que os concorrentes possuem. Este termo está diretamente relacionado com inovação, habilidade e eficiência na execução de determinado serviço. Fonte: <https://knoow.net/cienceconemp/gestao/know-how/>. Acedido em 30 de junho de 2019.

Um dos motivos fundamentais para esta fusão é a o da sustentabilidade das empresas no setor empresarial do Estado, com criação de valor para o mesmo e conseqüentemente para a economia nacional. Todo este processo é concretizado num contexto de aprofundamento de consolidação orçamental, com escrita observância dos objetivos com que o Estado português está comprometido, nomeadamente através da redução estrutural da despesa pública.

### 3.5.3 Objetivos da Fusão

O principal objetivo desta operação é o de criar uma única entidade responsável pela gestão das infraestruturas de transportes ferroviário e rodoviário em Portugal, visando alguns objetivos (ver Tabela 6).

**Tabela 6 - Objetivos que a IP visa alcançar**

#### Objetivos

|   |  |
|---|--|
| Planeamento e investimento integrado    | A IP assume agora a missão de gerir quer a infraestrutura ferroviária nacional (que estava a cargo da REFER), quer a infraestrutura rodoviária nacional (que estava a cargo da EP), contrariando assim uma perspectiva de concorrência entre os dois modos.  |
| Maior eficiência                        | A junção das melhores práticas de cada uma das empresas deverá produzir um centro corporativo melhorado, com poupanças. Da mesma forma, a presença regional combinada de duas empresas deverá gerar reduções de custos adicionais e a agregação do conhecimento acumulado numa só empresa poderá também ser útil em situações futuras. |
| Economias de escala no aprovisionamento | Muitos contratos têm elementos análogos e uma gestão conjunta poderá resultar em poupanças consideráveis.  |
| Alcançar a sustentabilidade financeira  | A combinação dos objetivos anteriores com o desenvolvimento de ações críticas relacionadas e com a renegociação das atuais Parcerias Público Privadas (PPP) rodoviárias, bem como a manutenção da conversão da dívida histórica em capital, deverá permitir a entrada da IP numa rota financeiramente sustentável.                     |

|  |  |
|--|--|
| <p>Posicionamento estratégico dos programas energéticos europeus/globais</p> | <p>A definição de concessões de longo prazo concedidas pelo Estado à IP para as infraestruturas rodoviárias e ferroviárias permite à empresa alinhar os seus investimentos com as diretivas da União Europeia (UE). As políticas energéticas, nomeadamente os seus aspetos ambientais, favorecem uma tendência de investimento no setor ferroviário.</p> |
|--|--|

Fonte: Elaboração Própria a partir do Memorando de Fusão por Incorporação e Transformação



Neste capítulo serão apresentados diversos dados recolhidos dos Relatórios e Contas das empresas em estudo e que visam caracterizar, da forma mais precisa e fidedigna possível, a situação financeira da empresa IP ao longo dos anos em estudo.

#### 4.1 Análise das Demonstrações Financeiras da IP

A fusão por incorporação da EP na REFER ocorreu a 01.06.2015, no entanto ficou definido no n.º 2 do art.º 23.º do Decreto Lei n.º 91/2015 de 29 de maio que, para efeitos contabilísticos, seria considerada a data de 01.01.2015. Deste modo, os efeitos contabilísticos da fusão foram reportados a 1 de janeiro de 2015, tendo a totalidade das operações realizadas entre essa data e a data da fusão jurídica sido consideradas, nas demonstrações financeiras, já como atividades desenvolvidas por conta da IP. Os ativos e passivos da EP incorporados na IP estão representados na figura abaixo (ver Figura 3).

**Figura 3 - Ativos e Passivos da EP, incorporados na IP, em 01/01/2015  
(em milhares de €)**

| Ativo                                |                   |
|--------------------------------------|-------------------|
| <b>Não Corrente</b>                  |                   |
| Ativos Intangíveis                   | 19 197 040        |
| Outros ativos não correntes          | 126 545           |
|                                      | <b>19 323 585</b> |
| <b>Corrente</b>                      |                   |
| Clientes e outras contas a receber   | 154 520           |
| Adiantamentos a fornecedores         | 45 158            |
| Estado e outros entes públicos       | 848 045           |
| Caixa e equivalentes de caixa        | 75 746            |
| Outros ativos correntes              | 834               |
|                                      | <b>1 124 303</b>  |
| <b>Total do Ativo</b>                | <b>20 447 888</b> |
| Passivo                              |                   |
| <b>Não Corrente</b>                  |                   |
| Provisões                            | 858 676           |
| Financiamentos obtidos               | 305 593           |
| Suprimentos                          | 1 452 073         |
| Fornecedores e outras contas a pagar | 3 248 943         |
| Diferimentos                         | 10 589 418        |
|                                      | <b>16 454 703</b> |
| <b>Corrente</b>                      |                   |
| Fornecedores e outras contas a pagar | 675 933           |
| Financiamentos obtidos               | 13 242            |
| Suprimentos                          | 768 581           |
| Outros passivos correntes            | 24 388            |
|                                      | <b>1 482 144</b>  |
| <b>Total do Passivo</b>              | <b>17 936 847</b> |

Fonte: Elaboração Própria a partir do Relatório e Contas Consolidado 2015 – Grupo IP

O valor contabilístico dos ativos da EP, em 01.01.2015 ascendia os 20 447 888 000€, sendo as rubricas de ativos intangíveis e saldo da conta Estado e outros entes públicos as que apresentavam valores mais relevantes. A nível do passivo a rubrica que apresenta maior valor é a de diferimentos, que incluía os subsídios ao investimento para financiamento do Direito de Concessão, cujo reconhecimento por via de resultados é efetuado ao longo do período de concessão de acordo com a taxa de amortização deste ativo intangível. Em suma, o valor total do ativo da EP a incorporar na IP era superior ao valor total do passivo da mesma, pelo que se torna num aspeto positivo nesta operação, uma vez que a empresa evidencia condições para satisfazer os seus compromissos de curto prazo.

A IP adota as NIC na preparação das suas demonstrações financeiras, cumprindo assim o disposto no nº 1 do art.º 4.º do Decreto Lei nº 158/2009 de 13 de julho, que prevê esta obrigatoriedade para as entidades com valores mobiliários admitidos à negociação num mercado regulamentado.

Com base nos Relatórios e Contas das empresas é possível avaliar o impacto contabilístico da operação de fusão ao longo destes três últimos anos (ver Figura 4 e 5), comparando o reconhecimento dos ativos e passivos inscritos na contabilidade e refletidos na Demonstração da Posição Financeira da sociedade incorporante, antes e após esta operação.

