

UNIVERSIDADE DE COIMBRA
FACULDADE DE DIREITO
2º CICLO DE ESTUDOS EM DIREITO



O REGIME FISCAL DAS FUSÕES EM PORTUGAL
E NA UNIÃO EUROPEIA

Juliana Machado Ribeiro

Dissertação de Mestrado, na Área de Especialização em Ciências Jurídico-Políticas Menção em Direito Fiscal, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, sob a orientação da Professora Doutora Suzana Maria Calvo Loureiro Tavares Silva.

Coimbra

2015

Sempre chegamos ao sítio aonde nos esperam.

José Saramago

AGRADECIMENTOS

Agradecer é sempre reconhecer a importância de algo.

Primeiramente, agradeço à minha orientadora, Professora Doutora Suzana Maria Calvo Loureiro Tavares Silva, pelo amparo desde a escolha do tema, pela compreensão da distância territorial, pela disponibilidade, paciência e sábias orientações, que contribuíram decisivamente à qualidade final deste estudo.

Agradeço ao Doutor José Manuel Gonçalves Santos Quelhas pela sua disponibilidade e materiais fornecidos.

Agradeço também a minha família, minha mãe Ana Luiza, meu pai César Augusto e meus irmãos Paulo César e Alexandre César, que suportaram toda a saudade ocasionada pela distância e me forneceram todo o suporte para a persecução do meu objetivo. Não há palavra que expresse toda a minha gratidão.

Registro meu agradecimento a todos os amigos que por certo me auxiliaram nesta trajetória e vibram comigo mais uma conquista. Um agradecimento especial: à Gabriela Soares Pommot Maia por todos os comentários louváveis, pela paciência e parceria desempenhada em todo o processo; ao Daniel Cabó Diógenes pelos diversos ensinamentos e momentos compartilhados; à Fernanda Ishikawa pela disponibilidade em sempre querer ajudar e também ao Guilherme Melo Lorenzetti pelo auxílio imensurável neste processo.

LISTA DE SIGLAS

CEE -	Comunidade Económica Europeia
CEF -	Centro de Estudos Financeiros
CIRC -	Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
CIRS -	Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
CSC -	Código das Sociedades Comerciais
DGCI -	Direção Geral dos Impostos
Diretiva -	Diretiva n.º 2009/133/CE, do Conselho de 19 de Outubro.
EBF -	Estatuto dos Benefícios Fiscais
IMI -	Imposto Municipal sobre Imóveis
IMT -	Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis
IRC -	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
IRS -	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
IVA -	Imposto sobre o Valor Acrescentado
SCE -	Sociedade Cooperativa Europeia
SE -	Sociedade Europeia
SNC -	Sistema de Normalização Contabilística
STA -	Supremo Tribunal Administrativo
TJCE -	Tribunal de Justiça da Comunidade Europeia
TJUE -	Tribunal de Justiça da União Europeia
UE -	União Europeia

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
CAPÍTULO I	15
FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	15
1 - Origem das fusões e aquisições	17
2 - Crescimento empresarial por meio de fusões e aquisições	20
3 - Aspectos políticos e econômicos	21
4 – Definição de fusão	22
4.1 – Perspectiva jurídica	22
4.2 – Perspectiva contabilística	23
4.3 – Perspectiva fiscal	24
5 - Estrutura básica das fusões e aquisições	24
5.1 – Aquisições horizontais	25
5.2 – Aquisições verticais	25
5.3 – Aquisições conglomeradas	26
5.4 – A escolha da estratégia	27
6 - Motivações para as fusões e aquisições	27
6.1 - Aspectos fiscais	31
7 – Fatores de (in)sucesso nas Fusões e Aquisições	34
8 – Eficiência de mercado	36
9 - Finanças comportamentais e sentimento de mercado	38
10 – Visão social das fusões	41
CAPÍTULO II	45
AS FUSÕES COMO EXERCÍCIOS DE DIREITO DE REESTRUTURAÇÃO EMPRESARIAL	45
1 – As fusões e as cisões e a dificuldade da tributação excessiva	45
2 – A neutralidade das operações de fusão	47

3 – O abuso das fusões.....	48
4 - Fusões diretas e fusões inversas	50
4.1 – Ações próprias	52
4.2 – O negócio jurídico de fusão inversa.....	52
4.3 – Do reconhecimento da neutralidade.....	57
CAPÍTULO III.....	60
REGIME FISCAL APLICÁVEL ÀS FUSÕES DE SOCIEDADES EM PORTUGAL E NA UNIÃO EUROPEIA.....	60
1 – IRC.....	60
1.1 - Regime Geral.....	61
1.2 - Regime Especial de Neutralidade Fiscal	62
2 – Benefícios fiscais	69
3 – Dos prejuízos fiscais	71
3.1 – Dedução de prejuízos fiscais.....	73
3.3 – Limitações do regime de utilização de prejuízos fiscais	79
3.4 – Transmissão de prejuízos fiscais.....	82
4 – Análise de Jurisprudência	83
4.1 – Jurisprudência em âmbito da União Europeia.....	83
5 – Breves apontamentos da legislação brasileira.....	89
5.1 – Conceitos básicos.....	89
5.2 – Planejamento tributário, evasão e elisão fiscais	91
5.3 – Entendimento jurisprudencial	94
5.4 - Aspectos tributários da fusão.....	96
CONCLUSÃO.....	101
BIBLIOGRAFIA	106

INTRODUÇÃO

A presente dissertação de mestrado objetiva alcançar melhor entendimento acerca do instituto econômico e jurídico conhecido como Fusões e Aquisições (F&A).

Inicia-se como um breve relato histórico, o qual busca apresentar as origens do processo, características próprias, alterações, inovações e respeitando as particularidades próprias de cada época.

Posteriormente, versará sobre as modalidades de fusões e aquisições presentes no ordenamento jurídico português e europeu, juntamente com suas peculiaridades.

Por fim, considerará a modalidade das “fusões inversas” e a garantia da neutralidade fiscal nos regimes apresentados e estudados.

Contudo, antes de adentrar a matéria, cabe tecer algumas poucas palavras sobre o fenômeno das operações de reorganização societária para uma melhor compreensão do tema proposto.

Estas operações buscam melhorar, ampliar e diversificar os negócios de uma empresa, sendo assim, utilizadas como ferramenta de planejamento tributário, uma vez que diversos Estados contemplam em seu quadro legislativo medidas de incentivo às fusões. Neste contexto, cabe analisar o impacto das limitações à utilização de prejuízos fiscais gerados pelas sociedades incorporadas na esfera da sociedade beneficiária.

Uma variação dessas reorganizações societária é a fusão inversa ou incorporação inversa, na qual a controladora, que possui participação acionária adquirida com ágio, tem seu patrimônio incorporado pela controlada, proporcionando a dedutibilidade desse ágio em sua apuração do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas – IRPC.

Ao longo da história, as fusões e aquisições estão intrinsecamente ligadas à cultura e economia do ambiente em que se encontravam inseridas. O crescimento destas operações tornou-se notável nas últimas duas décadas. Seja pela mudança tecnológica, seja por novas

indústrias, alterações na forma de organização industrial ou a economia de escala, de escopo, ou ainda seja pelo comércio livre e a globalização¹.

Ainda, com o fenômeno da globalização dos mercados, é cada vez mais comum a criação de blocos econômicos, tendo como o de maior sucesso a União Europeia, que vai além de apenas um bloco econômico, não se abstendo de ter criado o Mercado Único Europeu e a União Econômica e Monetária. A abolição de fronteiras, barreiras físicas, fiscais, bem como a livre circulação de mercadorias, serviços e capitais, e o estabelecimento de uma política comercial comum provocaram condições necessárias à sobrevivência em um mercado cada vez mais exigente e competitivo.

Considerando o mercado global, Berk e DeMarzo² estimam que o campo de fusões e aquisições atinja cifras expressivas, podendo movimentar um trilhão de dólares por ano. Assim, o investimento assume um fator crítico ao desenvolvimento das economias nacionais e internacionais.

No Brasil a quantidade de operações de F&A é menor e o valor individual de cada transação também. Em Portugal, Carvalho³ argumenta que a capacidade do país de absorver investimento direto estrangeiro faz toda a diferença na competitividade econômica.

Para Manne⁴, as fusões e aquisições têm demasiada importância na sociedade e mercado corporativo frente ao movimento da época de criação da operação e as leis antitrustes que visam limitar ou até inibir a realização destas operações. Desta forma, as leis não podem ser muito restritivas ao ponto de anular o impacto positivo de uma fusão, como por exemplo, o de diminuir os casos de falências, maior proteção aos investidores não detentores de controle, aumento da mobilidade do capital e afins.

Em época de crise financeira, como a de 2008, os agentes econômicos tiveram que buscar estratégias empresariais para resistirem ao momento crítico na economia mundial. Assim, a reestruturação organizacional econômico-financeira se tornou

¹ WESTON, J.F; MITCHELL, L.M; MULHERIN, J.H. *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. 4. ed. New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2003, p. 3.

² BERK, D.; DEMARZO, P. *Corporate Finance*. 2 ed. Boston: Pearson, 2009, p. 891.

³ CARVALHO NETO, J. *Timing and Economic Value of Mergers and Acquisitions*. Ph.D. Thesis. Manchester Business School, University of Manchester, 1993.

⁴ MANNE, H.G. *Mergers and the Market for Corporate Control*. The Journal of Political Economy. v. 73, n. 2, abr 1965. pp. 110-120.

necessária, uma solução para a viabilidade das empresas, e não mais um meio de aumentar os lucros. Também pode ser uma forma de minimizar os prejuízos, para que as empresas encarem com mais segurança e rapidez as exigências do novo mercado e garantir sua sobrevivência. Ou seja, a fusão de sociedades é a busca por vantagens competitivas. E um país que possui empresas pouco competitivas acaba com baixos níveis de rendimento e fraco crescimento econômico.

É neste contexto que cabe aos agentes econômicos focarem suas estratégias empresariais e minimizarem a ineficiência presente em sua sociedade ou empresa, como ajustar as suas estruturas organizacional, produtiva e comercial. Assim, a fusão de sociedade é um meio das empresas atingirem estes objetivos e criarem uma vantagem competitiva, principalmente aquelas com dificuldades financeiras, mas economicamente viáveis. A abertura do seu capital a terceiros⁵ ou a fusão com outra empresa pode ser a solução para prosseguir no mercado competitivo.

Ainda, em meio à crise econômica, o papel da Administração Pública faz-se determinante ao tornar o país mais atraente aos investimentos diretos estrangeiros⁶. Não obstante, respeitando as normas comunitárias, quando no contexto da União Europeia.

Assim, a operação de fusão permite que o capital estrangeiro adentre no mercado nacional de forma mais rápida, uma vez que se pressupõe a aquisição ou fusão de uma empresa já pertence ao território nacional. Não se olvidando da importância das fusões internas também, pois estas permitem a modernização e reorganização das empresas envolvidas, afetando o mercado nacional.

Por outro lado, em um mercado em expansão, a pergunta a ser feita pode ser de como uma empresa pode ser bem sucedida e garantir o crescimento, logo que a busca pelo aumento de valor é gerado pelas pressões competitivas no mercado e o objetivo de criação de valor ao acionista e à sociedade.

⁵ “A escassez de capital de risco não ajuda à inversão de tendência de perda de competitividade, a qual tem associada uma redução dos níveis de produção, o aumento da taxa de desemprego e maiores dificuldades na recuperação econômica e financeira do País. Para contrariar esta tendência, é essencial uma presença forte, eficaz e eficiente dos mecanismos de financiamento associados ao capital de risco. Estes, além de promoverem um aumento da liquidez, orientam-se por objetivos de criação de valor nas empresas, pela via operacional de apoio à gestão, estratégia, redes de contatos e internacionalização”. – CAETANO, Paulo Alexandre. *Capital de Risco*. 1 ed. Lisboa: Almedina. 2013, p. 93.

⁶ No tópico a origem das fusões é possível verificar como a influência do Estado é fundamentação para as operações de fusão, seja investindo em um ramo empresarial, seja através do poder legislativo.

Valor este que, como postulou Adam Smith, pode manifestar utilidade, a chamada capacidade de se adquirir outros bens, o valor de troca⁷.

Para Beinhocker⁸ o valor de um bem não é um conceito preciso, uma vez que depende de quanto alguém está disposto a pagar pelo bem. Ainda, acrescenta que é da natureza humana buscar o máximo valor, que proporcionará um maior bem estar ou felicidade. Para Andrade, uma “*economia monetária, a medida de riqueza é o valor do dinheiro, ou a soma dos pertences a preço de mercado, caso fossem vendidos*”⁹.

De acordo com Rock¹⁰, dificilmente uma empresa consegue ser bem sucedida sem afrontar a fatal necessidade de crescer. Ele continua afirmando que o crescimento é fundamental ao sucesso da empresa, é por onde são gerados novos recursos a investimentos, melhorias de eficiências, inovações tecnológicas. Uma empresa pode deixar de ter motivos para existir, estagnar quando não tem a possibilidade de crescimento. Daí a busca por operações que possibilitem um maior crescimento e maior competitividade no mercado, como as fusões e aquisições.

A espera do resultado destas operações é que a empresa adquirente ou a nova empresa seja significativamente maior do que cada uma delas desempenhava separadamente e que dificilmente atingiria resultados no mesmo intervalo de tempo. Neste sentido, Copeland afirma que a:

(...) maioria dos altos executivos se envolverá em pelo menos uma – e possivelmente mais de uma grande transação estratégica durante sua carreira (...). Fusões e aquisições tornaram-se um meio muito importante para a realocação de recursos na economia global e para a execução de estratégias corporativas¹¹.

Um estudo realizado por Gregoriou e Renneboog¹², em 2007, afirma que os acionistas de empresas adquiridas tiveram uma tendência a obter retornos positivos após as

⁷ RICARDO, David. *Princípios de economia política e de tributação*. 3 ed. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

⁸ BEINHOCKER, Eric D. *The origino f wealth: evolution, complexity, and the radical remakings of economics*. Boston: Harvad Business School Publishing. 2006, p. 4 e 35.

⁹ ANDRADE, Vagner R.A. *Efeitos da diversificação no valor das empresas no mercado de telecomunicações*. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade de São Paulo. São Paulo. 2002, p 22.

¹⁰ ROCK, Milton L. *The mergers and Acquisitions Handbook*. U.S.A.: McGraw-Hill. 1994, p. 31.

¹¹ COPELAND, T. et. al. *Avaliação de Empresas – Valuation – Calculando e gerenciando o valor das empresas*. 3 ed. São Paulo: Pearson Education. 2006, p. 114.

¹² GREGORIOU, G.; RENNEBOOG, L. *International mergers and acquisitions activity since 1990. Recent Research and Quantitative Analysis*, London: Elsevier Science anda Technology – Academic Press, 2007.

operações de fusão e aquisição, com relação aos compradores, os resultados sofreram ampla alteração, tendo alguns pequenos retornos positivos e algumas pequenas perdas. Os autores ainda afirmam que há diferentes formas de analisar o sucesso destas operações, seja pelo ponto de vista da empresa adquirida, do ponto de vista do comprador ou pela combinação dos dois pontos anteriores. Em outras palavras, mesmo um negócio aparentando ser financeiramente sólido à época da operação, pode desapontar, já que muitas empresas não examinam o processo pós-aquisição cuidadosamente.

À luz destes estudos, pode-se concluir que as operações de fusão e aquisição são criadoras ou destruidoras de valor, mesmo sem identificar o porquê. Contudo, o fato é que estas operações muitas vezes servem de estratégia ao crescimento ou sobrevivência da empresa, mesmo não implicando na criação de valor, o qual deve ser sustentável.

Como diria Brealey¹³, quando uma empresa adquire outra, realiza-se um investimento e, assim, aplicam-se todos os princípios básicos de investimento de capital.

Ainda, é preciso levar em conta o comportamento do mercado ao buscar traçar um padrão, o qual, para a corrente Keynesiana¹⁴ envolve o comportamento humano e a imprevisibilidade deste.

Sendo assim, no caso de analisar as operações de fusão e aquisição e as reações no mercado é possível considerar estas últimas ao anúncio de uma transação antes que ela ocorra e posteriormente, após a conclusão da operação. No primeiro caso, o mercado se antecipa e cria as expectativas em relação ao fato, identificando o preço, as sinergias em potencial, administração e equipes envolvidas, buscando uma avaliação de que a transação realmente será benéfica¹⁵. Depois, avalia em retrospecto o que foi aguardado com o que efetivamente se atingiu. Não se olvidando que existem outros métodos reconhecidos de avaliação de empresas.

¹³ BREALEY, R.; MYERS, S.C. *Principles of Corporate Finance*. 9 ed. New York: Mc Graw Hill, 2008

¹⁴ KEYNES, John Maynard. *Teoria Geral do emprego, do juro e da moeda*. 1996.

¹⁵ Ainda neste sentido, “(...) se aceitamos a hipótese de que os mercados financeiros são eficientes, todas as informações necessárias sobre uma transação devem estar incorporadas à reação imediata do mercado acionário após o anúncio. Essa reação – positiva ou negativa – deve refletir uma avaliação do desempenho futuro previsível das empresas envolvidas. (...) Como todas as regras empíricas, essa também tem suas exceções. Algumas transações podem fazer sentido por motivos que os executivos não conseguem explicar claramente ao mercado – ou até podem explicá-los, mas o mercado se recusa a acreditar neles”. – BIEHSAAR, H. et. al. *Fusões e aquisições que geram valor*. HSM Management. Ano 5, n. 27, jul/ago. 2001.

De acordo com um estudo do *The Economist*¹⁶, as taxas de tributação estão entre as três grandes limitações aos planos de investimentos das empresas em países desenvolvidos, chegando a 32% em relação aos outros motivos analisados nesta pesquisa realizada com executivos em nível internacional. Ou seja, mesmo a doutrina não considerando o motivo fiscal determinante para a decisão de realizar uma operação de fusão, aquisição, cisão, este acaba por influenciar substancialmente.

Neste sentido, muitas legislações buscam equilibrar as questões fiscais destas operações, a fim de não desestimular sua realização. Sendo assim, no caso de Portugal e da União Europeia, o regime especial de neutralidade fiscal vem com o intuito de garantir o equilíbrio entre as diversas operações e a atratividade delas.