**Figura 4 - Demonstração Consolidada da Posição Financeira da IP entre 2014 (Reexpresso) e 2017**

|   | milhares de euros (m€) |                   |                   |                   |
|---|------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|   | 2014<br>Reexpresso     | 2015              | 2016              | 2017              |
|   | 31 de dezembro         |                   |                   |                   |
| <b>Ativo</b>  |                        |                   |                   |                   |
| <b>Não Corrente</b>   |                        |                   |                   |                   |
| Ativos fixos tangíveis  | 111 116                | 131 197           | 128 241           | 124 666           |
| Propriedades de investimento  | 6 316                  | 4 905             | 4 377             | 3 843             |
| Ativos intangíveis  | 2 629                  | 19 626 351        | 19 826 876        | 20 071 928        |
| Goodwill  | 25 788                 | 21 687            | 21 687            | 21 687            |
| Clientes  | -                      | 17 107            | 12 219            | -                 |
| Ativos por impostos diferidos                                       | 23 428                 | 119 108           | 132 026           | 221 949           |
| Diferimentos  | 966                    | 811               | 666               | 187               |
| Ativos financeiros disponíveis para venda/Investimentos financeiros | 32                     | 32                | 32                | 32                |
|   | <b>170 275</b>         | <b>19 921 198</b> | <b>20 126 121</b> | <b>20 444 292</b> |
| <b>Corrente</b>   |                        |                   |                   |                   |
| Inventários   | 43 744                 | 52 154            | 51 414            | 46 538            |
| Clientes  | 71 949                 | 102 327           | 89 267            | 76 213            |
| Adiantamentos a fornecedores  | -                      | 27 522            | -                 | -                 |
| Concedente - Estado - Conta a receber                               | 5 253 070              | 5 406 324         | 5 494 532         | 5 625 542         |
| Ativo por imposto corrente  | 633                    | 21 686            | 208               | 16                |
| Estado e outros entes públicos                                      | 4 455                  | 1 018 104         | 1 238 598         | 1 424 813         |
| Outras contas a receber   | 37 974                 | 184 385           | 195 165           | 163 056           |
| Diferimentos  | 420                    | 771               | 366               | 715               |
| Ativos não correntes detidos para venda                             | -                      | 3                 | 3                 | 3                 |
| Caixa e equivalentes de caixa                                       | 93 948                 | 435 785           | 311 033           | 350 322           |
|   | <b>5 506 223</b>       | <b>7 249 062</b>  | <b>7 380 585</b>  | <b>7 687 218</b>  |
| <b>Total do Ativo</b>   | <b>5 676 498</b>       | <b>27 170 260</b> | <b>27 506 707</b> | <b>28 131 510</b> |
| <b>Capital Próprio</b>  |                        |                   |                   |                   |
| <b>Capital e reservas atribuíveis aos detentores de capital</b>     |                        |                   |                   |                   |
| Capital realizado   | 1 486 000              | 3 095 375         | 4 045 375         | 4 925 375         |
| Reservas  | -99                    | -95               | 531               | 1 909             |
| Resultados acumulados   | -2 402 681             | 63 775            | 80 010            | 116 277           |
|   | <b>-916 781</b>        | <b>3 159 055</b>  | <b>4 125 917</b>  | <b>5 043 561</b>  |
| Resultado líquido do período  | -52 462                | 16 862            | 37 645            | 105 993           |
| <b>Total do Capital Próprio</b>                                     | <b>-969 243</b>        | <b>3 175 917</b>  | <b>4 163 561</b>  | <b>5 149 554</b>  |
| <b>Passivo</b>  |                        |                   |                   |                   |
| <b>Não Corrente</b>   |                        |                   |                   |                   |
| Provisões   | 24 335                 | 857 712           | 858 728           | 869 437           |
| Financiamentos obtidos  | 3 239 370              | 3 429 235         | 3 315 673         | 3 221 317         |
| Financiamentos do acionista/Suprimentos                             | 1 717 353              | 1 478 345         | 796 252           | 534 390           |
| Outras contas a pagar   | -                      | 2 998 086         | 2 616 557         | 2 370 818         |
| Diferimentos  | 27 618                 | 10 789 120        | 10 552 475        | 10 480 011        |
| Passivos por impostos diferidos                                     | 102                    | 69                | 33                | 25                |
|   | <b>5 008 778</b>       | <b>19 552 568</b> | <b>18 139 718</b> | <b>17 475 997</b> |
| <b>Corrente</b>   |                        |                   |                   |                   |
| Fornecedores  | 18 312                 | 32 802            | 20 642            | 19 249            |
| Adiantamentos de clientes   | -                      | 1                 | 8 119             | 8 049             |
| Estado e outros entes públicos                                      | 8 831                  | 8 542             | 9 139             | 9 421             |
| Passivo por imposto corrente  | 2 127                  | 0                 | 25 816            | 47 797            |
| Financiamentos obtidos  | 763 999                | 165 868           | 173 474           | 141 629           |
| Financiamentos do acionista/Suprimentos                             | 782 820                | 3 347 598         | 4 070 120         | 4 392 482         |
| Outras contas a pagar   | 58 227                 | 873 390           | 883 721           | 874 699           |
| Diferimentos  | 2 648                  | 13 574            | 12 397            | 12 633            |
|   | <b>1 636 963</b>       | <b>4 441 776</b>  | <b>5 203 428</b>  | <b>5 505 959</b>  |
| <b>Total do Passivo</b>   | <b>6 645 741</b>       | <b>23 994 343</b> | <b>23 343 145</b> | <b>22 981 957</b> |
| <b>Total do Capital Próprio e do Passivo</b>                        | <b>5 676 498</b>       | <b>27 170 260</b> | <b>27 506 707</b> | <b>28 131 510</b> |

Fonte: Elaboração Própria a partir dos Relatórios e Contas Consolidado dos anos 2015 a 2017 – Grupo IP

**Figura 5 - Demonstração da Posição Financeira da IP em 2018**

|   | milhares de euros (m€) |
|---|------------------------|
|   | <b>2018</b>            |
|   | <b>31 de dezembro</b>  |
| <b>Ativo</b>  |                        |
| <b>Não Corrente</b>   |                        |
| Ativos fixos tangíveis  | 60 146                 |
| Propriedades de investimento  | 3 430                  |
| Ativos intangíveis  | 20 329 465             |
| Goodwill  | 21 687                 |
| Ativos por impostos diferidos                                       | 262 887                |
| Diferimentos  | 173                    |
| Ativos financeiros disponíveis para venda/Investimentos financeiros | 32                     |
|   | <b>20 677 820</b>      |
| <b>Corrente</b>   |                        |
| Inventários   | 65 855                 |
| Clientes  | 73 015                 |
| Concedente - Estado - Conta a receber                               | 3 767 157              |
| Estado e outros entes públicos                                      | 1 286 984              |
| Outras contas a receber   | 141 424                |
| Diferimentos  | 1 512                  |
| Ativos não correntes detidos para venda                             | 40 539                 |
| Caixa e equivalentes de caixa                                       | 321 923                |
|   | <b>5 698 409</b>       |
| <b>Total do Ativo</b>   | <b>26 376 229</b>      |
| <b>Capital Próprio</b>  |                        |
| <b>Capital e reservas atribuíveis aos detentores de capital</b>     |                        |
| Capital realizado   | 5 811 510              |
| Reservas  | 33 730                 |
| Resultados acumulados   | 190 130                |
|   | <b>6 035 369</b>       |
| Resultado líquido do período  | 85 707                 |
| <b>Total do Capital Próprio</b>                                     | <b>6 121 076</b>       |
| <b>Passivo</b>  |                        |
| <b>Não Corrente</b>   |                        |
| Provisões   | 890 872                |
| Financiamentos obtidos  | 2 641 345              |
| Financiamentos do acionista/Suprimentos                             | 272 528                |
| Outras contas a pagar   | 2 083 284              |
| Diferimentos  | 10 383 091             |
| Passivos por impostos diferidos                                     | 24                     |
|   | <b>16 271 143</b>      |
| <b>Corrente</b>   |                        |
| Fornecedores  | 15 851                 |
| Adiantamentos de clientes   | 8 027                  |
| Estado e outros entes públicos                                      | 8 723                  |
| Passivo por imposto corrente  | 19 878                 |
| Financiamentos obtidos  | 633 531                |
| Financiamentos do acionista/Suprimentos                             | 2 354 537              |
| Outras contas a pagar   | 932 835                |
| Diferimentos  | 10 628                 |
|   | <b>3 984 010</b>       |
| <b>Total do Passivo</b>   | <b>20 255 153</b>      |
| <b>Total do Capital Próprio e do Passivo</b>                        | <b>26 376 229</b>      |

Fonte: Elaboração Própria a partir do Relatório e Contas Consolidado 2018 – Grupo IP

Com base na análise destas Demonstrações dos Relatórios e Contas da IP é possível observar que antes da fusão o valor total de Ativos era de 5 676 498 000 €, tendo aumentado no ano da fusão para 27 170 260 000€. Este incremento de valor, após fusão, está associado à integração dos ativos da EP na IP. No ano seguinte (2015) houve um decréscimo de 1 755 291 000€, tendo depois recuperado no ano 2017, mas voltando a diminuir em 2018.

Na classe do Capital Próprio é visível uma melhoria significativa, tendo passado de valores negativos de 969 243 000€, antes da fusão (2014) para um valor positivo, após fusão (2015), de 3 175 917 000€. Esta melhoria tem vindo a ser notória ao longo dos anos, uma vez que o valor do Capital Próprio tem vindo a aumentar, isto é, aumentado o valor contabilístico da empresa, o que também mostra que o valor dos ativos supera sempre o valor dos passivos, o que torna este processo benéfico, podendo-se concluir que os resultados depois de fusão têm vindo a ser bastante positivos e os esperados. Esta realidade é ainda mais evidente quando se analisa a evolução de alguns rácios financeiros, que mais à frente, serão estudados e debatidos.

Tal como na classe de Ativos, também na classe de Passivos, o impacto da integração dos mesmos que eram detidos pela EP e que foram transacionados para a IP, traduziram-se num aumento significativo das responsabilidades da empresa. Evidencia-se um incremento maior, após fusão, nas rubricas como os diferimentos, outras contas a pagar ou provisões, cujos valores foram substancialmente agravados pela integração dos saldos transacionados da EP. No entanto, estes mesmos valores têm vindo a apresentar melhorias ao longo dos anos.

Os objetivos das operações de fusão passam pela maximização do lucro, redução de custos e a criação imediata de valor, como já mencionado anteriormente, podendo-se examinar estes mesmos objetivos através da análise da Demonstração do Rendimento Integral das empresas em estudo (ver Figura 6 e 7).