Consequentemente, para o estudo sobre as operações de fusões, a questão fiscal merece grande apreço e será tratada esmiuçadamente neste trabalho, principalmente quanto ao regime de neutralidade fiscal desta operação.

No âmbito do Direito da União Europeia, a Diretiva 2009/133/CE do Conselho, de 19 de Outubro, é a norma que versa sobre as operações de fusão, cisão, entrada de ativos e permutas de ações entre sociedades dos Estados-Membros, servindo como diretriz às normas nacionais.

No ordenamento jurídico-legal de Portugal, a matéria de fusão é encontrada em diferentes textos legais, porém predomina no Código de Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas e será o cerne do presente estudo.

Ainda, antes de passarmos ao estudo do regime fiscal das operações de fusão, vale falar brevemente do aspecto social, que é importante e interfere no resultado.

Não podemos ignorar, portanto, que, embora sejam motivadas, principalmente, por questões financeiras, as fusões dependem, também, da satisfação e motivação dos empregados remanescentes para atingir os objetivos almejados pela operação. Ações baseadas numa visão puramente financeira têm, frequentemente, desmantelado o corpo organizacional das empresas e obscurecido seu espírito.¹⁷ Neste sentido, a realização de

¹⁶ The Economist. *World Investment Prospects to 2011: Foreign Direct Investment and the Challenge of Political Risk*. London, The Economist Intelligence Unit. 2007.

¹⁷FRAGA, Valdez F. O Humano nas fusões Organizacionais, in *Revista de Administração Pública*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, v. 35, n.2, (mar/abr. 2001), pp. 229-233, p. 229.

negociações antecipadas e amigáveis, com o fito de implementar melhorias na qualidade de vida dos trabalhadores da empresa pode minimizar efeitos negativos da fusão.

As primeiras etapas de um processo de fusão entre empresas costumam ser delicadas em virtude do medo causado pelas incertezas típicas de tais procedimentos. Os empregados envolvidos tendem à desmotivação e menores índices de determinação, criatividade, iniciativa e tolerância¹⁸.

Embora historicamente o fator humano tenha sido ignorado pelas fusões, hoje, depois de diversos exemplos que fracassaram por tais razões, já se despertou para a importância das pessoas, as quais devem ser encaradas com prioridade, para o sucesso das operações¹⁹.

Ademais, ao analisar os impactos sociais das fusões, não se deve levar em conta apenas os funcionários das empresas combinadas, mas também aqueles causados sobre a população local.

Isto porque, a fusão de grandes empresas que dominem determinado mercado pode ter efeitos práticos de monopólio da respectiva atividade. E os riscos da falta de concorrência já são velhos conhecidos das sociedades, razões pelas quais o monopólio é combatido ao redor do mundo.

Por isto, mister se faz a ingerência estatal para coibir fusões de empresas que resultem em monopólio na prestação de serviços ou no fornecimento de produtos.

Em relação aos aspectos metodológicos, as hipóteses são estudadas através de pesquisa bibliográfica mediante explicações embasadas em trabalhos publicados sob a forma de livros, revistas, artigos, enfim, publicações especializadas, imprensa escrita e dados oficiais publicados na *Internet*, que abordem direta ou indiretamente o tema em análise. No que tange à tipologia da pesquisa, esta é, segundo a utilização dos resultados, pura, visto ser realizada apenas com o intuito de ampliar os conhecimentos. Segundo a

¹⁸ FRAGA, Valdez F. O Humano nas fusões Organizacionais, in *Revista de Administração Pública*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, v. 35, n.2, (mar/abr. 2001), pp. 229-233, p. 230.

¹⁹ Pode-se citar, como exemplo, a fusão da empresa brasileira Nuclen (Nuclebrás Engenharia S/A) com a Diretoria Nuclear de Furnas, em 1997, que deu origem à Eletronuclear, subsidiária da Eletrobras (Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – sociedade sob controle acionário do Governo Federal do Brasil, que atua como uma *holding*, dividida em geração, transmissão e distribuição), que apresentou o fator segurança como prioridade, colocando o ser humano como recurso e objetivo de todo o trabalho da empresa, para estabelecer um ponto de concordância para as muitas divergências existentes e possibilitar o sucesso da fusão.

abordagem, é qualitativa, com a apreciação da realidade no que concerne ao tema nos ordenamentos jurídicos português e brasileiro, bem como no panorama da União Europeia. Quanto aos objetivos, a pesquisa é descritiva, descrevendo, explicando, classificando e esclarecendo o problema apresentado, e exploratória, uma vez que procurará aprimorar ideias, buscando maiores informações sobre a temática em foco.

CAPÍTULO I

FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

As empresas sempre buscam meios para sobreviver, crescer e se aprimorarem no mercado, independente do tamanho ou da área que atuem. Assim, muitas são as modalidades que existem para as empresas realizarem suas ambições. Entretanto, cabe destacar neste estudo os casos das fusões e aquisições.

A título de elucidação, as fusões e aquisições sempre envolvem a combinação de duas ou mais organizações. Geralmente as fusões ocorrem entre duas empresas de portes semelhantes, de forma amigável. Enquanto que nas aquisições, normalmente, as empresas são de portes diferentes, uma maior comprando uma menor, de forma amigável ou pelo desejo unilateral da adquirente. Ainda é possível verificar o instituto da fusão inversa. Esta última ocorre quando a empresa maior é adquirida por uma empresa, corporação menor.

A definição de fusão se assemelha em diferentes ordenamentos jurídicos como é possível averiguar. De acordo com a legislação brasileira²⁰, fusão é a operação entre duas ou mais sociedades que se unem para formar uma sociedade nova, sucedendo-lhes em todos os direitos e obrigações. Para o ordenamento português fusão engloba a transferência total do patrimônio de uma ou mais sociedades a outra já existente, ou ainda a constituição de uma nova sociedade²¹, ressalta-se que por Portugal ser um Estado-Membro da União Europeia (UE) as acepções para fusões vão ao encontro uma da outra, como é possível notar na Diretiva n.º 2009/133/CE do Conselho, de 19 de Outubro, da UE²².

²⁰ Lei das Sociedades Anônimas n.º 6.404/76. Art. 228. “A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações”. § 1º A assembléia-geral de cada companhia, se aprovar o protocolo de fusão, deverá nomear os peritos que avaliarão os patrimônios líquidos das demais sociedades. § 2º Apresentados os laudos, os administradores convocarão os sócios ou acionistas das sociedades para uma assembléia-geral, que deles tomará conhecimento e resolverá sobre a constituição definitiva da nova sociedade, vedado aos sócios ou acionistas votar o laudo de avaliação do patrimônio líquido da sociedade de que fazem parte. § 3º Constituída a nova companhia, incumbirá aos primeiros administradores promover o arquivamento e a publicação dos atos da fusão”.

²¹ CIRC. Artigo 73.º, n.º 1, alíneas a) a c).

²² Artigo 2.º - “Para efeitos da presente directiva, entende-se por: a) <<Fusão>>, a operação pela qual: i) uma ou mais sociedades transferem, na sequência e por ocasião da sua dissolução sem liquidação, o conjunto do activo e do passivo que integra o seu património para outra sociedade já existente, mediante atribuição aos respectivos sócios de títulos representativos do capital social da outra sociedade e, eventualmente, de uma quantia em dinheiro não superior a 10 % do valor nominal ou, na ausência de valor nominal, do valor

Quanto à aquisição ou incorporação, a legislação brasileira não enquadra como fusão e distingue o termo como uma operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.²³

Em outras palavras, é possível concluir que para a legislação brasileira a fusão pode ser definida como uma operação em que duas ou mais empresas independentes cessam sua forma de existir e criam uma nova, onde teoricamente não há predominância entre as empresas anteriores. Enquanto que a aquisição ocorre quando uma empresa adquire, direta ou indiretamente, o controle de outra, deixando a segunda de existir²⁴. Ressaltando-se que para o ordenamento português e comunitário, ambas as definições acima se enquadram como fusão.

Por fim, segundo Brealey²⁵, são três as formas plausíveis de se operacionalizar uma fusão e/ou aquisição. A primeira é a fusão integral das duas companhias, onde uma delas assume todos os ativos e passivos da outra. A segunda ocorre com a aquisição de ações em troca de caixa, ações, ou outros ativos. Neste caso, a negociação envolve os acionistas das empresas adquirida e adquirente, sem obrigatoriamente envolver os gestores da empresa comprada. Já a terceira possibilidade é a compra de parte ou do total dos ativos da empresa, onde a propriedade deve ser transferida à companhia adquirente e o pagamento à empresa vendedora.

contabilístico desses títulos; ii) duas ou mais sociedades transferem, na sequência e por ocasião da sua dissolução sem liquidação, o conjunto do activo e do passivo que integra o seu património para uma sociedade que constituam, mediante a atribuição aos respectivos sócios de títulos representativos do capital social da sociedade nova e, eventualmente, de uma quantia em dinheiro não superior a 10 % do valor nominal ou, na ausência de valor nominal, do valor contabilístico desses títulos; iii) uma sociedade transfere, na sequência e por ocasião da sua dissolução sem liquidação, o conjunto do activo e do passivo que integra o seu património para a sociedade detentora da totalidade dos títulos representativos do seu capital social;”

²³ Lei n.º 6.404/76 - Art. 227. “A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações. § 1º A assembleia-geral da companhia incorporadora, se aprovar o protocolo da operação, deverá autorizar o aumento de capital a ser subscrito e realizado pela incorporada mediante versão do seu património líquido, e nomear os peritos que o avaliarão. § 2º A sociedade que houver de ser incorporada, se aprovar o protocolo da operação, autorizará seus administradores a praticarem os atos necessários à incorporação, inclusive a subscrição do aumento de capital da incorporadora. § 3º Aprovados pela assembleia-geral da incorporadora o laudo de avaliação e a incorporação, extingue-se a incorporada, competindo à primeira promover o arquivamento e a publicação dos atos da incorporação.”

²⁴ MIRVIS, P.H. e MARKS, M.L. *Managing the merger: making it work*. Ed. New Jersey: Prentice Hall, 1994.

²⁵ BREALEY, R; MYERS, S.C. *Principles of Corporate Finance* – intl. Ed. NY: Mc Graw Hill, 1996.

1 - Origem das fusões e aquisições

As empresas se utilizam das fusões sob diversas modalidades, logo, é possível afirmar que as histórias das grandes empresas andam juntas aos fatos das histórias das fusões e aquisições (F&A). Ressaltando que as características das F&A estão ligadas ao ambiente econômico de cada época.

De acordo com Brealey e Myers²⁶, as F&As surgiram em ondas desde 1897, coincidindo com um período de flutuação na bolsa de ações.

A primeira onda²⁷ ocorreu entre 1897 a 1902, surgindo um pico de F&As horizontais²⁸ em cada área industrial.

Segundo Yamamoto²⁹, a primeira onda se deve ao *boom* industrial do período de 1870-1885, logo após o fim da Guerra Civil³⁰ em 1865, em que o governo estadunidense investiu na rede de estradas de ferro, servindo para formar e ampliar as empresas nos ramos do aço, ferro, química, petróleo e afins³¹, transformando o mercado de escala local em escala continental.

Com o mercado em ritmo acelerado de produção e as empresas não conseguindo acompanhá-lo, estas sentiram a necessidade de estabelecer um acordo, o qual foi adotado o *pool system* e *trust*³². Contudo, o Congresso Estadunidense proibiu³³ a prática desta

²⁶ BREALEY, R. e MYERS, S.C. *Princípios de Finanças Empresarias*. New York: McGraw Hill, 1998.

²⁷ O termo onda é a adoção do modelo neoclássico trazido pelos estudiosos Gregoriou e Renneboog (2007), onde se sugere que tais atividades decorrem de choques industriais, econômicos e políticos ou regulatórios, e das relações entre estes choques e a disponibilidade de capital a baixos custos. Estes modelos explicam as F&As por país e indústria, caracterizando os movimentos como ondas.

²⁸ As fusões e aquisições horizontais serão mais bem explicadas durante este trabalho. Porém, apenas a título de elucidação, uma fusão ou aquisição horizontal é quando as empresas, sociedades envolvidas estão na mesma indústria, cujos produtos são similares.

²⁹ YAMAMOTO, I. *Cross-Border Mergers & Acquisitions no Japão: características e vivências do povo japonês que facilitaram sua aplicação*. Rio de Janeiro, 1995. Dissertação de Mestrado em Administração – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

³⁰ Guerra Civil dos Estados Unidos da América, também conhecida como Guerra de Secessão. 1861-1865.

³¹ A *US Steel*, *US Rubber* e *American Can Co*, empresas com considerável papel internacional nasceram nesse período.

³² Truste basicamente é uma estrutura empresarial em que diversas empresas detentoras de maior parte do mercado se unem ou fundem para garantir o controle. Geralmente estabelecem preços altos para aumentar a margem de lucro, uma vez que não sofrem com a concorrência. A prática é combatida na maioria dos países.

³³ O Congresso Americano aprovou a *Federal Interstate Commerce Act*, em 1887 e posteriormente a lei antitruste *Sherman Anti-Tust*.

cooperação horizontal, resguardando o consumidor final. Desde então passou a surgir as atividades de F&A por meio de *holding*, considerando a primeira onda de F&A.

A segunda onda data de 1924-1930, com característica predominante das chamadas F&A verticais³⁴. Tal característica se deve a Lei *Clayton Act*³⁵, em que buscava dificultar as F&As horizontais, uma vez que estabeleceu poderes ao Departamento de Justiça e a *Federal Trade Commerce* de suspender as transações de uma fusão ou aquisição se tal operação reduzisse a livre concorrência, criando um monopólio e lesando os consumidores³⁶.

A principal característica dessa etapa foi que muitas empresas de grande porte aproveitaram a forma da F&A vertical para se estruturarem com um formato completo, abrangendo desde a matéria-prima ao produto final. Como por exemplo as empresas GM e Ford, que passaram a ter suas próprias siderúrgicas.

Após a II Guerra Mundial, a economia internacional apresentou um período de contínua expansão. As empresas tinham seus lucros em crescimento e o valor das ações também.

Entretanto, a partir de 1970, com o aumento da taxa de juros, a inflação em alta, os Estados Unidos da América se encontravam com um *déficit* na balança de pagamento, criando uma situação de estagnação. Foi necessária a intervenção do Estado para estimular a economia.

Com o período de incerteza e instabilidade da década de 70³⁷, as aquisições passaram a ser novamente atraentes, uma vez que permitiam às empresas redistribuírem seus recursos de forma mais produtiva e diminuir os riscos, que podiam ser mais controlados.

³⁴ As fusões e aquisições verticais serão mais bem explicadas neste trabalho. Porém, apenas a título de elucidação, uma fusão ou aquisição vertical é a combinação de empresas, sociedades que atuam em diferentes estágios de produção de um produto final.

³⁵ Lei *Clayton Act*, aprovada em 1914 com o intuito de clarificar alguns aspectos do *Sherman Antitrust Act* de 1890. Teve como os principais destaques: proibir os contratos em cadeia; tornar ilegal a discriminação de preços e a exclusividade de negócios; proibir as direções interligadas; e proibir as fusões resultantes da aquisição de ações dos concorrentes.

³⁶ BREALEY, R. e MYERS, S.C. op. cit., p. 20.

³⁷ Crises da década de 70: choque do petróleo em 1973 e 1979. Agricultura americana com problemas em 1973/1975. Embargos de grãos à Rússia em 1980. Instabilidade financeira internacional.

Na década de 80, as aquisições passaram a ser mais hostis e envolverem grandes empresas, principalmente, as das áreas de recursos naturais. Tal consequência se deve a instabilidade financeira predominante dessa década, como já citado acima, foram duas crises do petróleo. Dessa maneira, as organizações preferiram adquirir ativos fixos desvalorizados no mercado, uma vez que os preços eram relativamente baixos e era preferível adquirir empreendimentos a começar um novo negócio.

Já na década de 90, houve uma inversão. As F&As passaram a ser amigáveis. As empresas buscavam alianças estratégicas para sobreviver e liderar o mercado. Vale ressaltar o papel do capital privado neste período, pois tais aquisições foram financiadas com o dinheiro e ações das próprias companhias adquirentes³⁸.

Assim, pode-se observar que, no decorrer do século passado, as ondas de F&As tinham um elemento casual comum, apesar das características estruturais serem diferentes.

As F&As devem ser vistas como fenômenos procíclicos, pois, ao estudar sobre a existência de padrões de comportamento de F&A na economia estadunidense ao longo do século XX, muitos autores concluem que tais movimentos acabam se avolumando durante os períodos de aceleração de crescimento econômico.

É notório destacar as dificuldades para reportar precisamente os dados históricos das F&As, principalmente, a compatibilização serial dos dados disponíveis. O primeiro problema observado é a inexistência de dados abrangentes sobre F&A ocorridas em todos os setores da economia. Como também a existência de um valor mínimo de transação para inclusão, logo que, não é crível afirmar se as transações de valor abaixo do mínimo seguiram o mesmo padrão comportamental, não sendo possível verificar nem tampouco dimensionar a magnitude de tais possibilidades.

Entretanto, ao considerar que as séries disponíveis cobrem razoáveis intervalos de tempo, observa-se que quanto maior o período e mais relevante a inflação nele ocorrida, maior se tornará o volume de transações.

Contudo, os dados são suficientes para suportar a hipótese de que existe padrão histórico de comportamento.

³⁸ AIELLO, R.J.; WATKINS, M.D. *The fine Art of Friendly Acquisitions*. Harvard Business Review, Boston: Harvard Business School Publishing, v. 78, n. 6 p. 100-107, nov/dec, 2000.

2 - Crescimento empresarial por meio de fusões e aquisições

É notório que uma fusão ou aquisição pode desempenhar papel crucial nas atividades e crescimento de uma empresa. Seja através de aquisições horizontais ou verticais, o importante é que na maioria das vezes quando bem-sucedida a transação, traz vantagens na disputa empresarial e de mercado, podendo reduzir a pressão dos concorrentes³⁹.

Todavia, a aquisição vai além da eliminação da concorrência, pois busca ainda o acréscimo de novas técnicas, conhecimentos e habilidades para produzir ou prestar o objeto e tornar a produção mais eficaz, seja materialmente, seja financeiramente.

Assim, não basta ter recursos financeiros, a organização precisa ter certos atributos empresariais na área que atua ou busca atuar, para uma integração bem-sucedida entre a empresa adquirente e a adquirida⁴⁰. Uma vez que não é apenas a incorporação de uma companhia nova, mas sim, a modificação da relação entre todos os participantes, ou seja, um ajustamento às novas relações e um reajuste as já existentes⁴¹.

Nesta seara, as empresas acabam majoritariamente optando por adquirir empresas que tendam complementar ou suplementar suas atividades já existentes. Logo que, já têm experiência anterior a administração, como o lucro é mais facilmente alcançado na área que há domínio da matéria.

Uma empresa pode ter sua lucratividade medida se considerar o preço a ser pago por ela com a expectativa de sua contribuição aos rendimentos da corporação. Em outras palavras, a adquirida deve valer mais do que a adquirente em si. Primeiramente, porque interessará a adquirente ter a vantagem que busca, seja monetária, tecnológica e afim, e

³⁹ ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J. *Administração Financeira*, São Paulo: Atlas, 1995.

⁴⁰ CARTWRIGHT, S.; COOPER, C.L. *Managing Mergers, Acquisitions & Strategic Alliances: Integrating People e Culture*. Oxford: Butterworth Heinemann, 1999.

⁴¹ ROURKE, J.T. *Integração pós-fusão*. in: KEY, S.L. *Guia da Ernst & Young para Administração de Fusões e Aquisições*. Rio de Janeiro: Record, 1992.

posteriormente, será proveitosa à adquirida vender a si mesma ao invés de continuar na disputa do mercado⁴².

Para Weston⁴³, as empresas precisam ter algo em comum no momento da operação, tais como: estar ciente de podem perder o pessoal estratégico da empresa adquirida; saberem se relacionar entre si; e oferecer compensações e incentivos aos administradores das empresas, para deste modo alcançar os resultados esperados com a fusão.

Anslinger e Coppeland⁴⁴ apresentam outros princípios fundamentais como: buscar talentos gerenciais; utilizar executivos tecnicamente capazes e bons negociadores; implantar sistemas de informação para acolher relacionamentos com administradores e acionistas; adequar os incentivos ao fluxo de caixa; manter o ritmo de mudança nos primeiros anos após a operação; utilizar planos agressivos de incentivo; e adquirir empresas com passado inovador.

Portanto, motivos diversos podem originar as razões para uma fusão e aquisição. Contudo, o argumento básico mais importante é o fato da empresa adquirida e adquirente se complementarem de um modo especial, onde ambas possam buscar um acerto mutuamente favorável.

3 - Aspectos políticos e econômicos

Não apenas aspectos econômicos influenciam as fusões e aquisições, mas também os políticos, podendo estabelecer o modelo e o tamanho das empresas aceitas pela sociedade.

Ou seja, as F&As são bem aceitas quando há uma compreensão de que haverá benefícios à sociedade, caso contrário, são mal vistas quando podem prejudicar a

⁴² HASPELAGH, P.; JEMISON, D. *Acquisitions – Myths and Reality* in Sloan Management Review/MIT, 1987, v.28, n. 2, pp. 53-58, April/June.

⁴³ WESTON, J.F; MITCHELL, L.M; MULHERIN, J.H. *Takeovers, restructuring, and corporate governance*. 4 ed. New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2003

⁴⁴ ANSLINGER, P.; COPPELAND, T. *Growth through acquisitions: a fresh look*. Harvard Business Review, v. 74, n.º 1, pp. 165-178, Jan/Feb, 1998, pp.168-170.

sociedade. Neste último caso, as ferramentas políticos-jurídicas-legislativas são usadas para impedir uma F&A, podendo ocorrer através dos consumidores, sindicatos, empregados e políticos. Assim, a legislação busca regular a atividade econômica para não existir um abuso pelas empresas.

Dessa maneira, a criação de órgãos reguladores foi o caminho adotado por diversos Estados, como por exemplo, a *Federal Trade Commission* (FTC) – nos Estados Unidos da América, o Conselho de Defesa Econômica (CADE) – no Brasil e a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), autarquia que regula o mercado de capitais em Portugal.

Estes órgãos, por meio de legislação específica, controlam o comportamento dos grupos empresariais, não agindo apenas de forma repressiva, mas, principalmente, de forma preventiva, a fim de evitar a formação de carteis e trustes.

4 – Definição de fusão

Apesar de não existir definição única⁴⁵, as fusões usualmente podem ser definidas de acordo com três perspectivas: a jurídica, contabilística e fiscal. Assim, cabe fazer uma breve abordagem destas perspectivas.

4.1 – Perspectiva jurídica

Conforme a legislação portuguesa, as noções e modalidades de fusão estão previstas no artigo 97.º do Código das Sociedades Comerciais (CSC)⁴⁶, sendo descrita em

⁴⁵ Para DePamphilis, sob a perspectiva legal, fusão é “*a combination of two or more firms in which all but one legally cease to exist, and the combined organization continues under the original name of the surviving firm*”. (DePamphilis, Donald M. *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: Na Integrated Approach to Process, Tools, Case, and Solutions*. Thrid Edition, Elsevier Academic Press. 2005, p. 6.

⁴⁶ Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro. Cabe destacar a atualização introduzida pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março, o qual alterou o regime das fusões e cisões de sociedades comerciais, com o objetivo de tornar mais simples e menos oneroso a operação. Vale observar que o Código das Sociedades

lato sensu como a união de duas ou mais sociedades em uma só, ocorrendo através de incorporação de uma pela outra ou na constituição de uma nova sociedade.

No primeiro caso, realiza-se mediante “*a transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra e a atribuição aos sócios daquelas de partes, acções ou quotas desta;*”⁴⁷. Respectivamente, a fusão por constituição de uma nova sociedade realiza-se através da “*constituição de uma nova sociedade, para a qual se transferem globalmente os patrimónios das sociedades fundidas, sendo aos sócios atribuídas partes do capital, acções ou quotas da nova sociedade*”⁴⁸.

Ainda no mesmo artigo, verifica-se a determinação de que é possível aos sócios da sociedade incorporada ou das sociedades fundidas receberem quantias em dinheiro que não excedam 10% do valor nominal das participações que lhe foram atribuídas. Uma sociedade dissolvida pode fundir-se a outra sociedade, dissolvida ou não, mesmo que a liquidação seja feita judicialmente, exceto após a apresentação da data da petição à insolvência ou o pedido de declaração desta.

Por fim, verifica-se que o artigo 116.º, do CSC, prevê outra modalidade de fusão, a incorporação de uma sociedade detida pelo menos 90% por outra. Nesta operação, é possível aos sócios detentores de 10% ou menos e que tenham votado contra a fusão, exonerarem-se da sociedade, uma vez que não é exigida a atribuição de participações sociais.

4.2 – Perspectiva contabilística

O Sistema de Normalização Contabilística (SNC)⁴⁹ traz a perspectiva contabilística das fusões, ao referir que uma concentração de atividade empresarial é a união de entidades ou atividades empresariais separadas em uma única entidade que relata.

Comerciais (CSC) está em linha com a definição de fusão de acordo com a Terceira Diretiva em matéria de imposto de sociedades (Diretiva n.º 78/855/CEE, do Conselho).

⁴⁷ Cfr. Alínea *a*) do n.º 4 do artigo 97.º, do CSC.

⁴⁸ Cfr. Alínea *b*) do n.º 4 do artigo 97.º, do CSC.

⁴⁹ O SNC entrou em vigor em 1º de janeiro de 2010, na sequência do Decreto-Lei n.º 158/2009.

Quanto à parte relevante ao presente estudo, deve-se destacar que todas as concentrações de atividades empresariais devem ser contabilizadas de acordo com o método de compra, onde o adquirente registra pelo seu justo valor os ativos e passivos adquiridos, à data da sua aquisição.

4.3 – Perspectiva fiscal

A perspectiva fiscal equipara-se a perspectiva jurídica, uma vez que se encontram previstas no artigo 73.º do Código do IRC as modalidades abrangidas pelo regime especial aplicável às fusões de sociedades.

O n.º 1 do artigo 73.º do CIRC prevê as modalidades de fusão por incorporação, fusão por constituição de uma nova sociedade e fusão de uma sociedade pertencente à outra.

As definições assemelham-se em muito as trazidas no CSC, destacando a fusão de uma sociedade pertencente a outra, que ocorre pela:

Operação pela qual uma sociedade (sociedade fundida) transfere o conjunto de activo e do passivo que integra o seu património para a sociedade (sociedade beneficiária) detentora da totalidade das partes representativas do seu capital social⁵⁰.

5 - Estrutura básica das fusões e aquisições

As fusões costumam ser classificadas segundo suas características, encontrando-se disposições distintas na doutrina. Contudo, as mais usadas se baseiam na forma de pagamento e na semelhança ou relação comercial entre empresa adquirida e adquirente.

⁵⁰ Alínea c) do n.º1 do artigo 73.º do CIRC.

No primeiro caso, quanto à forma de pagamento, as operações de fusões são classificadas em operações com pagamento em caixa ou troca de ações, sendo possível a combinação dos dois casos⁵¹.

No segundo caso, de acordo com Brealey e Myers⁵², as fusões e aquisições podem ser classificadas em horizontais, verticais e conglomeradas. Esta classificação merece maior detalhamento. Assim sendo, será abordada nos subtópicos a seguir.

5.1 – Aquisições horizontais

Nas aquisições horizontais, as empresas envolvidas atuam no mesmo segmento de negócio, indústria. As fusões horizontais são motivadas especialmente por duas razões: a busca de maior competitividade - procurando economias de escala onde podem usar suas competências e recursos existentes – e pelo aumento de poder de mercado.⁵³ Ainda, podem significar a ampliação de competências funcionais ou recursos à empresa, tornando os produtos e mercados relativamente inalterados.

Segundo Chandler⁵⁴, os principais benefícios são economias de escala na produção e na distribuição e a possibilidade de aumento de barganha em razão de maior concentração da indústria.

Muitos autores destacam que destas operações surgem organizações mais poderosas, fortes, uma vez que participam de maneira mais predominante no mercado, com domínio de tecnologias mais amplas e profissionais mais especializados.

5.2 – Aquisições verticais

⁵¹ BERK, D.; DEMARZO, P. *Corporate Finance*. 2 ed. Boston: Pearson, 2009, p. 893.

⁵² BREALEY, R.; MYERS, S. *Princípios de Finanças Empresarias*. New York, McGraw-Hill. 1998.

⁵³ WESTON, J.F; MITCHELL, L.M; MULHERIN, J.H. *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. 4 ed. New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2003, p. 6.

⁵⁴ CHANDLER, A.D. *Strategy and Structure: Chapters in the History of Industrial Enterprise*. Cambridge: The Massachusetts Institute of Technology Press, 1990.

As fusões verticais ocorrem com a combinação de empresas que atuam em diferentes estágios da cadeia de produção de um produto e é comum o caso onde a adquirente compra uma empresa que é seu fornecedor ou seu cliente⁵⁵.

Os motivos para este tipo de fusão são diversos, mas normalmente têm o objetivo de reduzir custos de matéria-prima, ampliação ou maior acesso a materiais essenciais, como também pela melhoria de processos tecnológicos, contratos e pagamentos, eliminação de custos relacionados à gestão da área de comprar e melhor gestão do processo afinal.

Por fim, pode-se afirmar que as aquisições verticais são caracterizadas por movimentos em direção aos consumidores intermediários ou finais, com o intuito de buscar economias operacionais intimamente relacionadas ou um melhor controle de qualidade ou eficiência das diversas fases produtivas⁵⁶.

5.3 – Aquisições conglomeradas

As aquisições por conglomerados são operações que envolvem empresas com atuação em diferentes mercados, segmentos, buscando a diversificação da atuação como principal objetivo⁵⁷.

Segundo Besanko⁵⁸, as economias de escala e de escopo são os principais motivos para a diversificação. A primeira é geralmente definida em termos de custo médio em declínio, enquanto as de escopo são definidas com a compra do custo total de produção dos bens em conjunto com o custo de produção em separado.

Caracterizam-se por unir empresas que não atuam no mesmo segmento e geralmente ocorrem nas organizações com a disponibilidade de caixa e sem uma aparente expansão, ou ainda, quando é impedida de expandir por legislação reguladora⁵⁹.

⁵⁵ BERK, D.; DEMARZO, P. *Corporate Finance*. 2 ed. Boston: Pearson, 2009, p. 893.

⁵⁶ ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J. *Administração Financeira*, São Paulo: Atlas, 1995.

⁵⁷ Rumelt (1974, *apud* Seth, 1990b, p. 100) apresenta um conceito mais abrangente de empresa relacionada: empresas podem ser consideradas relacionadas quando uma habilidade, recurso, mercado ou propósito são comuns a ambas as empresas, ou seja, se empregam técnicas de produção similares, atendem a mercados parecidos, utilizam sistemas de distribuição de mesmas características.

⁵⁸ BESANKO *et al.*, 2006, p. 94.

⁵⁹ BREALEY, R e MYERS, S.C. *Princípios de Finanças Empresarias*. ed. New York: McGraw Hill, 1998.

5.4 – A escolha da estratégia

Quando as empresas resolvem crescer por meio de uma operação de fusão, precisam estudar bem e escolher a estratégia que melhor encaixa em seus interesses, geralmente se utiliza da base de ativos e recursos existentes da empresa.

Uma empresa deve considerar as aquisições correlatas como uma opção estratégica sempre que consegue transferir ou receber competências relevantes a sua atividade industrial ou comercial. Por outro lado, uma organização pode se beneficiar de potenciais aquisições não correlatas quando tem uma capacidade especial de analisar as estratégias financeiras de um grande negócio. Ressaltando que, neste último caso, a diversificação por si só não é capaz de criar valor à empresa.

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe⁶⁰, a variabilidade da taxa de retorno de uma empresa pode ser decomposta em duas partes. A primeira é específica à empresa e chamada de não sistemática. Já a segunda é a sistemática porque é comum a todas as empresas. Ou seja, a variabilidade sistemática não pode ser eliminada com a diversificação, mudança do produto, do campo de atuação, portanto, as fusões não são capazes de extinguir o risco. Indo de encontro, o risco não sistemático pode ser reduzido com a diversificação resultante das fusões.

6 - Motivações para as fusões e aquisições

Quando se trata de buscar os motivos que fomentam as fusões, são inúmeros os estudiosos que versam sobre o assunto. As definições que cada um diferem muitas vezes, em aspectos pedagógicos, onde alguns consideram existir motivos a mais que outros apenas por não enquadrarem algumas das causas dentro de outra. Todavia, ressalta-se que o objetivo fundamental de uma fusão é aumentar o valor da empresa para o acionista.

⁶⁰ ROSS, E.; WESTERFIELD, R; JAFFE, J. *Administração Financeira*, São Paulo: Atlas, 1995, p. 602.

Segundo Rock⁶¹ e Brealey⁶², os principais motivadores para operações de F&As são: economias de escala, economias de integração vertical, aumento de *market share*, sinergia, benefícios fiscais, diversificação, transferência de recursos, excesso de recursos e redução de custos. É importante destacar que mesmo existindo diferenças em elencar os principais motivos às F&As, muitos são elementos complementares uns dos outros, onde para alguns autores vale dividir em um novo tópico e para outros autores este se enquadra em um mesmo tópico precedente.

Para Gregoriou e Renneboog⁶³, há três modelos teóricos embalsando os motivos principais para uma F&A: o modelo neoclássico, onde se sugere que tais atividades decorrem de choques industriais, econômicos e políticos ou regulatórios. Usado para explicar atividades de fusão por país e indústria. O segundo modelo propõe como *drivers* interesses particulares de acionistas ou gestores. E, o terceiro modelo, o mais recente, visualiza as F&As como resultados do desenvolvimento do mercado de capitais, onde os gestores têm a hipótese de usarem ativos *bull market* para adquirir ativos reais.

Destaca-se que a aquisição de uma empresa que esteja com a administração deficiente por outra que gerencia de maneira melhor, eleva o padrão de desempenho da empresa adquirida, atingindo ao menos o mesmo nível da adquirente.⁶⁴ E, isso ocorre - para Von Krogh, Sinatra e Singh⁶⁵, através de sinergia⁶⁶, acesso à tecnologia, economia de escala e transferência de conhecimento.

Fazendo um adendo, há outros doutrinadores, como Bradley, Desay e Kim⁶⁷, que elencam distintos fatores que derivam em criação de valor devida à combinação de duas empresas, entre eles, gestores mais eficientes, melhoria nos processos produtivos,

⁶¹ ROCK, Milton L. *The mergers and Acquisitions Handbook*. U.S.A.: McGraw-Hill. 1994, pp.17-18, 35-36.

⁶² BREALEY, R.; MYERS, S.C. *Principles of Corporate Finance*. 9 ed. New York: Mc Graw Hill, 2008, p.888-890.

⁶³ GREGORIOU, G.; RENNEBOOG, L. *International mergers and acquisitions activity since 1990. Recent Research and Quantitative Analysis*, London: Elsevier Science and Technology – Academic Press, 2007, p. 1-20..

⁶⁴ ROSS, E.; WESTERFIELD, R; JAFFE, J. *Administração Financeira*, São Paulo: Atlas, 1995, p. 602.

⁶⁵ VON KROGH, G.; SINATRA, A.; SINGH, H. *The management of corporate acquisitions*. London: Macmillan Press. 1996.

⁶⁶ DePamphilis define sinergia como “*the rather simplistic notion that the combination of two businesses can create greater shareholder value than if they are operated separately*” (DePamphilis, op. cit. 2005, p. 17)

⁶⁷ BRADLEY, M.; DESAI, A.; KIM, E.H. *Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms*. Journal of Financial Economics, v. 21, 1988, pp. 3-40, p.4.

economias de escala, combinação de recursos complementares, redistribuição de ativos e a exploração de poder de mercado, além dos trazidos no texto acima. Já para Höberg e Phillips⁶⁸, o mais importante da sinergia para o sucesso de uma F&A está ligada à existência de habilidades ou tecnologias na empresa candidata a aquisição que poderá proporcionar à empresa adquirente a diferenciação de seus produtos dos concorrentes e aumentar a rentabilidade.