**Figura 6 - Demonstração Consolidada do Rendimento Integral dos Exercícios Findos da IP entre 2014 (Reexpresso) e 2017**

|  | milhares de euros (m€) |                |                |                |
|--|------------------------|----------------|----------------|----------------|
|  | 2014<br>Reexpresso     | 2015           | 2016           | 2017           |
|  | <b>31 de dezembro</b>  |                |                |                |
| Vendas e Serviços Prestados  | 126 750                | 1 352 393      | 1 192 767      | 1 195 489      |
| Indemnizações Compensatórias   | -                      | -              | 40 650         | 68 416         |
| Subsídios à Exploração   | 40 493                 | 28 770         | -              | -              |
| Custo das Mercadorias Vendidas e das Matérias Consumidas (CMVMC)           | -5 291                 | -414 066       | -259 810       | -273 704       |
| Variação nos Inventários de Produção                                       | -115                   | -57            | -              | 117            |
| Fornecimentos e Serviços Externos  | -87 312                | -242 709       | -260 777       | -258 777       |
| Conservação, Reparação e Segurança Rede Rodoviária                         | -                      | -95 398        | -100 618       | -97 578        |
| Conservação, Reparação e Segurança Rede Ferroviária                        | -51 221                | -44 288        | -51 341        | -54 872        |
| Outros FSE's   | -36 091                | -103 023       | -108 818       | -106 327       |
| Gastos com o Pessoal   | -98 408                | -126 974       | -136 984       | -134 402       |
| Imparidades (perdas/reversões)   | 18 759                 | -9 064         | 2 931          | 1 107          |
| Provisões (aumentos/reduções)  | -3 012                 | -5 979         | -19 895        | -8 686         |
| Outros Rendimentos e Ganhos  | 31 871                 | 87 354         | 86 401         | 85 770         |
| Outros Gastos e Perdas   | -22 390                | -9 325         | -14 720        | -11 734        |
| <b>Resultado Antes de Depreciações, Gastos de Financiamento e Impostos</b> | <b>1 346</b>           | <b>660 342</b> | <b>630 564</b> | <b>663 598</b> |
| Gastos /Reversões de Depreciação e de Amortização                          | -5 415                 | -263 912       | -273 926       | -278 294       |
| <b>Resultado Operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)</b> | <b>-4 069</b>          | <b>396 430</b> | <b>356 638</b> | <b>385 304</b> |
| Juros e Rendimentos Similares Obtidos                                      | 154 918                | 120 057        | 115 652        | 94 728         |
| Juros e Gastos Similares Suportados  | -226 974               | -482 730       | -412 967       | -352 805       |
| <b>Resultados Antes de Impostos</b>  | <b>-76 125</b>         | <b>33 757</b>  | <b>59 323</b>  | <b>127 227</b> |
| Imposto Sobre o Rendimento do Período                                      | 23 662                 | -16 895        | -21 679        | -21 234        |
| <b>Resultado Líquido Consolidado do Exercício</b>                          | <b>-52 462</b>         | <b>16 862</b>  | <b>37 645</b>  | <b>105 993</b> |
| Outro Rendimento Integral do Exercício                                     | -                      | -              | -              | -              |
| Itens não reclassificáveis para resultados                                 | -                      | -              | -              | -              |
| Reexpressão IFRS 9 - Clientes (Líquido de efeito fiscal)                   | -                      | -              | -              | -              |
| <b>Total do Rendimento Integral Consolidado do Exercício</b>               | <b>-52 462</b>         | <b>16 862</b>  | <b>37 645</b>  | <b>105 993</b> |

Fonte: Elaboração Própria a partir dos Relatórios e Contas Consolidado dos anos 2015 a 2017 – Grupo IP

**Figura 7 - Demonstração do Rendimento Integral da IP em 2018**

|  | milhares de euros (m€) |
|--|------------------------|
|  | 2018                   |
|  | 31 de dezembro         |
| Vendas e Serviços Prestados  | 1 184 772              |
| Indemnizações Compensatórias   | 62 904                 |
| Custo das Mercadorias Vendidas e das Matérias Consumidas (CMVMC)           | -272 533               |
| Varição nos Inventários de Produção  | -117                   |
| Fornecimentos e Serviços Externos  | -275 399               |
| Conservação, Reparação e Segurança Rede Rodoviária                         | -97 107                |
| Conservação, Reparação e Segurança Rede Ferroviária                        | -67 426                |
| Outros FSE's   | -110 867               |
| Gastos com o Pessoal   | -136 732               |
| Imparidades (perdas/reversões)   | 703                    |
| Provisões (aumentos/reduções)  | -16 708                |
| Outros Rendimentos e Ganhos  | 85 180                 |
| Outros Gastos e Perdas   | -12 686                |
| <b>Resultado Antes de Depreciações, Gastos de Financiamento e Impostos</b> | <b>619 384</b>         |
| Gastos /Reversões de Depreciação e de Amortização                          | -279 440               |
| <b>Resultado Operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)</b> | <b>339 944</b>         |
| Juros e Rendimentos Similares Obtidos                                      | 93 428                 |
| Juros e Gastos Similares Suportados  | -319 009               |
| <b>Resultados Antes de Impostos</b>  | <b>114 364</b>         |
| Imposto Sobre o Rendimento do Período                                      | -28 656                |
| <b>Resultado Líquido Consolidado do Exercício</b>                          | <b>85 707</b>          |
| Outro Rendimento Integral do Exercício                                     |                        |
| Itens não reclassificáveis para resultados                                 |                        |
| Reexpressão IFRS 9 - Clientes (Líquido de efeito fiscal)                   | -324                   |
| <b>Total do Rendimento Integral Consolidado do Exercício</b>               | <b>85 383</b>          |

Fonte: Elaboração Própria a partir do Relatório e Contas Consolidado 2018 – Grupo IP

Através da análise destas Demonstrações do Rendimento Integral pode-se concluir que houve uma melhoria do resultado do período. Antes da fusão o resultado alcançou o valor negativo de 52 462 000€, tendo passado para um valor positivo de 16 862 000 €, logo após a fusão (em 2015), o que traduz num aumento de 1 225 643 000€ nas vendas e prestações de serviços, acompanhada de um crescimento dos gastos operacionais, mas com menos impacto nas receitas da empresa. Este resultado apresentou valores evolutivamente positivos até 2017, decrescendo novamente no ano seguinte. É através da análise a este tipo de Demonstração que se pode analisar o valor do rácio da Rendibilidade das Vendas.

## 4.2 Análise dos Indicadores Económico-Financeiros

Os resultados dos indicadores económico-financeiros obtidos através do cálculo dos mesmos a partir dos valores apresentados pelas demonstrações financeiras no Relatório e Contas da IP de 2015 a 2018 encontram-se mencionados na tabela abaixo (ver Tabela 7).

**Tabela 7 - Resultado dos rácios económico-financeiros entre os anos 2014 e 2018**

| <b>Rátios</b>                       |             |             |             |             |             |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Económico-<br/>Financeiros</b>   | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> |
| Rendibilidade dos Capitais Próprios | 5,41%       | 0,53%       | 0,90%       | 2,06%       | 1,40%       |
| Rendibilidade Operacional do Ativo  | -0,07%      | 1,46%       | 1,30%       | 1,37%       | 1,29%       |
| Rendibilidade das Vendas            | -41,39%     | 1,25%       | 3,16%       | 8,87%       | 7,23%       |
| Solvabilidade                       | -14,58%     | 13,24%      | 17,84%      | 22,41%      | 30,22%      |
| Autonomia Financeira                | -17,07%     | 11,69%      | 15,14%      | 18,31%      | 23,21%      |
| Liquidez Geral                      | 3,36        | 1,63        | 1,42        | 1,40        | 1,43        |

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas da IP

O ano de 2014 foi o ano em que a taxa de Rendibilidade de Capitais Próprios foi maior, chegando a atingir os 5,41%, podendo-se concluir que as empresas apresentavam maior atratividade e capacidade de financiamento do que quando atuavam isoladamente. Nos dois anos seguintes à fusão (2016 e 2017) este rácio aumentou, voltando a diminuir no ano seguinte, pelo que os valores não se mantiveram constantes, no entanto, mantiveram-se sempre positivos como esperado, sendo que o ano de 2017 foi o ano que apresentou melhores resultados, sendo o ano em que tornou a empresa mais “apetecível” a potenciais investidores, facilitando assim a criação de condições financeiras favoráveis ao contínuo crescimento e desenvolvimento da empresa.

Um bom indicador para medir a qualidade da gestão é o da Rendibilidade Operacional do Ativo, que mede, como referenciado anteriormente, a capacidade dos ativos da empresa em gerarem retorno financeiro. Este rácio apresenta um valor negativo antes da fusão (-0,07%), no entanto, após a mesma apenas apresenta valores positivos apesar de não se manter constante ao longo dos anos, isto é, num ano aumenta, mas no ano a seguir já diminui. O ano que apresentou maior valor foi o ano da fusão (1,46%), o que significa que os ativos da empresa tiveram uma elevada capacidade em gerarem retorno financeiro.

A Rendibilidade das Vendas permite conhecer a margem que as vendas estão a produzir, assim como a sua evolução. Antes do processo de fusão este rácio apresentava um valor negativo de 41,39%, no entanto, após a fusão o mesmo foi aumentando até ao ano de 2017, apresentando sempre valores positivos como era de esperar. No entanto, no ano seguinte (2018) apresentou uma queda significativa. Deste modo, quanto maior é o valor do rácio, maior é a contribuição de cada unidade vendida para a formação dos resultados.

Também a capacidade que a empresa tem em solver os seus compromissos melhorou bastante, tendo vindo a aumentar ao longo dos anos. Esta capacidade, medida pelo indicador Solvabilidade traduz assim uma perspetiva de sustentabilidade a médio/longo prazo, dando assim garantia de alguma segurança para os credores, uma vez que quanto maior for este rácio, maior são as possibilidades de recuperação dos créditos. No ano antes da fusão, este indicador apresentava um valor negativo, pelo que a empresa não conseguia liquidar os seus compromissos de carácter financeiro, tanto a médio como a longo prazo. Nos seguintes anos apresentou valores sempre positivos que variaram entre os 13,24% e os 30,22%, tendo sido o indicador que melhores resultados apresentou.