Dessa forma, um dos motivos para uma aquisição é a criação de valor econômico, que está diretamente ligada aos ganhos obtidos pela sinergia entre as duas empresas.⁶⁹ Em termos administrativos, significa as empresas conseguirem ser mais lucrativas e eficazes do que quando atuavam separadamente.⁷⁰ Em outras palavras, a sinergia nada mais é que o melhor uso de recursos complementares. O aumento de receita que ocorre com a união das empresas cria oportunidade de atuação em novos mercados e com novos produtos ou a ampliação de clientes e consumidores. Como também pode vir a reduzir, eliminando áreas duplicadas e otimização da utilização de recursos remanescentes⁷¹.

Quanto aos demais motivos de fomentam uma fusão, estes são mais fáceis de explicar e compreender.

Primeiramente, o acesso à tecnologia significa que as empresas, seja por aquisição ou por fusão, buscam se aperfeiçoar na área tecnológica, obtendo melhorias na produção do produto ou no próprio produto, serviço.

Já quanto à economia de escala, esta traz vantagens às grandes empresas, uma vez que conseguem alcançar custos inferiores por unidade em função do grande número de produção de um objeto ou de um serviço prestado.

Alguns estudiosos afirmam que há diversas vantagens na economia de escala resultantes de fusões. O aumento do tamanho da empresa possibilita melhorias na utilização de recursos em termos de volume e área, natureza técnica, como a possibilidade

⁶⁸ HOBERG, G.; PHILLIPS, G. *Product Market Synergies and competition in mergers and acquisitions: a text-based analysis*. The Review of Financial Studies, v. 23, 2010, pp. 3773-3810, p.3774.

⁶⁹ BREALEY, R.; MYERS, S.C. op. cit. 1998. / BRADLEY, DESAY e KIM, 1988, p.4.

⁷⁰ HASPELAGH, P.; JEMISON, D. *Acquisitions – Myths and Reality* in Sloan Management Review/MIT, 1987, v.28, n. 2, pp. 53-58, April/June.

⁷¹ BERK, D; DEMARZO, P. *Corporate Finance*. 2 ed. Boston: Pearson, 2009, p.893.

de otimizarem seus recursos em tarefas reduzidas ou única, aumentando a produtividade⁷². Contudo, em se tratando de fusões, vale ressaltar que apesar de muitos gestores justificarem os processos de fusão e aquisição baseados em potenciais ganhos de escala e escopo⁷³ resultantes do crescimento da empresa, não há garantia dos ganhos ou sua magnitude. Logo, é sempre importante uma avaliação criteriosa da magnitude da vantagem almejada⁷⁴.

Quanto à transferência de conhecimento, este acontece, principalmente quando uma empresa busca participar em um ramo inovador ou complementar a atuação da sua empresa, sendo considerado um ativo intangível e que tem como característica a vantagem competitiva. Por este modo, as fusões empresariais procuram trocar conhecimentos com o intuito de aprimorar suas façanhas, como tornarem-se mais competitivas no mercado.

Para Patrocínio, Kayo e Kimura os ativos intangíveis podem ser divididos em 4:

(...) os ativos humanos, os ativos de inovação, os ativos estruturais e aos ativos de relacionamento com públicos estratégicos. Dos ativos humanos podem fazer parte o conhecimento, o talento, a capacidade, a habilidade e a experiência dos empregados, a administração superior, o treinamento e o desenvolvimento, entre outros. Os ativos de inovação podem ser formados pela pesquisa e desenvolvimento, pelas patentes, pelas fórmulas secretas, pelo *know-how* tecnológico, entre outros. Os ativos estruturais podem ser formados por software proprietários, por bancos de dados, por sistemas de informação, por sistemas administrativos, entre outros. Por fim, os ativos de relacionamento com públicos estratégicos podem ser formados por ativos como marcas, os direitos autorais (de obras literárias, de software, etc.), os contratos de licenciamento, os contratos de franquias, os direitos de exploração mineral, entre outros. Como se percebe, a lista de ativos pode ser interminável⁷⁵.

Além dos itens explicados acima, a doutrina também traz como motivadores às operações de F&A a concentração horizontal e poder de mercado.

A literatura no campo da economia e finanças reconhece que as empresas podem elevar o valor de seu patrimônio por meio do poder de mercado. Em outras palavras, as

⁷²WESTON, J.F; MITCHELL, L.M; MULHERIN, J.H. *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. 4. ed. New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2003, p. 133.

⁷³ A economia de escopo permite uma empresa produzir novos bens ou prestar serviços adicionais com um custo mais reduzido em consequência da sua produção ou prestação ser relacionada a produtos e serviços já existentes.

⁷⁴ BESANKO, D. et al. *Economics of strategy*. 5 ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2008. p. 44.

⁷⁵ PATROCÍNIO, M.R.; KAYO, E.K; KIMURA, H. *Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estado de evento*. Revista de Administração da Universidade de São Paulo, v. 42, n. 2, 2007, pp. 205-215, p. 206.

organizações grandes ao se fundirem, diminuem significativamente a concorrência no mercado, passando a controlar o preço dos produtos e serviços.

Entretanto, o aumento de poder de mercado sobre a criação de valor não é garantia ao sucesso. Estudos apontam resultados favoráveis e desfavoráveis, onde somente algumas indústrias confirmaram que o aumento de domínio aumenta o valor também⁷⁶.

Além disso, há ainda dois fatores que não encorajam a busca por esta situação. O primeiro está ligado à legislação dos países. São diversos aqueles que possuem leis nacionais, participam de convenções, tratados e afins, de combate ao truste, visando exatamente impedir uma concentração exacerbada de poder para poucos agentes. E segundo, ao eliminar um concorrente através da aquisição - arcando com os custos da eliminação - acaba beneficiando os outros competidores, que não tiveram custos.

Há ainda quem traga o aspecto fiscal, tais como deduções de prejuízos fiscais, isenções, benefícios como motivos a uma operação de fusão. Destacando a aquisição de prejuízos fiscais pela adquirente da adquirida, reduzindo assim a carga tributária daquela. Ensejo muito importante e que merece um subtópico abaixo.

6.1 - Aspectos fiscais

As vantagens fiscais também são apontadas como um dos motivos para se realizar uma fusão ou aquisição, porém a matéria não é consensual na literatura jurídica-econômica.

Saldanha Sanches⁷⁷ defende que não faz sentido buscar uma fusão por razões puramente fiscais, mesmo que as vantagens sejam favoráveis ao investimento econômico.

Para Weston e Weaver⁷⁸, os estudos empíricos sobre os efeitos fiscais nas F&As revelam que a magnitude de importância é inferior a 10% do valor das operações⁷⁹.

⁷⁶ DEVOS, E.; KADAPAKKAM, P.R.; KRISHNAMURTHY, S. *How to mergers create value? A comparison of taxes, Market power and efficiency improvements as explanations for synergies*. The Review of Financial Studies, v. 22, n. 3, pp. 1179-1211. 2009, p. 1184.

⁷⁷ SANCHES, J.L.S. *Justiça Fiscal*. Lisboa: Fundação Francisco Manuel dos Santos. 2010.

No mesmo sentido, Carla Hayn⁸⁰, apontou que os potenciais benefícios decorrentes da existência de prejuízos fiscais reportáveis e créditos fiscais tinham um efeito positivo no proveito das ações de empresas envolvidas em F&As em um regime *tax-free*⁸¹, como também que as mais-valias e a aplicação do justo valor aos ativos adquiridos influenciavam a rentabilidade de empresas abarcadas em F&As tributadas.

Como visto acima, o principal combustível de uma F&A, entre outros tantos, é o aumento do valor da empresa ao acionista. Assim, de acordo com Auerbach⁸² há inúmeras formas pelas quais as empresas procuram diminuir a carga fiscal através da F&A, sendo ainda que, as perdas ou limitações fiscais também podem influenciar as decisões de concretizar uma fusão ou aquisição.

A tributação sobre os rendimentos das empresas é diferente em cada país, tornando natural às organizações a possibilidade de reduzir a carga fiscal com operações de reorganização⁸³. Indo ao encontro, Huizinga e Nicodème⁸⁴ afirmam um maior volume externo de F&As quando os impostos internos são elevados em comparação com os dos estados que recebem o investimento.

De acordo com o relatório do Foro Econômico Mundial⁸⁵, no que diz respeito ao impacto dos impostos no incentivo a trabalhar ou investir em um país, Portugal⁸⁶ encontra-se na 36ª posição e o Brasil na posição 57ª no cenário mundial, entre 144 estados, demonstrando que ambos são países onde os impostos não são tão atrativos.

⁷⁸ WESTON, J. F.; WEAVER, S.C. *Mergers and Acquisitions*. The McGraw-Hill Executive MBA Series, New York: McGraw-Hill. 2001.

⁷⁹ No mesmo sentido DePamphilis, Donald M. *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: Na Integrated Approach to Process, Tools, Case, and Solutions*. Third Edition, Elsevier Academic Press. (2005), p. 34— “*Tax considerations are generally not the driving factor behind acquisitions. The value of tax benefits may represent a significant but relatively small percentage of the target’s total value*”.

⁸⁰ HAYAN, CARLA. *Tax Attributes as Determinants of Shareholder Gains in Corporate Acquisitions*. Journal of Financial Economics 23, n. 1. June 1989, p. 1221-153.

⁸¹ No caso apontado acima, assemelha-se ao regime de neutralidade fiscal.

⁸² AUERBACH, ALAN J. *Mergers and Acquisitions, Chicago*. University of Chicago Press. Chapter: The Impact of Taxation on Mergers and Acquisitions, p. 69-85 – with David Reishus. 1988.

⁸³ Cada vez mais é comum as empresas se preocuparem com o planejamento tributário, principalmente quando estas não se limitam ao mercado regional.

⁸⁴ HUIZINGA, H.; L. Laeven e G. NICODÈME. *Capital Structure and Internacional Debt Shifting*. Journal of Financial Economics. n. 88, p. 80-118. 2008.

⁸⁵ “*The Global Competitiveness Report 2014-2015*” do World Economic Forum. <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2014-2015/rankings/>
http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2014-15.pdf

⁸⁶ Portugal subiu 15 posições no índice de competitividade desde o último relatório.

Com a criação da União Econômica e Monetária, a política fiscal ganhou importância em prol da política monetária e cambial, sendo os grandes objetivos daquela, a criação de riqueza, atração de investimento e satisfação das necessidades financeiras do Estado⁸⁷.

Para Catroga⁸⁸, a fiscalidade assume um papel determinante na capacidade de captação de investimento, uma vez que é um componente da globalização e a competição fica mais manifesta nos países com maior adjacência.

Para Bruner⁸⁹ a redução de impostos por meio da poupança fiscal associada ao aumento das depreciações é uma das sinergias possíveis com as operações de F&A ou através da transferência de prejuízos fiscais⁹⁰.

Para Ross⁹¹, a possibilidade de utilização de prejuízos fiscais pode ser um enérgico incentivo à efetivação de algumas F&As, uma vez em que os prejuízos tal como os créditos fiscais não utilizados, permitem às empresas reduzir o imposto sobre o rendimento no período de tributação em que a operação é realizada e nos períodos adjacentes.

Nesse sentido, Saldanha Sanches⁹² considera os benefícios fiscais instrumentos essenciais a estimular as exportações ou conseguir a instalação de indústrias com elevada tecnologia.

Compendiando, os estudos apontam que a questão fiscal não é a principal motivação das F&As, todavia, é de certa forma consensual que a fiscalidade possui um importante papel nas decisões de investimento, influenciando o rendimento dessas operações e consequentemente a sua concretização. Entre as vantagens fiscais mais

⁸⁷ BESSA, Daniel. *A competitividade da economia Portuguesa*. O Economista, 12, 1999, p. 51-58.

⁸⁸ CATROGA, Eduardo. *A competitividade e a Reforma Fiscal*. O Economista, 14. p. 44-49. 2001

⁸⁹ BRUNER, Robert F. *Applied Mergers and Acquisitions: Workbook*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.. 2004.

⁹⁰ De acordo com Auerbach a potencial transferência de créditos e prejuízos fiscais foi a razão fiscal mais predominante para as fusões e aquisições nas décadas de 70 e 80 nos Estados Unidos da América. Para Gaughan (2002, p. 579), “*tax considerations are importante as both the motivation for a transaction and the valuation of a company. Part of the tax benefit from a transaction may derive from tax synergy, whereby one of the firms involved in a merger may not be able fully utilize is tax Shields. When combined with the merger partner, however, the tax Shields may offset income. Some of these gains may come from unused net operating losses, which may be udes by a more profitable partner*”.

⁹¹ ROSS, S.; WESTERFIELD.R; JAFFE, J.; JORDAN B. *Modern Financial Management*. 8. ed. Internacional Student Edition. New York:McGraw-Hill. 2008.

⁹² SANCHES, J.L.S. *Justiça Fiscal*. Lisboa: Fundação Francisco Manuel dos Santos. 2010.

significativas às F&As, a par de outras, encontra-se a neutralidade fiscal, a transmissibilidade de créditos e de prejuízos fiscais. Os quais serão tratados no próspero capítulo.

7 – Fatores de (in)sucesso nas Fusões e Aquisições

Obter resultados positivos de uma fusão ou aquisição denota muito trabalho esforço e planejamento. Faz-se necessário ter uma equipe qualificada para implantá-la e superar as culturas diferentes das empresas integrantes.

Rappaport⁹³ entende que o sucesso desta operação está ligado ao alcance da criação de valor ao acionista. Seja pelo aumento de receita, redução de custos, otimização das instalações, melhoria de margem operacional, aumento de retorno sobre os lucros, e outros mais.

Assim, para entender o que acontece quando uma fusão não obtém sucesso, deve-se analisar, principalmente, quatro pontos.

O primeiro é a avaliação estratégica. Haspelagh e Jemison⁹⁴ afirmam que o sucesso da operação de F&A é determinado pela escolha da estratégia de aquisição, devendo encarar a operação como um meio para alcançar o objetivo – crescimento empresarial. Já os autores Salter e Weinhold⁹⁵ afirmam que o sucesso está ligado ao fato adquirente ter mecanismos para identificar empresas com grande potencial de criar valor aos acionistas. Tal se desenvolve através do ajuste estratégico entre as instituições e a necessidade de alcançar um ajuste organizacional entre elas, combinando os sistemas administrativos e as culturas. Os autores Jemison e Sitkin⁹⁶ acompanham também essa linha de raciocínio.

⁹³ RAPPAPORT, A. *Gerando valor para o acionista*, São Paulo: Atlas, 2001.

⁹⁴ HASPELAGH, P.; JEMISON, D. *Acquisitions – Myths and Reality* in Sloan Management Review/MIT, 1987, v.28, n. 2, pp. 53-58, April/June.

⁹⁵ SALTER, M.; WEINHOLD, A. *Choosing compatible acquisitions*. Harvard Business Review, n. 1, pp.117-127, Jan/Feb, 1981, p. 117.

⁹⁶ JEMISON, D; SITKIN, B. *Acquisitions: the process can be a problem*. Harvard Business Review, v. 64, n. 2, pp. 107-116, mar/april, 1986, p. 109.

A segunda questão é avaliar os pontos fracos da empresa a ser adquirida e criar um plano para melhorá-los através de: desmobilização – sempre haverá, nestas operações, pontos que precisam ser desmobilizados; busca por empresas complementares - ou seja, empresas com interesses complementares ao negócio da nova empresa; e, criação de empresas competitivas por meio de divisões.

A terceira avaliação é no aspecto financeiro. Neste quesito, deve-se analisar a previsão dos fluxos de caixas das empresas envolvidas; a previsão das taxas de juros a serem utilizadas; a previsão da reavaliação das contribuições de cada sinergia; e, uma avaliação da última avaliação⁹⁷. Rappaport e Sirower afirmam que independente da técnica financeira utilizada para realizar a avaliação, é preciso considerar que nem sempre são alcançados os fluxos de caixa futuros estimados, uma vez que a fusão também resulta da maneira de como as pessoas das duas empresas se relacionarão⁹⁸.

Por fim, o último ponto da avaliação é quanto à estrutura organizacional. É considerada por grande parte da doutrina como essencial para o sucesso de uma fusão.

A empresa resultante da operação precisará conscientizar sua administração quanto à estratégica de enfrentar a competição, a transferência de conhecimento entre a empresa adquirida e adquirente, a integração e cooperação nos níveis operacional e humano. Moraes reflete que:

É precisamente no processo de integração onde a maioria das aquisições fracassa. (JEMISON e SITKIN, 1986). Divergências na cultura organizacional, sistemas gerenciais, estilos de comunicação representam obstáculos no caminho do processo de integração. Mais de dois terços das aquisições fracassam. Grande parte desses fracassos é devido aos altos custos e tempo despendido pela alta administração nos processos de integração. Muitas aquisições são feitas de acordo com o interesse pessoal da alta administração em detrimento de considerações estratégicas racionais. (SHLEIFE e VISHNY, 1991)⁹⁹.

É possível concluir da assertiva acima que, a empresa resultante da fusão tem que buscar uma adaptação dos estilos administrativos, culturais empresariais e dos tipos de liderança. Garantir a segurança dos seus funcionários, com a finalidade de que eles

⁹⁷ MORAES, Carlos R.M. *Fusões e Aquisições: uma experiência de integração com sucesso*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Ciências Administrativas. Universidade Metodista de São Paulo. São Bernardo do Campo. 2008, p. 25-26.

⁹⁸ RAPPAPORT, A.; SIROWER, M. *The trade-offs for buyers and sellers in mergers and acquisitions*. Harvard Business Review, v. 77, n. 6, p.147-158, nov/dec, 1999.

⁹⁹ MORAES, Carlos R.M. op. cit. 2008, p. 38.

continuem produzindo e não disputem agressivamente entre si, participando assim de modo menos divergente e mais previsível.

8 – Eficiência de mercado

O conceito de mercado eficiente é importante para a literatura empresarial. Apareceu por volta dos anos 1950-60 como *random walks theory* na literatura de finanças e sob o nome de *rational expectations theory* para a literatura econômica¹⁰⁰.

Para Malkiel¹⁰¹ *random walks* é um termo usado para expressar a aleatoriedade do preço de determinado ativo perante todas as mudanças futuras. Isso sucederia pelas novas informações.

Na década de 60, Fama apresenta uma definição para mercado eficiente:

An 'efficient' Market is defined as a Market where there are large numbers of rational, profit-maximizers actively competing, with each trying to predict future Market values of individual securities, and where importante current information is almost freely available to all participants. (...) In other words, in na eficiente Market at any point in time the actual price of a security will be a good estimate of its intrinsic value¹⁰².

Em outras palavras, mercado eficiente é quando os preços dos ativos incorporam todas as informações disponíveis, servindo o mercado de capitais como controlador do estoque de recursos.

Continuando a desenvolver o conceito, o autor divide os grupos de informações em: i) *weak form* (forma fraca) apenas informações do passado do preço ativo são consideradas; ii) *semi-strong form* (forma semiforte) considera as informações do passado

¹⁰⁰ JENSEN, M.C. *Some anomalous evidence regarding Market efficiency*. Journal of Financial Economics, v. 6, pp. 95-101. 1978.

¹⁰¹ MALKIEL, B.G. *The eficiente markey hypothesis and its critics*. The journal of Economics Perspectives, v. 17, n.º 1, pp. 59-82. 2003. p. 59.

¹⁰² FAMA, E.F. *Random walks in stock Market prices*. Financial Analysts Journal, pp.55-59, 1965, p. 56. Mercado eficiente é definido como um mercado onde existe um grande número de participantes racionais, maximizadores de lucro e competidores entre si, cada qual tentando prever o valor individual dos ativos; nesse mercado, a informação disponível é acessível quase que gratuitamente a todos os participantes. (...) Em outras palavras, em um mercado eficiente, o preço de um ativo será, em qualquer momento, uma boa estimativa de seu valor intrínseco (tradução livre do autor).

como todas as outras informações públicas e; iii) *strong form* (forma forte) a qual considera além das informações do passado, as públicas e as “privilegiadas”, que apenas um grupo de pessoas, empresas tem acesso e não são divulgadas ao público¹⁰³.

Posteriormente, Fama propõe mudar a nomeação dos grupos descritos acima, após revisar seu trabalho, em: i) testes de previsibilidade de retornos; ii) testes de estudos de eventos e; iii) testes de informação privada¹⁰⁴.

Porém, o mais importante com a mudança da nomenclatura não é ela em si, mas sim a atualização da revisão dos novos trabalhos.

Os testes de previsibilidade de retornos, além de considerarem os dados históricos dos preços dos ativos, agregam também informações históricas de dividendos, taxa de juros e lucros. Já os testes de estudos de eventos e os testes de informação privada foram renomeados para aproximarem-se de seu conceito.

Nas décadas de 70 e 80 surgiram diversos trabalhos sobre a eficiência do mercado. Posições a favor e contra a hipótese de mercado eficiente foram defendidas. Anomalias ao comportamento dos preços de ativos foram cada vez mais apresentadas, associando-as a subvalorização de ativos e a previsibilidade do retorno de ativos. Dessa maneira, devido ao notório número de trabalhos demonstrando as anomalias que vão de encontro à hipótese de mercado eficiente, não resta dúvidas quanto à limitação e lacunas relacionadas a esta teoria¹⁰⁵.

Segundo Malkiel¹⁰⁶ não se pode afirmar que o mercado é perfeito e que não sofre influências de fatores psicológicos sobre o comportamento dos preços dos ativos, muitas vezes fugindo do “racional”. E que qualquer padrão rígido do mercado fornecerá uma baixa probabilidade de retornos positivos ao investidor.

¹⁰³ FAMA, E.F. *Efficient capital market: a review of theory and empirical work*. The Journal of Finance, v. 25, n. 2, pp.383-417, mai. 1970. p. 383.

¹⁰⁴ FAMA, E.F. *Efficient capital markets: II*. The Journal of Finance, v. 46, n. 5, pp. 1575-1617, dez, 1991, p. 1576.

¹⁰⁵ BALL, R. *The development, accomplishments and limitations of the theory of stock market efficiency*. Managerial Finance, pp. 3-48. 1994, p. 36.

¹⁰⁶ MALKIEL, B.G. *The eficiente markey hypothesis and its critics*. The journal of Economics Perspectives, v. 17, n.º 1, pp. 59-82. 2003. p. 59.

9 - Finanças comportamentais e sentimento de mercado

O conhecimento na área de finanças está ligado ao conceito de racionalidade do investidor, na maioria das vezes, consoante predizem as escolas clássicas e neoclássicas, cujas linhas de pensamento dispensam ou minimizam a influencia social neste campo de estudo.

Contudo, por não conseguirem responder as lacunas existentes de conhecimento no ramo tradicional de pesquisas sobre finanças, têm se estudado mais sobre as finanças comportamentais, que busca explicar fenômenos financeiros com base em comportamentos não racionais entre os investidores¹⁰⁷.

Keynes¹⁰⁸, em sua obra *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, usa a expressão *animal spirit* para justificar a imprevisibilidade na economia, como também para tentar explicar porque certos fatos ocorrem de encontro com todas as previsões e estatísticas realizadas.

Os investidores costumam agir de acordo com a razão, em seu sentido amplo, buscando dados matemáticos e estatísticos, comparando o produto marginal do capital e a taxa de juro esperada.

Para Keynes, a formulação é semelhante. O nível de investimento faz:

Pela relação entre a eficiência marginal do capital e a taxa de juros esperada, mas a eficiência marginal do capital não consiste na sua produtividade de física, mas puramente na sua escassez artificial¹⁰⁹.

Neste sentido, Kahneman e Tversky¹¹⁰ analisam a tomada de decisão dos investidores em condições de risco e afirmam que em seu processo de decisão os investidores consideram possibilidades que diferem das probabilidades reais esperadas, levando a decisões contrárias às previstas pela teoria de utilidades esperada, que quando não percebidas e corrigidas pelo tomador de decisão, possibilitam a existência de

¹⁰⁷ SUBRAHMANYAM, A. *Behavioural Finance: a review and synthesis*. European Financial Management, v. 14, n.º 1, p. 12-29, 2007. p. 12.

¹⁰⁸ KEYNES, John Maynard. *Teoria Geral do emprego, do juro e da moeda*. 1996.

¹⁰⁹ NUNES, Jacinto. *Keynes e os "animal spirits"*. Disponível em: <http://www.publico.pt/economia/jornal/keynes-e-os-animal-spirits-19463808>. Acesso em: 06 jun 2014.

¹¹⁰ KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. *Prospect Theory: na analysis of decision under risk*. Econométrica, v. 47, n. 2, p. 263-292, mar 1979. p. 277.

anomalias.

Assim, pelas novas ideias relacionadas a finanças comportamentais terem tantos indícios prós e contra, a discussão sobre a sua validade tornou-se mais calorosa e seus defensores passaram a protegê-la da seguinte maneira aos argumentos antagônicos propostos pelos acadêmicos tradicionais.

Subramnian, Scheleifer e Long¹¹¹, defendem que muito se argumenta sobre os modelos serem específicos e explicarem fenômenos particulares. A razão para isso é que a base está no fato de que esses modelos explicam melhor a conduta desses fenômenos, como a real forma como as pessoas se comportam e que há evidência ao seu favor. Em seguida, costuma-se afirmar que os resultados obtidos a favor da teoria de finanças comportamentais baseiam-se em dados ao acaso e não por refletirem algum fenômeno econômico. O contra-argumento a este último é quanto a afirmação de que muitos dos resultados contestados foram legitimados por outros semelhantes alcançados em épocas diferentes e em outros mercados.

Ainda neste sentido, a presença e aceitação de algumas anomalias, faz com que a eficiência de mercado seja mantida através de mecanismos de arbitragem que as eliminariam e evitariam a possibilidade de obtenção de retornos excessivos, cujo contra-argumento é quanto à prática de arbitragem, uma vez que é muito limitada quando impossível por existir grande dificuldade em se encontrar ativos equivalentes a realizar o *hedge*, a existência da possibilidade de perdas até a convergência dos preços e a imprevisibilidade da previsão de quanto tempo será necessário até que os ativos atinjam os preços considerados corretos. Enfim, a teoria tradicional, classista, não pode se considerar superior simplesmente porque entende que pode prever o comportamento dos investidores, pois, como Keynes¹¹², Arkelof e Shiller¹¹³, respectivamente demonstraram em sua obra, há fatores alheios ao da previsibilidade, como a intuição por exemplo.

Para Hirshleifer¹¹⁴, a abordagem estritamente racional vem sendo subsumida a

¹¹¹ LONG, B. et. Al. *Noise Trader Risk in Financial Markets*. Journal of Political Economy, v. 98, n. 4, p. 703-738, Ago, 1990, p. 705.

¹¹² KEYNES, John Maynard. *Teoria Geral do emprego, do juro e da moeda*. 1996.

¹¹³ AKERLOF, G.A.; SHILLER, R.J. *Espírito animal*. 1. ed. Lisboa: Smartbook, 2010.

¹¹⁴ HIRSHLEIFER, D. *Investor psychology and asset pricing*. The Journal of Finance., p. 1533-1597, ago 2001, p. 1533.

uma abordagem que entende ser a psicologia dos investidores. No mesmo sentido, Long¹¹⁵ afirma que os preços de mercado devem ser definidos por agentes racionais como por agentes não racionais (*noise traders*).

Assim, o papel de arbitragem assumindo um desempenho pelos agentes racionais de forma limitada e os preços dos ativos negociados no mercado também são influenciados pelas expectativas e atuação dos agentes não racionais, o que pode resultar em uma divergência entre o preço negociado e os valores fundamentais.

Assemelhando-se, Hong e Stein¹¹⁶ propõem a existência de investidores “diferentes”, que apresentam características peculiares, e que devido a essa alteração atuem de forma distinta no mercado, causando anomalias como a difusão lenta de novas informações quanto ao valor das empresas, a existência de investidores que aguardam a tomada de ciência dessas informações para atuarem no mercado e também os investidores que atuam com base na alteração dos preços das ações. Desse modo, o retorno esperado de ativos deve levar em conta os erros de avaliação¹¹⁷.

Assim sendo, surge o termo sentimento de mercado, que indica a existência da influência de investidores ditos como “não racionais”, como a tendência de alguns investidores em especular, ou reagir em momentos de otimismo ou em momentos de pessimismo, como entendem Baker e Wurgler¹¹⁸, e ainda servindo a justificar as bolhas especulativas¹¹⁹.

Além da “irracionalidade” do investidor há ainda a possibilidade de manipulação de informações, o uso de notícias tendenciosas para direcionar a opinião do público, dos agentes, de acordo com quem está financiando¹²⁰.

¹¹⁵ LONG, B. et. al. *Noise trader risk in financial markets*. Journal of Political Economy, v. 98, n. 4, p. 703-738, Ago, 1990.

¹¹⁶ HONG, H.; STEIN, J.C. *A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets*. The Journal of Finance, v.6, p. 2143-2184, dez. 1999.

¹¹⁷ HIRSHELEIFER, D. op. cit. p. 1534.

¹¹⁸ BAKER, M.; WURGLER, J. *Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns*. The Journal of Finance, p. 1645-1680, ago. 2006.

¹¹⁹ SMIDT, S. *A new look at the random walk hypothesis*. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, p. 235-261, set 1968, p. 257.

¹²⁰ TRIMARCHI, Michele. *Ideologia, informazione e rente-seeking: la relazione principale-agente nel mercato elettorale e il ruolo dei partiti politici*, in Il Politico – Rivista italiana di scienze politiche, Pavia, ano LVI, Fasc 157, n° 1, jan/mar 1991, pp. 97-105.

Por fim, para Zhang¹²¹, Lee, Schleifer e Thaler¹²², todos estes termos são usados para caracterizar erros de avaliação de investidores, refletindo as crenças errôneas de investidores sobre determinados ativos e expressando o componente da expectativa sobre o retorno de ativos que não está relacionada com seu valor fundamental.

10 – Visão social das fusões

As primeiras etapas de um processo de fusão entre empresas costumam ser delicadas em virtude do medo causado pelas incertezas típicas de tais procedimentos. Os empregados envolvidos tendem à desmotivação e menores índices de determinação, criatividade, iniciativa e tolerância¹²³.

Já houve estudos que apresentaram indicadores de que a realização de fusão entre empresas pode implicar em uma queda na qualidade de vida no trabalho, tais como o aumento na quantidade de ausências por motivo saúde e um maior índice de desenvolvimento de doenças ocupacionais e ocorrência de acidentes de trabalho¹²⁴. Tais resultados tanto podem indicar uma piora geral na saúde dos empregados (provavelmente em decorrência de aumento no quadro de estresse, já que altos níveis de ansiedade por tempo prolongado podem causar doenças físicas ou psicológicas, e/ou de insalubridade do ambiente laboral) como também um reflexo da insatisfação e desmotivação dos funcionários, que estejam a se utilizar de artifícios ludibriosos para se ausentarem do trabalho. Em ambos os casos temos uma queda na produtividade em decorrência dos efeitos da fusão sobre o corpo de empregados, com uma potencial perda na lucratividade.

Não podemos ignorar, portanto, que, embora sejam motivadas, principalmente, por questões financeiras, as fusões dependem, também, da satisfação e motivação dos

¹²¹ ZHANG, C. *Defining, modeling, and measuring investor sentiment*. Berkeley: University of California, 2008, Doctoral Thesis. p. 9.

¹²² LEE, C.M.C.; SHLEIFER, A.; THALER, R.H. *Investor sentiment and the closed-end fund puzzle*. The Journal of Finance, v. 46, n.1, p. 75-109, mar 1991, p. 76.

¹²³ FRAGA, Valdez F. *O Humano nas fusões Organizacionais*, in *Revista de Administração Pública*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, v. 35, n.2, (mar/abr. 2001), pp. 229-233, p. 230.

¹²⁴ LIMONGI-FRANÇA, A. C. *Qualidade de Vida no Trabalho - QVT Conceitos e práticas nas empresas da sociedade pós-industrial*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 97.

empregados remanescentes para atingir os objetivos almejados pela operação. Ações baseadas numa visão puramente financeira têm, frequentemente, desmantelado o corpo organizacional das empresas e obscurecido seu espírito.¹²⁵ Neste sentido, a realização de negociações antecipadas e amigáveis, com o fito de implementar melhorias na qualidade de vida dos trabalhadores da empresa podem minimizar efeitos negativos da fusão.

Diante de tais constatações, Valderez F. Fraga chama a atenção para a necessidade de orientar as decisões levando em consideração os impactos causados, principalmente, em quatro dimensões: pessoal (pois ciente da necessidade de se respeitar os profissionais em se tratando de relações humanas de trabalho); social (no que se refere à responsabilidade social da empresa com relação a seus produtos e serviços prestados); organizacional (considerando que, de maneira mais profunda, a sobrevivência e sucesso duradouros da empresa também depende da construção de uma imagem que transmita confiança, competência social e ética, em vez de demonstrar a busca de lucro a todo custo); e política (conscientizando governo e população da função social da nova empresa na geração de empregos e melhoria de qualidade de vida do povo)¹²⁶.

Também se faz necessário ter em mente que, finalizado o processo, deve-se estruturar um novo ambiente de trabalho, considerando a miscigenação de culturas e hábitos laborais, de tal forma que a empresa resultante deve estabelecer uma nova identidade, evitando a utilização de conceitos do tipo “empresa adquirente” e “empresa adquirida”, que podem desencadear sentimentos de submissão e prepotência, extremamente perigosos para a harmonia no ambiente de trabalho. Se a empresa falha em se estabelecer como uma, dá-se margem para pequenas disputas internas e falta de cooperação, o que também implica na redução de desempenho da pessoa jurídica e, novamente, refletirá sobre sua margem de lucros.

Nas fusões internacionais, o panorama tende a ser ainda mais delicado, em decorrência da possibilidade de identidades culturais distintas entrarem em conflito. Estas diferenças, contudo, não devem ser encaradas como barreiras ou motivo de exclusões, mas sim como possibilidade de enriquecimento e desenvolvimento humano, a partir da compreensão do outro, troca de experiências e da partilha de novos valores que podem ser agregados.

¹²⁵ FRAGA, Valderez F. *Op. cit.* p. 229.

¹²⁶ FRAGA, Valderez F. *Op. cit.* pp. 230-231.

Em qualquer dos casos (fusão nacional, regional ou internacional), a comunicação clara é essencial para o envolvimento e participação dos funcionários¹²⁷.

Embora historicamente o fator humano tenha sido ignorado pelas fusões, hoje, depois de diversos exemplos que fracassaram por tais razões, já se despertou para a importância das pessoas, as quais devem ser encaradas com prioridade, para o sucesso das operações¹²⁸. Isto porque as chances de sucesso na aquisição de uma grande empresa giram em torno de apenas 30% (trinta por cento), e as maiores causas de tais insucessos estão relacionadas com os conflitos culturais¹²⁹.

Um processo de fusão que não aprecia as histórias institucionais das empresas envolvidas, nem busca compreender suas vivências anteriores, tende, naturalmente, ao fracasso. Da mesma forma, a incapacidade identificar os sentimentos dos profissionais descritos acima (medo, frustração, incertezas), respeitar as diferentes culturas e reconhecer seus valores, bem como a não compatibilização ritmos e estilos de trabalho praticados previamente também são fatores que podem por abaixo o sucesso da operação. E, quanto a estes últimos, há muitos pontos a serem unificados, tais como a padronização de atividades, o plano de cargos e salários, os benefícios aos quais os empregados terão direito etc.

Toda mudança pode ser difícil e exige um tempo para adaptação. Especialmente em um processo de fusão, que pode ocasionar mudanças drásticas na vida dos empregados das empresas combinadas, é natural que uma parte destes funcionários, principalmente aqueles que mais se identificavam com a organização anterior – não as aceite, ou precise de um tempo para se acostumar, pois podem experimentar sentimentos de raiva ou perda. Principalmente, levando em consideração o alto nível de ansiedade a que são submetidos diante das incertezas da fusão e da possibilidade da perda de emprego. Portanto, as

¹²⁷ BECKER, G. V. O Papel da Gestão de Pessoas em Processos de Fusões e Aquisições de Empresas, in BITTENCOURT, C. *Gestão Contemporânea de Pessoas Novas práticas, conceitos tradicionais*. Porto Alegre: Bookman, 2004, pp.190-207.p. 195.

¹²⁸ Podemos citar, como exemplo, a fusão da empresa brasileira Nuclen (Nuclebrás Engenharia S/A) com a Diretoria Nuclear de Furnas, em 1997, que deu origem à Eletronuclear, subsidiária da Eletrobras (Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – sociedade sob controle acionário do Governo Federal do Brasil, que atua como uma *holding*, dividida em geração, transmissão e distribuição), que apresentou o fator segurança como prioridade, colocando o ser humano como recurso e objetivo de todo o trabalho da empresa, para estabelecer um ponto de concordância para as muitas divergências existentes e possibilitar o sucesso da fusão.