A nível da Autonomia Financeira, este rácio também passou abruptamente de um valor negativo (-17,07%), antes da fusão, para um valor positivo de 11,69%, em 2015 (ano da fusão), demonstrando assim que, o valor do ativo é suportado maioritariamente por capitais alheios, sendo apenas, no ano de 2015, cerca de 12% desse valor suportado pelos seus capitais próprios. Este rácio aumentou ao longo dos anos, atingindo no ano de 2018 o valor máximo de 23,21%. Deste modo, a proporção de capital próprio no financiamento tem vindo consequentemente a aumentar, diminuindo assim a sua capacidade de recorrer a capitais alheios, a encargos financeiros e a risco de financiamento, evidenciando deste modo os resultados expectáveis.

O rácio de Liquidez Geral apresentou o seu valor mais alto antes do processo de fusão (3,36), tendo diminuído até ao ano de 2017, onde apresentou o seu valor mais baixo de 1,40, voltando a aumentar no ano seguinte. De uma forma geral, observa-se um agravamento deste rácio, apesar de continuar com valores bastante positivos ao longo dos anos, evidenciando equilíbrio a curto prazo, uma vez que o valor de ativo corrente é superior ao valor do passivo corrente. Assim sendo, isto significa que, o ano em que a empresa conseguiu cumprir melhor com as suas obrigações a curto prazo, após a fusão, foi o ano da fusão. Nos anos seguintes piorou, melhorando só depois de 2017.

Nas tabelas seguintes (ver Tabela 8 a 13) demonstra-se a variação que os rácios dos indicadores económico-financeiros estudados apresentaram ao longo dos anos, antes e após fusão.

- **Rendibilidade dos Capitais Próprios**

Na tabela abaixo é possível analisar a variação deste rácio (ver Tabela8).

**Tabela 8 - Variação da Rendibilidade dos Capitais Próprios entre os anos 2014 e 2018**

| <b>Rácio Económico-Financeiro</b>   | <b>2014 para 2015</b> | <b>2015 para 2016</b> | <b>2016 para 2017</b> | <b>2017 para 2018</b> |
|-------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Rendibilidade dos Capitais Próprios | -4,88%                | 0,37%                 | 1,15%                 | -0,66%                |

Fonte: Elaboração Própria

Segundo os resultados obtidos, pode-se concluir que, após a fusão este rácio sofreu uma descida, o que corresponde a uma diminuição na atratividade da empresa para os investidores, assim como para a sua capacidade em se auto financiar. No entanto, até ao ano de 2017 houve uma melhoria do mesmo, voltando a diminuir no ano seguinte.

- **Rendibilidade Operacional do Ativo**

Na tabela abaixo é possível analisar a variação deste rácio (ver Tabela 9).

**Tabela 9 - Variação da Rendibilidade Operacional do Ativo entre os anos 2014 e 2018**

| <b>Rácio Económico-<br/>Financeiro</b> | <b>2014 para<br/>2015</b> | <b>2015 para<br/>2016</b> | <b>2016 para<br/>2017</b> | <b>2017 para<br/>2018</b> |
|--|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Rendibilidade Operacional do Ativo     | 1,53%                     | -0,16%                    | 0,07%                     | -0,08%                    |

Fonte: Elaboração Própria

Este rácio não foi constante ao longo dos anos, tendo diminuído de 2015 para 2016 e de 2017 para 2018. Já nos restantes anos, aumentou. Pode-se concluir então que no ano após a fusão houve uma melhoria no relacionamento entre os resultados antes de impostos com o ativo total da empresa, ou seja, uma melhoria no desempenho dos capitais investidos na empresa, oscilando nos anos seguintes. Deste modo, o melhor ano para a empresa gerar investimento foi o ano de 2015.

- **Rendibilidades das Vendas**

Na tabela abaixo é possível analisar a variação deste rácio (ver Tabela 10).

**Tabela 10 -Variação da Rendibilidade das Vendas entre os anos 2014 e 2018**

| <b>Rácio Económico-<br/>Financeiro</b> | <b>2014 para<br/>2015</b> | <b>2015 para<br/>2016</b> | <b>2016 para<br/>2017</b> | <b>2017 para<br/>2018</b> |
|--|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Rendibilidade das Vendas               | 42,64%                    | 1,91%                     | 5,71%                     | -1,63%                    |

Fonte: Elaboração Própria

Este rácio, como já mencionado anteriormente, representa a percentagem das vendas e prestações de serviços que ficam à disposição da empresa para remunerar os capitais próprios. Após a fusão este mesmo rácio teve um aumento abrupto, passando de -41,39% para 1,25%, tendo aumentado até ao ano de 2017, onde depois voltou a sofrer uma descida de 1,63%.

- **Solvabilidade**

Na tabela abaixo é possível analisar a variação deste rácio (ver Tabela 11).

**Tabela 11 -Variação da Solvabilidade entre os anos 2014 e 2018**

| <b>Rácio Económico-<br/>Financeiro</b> | <b>2014 para<br/>2015</b> | <b>2015 para<br/>2016</b> | <b>2016 para<br/>2017</b> | <b>2017 para<br/>2018</b> |
|--|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Solvabilidade                          | 27,82%                    | 4,60%                     | 4,57%                     | 7,81%                     |

Fonte: Elaboração Própria

Este rácio tem vindo a aumentar ao longo dos anos, evidenciando assim o aumento da capacidade da empresa em solver todos os seus compromissos, realçando os resultados que eram os esperados.

- **Autonomia Financeira**

Na tabela abaixo é possível analisar a variação deste rácio (ver Tabela 12).

**Tabela 12 - Variação da Autonomia Financeira entre os anos 2014 e 2018**

| <b>Rácio Económico-<br/>Financeiro</b> | <b>2014 para<br/>2015</b> | <b>2015 para<br/>2016</b> | <b>2016 para<br/>2017</b> | <b>2017 para<br/>2018</b> |
|--|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Autonomia<br>Financeira                | 28,76%                    | 3,45%                     | 3,17%                     | 4,90%                     |

Fonte: Elaboração Própria

A percentagem do ativo da empresa que é financiada pelos seus capitais próprios tem vindo a aumentar desde o ano de fusão, tendo sido o ano antes da fusão o ano que apresentou maior variação para este rácio.

- **Liquidez Geral**

Na tabela abaixo é possível analisar a variação deste rácio (ver Tabela 13).

**Tabela 13 - Variação da Liquidez Geral entre os anos 2014 e 2018**

| <b>Rácio Económico-<br/>Financeiro</b> | <b>2014 para<br/>2015</b> | <b>2015 para<br/>2016</b> | <b>2016 para<br/>2017</b> | <b>2017 para<br/>2018</b> |
|--|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Liquidez Geral                         | -1,73                     | -0,21                     | -0,02                     | 0,03                      |

Fonte: Elaboração Própria

A capacidade da empresa em cumprir as suas obrigações a curto prazo até ao ano de 2017 foi decrescendo, aumentado entre este mesmo ano e 2018.

Em suma, ao analisar todos estes resultados obtidos através destes indicadores económico-financeiros conclui-se que, o desempenho no primeiro ano após e até mesmo nos anos seguintes foi no seu geral e maioritariamente positivo, tal como era expectável, pelo que este processo de fusão trouxe aspetos bastante positivos. Pode-se concluir ainda que, os indicadores que melhores resultados apresentaram foram:

- Rendibilidade das Vendas: Aumentou a percentagem das vendas e prestações de serviços que ficam à disposição da empresa para remunerar os capitais próprios.
- Solvabilidade: Antes da fusão este indicador possuía um valor negativo (-14,58%), tendo aumentado, após fusão, para 13,24%, refletindo assim numa melhoria para a empresa liquidar compromissos de carácter financeiro, nas suas respetivas datas de vencimento, quer a médio como a longo prazo, uma vez que tem vindo a aumentar ao longo dos anos.
- Autonomia Financeira: Ao longo dos anos este indicador foi sempre aumentando, o que traduz assim num aumento na capacidade que a empresa tem em financiar o ativo através dos seus capitais próprios sem ter que recorrer a empréstimos.



As F&A são uma forma de reorganização e concentração empresarial, que permite ganhos de eficiência, produtividade e aumento de competitividade, através das sinergias obtidas com o processo. Deste modo, é possível verificar na literatura existente, que têm sido crescentes os processos de F&A efetuados pelas empresas, quer a nível nacional quer a nível internacional.

Refletindo acerca de todo o exposto anteriormente neste trabalho, esta dissertação teve como objetivo contribuir para a explicação, com base na literatura investigada, das motivações que levam as empresas à prática deste tipo de operações, assim como o seu desempenho e consequente criação de valor ou não. No entanto, a principal razão implícita à realização deste estudo foi perceber se a fusão por incorporação da REFER com a EP trouxe um desempenho positivo, após a fusão das mesmas, para a nova sociedade formada, a IP.