¹²⁹ HARDING, David; ROVIT, Sam. *Garantindo o sucesso em fusões e aquisições: Quatro decisões chave para a sua próxima negociação*. Rio de Janeiro: Elsevier Editora, 2005, p. 21.

lideranças envolvidas têm que ter em mente este aspecto mais humano e enxergar seus empregados como parceiros no processo, em vez tratá-los como meras variáveis de custo.

Outro problema comum enfrentado pelas operações de fusão são as demissões. Estas costumam se concentrar nos empregados permanentes para possibilitar a contratação de trabalhadores temporários ou de tempo parcial, para cortar custos¹³⁰.

Ademais, ao analisar os impactos sociais das fusões, não se deve levar em conta apenas os funcionários das empresas combinadas, mas também aqueles causados sobre a população local.

Isto porque, a fusão de grandes empresas que dominem determinado mercado pode ter efeitos práticos de monopólio da respectiva atividade. E os riscos da falta de concorrência já são velhos conhecidos das sociedades, razões pelas quais o monopólio é combatido ao redor do mundo.

Por isto, mister se faz a intervenção estatal para coibir fusões de empresas que resultem em monopólio na prestação de serviços ou no fornecimento de produtos.

¹³⁰ INTERNATIONAL LABOUR ORGANIZATION. *The employment impact of mergers and acquisitions in the banking and financial services sector*. Genebra, 09 jan. 2001. Disponível em: <http://www.ilo.org/public/libdoc/ilo/2001/101B09_7_engl.pdf>. Acesso em 9 jul. 2015, p. 57

CAPÍTULO II

AS FUSÕES COMO EXERCÍCIOS DE DIREITO DE REESTRUTURAÇÃO EMPRESARIAL

É recorrente as empresas buscarem se adequar às novas realidades do mundo econômico internacional, assim, as operações de fusão – de uma ou mais sociedades em uma terceira nova ou ainda a aquisição de uma já existente, tal como a cisão¹³¹, é um meio comum de solucionarem a busca em aumentar a eficiência das formas de organização empresarial¹³².

Neste sentido, deve-se atentar a possível tributação excessiva, como também a neutralidade das operações de fusão, melhores tratadas nos subtópicos a seguir.

1 – As fusões e as cisões e a dificuldade da tributação excessiva

A análise das consequências fiscais das operações de fusão e aquisição é um tema bastante estudado e presente, devendo-se observar as possíveis vantagens e desvantagens que pode resultar delas, seja na perspectiva do sujeito passivo – buscando aumentar as vantagens, seja na perspectiva do Fisco, do legislador – que buscará inibir o abuso e traçar limites às novas operações quanto à fiscalidade.

A tributação destas operações pode ser um verdadeiro incentivo, como também desestimular a concretização e busca pelas F&As, principalmente, quando ocorre a falta de qualquer resultado da operação, seja porque esta buscou apenas estagnar os prejuízos presentes ou tão-somente aumentar a expectativa de lucros futuros. Em casos como esses,

¹³¹ Em que uma sociedade se transforma em outras sociedades.

¹³² SANCHES, J.L.S *Fusão inversa e neutralidade (da Administração) Fiscal*. In *Fiscalidade* n.º 34 – Revista de Direito e Gestão Fiscal. Lisboa: Instituto Superior de Gestão. ISSN: 0874-7326. 2008, pp. 7-34, p. 9. Ainda, no mesmo sentido, António Martins, “A influencia da Lei Fiscal nas Decisões de Reestruturação: uma perspectiva financeira”, in J.L. Saldanha Sanches / JOÃO TABORDA DA GAMA / FRANCISCO DE SOUSA DA CÂMARA (org.), *Reestruturação de empresas e limites do planeamento fiscal* (Coimbra: 2009), no prelo; P. OLAVO CUNHA, *Direito das sociedades comerciais*, Coimbra: Almedina, 2006, p. 636.

em que não há pagamentos em dinheiro dos direitos alienados, mas sim um esquema em que as próprias participações sociais constituem o efetivo da prestação, é permitida a possibilidade de apenas ter o pagamento em dinheiro de 10% da transação¹³³.

Faz-se necessário ressaltar que essas transações sem liquidez são as mais frequentes em sede de reestruturação, tornando mais controverso a tributação sobre estas operações. A reestruturação pode ocorrer em um grupo de sociedades, seja para expandir ou retrain, e em muitos casos, a operação somente será feita por não constituir um investimento no sentido de exigir a mobilização de recursos financeiros. Desta maneira, caso esta operação deva ser acompanhada de um imposto, na maior parte dos casos não ocorrerá¹³⁴.

Veja, se a operação for seguida de um tributo a pagar, as empresas buscarão outros meios de alcançar a reestruturação – como, por exemplo, uma cooperação ou ainda o consórcio, uma vez que na reestruturação busca-se aumentar a eficiência econômica da estrutura empresarial no futuro. Não produzindo qualquer lucro no momento da transação e não existindo vantagens elevadas e certas que compensem a existência de um imposto.

A neutralidade fiscal faz-se importante a estes casos de fusões, pois a sua ausência determina que as empresas busquem vantagens da atuação em conjunto de outras maneiras e sem o custo fiscal da operação.

Saldanha Sanches afirma que a cobrança desses impostos gera o *excesso burden*¹³⁵. Ou seja, as partes não obterão a vantagem econômica que ambicionavam, nem o Estado cobrará o imposto¹³⁶.

Assim, como todos sairiam perdendo no caso de operações de reestruturação que não se realizariam por motivos fiscais, a solução legislativa e jurídica é a neutralidade fiscal, ou seja, de não tributar estas operações¹³⁷.

Não obstante, para melhor compreensão do problema, alude-se como é que estas operações são tributadas.

¹³³ SANCHES, J.L.S. *Op. cit.* 2008, p. 16.

¹³⁴ SANCHES, J.L.S. *Op. cit.* 2008, p. 16.

¹³⁵ O *excess burden* ocorre quando um imposto retira o incentivo a uma transação, uma vez que o montante do imposto é mais elevado que o benefício líquido às partes na realização desta transação.

¹³⁶ SANCHES, J.L.S. *Op. cit.* 2008, pp. 10-11.

¹³⁷ É possível observar que não há perda de receita fiscal na neutralidade fiscal acima citada, logo que se trata de um imposto que não seria cobrado na maioria das vezes porque a operação não existiria.

2 – A neutralidade das operações de fusão

Saldanha Sanches¹³⁸ afirma que sempre é ponderada uma análise das implicações fiscais das operações de fusão, como quais as vantagens e desvantagens para se ponderar a operação, mesmo que a fiscal não seja a principal motivação à operação.

No caso de Portugal existe um regime geral aplicável às fusões de sociedades e um regime especial de neutralidade fiscal, sendo que este último é o objeto de estudo do presente trabalho.

De acordo com António Martins o sistema fiscal não deve “*influenciar as escolhas mais eficientes da organização das atividades económicas ou do seu financiamento*”¹³⁹, prevalecendo a motivação econômica no plano da reorganização ou reestruturação empresarial.

Em continuidade, é possível afirmar que há um propósito de regime de neutralidade fiscal no enquadramento das operações de reestruturação, tanto em Portugal como em outros países, pois a que comanda as razões destas operações é econômica e não fiscal.

No mesmo sentido, Casalta Nabais¹⁴⁰ afirma que:

(...) nos termos dos arts. 73.º a 78.º, está previsto um regime especial aplicável às fusões, cisões, entradas de activos e permutas de partes sociais de sociedades residentes. Trata-se de um regime especial que é exigido pela Directiva n.º 90/434/CEE quando nestas operações intervenham sociedades de diferentes Estados-Membros da União Europeia, o qual tem por objetivo assegurar a neutralidade fiscal dessas operações de reorganização das unidades produtivas. Regime cuja aplicação exige que sejam observadas determinadas condições.

¹³⁸ SANCHES, J.L. *Op. cit.* 2008, p. 10-11.

¹³⁹ SANCHES, J. L.S. *et. al.* In António Martins, “*A Influência da Lei Fiscal nas Decisões de Reestruturar: uma perspectiva financeira*”. 2009, p. 13-37. p. 37.

¹⁴⁰ CASALTA NABAIS, José. *Direito Fiscal*. 6. ed. Coimbra: Almedina. 2010, p. 605.

Para Freitas Pereira¹⁴¹, é importante não se esquecer de que o regime de neutralidade fiscal nem sempre é mais favorável do que regime geral, devendo sempre se atentar no momento da operação.

Nesta perspectiva, DePamphilis (2005)¹⁴² traz a questão dos benefícios fiscais. Quando estes são associados à transferência de prejuízos e de créditos fiscais podem ser ensejadores de fusões, entretanto, o regime de neutralidade fiscal ou equivalente se faz mais importante na concretização de uma fusão, servindo até como um requisito prévio à realização do negócio.

Ou seja, apesar da questão fiscal não ser o motivo basilar para uma fusão e aquisição, principalmente, para a reestruturação de uma empresa, não há como abolir a influência da fiscalidade nas deliberações das operações.

3 – O abuso das fusões

Sob o regime de neutralidade fiscal e a possibilidade de utilizar os prejuízos fiscais das sociedades incorporadas, advieram-se abusos no bom emprego do regime, através de negócios fraudulentos, dirigidos por meios artificiosos. Desta maneira, as cláusulas de antiabuso são necessárias para manter um sistema justo.

Estas cláusulas podem ser do tipo geral, abrangendo todo o sistema fiscal, ou especial, destinando-se a situações específicas.

Em torno da cláusula geral de antiabuso em Portugal (o n.º 2 do artigo 38.º da Lei Geral Tributária) não há maiores discussões. Contudo, quando se infere a situações específicas, há divergências na doutrina.

¹⁴¹ FREITAS PEREIRA, M.H. “Regime fiscal aplicável a fusões, cisões e entradas de activos – novos desenvolvimentos”, *Estudos em Homenagem ao Prof. Dr. Paulo de Pitta e Cunha*, vol. 2, Coimbra: Almedina. 2010, p. 423-446.

¹⁴² DePAMPHILIS, Donald M. *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: Na Integrated Approach to Process, Tools, Case, and Solutions*. Thrid Edition, Elsevier Academic Press. 2005, p. 23. “Also reduces the amount of future taxable income generated by the combined companies”.

Para António Martins a “*falta de neutralidade também decorrerá do facto de o regime fiscal aplicável às fusões não ter uma base de aplicação ampla a todas as operações, existindo tratamento fiscal diferente, mesmo quando existe justificação económica para a sua realização*”¹⁴³.

A maior preocupação do fisco quanto ao uso da dedução de prejuízos fiscais nas operações de fusão, é que os empresários estejam em busca de fraudar o regime tributário. No mesmo contexto, é notório que algumas empresas tentam utilizar de reestruturação de maneira abusiva e com o fim de reduzir a obrigação fiscal.

Assim, a fim de evitar os comportamentos de fraude, o fisco se resguarda a aplicar a cláusula antiabuso - questão pacífica e presente na Diretiva n.º 2009/133/CE¹⁴⁴. Ou seja, a administração fiscal se recusa a atribuir o regime de neutralidade fiscal para uma operação, quando nesta existir indícios da intenção do sujeito passivo em abusar do regime.

Esta cláusula tem o objetivo principal “*de permitir impedir a atribuição de neutralidade fiscal à realização de reorganizações societárias com propósitos de elisão fiscal ilegítima*”¹⁴⁵.

Entretanto, há uma discussão quanto às cláusulas de antiabuso específicas. Elas surgem para combater comportamentos específicos qualificados, a princípio, como abusivos. Faz-se presente em diversos impostos vigentes em Portugal, concentrando-se nos impostos sobre o rendimento.

¹⁴³ SANCHES, J. L.S. et al. In António Martins, “*A Influencia da Lei Fiscal nas Decisões de Reestruturar: uma perspectiva financeira*”. 2009, p. 22.

No mesmo propósito da neutralidade fiscal e da possibilidade de dedução de prejuízos fiscais, Poitevin fala “*It is a well established fact that the asymmetric fiscal treatment of firms’ losses and profits introduces distortions in economic decisions. (...) Neutrality is defined as tax losses being available on the same basis regardless of any takeover activity*”. POITEVIN, M., *Effects of the Fiscal Treatment of Tax Losses on the Efficiency of Markets and the Incidence of Mergers*. 2002, pp. 156-157, p. 156.

¹⁴⁴ A Diretiva n.º 90/434/CEE teve suas normas transpostas ao direito luso através do DL n.º 6/93, 9 de janeiro. A versão atualizada da Diretiva é a de n.º 2009/133/CE.

¹⁴⁵ CÂMARA, Francisco de Sousa. *As operações de Reestruturação e a Cláusula Anti-abuso prevista no artigo 67.º/10 do CIRC*. In BORGES, Ricardo. et al. *Reestruturação de Empresas e Limites do Planeamento Fiscal*. Coimbra: Coimbra Editora, 2009. ISBN: 978-972-32-1720-9, p. 86.

De acordo com Manuela Teixeira¹⁴⁶, a maioria das cláusulas antiabuso se relaciona com as operações de reestruturação, deduções de prejuízos fiscais, liquidação de sociedades e utilização de Estados com regimes fiscais privilegiados.

Para Câmara, a existência de razões econômicas válidas foi considerada como condição de atribuição de benefícios fiscais específicos quanto à reestruturação empresarial, como da transmissibilidade dos prejuízos fiscais e da atribuição de isenções tributárias. Todavia,

(...) a utilização de critérios específicos que não são meramente exemplificativos, representa não só a tentativa de alcançar objetivos específicos (extra-fiscais) como a intenção do legislador de atribuir maior discricionariedade à administração para decidir sobre a concessão ou a rejeição da pretensão (do benefício) requerida pelos intervenientes nas operações de reorganização¹⁴⁷.

O mesmo autor ressalta que não é proibido uma sociedade procurar a redução na carga tributária, como também não caracteriza uma situação de fraude ou evasão fiscal, se a reestruturação apresentar razões econômicas válidas¹⁴⁸.

Dessa maneira, o dispositivo legal prevê a verificação desta condição para a concessão, mas não se faz suficiente para a atribuição.

4 - Fusões diretas e fusões inversas

Quando o regime especial não é adotado, as operações são abrangidas pelo regime geral, que leva em conta a determinação do lucro tributável as mais-valias e outros resultados apurados na operação de transferência dos elementos patrimoniais ativos e passivos à sociedade beneficiária¹⁴⁹.

¹⁴⁶ SANCHES, J. L.S. *et al.*, in Manuela Duro Teixeira, “Reestruturação de empresas e limites do planeamento fiscal”, 2009, pp. 271-277.

¹⁴⁷ SANCHES, J. L.S. *et al.*, in Francisco de Sousa da Câmara, “As operações de Reestruturação e a Cláusula Antiabuso Prevista no artigo 67.º/10 do CIRC”. 2009, p. 91.

¹⁴⁸ Vide caso *Zwijnenburg*, em que o TJUE se pronunciou sobre o assunto e consta no capítulo III deste estudo.

¹⁴⁹ CIRC, artigo 17.º, n.º 1 e artigo 20.º.

Por sofrer implicações diretas de vários tributos, diferentes sistemas fiscais buscaram uma solução que permitisse o não desincentivo de todas as partes à realização da fusão, resultando na implementação de neutralidade fiscal às operações de fusão de sociedades, sob orientação da Diretiva 2009/133/CE do Conselho, de 19 de Outubro, aos Estados-Membros da União.

Entretanto, quando o tópico versava sobre fusão inversa, a Administração Fiscal Portuguesa arguia que não havia previsão especial legal a esta operação, uma vez que o legislador não elencou o tipo especial de fusão por incorporação¹⁵⁰.

Saldanha Sanches entende que a Administração Fiscal encontrava-se equivocada com tal argumento, logo que, a fusão de uma sociedade em outra que detinha enquadrava-se *“no conceito normal de fusão da alínea a), do n.º 1 do artigo 67.º do CIRC. Não havendo qualquer argumento levemente substancial para a diferença de tratamento, a Administração fiscal agarra-se a um formalismo nunca visto (...)”*¹⁵¹.

Aos casos das fusões transfronteiriças, o Tribunal de Justiça da Comunidade Europeia (TJCE) era competente para julgar os episódios, assim como para os casos em que um país não distinguia o regime aplicável às fusões-cisões internacionais e às transfronteiriças, baseando-se na Diretiva.

Vale ressaltar que a política do Direito Comunitário é consentir estas operações com neutralidade, não aceitando abusos pelas partes envolvidas, tanto para as fusões diretas como as fusões inversas.

No entanto, de acordo com o Centro de Estudos Fiscais (CEF), o qual vinculou a informação por um parecer, as fusões inversas não estavam abrangidas pelo regime de neutralidade fiscal a época. Havia uma distinção entre os tipos de fusão onde não deveria existir, uma vez que a legislação não a fazia¹⁵².

¹⁵⁰ Contudo com a reforma do CIRC em 2014, admitiu-se o regime especial de neutralidade fiscal às fusões inversas.

¹⁵¹ SANCHES, J. L.S. *Op. cit.* 2008, p. 25.

¹⁵² *“(...) a incorporante adquire, como acções próprias, aquelas que eram detidas pela incorporada, devendo ao mesmo tempo entregar essas acções aos sócios da sociedade mãe que se dissolve”*. Parecer do CEF n.º 45/2004.

4.1 – Ações próprias

O ordenamento jurídico português permite que uma sociedade detenha parte do seu próprio capital social. Isso significa que ela detém uma parte de si. Contudo, observa-se que há restrições, logo que reuni na mesma entidade parte dos direitos e deveres correspondentes da titularidade.

Para José Engrácia Antunes, quando uma sociedade:

(...) adquire uma participação no seu próprio capital (autoparticipação), já a diminuição patrimonial acarretada pela saída de bens necessários àquela aquisição não encontra rigorosamente qualquer contrapartida na entrada de outros valores: é que o valor das acções ou quotas adquiridas está afinal dependente do valor do restante património social, que aquelas simplesmente representam e ao qual nada acrescentam – criando-se assim um <<*perpetuum mobile*>>, no qual a situação patrimonial da sociedade determina o valor de certos bens sociais (acções ou quotas), os quais, por seu turno, contribuíram para determinar aquela situação patrimonial¹⁵³.