Atualmente, os analistas financeiros recorrem a indicadores económico-financeiros, devido à inovação tecnológica verificada nos últimos anos que permite agora ao analista a construção de um grande número de indicadores de forma simples e rápida. No entanto, quantidade não é sinónimo de qualidade, pelo que conceber vários indicadores poderá revelar-se pouco proveitoso, criando confusão e até induzindo, muitas vezes, em erro. Impõe-se, assim, a seleção dos indicadores que mais se adequam à realidade da empresa em análise, nomeadamente ao tipo de atividade que desenvolve e ao seu setor de atuação.

Assim sendo, foram realizados cálculos de alguns indicadores económico-financeiros para avaliar o desempenho da empresa, antes e após fusão e pode-se concluir que, de uma forma geral, a empresa apresentou resultados bastante positivos e melhores do que aqueles que apresentava antes do processo fusão. Dos indicadores estudados, os que apresentaram melhores resultados foram os da rentabilidade das vendas, o da solvabilidade e o da autonomia financeira. Deste modo, pode-se concluir que, após o processo de fusão a empresa teve uma melhoria mais notória a nível da percentagem das vendas e prestações de serviços, a nível da liquidação dos seus compromissos de carácter financeiro, assim como uma melhoria na capacidade em financiar o ativo através dos seus capitais próprios sem ter que recorrer a empréstimos.

Neste trabalho foram detetadas limitações ao nível da seleção de informação devido à existência de bastante informação sobre o tema. De modo a ultrapassar esta situação foram abordados apenas alguns dos tópicos mais importantes em relação a este assunto, como as principais motivações que levam as empresas a aderir às F&A como um processo de

reestruturação, o desempenho que as mesmas têm, assim como a consequente criação de valor aquando da adoção deste tipo de estratégia empresarial.

Se nesta primeira análise os resultados advindos desta fusão se apresentam positivos e evidenciam uma melhoria de desempenho, só o desenrolar da atividade da IP ao longo dos próximos anos poderá aferir o sucesso desta operação, uma vez que o espaço temporal estudado foi de apenas quatro anos, tornando-se assim uma limitação à realização deste trabalho.

Como tal seria interessante, após alguns anos passados sobre esta operação de fusão, verificar se os objetivos propostos continuam a ser atingidos, nomeadamente, ao nível de outros indicadores económico-financeiros que não foram estudados nesta dissertação, mas que também se tornariam interessantes, tais como: endividamento, estrutura de endividamento, cobertura de encargos financeiros, rotação do ativo, rotação dos inventários, grau de alavanca financeira. Ou seja, estudar novos indicadores económico-financeiros, assim como também indicadores de risco e de atividade, por exemplo, pelo que se tornaria interessante ao nível de pistas para investigações futuras, estudar esta fusão com um espaço temporal maior, tentando perceber também se este tipo de estratégia empresarial trouxe criação ou não de valor para a IP.

## **REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

---

- Agrawal, A. & Jeffrey, J. (2000). The Post Merger Performance Puzzle: Advances in Mergers and Acquisitions. *I*, 7-41.
- AIP. (2013). Estudo de Benchmarking: Fusões e Aquisições em Portugal. Acedido em 17 de agosto de 2019 em <http://www.moneris.pt/userfiles/file/Publica%C3%A7%C3%B5es/AIP%20-%20Fusoes%20Aquisicoes%20-%20Estudo.pdf>.
- AT – Autoridade Tributária e Aduaneira. Acedido em 25 de agosto de 2019 em [http://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/informacao\\_fiscal/codigos\\_tributarios/CIRC\\_2R/Pages/circ-codigo-do-irc-indice.aspx](http://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/informacao_fiscal/codigos_tributarios/CIRC_2R/Pages/circ-codigo-do-irc-indice.aspx).
- Bena, J. & Li, K. (2014). Corporate Innovations and Mergers and Acquisitions. *Journal of Finance*, 69 (5), 1923-1960. doi: 10.1111/jofi.12059
- Bhattacharyya, A. & Phani, B. (2004). Economic Value Added - A General Perspective, *SSRN Working Paper Series*, 27(2), 25-55.
- Brealey, R., Myers, S., Allen, F. (2006). *Principles of Corporate Finance*. (8ª Edição). New York: McGraw Hill.
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance* (10ª Edição). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Burkart, M. & Panunzi, F. (2006). Takeovers. *ECGI – Finance Working Paper*, 118.
- Camargos, M. & Barbosa, F. (2008). Fusões e Aquisições de Empresas: Criação de Valor e Sinergias Operacionais. *Revista de Administração de Empresas*, 49 (2), 206-220. doi: 10.1590/S0034-75902009000200007
- Carreira, M. (1992). *Concentração de Empresas e Grupos de Sociedades: Aspectos Históricos Económicos e Jurídicos* (1ª Edição). Lisboa: Edições Asa.
- Clark, K. & Ofek, E. (1994). Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, 541-565.
- CMVM – Código das Sociedades Comerciais. (2007). Acedido em 20 de junho de 2019 em <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Circulares/documents/csccons2007b.pdf>.

- CNC – Comissão de Normalização Contabilística. (2013). Acedido em 22 de junho de 2019 em [http://www.cnc.min-financas.pt/pdf/snc/2016/normas%20com%20retifica%C3%A7%C3%A3o/NCRF\\_14.pdf](http://www.cnc.min-financas.pt/pdf/snc/2016/normas%20com%20retifica%C3%A7%C3%A3o/NCRF_14.pdf).
- Cohen, S., Thiraios, D. & Kandilorou, M. (2008). Performance parameters interrelations from a balanced scorecard perspective: An analysis of Greek companies. *Managerial Auditing Journal*, 23(5), 485 – 503.
- Copeland, T., cKoller, T., & Murrin, J. (1996). *Valuation: Measuring and Managing the Value of ompanies* (2ª Edição). New York: McKinsey & Company, Inc.
- Cunha, M. (2005). FISCALIDADE - Regime Fiscal das Fusões de Sociedades. *Revista* (31).
- Cunha, C. (2005). *O Controlo das concentrações de empresas: direito comunitário e direito português* (1ª Edição). Coimbra: Edições Almedina.
- Damodaran, A. (2005). The Value of Synergy. Stern School of Business.
- Dickerson, A., Gibson, H. & Tsakalotos, E. (1997). The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a Large Panel of UK Firms, *Oxford Economic Papers*, 49, 344-361.
- Dodd, P. & Ruback, R. (1977). Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 5(3), 351-374. doi:10.1016/0304-405X(77)90043-5
- Fernandes, C., Peguinho, C., Vieira, E. & Neiva, J. (2012). *Análise Financeira: Teoria e Prática. Aplicação no âmbito do SNC* (4ª Edição). Edições Sílabo, Lda. Lisboa.
- Ferreira, D. (2002). *fusões, aquisições e reestruturações de empresas* (1ª Edição). Lisboa: Edições Sílabo, Sílabo Gestão.
- Gaughan, P. (2007). *Mergers, acquisitions and corporate restructurings*. (4ª Edição). Ed. EUA: Jonh Wiley & Songs, Inc.
- Gregoriou, G. & Renneboog, L. (2007). *International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990: Recent Research and Quantitative Analysis*. (1ª Edição). Academic Press.

- Gugler, K., Mueller, D., Yurtoglu, B. & Zulehner, C. (2003). The effects of mergers: an international comparison. *International Journal of Industrial Organization*, 21, 625–653.
- Gugler, K., Mueller, D., Weichselbaumer, M. & Yurtoglu, B. (2012). Market Optimism and Merger Waves. *Managerial and Decision Economics*, 33, 159-175.
- Halpern, P. (1982). Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions. *The Journal of Finance*, 38 (2), 297-317. doi: 10.2307/2327962
- Harford, J. & Li, K. (2007). Decoupling CEO Wealth and Firm Performance: The Case of Acquiring CEOs. *The Journal of Finance*, 62, 917-949. doi: 10.1111/j.1540-6261.2007.01227.x
- Hollweck, T. (2015). Case Study Research Design and Methods - Book Review. *Canadian Journal of Program Evaluation / La Revue canadienne d'évaluation de programme*, 30(1), 108–110. doi: 10.3138/cjpe.30.1.108
- Huang, Y. & Walking, A. (1987). Target abnormal returns associated with acquisition: Payment, Acquisition Form, and Managerial Resistance. *Journal of Financial Economics*, 19, 329-349.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M., & Meckling W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360. doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (4ª Edição). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Kumar, N. (2009). How emerging giants are rewriting the rules of F&A. *Harvard Business Review*.
- Lepak, D., Smith, K., & Taylor, S. (2007). Value Creation and Value Capture: A Multilevel Perspective. *Academy of Management Review*, 32(1), 180-194.

- Lopes, C. (2009). As recentes alterações das normas contabilísticas no âmbito da concentração de actividades empresariais (SNC e IFRS). *Revista TOC*, (117), 44-50.
- Martelanc, R., Pasin, R. & Cavalcante, F. (2005). *Avaliação de Empresas: Um guia para fusões & aquisições e gestão de valor*, São Paulo: Pearson Prentice Hall.
- Martin, J. & Petty, W. (2000). *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*. Boston: Harvard Business Scholl Press, 7.
- Martins, J., & Belfo, F. (2010). Métodos de Investigação Qualitativa: Estudos de Casos na Investigação em Sistemas de Informação. *Proelium 14*, 39-71.
- Martynova, M. & Renneboog, L. (2008). A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand?, *Journal of Banking & Finance, Googlebook*, 32(10), 2148-2177. doi: 10.1016/j.jbankfin.2007.12.038
- Matos, P. & Rodrigues, V. (2000). *Fusões & Aquisições: motivações, efeitos e política* (1ª Edição). Cascais: Principia, Publicações Universitárias e Científicas.
- McGivern, M. & Tvorik, S. (1998). Vision driven organizations: measurement techniques for group classification. *Management Decision*, 36(4), 241-264. doi: 10.1108/00251749810211045
- Moeller, S., Schlingemann, F. & Stulz, R. (2003). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73, 201-228.
- Morck, M., Shleifer, A. & Vishny, R. (1990). Do Managerial Motives Drive Bad Acquisitions. *Journal of Finance*, 45(1), 31-48. doi: 10.2307/2328808
- Motis, J. (2007). *Mergers and Acquisitions Motives*. Toulouse School of Economics – EHESS (GREMAQ) and University of Crete.
- Neves, J. (2012). *Análise e Relato Financeiro: Uma Visão Integrada de Gestão* (6ª edição). Alfragide: Texto Editores, pp. 249-253
- Neves, J. (2014). *Análise e Relato Financeiro: Uma Visão Integrada de Gestão* (7ª Edição). Texto Editores.
- Powell, R. & Stark, A. (2005). Does Operating performance increase post takeover for U.K. takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks. *Journal of Corporate Finance*, 11, 293-317. doi:10.1016/j.jcorpfin.2003.06.001

- Prahalad, C., & Hamel, G. (1990). The Core Competence of The Corporation. *Harvard Business Review*, 68 (3), 79-91.
- Rahman, R. & Limmack, R. (2004). Corporate Acquisitions and the Operating Performance of Malaysian Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(3-4), 359-400.
- Rappaport, A. (2007). *A criação de valor para o acionista: um guia para investidores e gestores* (2ª Edição). Planeta DeAgostini, SA.
- Roberts, A., Wallace, W. & Moles, P. (2012). Mergers and Acquisitions. Edinburgh Business School. Heriot-Watt University.
- Roesch, S. (2005). *Projetos de Estágio e de Pesquisa em Administração: Guia para Estágios, Trabalhos de Conclusão, Dissertações e Estudos de caso* (3ª Edição). Editora Atlas.
- Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Review*, 63(2), 134-139.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2002). *Corporate Finance* (6ª Edição). McGraw-Hill.
- Ruiz, I., Fernández, A. & Requejo, S. (2014). Determinants of the acquisition of listed versus unlisted firms in different legal and institutional environments. *Applied Economics*, 46(23), 2814–2832. doi: 10.1080/00036846.2014.914146
- Scharfstein, D. (2000). The Disciplinary Role of Takeovers. *Review of Economic Studies*, 55(2), 185-199.
- Silva, E. (2015). *Fusões e Aquisições: Abordagem contabilística, financeira e fiscal* (1ª Edição). Porto: Vida Económica.
- Sirmon, D., Hitt, M. & Ireland, D. (2007). Managing firm resources in dynamic environments to create value: Looking inside the Black Box. *Academy of Management Review*, 32(1), 273-292.
- Valente, H. (1999). Fusões e Aquisições: contributos teóricos para uma nova abordagem. *Working Paper*, (90). Faculdade de Economia do Porto.
- Valente, H. (2005). *Fusões e Aquisições: Regulação e Fianças das Empresas* (1ª Edição). Porto: Vida Económica.

- Vazirani, N. (2012). Mergers and Acquisitions Performance Evaluation: A Literature Review. *SIES Journal of Management*. 8(2).
- Vieito, J. & Maquieira, C. (2013). *Finanças Empresariais: Teoria e Prática* (2ª Edição). Lisboa: Escolar Editora.
- Wernerfelt, B. (1984), A Resource-Based View of The Firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180.
- Yin, R. (2009). *Estudo de Caso: Planejamento e Métodos* (2ª Edição). Porto Alegre: Bookman.
- Young, D. & O'Byrne, S. (2001). *Eva and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*. United States of America: McGraw-Hill Book.
- Zenner, M., Shivdasani, A. & Hazelkorn, T. (2003). Creating Value with Mergers and Acquisitions. *Journal of Applied Corporate Finance*. 16, 81-90. doi: 10.1111/j.1745-6622.2004.tb00540.x

## **Diplomas Legais**

Código das Sociedades Comerciais

Código do Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Coletivas

Decreto Lei nº 104/1997 de 29 de abril. Diário da República nº 99/1997 – I Série A.  
Ministério do Equipamento, do Planeamento e da Administração do Território.

Decreto Lei nº 237/1999 de 25 de junho. Diário da República nº 146/1999 – I Série A.  
Ministério do Equipamento, do Planeamento e da Administração do Território.

Decreto Lei nº 227/2002 de 30 de outubro. Diário da República nº 251/2002 – I Série A.  
Ministério das Obras Públicas, Transportes e Habitação.

Decreto Lei nº 239/2004 de 21 de dezembro. Diário da República nº 297/2004 – I Série A.  
Ministério das Obras Públicas, Transportes e Comunicações.

Decreto Lei nº 374/2007 de 7 de novembro. Diário da República nº 214/2007 – I Série.  
Ministério das Obras Públicas, Transportes e Comunicações.

Decreto Lei nº 380/2007 de 13 de novembro. Diário da República nº 218/2007 – I Série.  
Ministério das Obras Públicas, Transportes e Comunicações.

Decreto Lei nº 141/2008 de 22 de julho. Diário da República nº 140/2008 – I Série.  
Ministério das Obras Públicas, Transportes e Comunicações.

Decreto Lei nº 110/2009 de 18 de maio. Diário da República nº 95/2009 – I Série. Ministério  
das Obras Públicas, Transportes e Comunicações.

Decreto Lei nº 158/2009 de 13 de julho. Diário da República nº 133/2009 – I Série.  
Ministério das Finanças e da Administração Pública.

Decreto Lei nº 44-A/2010 de 5 de maio. Diário da República nº 87/2010 – I Série. Ministério  
das Obras Públicas, Transportes e Comunicações.

Decreto Lei nº 91/2015 de 29 de maio. Diário da República nº 104/2015 – I Série. Ministério  
da Economia.

Despacho nº 10145-A/2014. Diário da República nº 150/2014 – II Série. Ministérios das  
Finanças e da Economia - Gabinetes da Secretária de Estado do Tesouro e do  
Secretário de Estado das Infraestruturas, Transportes e Comunicações

Lei nº 13/2008 de 29 de fevereiro. Diário da República nº 43/2008 – I Série. Assembleia da  
República.



**Apêndice I – Transações e Soma dos Valores Transacionados de F&A em Portugal entre 1991 e 2018**

| <b>Ano</b>  | <b>Número de Transações</b> | <b>Soma dos Valores Transacionados (em bil. Euros)</b> |
|-------------|-----------------------------|--|
| <b>1991</b> | 52                          | 1.2727€  |
| <b>1992</b> | 113                         | 2.0373€  |
| <b>1993</b> | 80                          | 0.7763€  |
| <b>1994</b> | 61                          | 2.7674€  |
| <b>1995</b> | 75                          | 2.3070€  |
| <b>1996</b> | 57                          | 2.7795€  |
| <b>1997</b> | 72                          | 3.1767€  |
| <b>1998</b> | 143                         | 6.4661€  |
| <b>1999</b> | 183                         | 17.7015€   |
| <b>2000</b> | 293                         | 27.1023€   |
| <b>2001</b> | 233                         | 8.0179€  |
| <b>2002</b> | 211                         | 7.1891€  |
| <b>2003</b> | 121                         | 3.8133€  |
| <b>2004</b> | 157                         | 11.6533€   |
| <b>2005</b> | 175                         | 6.7445€  |
| <b>2006</b> | 61                          | 22.9611€   |
| <b>2007</b> | 232                         | 24.1485€   |
| <b>2008</b> | 261                         | 4.4712€  |
| <b>2009</b> | 141                         | 6.7014€  |

|             |     |          |
|-------------|-----|----------|
| <b>2010</b> | 170 | 7.5936€  |
| <b>2011</b> | 91  | 4.1207€  |
| <b>2012</b> | 97  | 12.4815€ |
| <b>2013</b> | 95  | 5.3624€  |
| <b>2014</b> | 93  | 18.5318€ |
| <b>2015</b> | 160 | 6.2259€  |
| <b>2016</b> | 167 | 3.9298€  |
| <b>2017</b> | 184 | 4.5378€  |
| <b>2018</b> | 131 | 12.8475€ |