Pela regulamentação da UE, as sociedades por ações devem respeitar um limite às ações próprias que uma sociedade pode adquirir, não ultrapassando o alcance das reservas passíveis de distribuição da sociedade¹⁵⁴.

Sintetizando, as ações próprias são aquelas que procedem de um processo de aquisição rigidamente regulamentado, com um limite máximo sempre e que não têm relação com o processo da fusão inversa.

4.2 – O negócio jurídico de fusão inversa

Após estudar o caso das fusões em diferentes perspectivas, resta ainda a definição e análise das fusões inversas.

¹⁵³ ANTUNES, J.A.E. *Os Grupos de Sociedades*. Coimbra: 2002, p. 378 *apud* SANCHES, J.L.S *Op.c cit.* 2008, p. 27.

¹⁵⁴ “(...) as sociedades anónimas deverão ter a possibilidade de adquirir acções próprias até ao limite das reservas passíveis de distribuição da sociedade e o período durante o qual tal aquisição pode ser autorizada pela assembleia geral deverá ser prolongado, de forma a reforçar a flexibilidade e a reduzir a carga administrativa das sociedades, que devem reagir rapidamente às evoluções do mercado que afectam a cotação das suas acções(...)” – Directiva 2006/68/CE.

Para Saldanha Sanches a fusão inversa é uma “*operação através da qual uma sociedade é incorporada e dissolvida numa sua subsidiária que detém a 100%*”¹⁵⁵.

Para Antunes¹⁵⁶, a detenção de uma sociedade a 100% ocorre quando esta atenha direta ou indiretamente a totalidade das partes sociais de outra.

Ou seja, o negócio jurídico acontece com uma relação de troca. Assim, deve-se analisar o que foi cambiado na operação.

Para melhor visualização, Saldanha Sanches apresenta um exemplo:

A sociedade A domina a sociedade B, e vai extinguir-se e ver o seu património integrado na sociedade B que, antes da fusão, dominava a 100%. Os sócios de A permitem-no e estão mesmo interessados em que isto aconteça. Porquê? Porque vão perder as partes de capital de A (a sociedade extingue-se e, com ela, as partes que titulam o seu capital), mas vão receber as acções de B que se encontravam na carteira de títulos de A, na conta “participações financeiras”. As acções de B, antes detidas a 100% pela A que se vai extinguir, são o preço recebido pelos sócios da sociedade extinta. O património de A vai ser dividido: as acções de B vão para os sócios de A. todos os outros activos e passivos de A vão para B. os títulos de A extinguem-se”¹⁵⁷. No mesmo sentido Carlos Osorio de Castro “as acções, como feixes de direitos e deveres, extinguem-se, obviamente, quando se extingue também a sociedade em questão, o que pode suceder na sequencia de uma fusão, de uma cisão, de uma transformação, ou da dissolução seguida da correspondente liquidação”¹⁵⁸.

Quanto aos motivos que levam as empresas a optarem pela operação de fusão inversa, esses vão além do que a tentativa de iludir o fisco.

Em primeiro caso, pode ocorrer porque a empresa dominada é cotada em bolsa e a empresa dominante não é. Logo, para ser mantida a cotação em bolsa da sociedade oriunda da fusão, realiza-se a fusão inversa.

Outra causa pode ser da sociedade dominante ser uma *holding*¹⁵⁹ e a sociedade dominada ser uma operativa. Sendo assim, faz-se mais lógico que se mantenha a empresa dominada como resultante da operação de fusão, uma vez que é uma empresa operativa.

¹⁵⁵ SANCHES, J.L.S. *Op. cit.*. In *Fiscalidade n.º 34 – Revista de Direito e Gestão Fiscal*. Lisboa: Instituto Superior de Gestão. 2008, pp. 7-34, p.8.

¹⁵⁶ ANTUNES, José A. E. *Os Grupos de Sociedades, Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocitária*. Coimbra: Edições Almedina, SA, ISBN: 972-40-1629-3. 2002, p. 843.

¹⁵⁷ SANCHES, J.L.S. *Op. cit.* 2008, pp. 7-34, p. 28.

¹⁵⁸ C. OSÓRIO DE CASTRO. *Valores Mobiliários – conceito e espécies*. Porto: 1998, 82-3 in SANCHES, J.L.S. *Op. cit.* 2008, pp. 7-34, p. 28.

¹⁵⁹ Recordando-se que uma *holding* é uma empresa que não produz bens nem serviços, destina-se apenas a controlar outras empresas subsidiárias, as quais têm suas acções majoritariamente detidas pela *holding*.

No mesmo contexto, a fusão inversa pode ser escolhida por questões de instalações próprias, onde se economizaria custos e burocracias na transmissão das instalações à sociedade resultante da fusão; ou, pelas relações comerciais da sociedade dominada, que apresenta maiores vantagens; ou ainda, quando a empresa dominada tem uma marca, nome forte, de prestígio e credibilidade no mercado, demonstrando maior competitividade no ramo.

No pretexto normativo, tanto o CIRC¹⁶⁰ quanto a Diretiva 2009/133/CE¹⁶¹ tipificam a fusão de sociedades em que a adquirente detém a adquirida a 100%.

Nesse tipo de fusão já havia a substituição do cambio de títulos representativos de capital, uma vez que as participações da sociedade incorporada, sendo controlada a 100% pela incorporante, naturalmente se extinguem.

O processo é o mesmo às fusões inversas. A contestação incide na sociedade que atribui os títulos. Nessa operação, a sociedade incorporante é a sociedade dominada e cabe a ela atribuir os seus títulos representativos do capital à sociedade dominante. Em outras palavras, os sócios da sociedade incorporada (dominante) passam a deter a sociedade dominada/resultante da operação¹⁶².

Não resta dúvida da existência e aplicação de operação de fusão inversa no ordenamento luso. Para Saldanha Sanches a previsão já se fazia no artigo 73.º do CIRC, como também na Diretiva. Em um primeiro momento há a transferência global do patrimônio da sociedade dominante à sociedade dominada. Posteriormente, verifica-se que as ações da sociedade beneficiária são atribuídas aos sócios da sociedade incorporada. Ou seja, anteriormente, a ocorrência da fusão, as ações que representam o capital social da sociedade dominada se encontravam no ativo da sociedade dominante. Não obstante, após a operação, as ações serão entregues aos sócios da sociedade dominada, não sofrendo a possibilidade de serem incorporados no processo de fusão.

Portanto, mesmo antes da reforma de 2014 no CIRC, já era certa a previsão deste tipo de fusão no Código. Tanto é que Saldanha Sanches sempre defendeu a aplicação do regime especial de neutralidade fiscal às fusões inversas, criticando duramente o papel da

¹⁶⁰ CIRC. Alínea c) do artigo 75.º.

¹⁶¹ Diretiva 2009/133/CE. Alínea a) do artigo 2.º.

¹⁶² SANCHES, J.L.S. *Op. cit.* 2008, pp. 7-34, p. 17.

Administração Fiscal em diversos casos, demonstrando abusos e preconceito pela Administração.

O fisco combatia o abuso por parte das empresas, principalmente, em sua forma mais vulgar, como a tentativa de uma empresa com lucros incorporar outra sociedade com prejuízos, reduzindo assim ou eliminando o imposto a pagar. Todavia, a má-fé não se fazia - e não se faz, presente na maioria dos casos, que acabavam prejudicados pela desconfiança e padronização nas decisões da Administração fiscal.

Ainda, o próprio CIRC¹⁶³ condenava a tentativa acima, permitindo a dedução dos prejuízos fiscais das sociedades fundidas aos lucros tributáveis da sociedade incorporante ou da nova sociedade, caso conseguisse a autorização do Ministro das Finanças. Sendo assim, a autoridade apenas aprovaria os episódios em que estas operações tivessem um interesse adequado ao redimensionamento das unidades econômicas.

Em suma, para buscar a aplicação das deduções dos prejuízos fiscais, uma sociedade dominante comprava uma sociedade dominada, mas na operação de fusão a dominada que acabava incorporando a dominante e assim pleiteando a dedução dos prejuízos.

A grande discussão gerada pelas fusões inversas é que até pouco tempo atrás – antes da reforma do CIRC em 2014 – a Administração Fiscal desconfiava destas operações e praticamente negava o direito à dedução dos prejuízos para estes casos, como se verifica no Parecer n.º 45/2004 do Centro de Estudos Fiscais.

4.2.1 – O Parecer n.º 45/2004 do Centro de Estudos Fiscais

Até a reforma do CIRC, pela Lei n.º 2/2014, de 16 de Janeiro, a posição da Administração Fiscal acerca da aplicabilidade do regime especial de neutralidade fiscal às operações de fusão inversas ia de encontro ao entendimento de grande parte da doutrina como a interpretação do direito europeu¹⁶⁴.

¹⁶³ Artigo 62.º, n.º 5 da versão original do CIRC.

¹⁶⁴ “(...) a política do Direito Comunitário é permitir estas operações com neutralidade, desde que não haja abusos por parte das entidades envolvidas”. SANCHES, J.L.S. *Op. cit.* 2008, pp. 7-34, p. 25.

No Parecer n.º 45/2004, do CEF, concluiu-se que a operação de reestruturação empresarial como a fusão inversa não era abrangida pelo regime especial de neutralidade fiscal estabelecido nos artigos 73.º e seguintes do CIRC, uma vez que a interpretação era que a fusão inversa não se enquadrava nas definições do n.º 1 do mesmo artigo.

Ainda, não bastando o não reconhecimento desta operação, foi requerido que a informação do parecer fosse vinculativo. A Administração Fiscal acolheu o parecer. A explicação para o não enquadramento da fusão inversa no regime especial é, entre outras, que como o legislador regulou especificamente o caso da fusão direta no CIRC e não o da fusão inversa, esta não poderia se beneficiar do regime de neutralidade fiscal.

Além da escusa acima, para Saldanha Sanches o parecer do CEF era confuso e distorcido, principalmente, sobre como enxergar a operação da fusão inversa. Quanto à questão da formação de reserva no processo de aquisição de ações, afirmava que:

(...) como temos aqui uma aquisição de acções, em que a autoparticipação subsiste e é integrada no património social, ainda que para ser imediatamente transferida, surge sempre a obrigação, por momentânea que seja, de tornar indisponível um reserva de montante igual àquele porque sejam contabilizadas¹⁶⁵.

Ou seja, o autor entendia que não existia razão para reserva momentânea e que esta deveria englobar na totalidade do capital da sociedade. Logo que, não seria possível ter uma fusão se a reserva fosse igual ou maior que o capital da sociedade ou ainda se a reserva tivesse sido recentemente transformada em capital.

Para Raúl Ventura as concepções do parecer:

Não merecem hoje mais do que referencia, como relíquias históricas,(...)velhas teorias que, por uma forma ou outra, concluíam que as acções da incorporante entravam no património da incorporada e daí transitavam para os sócios destas¹⁶⁶.

A confusa forma de conceber a fusão, onde se embaraçava a troca das participações com a entrega material dos títulos são vistas no parecer do CEF.

¹⁶⁵ Parecer do CEF n.º 45/2004.

¹⁶⁶ RAÚL VENTURA. *Fusão, Cisão, Transformação de Sociedades, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*. Coimbra: 1990, p. 222 in SANCHES, J.L.S. *Op. cit.* 2008, p. 30.

Destarte, este tema foi muito discutido até a reforma do CIRC em 2014. Atualmente, as fusões inversas passaram a ser expressamente englobadas no regime especial de neutralidade fiscal, constando a definição de fusão para efeitos fiscais.

4.3 – Do reconhecimento da neutralidade

O regime especial de neutralidade fiscal existe e está ao alcance das sociedades e empresas em casos de operações de fusão, cisão e entrada de ativos. Contudo, até 2014 as incorporações inversas não tinham o direito a este regime fiscal do ordenamento português. Somente com a reforma do CIRC em 2014 é que se tornou aplicável este regime para estas operações, uma vez que a previsão tornou-se expressa na norma lusitana¹⁶⁷.

Havia grande resistência a este tipo de operação e a Administração Fiscal olhava com desconfiança.

Um dos grandes defensores do reconhecimento da neutralidade às fusões inversas foi o douto Saldanha Sanches, como evidenciado acima. Ele demonstrou inúmeras vezes à arbitrariedade de decisões do Fisco, como as determinações em circulares.

Igualmente, cabe trazer os argumentos desenvolvidos por este grande estudioso e as razões defendidas pelos lados da discussão.

Em um despacho do Secretário de Estado dos Assuntos Fiscais quanto à matéria de isenção dos impostos de registro¹⁶⁸, teve-se decisão favorável ao pedido de isenção em uma operação de fusão por incorporação de uma sociedade em outra que detinha na totalidade (fusão inversa). Isso significa que, o Fisco aceitou a operação de fusão inversa.

Todavia, a Administração Fiscal, através de um parecer do CEF afirmou que não existia a inclusão das operações de fusão inversa no regime especial de neutralidade fiscal, resultando em posicionamentos, no mínimo, contraditórios.

¹⁶⁷ A ausência da previsão taxativa da fusão inversa no CIRC foi inúmeras vezes usadas como “desculpa” para negar a aplicação do regime de neutralidade fiscal a estas operações por parte da Administração Fiscal.

¹⁶⁸ Decreto-Lei n.º 404/90, de 21 de Dezembro.

De acordo com a legislação, o não enquadramento ao regime da neutralidade fiscal apenas pode ocorrer pelo incumprimento dos requisitos criados pela lei, assim, as fusões inversas não eram excluídas de acordo com Saldanha Sanches e parte da doutrina.

O contribuinte solicitava a neutralidade fiscal à Administração Fiscal, que de acordo com o projeto apresentado e a realidade da fusão, reconhecia ou não a neutralidade a uma fusão inversa.

Desse modo, a aplicação do regime acontecia após a verificação de todos os requisitos cumpridos.

Claro que a isenção é reconhecida *condicionalmente* ao cumprimento dos *requisitos*. Mas apenas dos requisitos que sejam a concretização futura do regime de neutralidade (ou seja, factos que ainda não possam ser verificados no momento do reconhecimento da neutralidade). Quanto aos *pressupostos*, ou requisitos entretanto verificáveis, o acto de reconhecimento da isenção já se pronunciou e a fusão é, a partir daí, neutral – produz todos os seus efeitos enquanto se cumparam os futuros requisitos que encontramos na lei. Quais? Os requisitos quanto ao tratamento contabilístico de fusão, previstos no artigo 68.º, n.º 3, do Código do IRC¹⁶⁹, os requisitos quanto à transmissibilidade de prejuízos previstos no artigo 69.º¹⁷⁰ e, com menos intensidade, todos os deveres de cooperação que decorram da fusão, previstos principalmente no actual artigo 72.º¹⁷¹ do Código do IRC¹⁷².

O requisito da continuidade contabilística, para a operação de fusão, foi criado a fim de evitar que os ativos possam ser reavaliados na nova sociedade – quando passa de uma a outra.

De tal modo, é possível compreender que o despacho favorável da Administração fiscal é um ato sujeito à condição resolutiva. Ou seja, não está sujeita a uma reavaliação de todos os seus pressupostos e requisitos do ato. Por fim:

“Tudo isso está na letra da lei. Só o arreigado preconceito contra as fusões inversas existente na Administração fiscal portuguesa, e cuja origem descrevemos acima, explica o nascimento deste problema: a absorção da sociedade-mãe pela sociedade filha é uma operação como qualquer outra (não havendo, por isso, qualquer razão para a excluir da neutralidade fiscal”¹⁷³.

¹⁶⁹ O artigo citado acima corresponde no atual código em vigência (2014) ao artigo 74.º, do CIRC.

¹⁷⁰ Corresponde ao artigo 79.º do CIRC vigente em 2014.

¹⁷¹ No atual CIRC vigente corresponde ao artigo 78.º.

¹⁷² SANCHES, J.L.S. *Op. cit.* 2008, pp. 7-34, p. 31.

¹⁷³ SANCHES, J.L.S. *Op. cit.* 2008, pp. 7-34, p. 28.

Principalmente, quando verificada a presença de razões econômicas válidas na operação, condição do artigo 15.º da Diretiva para excluir a cláusula de antiabuso.

Saldanha não poderia ter sido mais claro e laudável possível quando defendeu a aplicação do regime de neutralidade fiscal às fusões inversas. Situação a qual, atualíssima, é permitida.

Desse modo, é possível concluir que a reforma busca acabar com as divergências do passado e tornar o Estado mais competitivo no mercado econômico, acertando ao admitir as fusões inversas no sistema fiscal português.

CAPÍTULO III

REGIME FISCAL APLICÁVEL ÀS FUSÕES DE SOCIEDADES EM PORTUGAL E NA UNIÃO EUROPEIA

No presente capítulo, propõe-se trazer um estudo da tributação das operações de fusão, com ênfase particular ao IRC, apresentando sob a ótica do regime geral e quanto à aplicabilidade do regime especial de neutralidade fiscal.

Em regra, as operações de fusão podem produzir efeitos nos seguintes impostos do sistema fiscal português: IRC; Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares (IRS), Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA); Imposto do Selo; Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis (IMT) e Imposto Municipal Sobre Imóveis (IMI) ¹⁷⁴.

1 – IRC

Quanto ao IRC, é possível verificar no ordenamento português a existência de dois regimes de enquadramento às operações de fusão. O primeiro é o regime geral, e o segundo o regime especial de neutralidade fiscal (subsecção IV do CIRC).

Cabe ressaltar novamente que, o CIRC foi reformado no ano de 2014. Neste diapasão, o texto a seguir sempre se referirá à norma atualizada. Consignando ressalvas quando tratar de um artigo modificado.

¹⁷⁴ Apenas a título de complementação, cabe elucidar que em sede de IVA, IMT, IMI e Imposto do Selo não existem implicações associadas à aplicação ou não do regime especial de neutralidade fiscal às operações de fusão. Quanto ao IVA, as operações de fusão beneficiam-se da não incidência deste imposto, de acordo com o n.º 4, do artigo 3.º, do Código do IVA. Ou seja, a transmissão de bens ocorrida sob a fusão não sofre incidência do IVA no caso de estas sociedades envolvidas na operação serem sujeitos passivos integrais, logo que, o imposto a liquidar pela sociedade incorporada é idêntico ao que a sociedade incorporante tem direito a deduzir. Quanto aos demais impostos, há incidência de IMT às transmissões de bens imóveis por fusão de sociedades, de acordo com a alínea g, do n.º 5, do respectivo Código. Será também devido o Imposto do Selo sobre a transmissão dos imóveis no âmbito da fusão de acordo com a tabela geral do imposto do selo. Por fim, há ainda a incidência do IMI sobre os imóveis pertencentes a sociedade incorporada ou fundida.