Fonte: Elaboração Própria a partir de <https://imaa-institute.org/m-and-a-statistics-countries/>

## Apêndice II – Demonstração da Posição Financeira da EP, S.A. entre 2011 e 2014

|   | milhares de euros (m€) |                   |                   |                   |
|---|------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|   | 2011                   | 2012              | 2013              | 2014              |
|   | 31 de dezembro         |                   |                   |                   |
| <b>Ativo</b>  |                        |                   |                   |                   |
| <b>Não Corrente</b>   |                        |                   |                   |                   |
| Ativos fixos tangíveis  | 27 032                 | 26 308            | 25 260            | 24 432            |
| Propriedades de investimento                                    | 137                    | 131               | 126               | 120               |
| Ativos intangíveis  | 16 926 639             | 18 153 110        | 18 725 396        | 19 197 040        |
| Ativos por impostos diferidos                                   | 52 876                 | 77 009            | 88 526            | 101 993           |
|   | <b>17 006 684</b>      | <b>18 256 558</b> | <b>18 839 308</b> | <b>19 323 586</b> |
| <b>Corrente</b>   |                        |                   |                   |                   |
| Clientes  | 22 586                 | 24 523            | 36 004            | 40 570            |
| Adiantamentos a fornecedores                                    | 1 650                  | 16 151            | 36 534            | 45 158            |
| Ativo por imposto corrente                                      | -                      | -                 | 533               | 93                |
| Estado e outros entes públicos                                  | 479 479                | 592 443           | 682 722           | 848 045           |
| Outras contas a receber   | 84 167                 | 83 086            | 107 505           | 113 950           |
| Diferimentos  | 1 004                  | 504               | 404               | 737               |
| Ativos não correntes detidos para venda                         | 3                      | 3                 | 3                 | 3                 |
| Caixa e equivalentes de caixa                                   | 397                    | 36 122            | 17 715            | 75 746            |
|   | <b>589 285</b>         | <b>752 832</b>    | <b>881 419</b>    | <b>1 124 303</b>  |
| <b>Total do Ativo</b>   | <b>17 595 968</b>      | <b>19 009 390</b> | <b>19 720 727</b> | <b>20 447 889</b> |
| <b>Capital Próprio</b>  |                        |                   |                   |                   |
| <b>Capital e reservas atribuíveis aos detentores de capital</b> |                        |                   |                   |                   |
| Capital realizado   | 330 000                | 464 000           | 472 990           | 1 994 585         |
| Reservas legais   | 56 265                 | 63 454            | 65 288            | 66 026            |
| Outras reservas   | 186 497                | 243 566           | 282 313           | 300 044           |
| Resultados transitados  | 61 961                 | 141 476           | 137 582           | 133 877           |
|   | <b>634 723</b>         | <b>912 495</b>    | <b>958 173</b>    | <b>2 494 532</b>  |
| Resultado líquido do período                                    | 143 772                | 36 688            | 14 764            | 16 511            |
| <b>Total do Capital Próprio</b>                                 | <b>778 495</b>         | <b>949 183</b>    | <b>972 937</b>    | <b>2 511 043</b>  |
| <b>Passivo</b>  |                        |                   |                   |                   |
| <b>Não Corrente</b>   |                        |                   |                   |                   |
| Provisões   | 830 046                | 824 370           | 830 453           | 858 676           |
| Financiamentos obtidos  | 325 659                | 325 659           | 318 970           | 305 593           |
| Suprimentos   | 1 705 000              | 2 159 350         | 2 215 578         | 1 452 073         |
| Passivos por impostos diferidos                                 | 11 555                 | 7 599             | 3 705             | -                 |
| Outras contas a pagar   | 2 463 655              | 3 375 616         | 3 276 886         | 3 248 943         |
| Outros passivos não correntes                                   | 11 892                 | 14 195            | -                 | -                 |
| Diferimentos  | 10 721 138             | 10 697 781        | 10 644 729        | 10 589 418        |
|   | <b>16 068 945</b>      | <b>17 404 570</b> | <b>17 290 321</b> | <b>16 454 702</b> |
| <b>Corrente</b>   |                        |                   |                   |                   |
| Fornecedores  | 14 438                 | 11 991            | 25 703            | 17 174            |
| Adiantamentos de clientes                                       | 662                    | 4 014             | 10 521            | 12 280            |
| Passivos por imposto corrente                                   | 16 960                 | 3 929             | -                 | -                 |
| Estado e outros entes públicos                                  | 1 381                  | 1 827             | 2 015             | 1 993             |
| Financiamentos obtidos  | 605 131                | 52 446            | 7 130             | 13 242            |
| Financiamentos do acionista/Suprimentos                         | -                      | 426 250           | 661 415           | 768 581           |
| Outras contas a pagar   | 100 505                | 144 852           | 740 464           | 658 759           |
| Diferimentos  | 9 452                  | 10 329            | 10 222            | 10 116            |
|   | <b>748 528</b>         | <b>655 638</b>    | <b>1 457 469</b>  | <b>1 482 144</b>  |
| <b>Total do Passivo</b>   | <b>16 817 473</b>      | <b>18 060 207</b> | <b>18 747 790</b> | <b>17 936 846</b> |
| <b>Total do Capital Próprio e do Passivo</b>                    | <b>17 595 968</b>      | <b>19 009 390</b> | <b>19 720 727</b> | <b>20 447 889</b> |

Fonte: Elaboração Própria a partir dos Relatórios e Contas dos anos 2011 a 2014 – EP, S.A.

## Apêndice III – Demonstração do Rendimento Integral da EP, S.A. entre 2011 e 2014

|  | milhares de euros (m€) |                |                |                |
|--|------------------------|----------------|----------------|----------------|
|  | 2011                   | 2012           | 2013           | 2014           |
|  | <b>31 de dezembro</b>  |                |                |                |
| Vendas e Serviços Prestados  | 2 045 736              | 1 673 070      | 1 100 003      | 941 354        |
| Subsídios à Exploração   | -                      | 5              | -              | -              |
| Custo das Mercadorias Vendidas e das Matérias Consumidas (CMVMC)           | -1 264 941             | -902 097       | -388 584       | -255 438       |
| Fornecimentos e Serviços Externos  | -177 804               | -187 816       | -163 133       | -157 841       |
| Conservação, Reparação e Segurança   | -136 969               | -134 514       | -108 311       | -97 895        |
| Outros FSE's correntes   | -40 835                | -53 302        | -54 802        | -59 946        |
| Gastos com o Pessoal   | -33 543                | -33 948        | -34 691        | -33 289        |
| Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)                         | -                      | -3 256         | -94            | 299            |
| Provisões (aumentos/reduções)  | -25 316                | -26 393        | -24 247        | -17 474        |
| Outros Rendimentos e Ganhos  | 52 727                 | 61 742         | 68 107         | 64 731         |
| Outros Gastos e Perdas   | -4 107                 | -4 404         | -3 393         | -3 641         |
| <b>Resultado Antes de Depreciações, Gastos de Financiamento e Impostos</b> | <b>592 752</b>         | <b>577 353</b> | <b>553 988</b> | <b>538 701</b> |
| Gastos /Reversões de Depreciação e de Amortização                          | -160 002               | -211 755       | -203 286       | 182 810        |
| <b>Resultado Operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)</b> | <b>432 750</b>         | <b>365 599</b> | <b>350 702</b> | <b>355 891</b> |
| Juros e Rendimentos Similares Obtidos                                      | 138                    | 272            | 5 512          | 596            |
| Juros e Gastos Similares Suportados  | -229 928               | -311 437       | -330 134       | -333 068       |
| <b>Resultados Antes de Impostos</b>  | <b>202 960</b>         | <b>54 434</b>  | <b>26 079</b>  | <b>23 419</b>  |
| Imposto Sobre o Rendimento do Período                                      | -59 188                | -17 746        | -11 315        | -6 908         |
| <b>Resultado Líquido do Exercício</b>                                      | <b>143 772</b>         | <b>36 688</b>  | <b>14 764</b>  | <b>16 511</b>  |
| Outros Rendimentos do Período  | -                      | -              | -              | -              |
| <b>Resultado Integral</b>  | <b>143 772</b>         | <b>36 688</b>  | <b>14 764</b>  | <b>16 511</b>  |

Fonte: Elaboração Própria a partir dos Relatórios e Contas dos anos 2011 a 2014 – EP, S.A.

## Apêndice IV – Demonstração Consolidada da Posição Financeira da REFER, E.P.E. entre 2011 e 2014

|  | milhares de euros (m€) |                   |                   |                  |
|--|------------------------|-------------------|-------------------|------------------|
|  | 2011                   | 2012              | 2013              | 2014             |
|  | 31 de dezembro         |                   |                   |                  |
| <b>Ativo</b>   |                        |                   |                   |                  |
| <b>Atividade em Gestão da Infraestrutura Ferroviária</b>               |                        |                   |                   |                  |
| <b>Não Corrente</b>  |                        |                   |                   |                  |
| Ativos fixos tangíveis   | 60 524                 | 59 315            | 47 725            | 111 116          |
| Propriedades de investimento   | 4312                   | 4 052             | 6 001             | 6 316            |
| Ativos intangíveis   | 3 620                  | 3 689             | 2 222             | 28 417           |
| Investimentos em associadas e empreendimentos conjuntos                | 1 407                  | 76                | -                 | -                |
| Ativos financeiros disponíveis para venda                              | 32                     | 32                | 32                | 32               |
| Empréstimos e contas a receber   | 500                    | 875               | 985               | 966              |
| Ativos por impostos diferidos  | 926                    | 1 473             | 14 863            | 23 428           |
|  | <b>71 321</b>          | <b>69 512</b>     | <b>71 828</b>     | <b>170 275</b>   |
| <b>Corrente</b>  |                        |                   |                   |                  |
| Instrumentos financeiros derivados                                     | 15 400                 | 16 244            | 3 383             | -                |
| Inventários  | 19 041                 | 25 466            | 22 584            | 27 144           |
| Clientes e outras contas a receber                                     | 126 700                | 140 957           | 231 373           | 114 094          |
| Impostos sobre o rendimento a receber                                  | 1 741                  | 2 465             | 2 422             | 663              |
| Ativos financeiros ao justo valor por resultados                       | 150                    | 168               | -                 | -                |
| Caixa e equivalentes de caixa  | 14 844                 | 228 913           | 103 103           | 93 948           |
| Ativos não correntes detidos para venda                                | 1 198                  | -                 | -                 | -                |
|  | <b>179 074</b>         | <b>414 213</b>    | <b>362 865</b>    | <b>235 849</b>   |
| <b>Atividades em Investimentos de Infraestruturas de longa duração</b> |                        |                   |                   |                  |
| <b>Corrente</b>  |                        |                   |                   |                  |
| Concedente - Estado - Conta a Receber                                  | 4 833 602              | 4 814 210         | 4 973 985         | 5 253 070        |
| Inventários  | 15 649                 | 14 475            | 13 993            | 16 600           |
| Clientes e outras contas a receber                                     | 1 616                  | 2 980             | 708               | 704              |
| Caixa e equivalentes de caixa  | 6 198                  | 1 183             | -                 | -                |
|  | <b>4 857 065</b>       | <b>4 832 848</b>  | <b>4 988 686</b>  | <b>5 270 374</b> |
| <b>Total do Ativo</b>  | <b>5 107 460</b>       | <b>5 316 573</b>  | <b>5 423 379</b>  | <b>5 676 498</b> |
| <b>Capital Próprio</b>   |                        |                   |                   |                  |
| <b>Capital e reservas atribuíveis aos detentores de capital</b>        |                        |                   |                   |                  |
| Capital  | 430 200                | 430 200           | 451 200           | 1 486 000        |
| Reservas   | -99                    | -99               | -99               | -99              |
| Outras variações em capitais próprios - Impostos diferidos             | -                      | -                 | -26 260           | -                |
| Reservas acumulados  | -2 025 587             | -2 189 262        | -2 284 134        | -2 402 682       |
|  | <b>-1 595 486</b>      | <b>-1 759 161</b> | <b>-1 859 293</b> | <b>-916 781</b>  |
| Resultado do exercício atribuível a detentores do capital              | -163 675               | -94 872           | -92 288           | -52 462          |
| Interesses não controlados   | 1 073                  | 1 062             | -                 | -                |
| <b>Total do Capital Próprio</b>  | <b>-1 758 088</b>      | <b>-1 852 971</b> | <b>-1 951 581</b> | <b>-969 243</b>  |
| <b>Passivo</b>   |                        |                   |                   |                  |
| <b>Atividade em Gestão da Infraestrutura Ferroviária</b>               |                        |                   |                   |                  |
| <b>Não Corrente</b>  |                        |                   |                   |                  |
| Empréstimos obtidos  | 1 569 605              | 1 613 073         | 1 467 414         | 1 155 763        |
| Fornecedores e outras contas a pagar                                   | 4 715                  | 3 783             | 2 906             | 2 282            |
| Subsídios  | -                      | -                 | -                 | 25 336           |
| Provisões  | 12 381                 | 13 299            | 21 445            | 24 335           |
| Passivos por impostos diferidos  | -                      | -                 | -                 | 102              |
|  | <b>1 586 701</b>       | <b>1 630 155</b>  | <b>1 491 765</b>  | <b>1 207 818</b> |
| <b>Corrente</b>  |                        |                   |                   |                  |
| Empréstimos obtidos  | 137 712                | 535 554           | 742 872           | 1 413 174        |
| Instrumentos financeiros derivados                                     | 78 943                 | 44 966            | -                 | -                |
| Fornecedores e outras contas a pagar                                   | 86 000                 | 66 489            | 68 678            | 68 432           |
| Provisões  | -                      | 3 253             | -                 | -                |
| Subsídios  | -                      | -                 | -                 | 371              |
| Imposto sobre o rendimento a pagar                                     | 1 322                  | 274               | 7 500             | 2 127            |
| Passivos por impostos diferidos  | -                      | -                 | 26 260            | -                |
|  | <b>303 977</b>         | <b>650 536</b>    | <b>845 310</b>    | <b>1 484 104</b> |
| <b>Atividades em Investimentos de Infraestruturas de longa duração</b> |                        |                   |                   |                  |
| <b>Não Corrente</b>  |                        |                   |                   |                  |
| Empréstimos obtidos  | 4 565 957              | 4 741 329         | 4 882 724         | 3 800 809        |
|  | <b>4 565 957</b>       | <b>4 741 329</b>  | <b>4 882 724</b>  | <b>3 800 809</b> |
| <b>Corrente</b>  |                        |                   |                   |                  |
| Empréstimos obtidos  | 267 645                | 72 881            | 91 260            | 91 261           |
| Fornecedores e outras contas a pagar                                   | 137 466                | 73 408            | 63 899            | 61 749           |
| Subsídios  | 3 802                  | 1 234             | -                 | -                |
|  | <b>408 913</b>         | <b>147 523</b>    | <b>155 159</b>    | <b>153 010</b>   |
| <b>Total do Passivo</b>  | <b>6 865 548</b>       | <b>7 169 543</b>  | <b>7 374 958</b>  | <b>6 645 741</b> |
| <b>Total do Capital Próprio e do Passivo</b>                           | <b>5 107 460</b>       | <b>5 316 572</b>  | <b>5 423 377</b>  | <b>5 676 498</b> |

Fonte: Elaboração Própria a partir dos Relatórios e Contas Consolidadas dos anos 2011 a 2014 – Grupo REFER

## Apêndice V – Demonstração Consolidada dos Resultados da REFER, E.P.E. entre 2011 e 2014

|   | milhares de euros (m€) |                |                |                |
|---|------------------------|----------------|----------------|----------------|
|   | 2011                   | 2012           | 2013           | 2014           |
|   | 31 de dezembro         |                |                |                |
| Vendas e Serviços Prestados                                       | 166 724                | 126 381        | 124 654        | 126 750        |
| Variação nos Inventários de produtos acabados e em curso          | -306                   | -45            | -              | -115           |
| Subsídios à Exploração  | 36 000                 | 39 600         | 43 700         | 40 493         |
| Custo do Consumo de Materiais                                     | -35 203                | -4 549         | -6 646         | -5 291         |
| Fornecimentos e Serviços Externos                                 | -100 293               | -86 188        | -88 147        | -87 312        |
| Gastos com o Pessoal  | -139 781               | -90 227        | -107 298       | -98 408        |
| Depreciações e Amortizações do Exercício                          | -7 392                 | -7 691         | -5 647         | -5 415         |
| Provisões   | -584                   | -4 171         | -8 116         | -3 012         |
| Imparidades   | -5 044                 | -8 066         | -4 816         | 18 759         |
| Outros Gastos   | -4 470                 | -2 937         | -4 019         | -22 397        |
| Outros Rendimentos  | 8 863                  | 7 754          | 15 196         | 31 953         |
| Ganhos/Perdas em associadas e entidades conjuntamente controladas | -                      | -              | -126           | -              |
| <b>Resultado Operacional</b>                                      | <b>-81 486</b>         | <b>-30 139</b> | <b>-41 265</b> | <b>-3 995</b>  |
| Perdas Financeiras  | -310 646               | -334 474       | -297 917       | -226 970       |
| Ganhos Financeiros  | 230 797                | 271 985        | 242 172        | 154 918        |
| Ganhos/Perdas em associadas e entidades conjuntamente controladas | -115                   | -1 406         | -              | -              |
| Ganhos/Perdas em outras empresas                                  | -8                     | -              | -              | -              |
| <b>Resultado Antes de Impostos</b>                                | <b>-161 458</b>        | <b>-94 034</b> | <b>-97 010</b> | <b>-76 047</b> |
| Imposto do Exercício  | -2 325                 | -850           | 4 722          | 23 585         |
| <b>Resultado Líquido do Exercício</b>                             | <b>-163 783</b>        | <b>-94 884</b> | <b>-92 288</b> | <b>-52 462</b> |

Fonte: Elaboração Própria a partir dos Relatórios e Contas Consolidadas dos anos 2011 a 2014 – Grupo REFER