Em continuidade, antes de adentrarmos ao regime especial de neutralidade fiscal, pelo qual as empresas podem optar, cabe tecer algumas palavras, sem a intenção de esgotar o tema, sobre o regime geral para melhor compreensão.

1.1 - Regime Geral

Para as operações de fusão abarcadas pelo regime geral, competem à determinação do lucro tributável as mais-valias e os demais resultados apurados com a transferência dos elementos patrimoniais ativos e passivos à sociedade incorporante, considerando os valores de mercado dos bens.

De acordo com o artigo 46.^o¹⁷⁵, do Código do IRC, a sociedade fundida será tributada pela diferença entre o valor da transmissão do patrimônio e o valor pelo qual foi registrado na sua contabilidade. Ou seja, do ponto de vista fiscal, a transmissão do patrimônio da sociedade incorporada para a sociedade incorporante é tratada como uma alienação.

Quanto aos ativos tangíveis transmitidos, a sociedade incorporante utilizará o regime dos bens em estado de uso, sobre os valores de mercado da transmissão.

Vale ressaltar que, nas fusões abarcadas pelo regime geral, a transferência de prejuízos fiscais gerados pela sociedade incorporada não se faz possível, como também a disponibilidade para a utilização, à esfera da sociedade incorporante.

Assim, sob um primeiro olhar, a escolha pelo regime geral às fusões aparenta ser desvantajoso e oneroso diante do regime especial de neutralidade fiscal, contudo, a situação torna-se favorável quando a sociedade incorporada apresenta prejuízos fiscais suficientes a absorver as mais-valias decorrentes da transferência do seu patrimônio. Evitando assim, a tributação futura no momento em que o patrimônio transferido seja vendido. Como também evita as condições impostas por lei quanto à utilização de

¹⁷⁵ CIRC (2014) Artigo 46.^o n.º 2 – As mais-valias e as menos-valias são dadas pela diferença entre o valor de realização, líquido dos encargos que lhe sejam inerentes, e o valor de aquisição, deduzido das depreciações e amortizações aceites fiscalmente, das perdas por imparidade e outras correções de valor previstas nos artigos 28.^o-A e 31.^o-B e ainda dos valores reconhecidos, como gasto fiscal nos termos do artigo 45.^o-A, sem prejuízo do disposto na parte final do n.º 3 do artigo 31.^o-A; / n.º 3 – Considera-se valor de realização: (...); d) Nos casos de fusão, cisão, entrada de ativos ou permuta de partes sociais, o valor de mercado dos elementos transmitidos em consequência daquelas operações; (...).”

prejuízos fiscais no âmbito destas operações. E, aumenta o valor das depreciações e amortizações após a fusão.

1.2 - Regime Especial de Neutralidade Fiscal

No aspecto do regime especial de neutralidade fiscal, vale primeiramente fazer um enquadramento ao nível do direito da UE, antes de adentar a aplicabilidade deste regime em Portugal.

1.2.1 – A Neutralidade Fiscal no Direito Comunitário

Como já dito nos capítulos acima, as empresas buscam meios que lhes sejam mais favoráveis para ampliarem seus negócios e afins. Assim, para evitar o desincentivo das operações associadas às fusões, e reconhecendo a importância que as mesmas têm no ramo empresarial e econômico de um Estado, distintos países adotam o regime de neutralidade fiscal (*tax free*) nas operações de fusão de sociedade em seus sistemas fiscais.

Em 1990, no espaço europeu, foi adotada a nível comunitário a Diretiva n.º 90/434/CEE¹⁷⁶, do Conselho, de 23 de Julho¹⁷⁷, sobre a qual versava quanto ao regime fiscal comum aplicável às fusões, cisões, entradas de ativos e permutas de ações entre sociedades dos Estados-Membros, visando proteger os interesses financeiros dos mesmos.

Para Câmara¹⁷⁸, a aprovação desta Diretiva possibilitou às empresas do mercado comum – à época - uma reorganização em ganhos de eficiência, produtividade e maior competitividade. Buscava-se criar na comunidade regras fiscais neutras relativas à

¹⁷⁶ A referida Diretiva foi alterada pela Diretiva n.º 2005/19/CE e posteriormente, foi recompilada pela Diretiva n.º 2009/133/CE, do Conselho, de 19 de Outubro.

¹⁷⁷ Cabe destacar que um dos objetivos da Diretiva foi instaurar “regras fiscais neutras relativamente à concorrência, a fim de permitir que as empresas se adaptem às exigências do mercado comum, aumentam a sua produtividade e reforcem a sua posição concorrencial no plano internacional”. Texto presente na exposição de motivos da Diretiva.

¹⁷⁸ CÂMARA, Francisco de Sousa. *As operações de Reestruturação e a Cláusula Anti-abuso prevista no artigo 67.º/10 do CIRC*. In BORGES, Ricardo. et al. *Reestruturação de Empresas e Limites do Planeamento Fiscal*. Coimbra: Coimbra Editora, 2009. ISBN: 978-972-32-1720-9.

concorrência, como também impedir entraves por restrições, desvantagens ou distorções resultantes das disposições fiscais dos Estados-Membros.

Posteriormente, veio a Diretiva 2005/19/CE, de 17 de fevereiro de 2005, a qual abarcou a aplicação do regime para cisões parciais e à transferência da sede de uma SE ou SCE de um Estado-Membro a outro.

Por fim, a atual Diretiva é a 2009/133/CE, do Conselho, de 19 de outubro, a qual revogou a Diretiva 90/434/CE e determinou um regime fiscal comum aplicável às fusões, cisões, cisões parciais, entradas de ativos e sede de uma SE ou de uma SCE de um Estado-Membro para outro.

A Diretiva traz em sua alínea *a)* do artigo 2.º a definição de fusão¹⁷⁹. Nota-se que o conceito de uma fusão vem acompanhado com a condição de a operação ocorrer na “*sequência e por ocasião da sua dissolução sem liquidação*”. Tal requisito não foi transposto à legislação fiscal portuguesa. Sendo que esta preferiu alargar o conceito às situações de fusão mediante uma operação de liquidação simples, indo ao encontro dos objetivos do Direito Europeu¹⁸⁰.

Além disso, a Diretiva também considera como fusão uma sociedade transferir o conjunto de ativo e de passivo à sociedade detentora da totalidade dos títulos representativos do seu capital social. Para Pereira, esta situação não exige uma operação de liquidação, uma vez que a sociedade incorporante é a única da sociedade incorporada¹⁸¹.

Saldanha Sanches¹⁸² afirma que a especificação acima tem o intuito de resolver um problema de previsão normativa que existiria na ausência desta, logo que deixaria de ser abrangido pelo regime de neutralidade fiscal o tipo de fusão inversa.

¹⁷⁹ Art. 2.º *a)*, *i)* “uma ou mais sociedades transferem, na sequência e por ocasião da sua dissolução sem liquidação, o conjunto do activo e do passivo que integra o seu património para outra sociedade já existente, mediante atribuição aos respectivos sócios de títulos representativos do capital social da outra sociedade e, eventualmente, de uma quantia em dinheiro não superior a 10 % do valor nominal ou, na ausência de valor nominal, do valor contabilístico desses títulos,”

¹⁸⁰ PEREIRA, Manuel Henrique de Freitas. *Fiscalidade*. 3 ed. Coimbra: Edições Almedina, AS, 2009. ISBN: 978-972-40-3876-6, p. 365-449.

¹⁸¹ PEREIRA, Tânia Carvalhais. *Neutralidade Fiscal na Transmissão do Património por Dissolução de Sociedade*. In *Fiscalidade*. N.º 41. Revista de Direito e Gestão Fiscal. Lisboa: Instituto Superior de Gestão. 2010. ISSN 0874-7326, p. 27.

¹⁸² SANCHES, J.L.S. *Op. cit.* 2008, pp. 7-34, p. 16-17.

Antes de passar a uma análise dos artigos, vale elucidar alguns comentários sobre as intenções desta Diretiva.

O legislador reforça a ideia de comunidade e a criação de situações análogas às de um mercado interno, assegurando o bom funcionamento para que estas operações – fusões, cisões, cisões parciais, permutas de ações entre sociedades de Estados-Membros e as entradas de ativos não sofram restrições, desvantagens, em particular, das disposições fiscais de cada Estado-Membro. Em outras palavras, garantir a justa concorrência e a aplicação de regras fiscais neutras para que assim aumentem a produtividade no plano internacional.

Quanto aos artigos da Diretiva, os três primeiros tratam das disposições gerais. O primeiro artigo determina que a própria norma aplica-se às operações de fusão, de cisão, de cisão parcial, de entradas de ativos e de permuta de ações que digam respeito a sociedades de Estados-Membros. Em continuidade, para que não permaneça qualquer dúvida nas definições destas operações - uma vez que é possível, já que a UE engloba diversos países, com legislações peculiares - como também de seus agentes envolvidos (sociedade contribuidora, beneficiária, adquirentes e demais), traz as aceções para estes termos de acordo com a UE.

Por conseguinte, o capítulo II versa sobre as regras aplicáveis a estas operações. Como a não implicância de qualquer tributação das mais-valias determinadas pela diferença entre o valor real dos elementos do ativo e do passivo transferidos, e o respectivo valor fiscal. Aos casos em que a sociedade beneficiária detém uma participação no capital da sociedade contribuidora, a mais-valia não sofrerá tributação¹⁸³. Ainda, garante a proteção ao sócio para que não suporte a tributação sobre o rendimento, quando a atribuição de títulos representativos do capital social da sociedade beneficiária a um sócio da sociedade adquirida.

Sobre as mais-valias, as que forem correspondentes à diferença entre o valor real e o valor fiscal dos elementos do ativo e do passivo transferidos não cedem lugar a qualquer

¹⁸³ O n.º 2 do artigo 7.º possibilita aos Estados-Membros a faculdade de derrogar a tributação para quando a participação da sociedade beneficiária no capital da sociedade contribuidora seja inferior a 15%.

tributação no momento da realização da operação¹⁸⁴. Sendo postergadas para quando ocorrer a alienação ou extinção do patrimônio. Quanto ao reporte de prejuízos, o artigo 6.º da Diretiva não impõe qualquer regime de transmissibilidade, estabelecendo apenas a extensão para operações transfronteiriças do regime interno¹⁸⁵.

O capítulo III tem apenas um artigo, o 10.º e trata de caso especial da transferência de um estabelecimento estável, o qual não será tributado pelo Estado-Membro da sociedade contribuidora, quando os bens transferidos por estas operações fizerem parte de um estabelecimento estável da sociedade contribuidora, situado em um Estado-Membro diverso de sociedade.

Em continuidade, para os casos especiais das entidades transparentes, um Estado-Membro pode deixar de aplicar a Diretiva ao tributar um sócio direto ou indireto da sociedade em relação ao rendimento, quando considerar uma sociedade contribuidora não residente fiscalmente transparente, como também aplicar a qualquer sócio direto ou indireto o mesmo tratamento para fins fiscais que aplicaria se a sociedade beneficiária fosse residente nesse Estado-Membro.

Quanto a transferência da sede de uma sociedade europeia (SE) ou de sociedade cooperativa europeia (SCE) entre os Estados-Membros, o capítulo V determina que a transferência não dá origem a qualquer tributação das mais-valias¹⁸⁶ no Estado-Membro onde foi feita a transferência da sede. Aplica-se essa regra às SE ou SCE quando estas calcularem as novas amortizações e as mais-valias ou menos-valias relativas aos elementos do ativo e do passivo que permanecem efetivamente afetos ao estabelecimento estável. Ainda, a mera transferência da sede não deve implicar qualquer tributação sobre o rendimento, sobre os lucros ou as mais-valias dos sócios. Salvo a possibilidade de o Estado-Membro tributar as mais-valias resultantes da posterior alienação dos títulos representativos do capital social da SE ou SCE que transfere a sua sede.

¹⁸⁴ Diretiva 2009/133/CE do Conselho de 19 de Outubro. Artigo 4.º – “1. A fusão, a cisão ou a cisão parcial não implicam qualquer tributação das mais-valias determinadas pela diferença entre o valor real dos elementos do activo e do passivo transferidos e o respectivo valor fiscal. (...)”.

¹⁸⁵ Artigo 6.º – “Na medida em que os Estados-Membros apliquem, quando as operações mencionadas na alínea a) do artigo 1.º se realizem entre sociedades do Estado-Membro da sociedade contribuidora, disposições que permitam a retoma, pela sociedade beneficiária, dos prejuízos da sociedade contribuidora ainda não deduzidos para fins fiscais, os Estados-Membros tornam extensivo o benefício dessas disposições à retoma, pelos estabelecimentos permanentes da sociedade beneficiária situados no seu território, dos prejuízos da sociedade contribuidora ainda não deduzidos para efeitos fiscais.”

¹⁸⁶ Nos termos do n.º 1 do artigo 4.º da Diretiva.

Por fim, o capítulo VI traz as disposições finais sobre a matéria, em que permite aos Estados-Membros se recusarem ou retirarem o benefício de todas as disposições dos artigos 4.º a 14.º se for evidente que a operação em causa tenha como objetivo a fraude ou evasão fiscal, ou ainda, tenha por resultado que uma sociedade deixe de preencher as condições necessárias à representação dos trabalhadores nos órgãos da sociedade de acordo com as disposições que estavam em vigor antes da referida operação.

Consagrando o tópico quanto à aplicação do regime de neutralidade fiscal no direito comunitário, vale destacar que a questão jurisprudencial será melhor tratada adiante.

Assim, em poucas palavras, a postura adota pelo Tribunal de Justiça da União Europeia (TJUE)¹⁸⁷, preza pela existência das razões economicamente válidas nas operações de reestruturação. Como também entende pela aplicabilidade do regime especial às fusões inversas. Mesmo tendo se manifestado apenas para determinar se a operação era uma reunião de capitais e assim estava a sombra da Diretiva que limita o poder dos Estados-Membros na tributação destas operações¹⁸⁸.

1.2.2 – A Neutralidade Fiscal em Portugal

As regras da Diretiva sobre o regime fiscal das fusões foram transpostas ao direito português. Logo, o CIRC passou a abrigar também em seu regime as operações realizadas por empresas de diferentes Estados-Membros e não apenas nacionais.

Como não há no ordenamento luso-jurídico-fiscal uma lei específica que verse somente sobre o regime especial de neutralidade fiscal das fusões, cisões e aquisições, a matéria se faz presente no Código do IRC, nos artigos 73.º a 78.º.

¹⁸⁷ Caso C-28/95 (*Leur-Bloem*), de 17.7.1997 (n.º 32). “Quando a legislação nacional se adequa para as soluções que dá a situações puramente internas às escolhidas em Direito Comunitário a fim, nomeadamente, de evitar o aparecimento de discriminações contra cidadãos nacionais ou, como no caso em apreço no processo principal, de eventuais distorções de concorrência, existe um interesse comunitário manifesto em que, para evitar divergências de interpretação futuras, as disposições ou as noções que se foram buscar ao Direito Comunitário sejam interpretadas de forma uniforme, quaisquer que sejam as condições em que se devem aplicar”.

¹⁸⁸ Caso C-46/04 (*Aro Tubi Trafilerie*), de 30.6.2006. Diretiva 69/335/CEE.

Ao se observar a estrutura deste regime, nota-se que respeita o princípio da continuidade do exercício da atividade pela sociedade beneficiária.

Neste tópico, será aprofundado o estudo sobre os dois primeiros artigos da Subsecção IV do Código do IRC e posteriormente, os demais serão apresentados em outros subtópicos.

O primeiro artigo da Subsecção IV, artigo 73.º, traz as definições legais sobre fusão, cisão, entrada de ativos e permutas de partes sociais, as quais já foram tratadas durante o atual trabalho.

Contudo, vale destacar o n.º 7 deste artigo, em que admite a aplicabilidade do regime especial às fusões que intervenham sociedades com sede ou direção efetiva em território português, como também sociedade de outros Estados-Membros, desde que respeitem as condições estabelecidas no artigo 3.º da Diretiva.

Em seguida, o artigo 74.º do Código de IRC trata sobre a aplicação do regime especial de neutralidade fiscal, quando este adotado pela empresa, sociedade. Estabelece no n.º 1 que a determinação do lucro tributável das sociedades fundidas não se leva em conta: i) qualquer resultado derivado da transferência dos elementos patrimoniais em consequência da fusão, cisão ou entrada de ativos; ii) os rendimentos de ajustamentos em inventários e as perdas por imparidade, e; iii) as provisões relativas a obrigações e encargos objeto de transferência, aceites para efeitos fiscais¹⁸⁹.

De acordo com o n.º 3 do mesmo artigo, a sociedade incorporante deve manter os elementos patrimoniais objeto de transferência pelos mesmos valores que tinham na sociedade fundida, para a aplicação do regime especial. Ou seja, não é permitido, em termos fiscais, o reconhecimento dos elementos patrimoniais de seus justos valores à data da operação, transação.

¹⁸⁹ Cabe trazer a título de elucidação o n.º 2 do mesmo artigo em que apresenta a exceção às sociedades estáveis situadas fora do território português, quando estas não são objeto de transferência a entidade não residentes. “Artigo 74.º (...) 2 – Sempre que, por motivo de fusão, cisão ou entrada de ativos, nas condições referidas nos números anteriores, seja transferido para uma sociedade residente de outro Estado membro um estabelecimento estável situado fora do território português de uma sociedade aqui residente, não se aplica em relação a esse estabelecimento estável o regime especial previsto no presente artigo, mas a sociedade residente pode deduzir o imposto que, na falta das disposições da Diretiva n.º2009/133/CE, do Conselho, de 19 de outubro, seria aplicável no Estado em que está situado esse estabelecimento estável, sendo essa dedução feita do mesmo modo e pelo mesmo montante a que haveria lugar se aquele imposto tivesse sido efetivamente liquidado e pago. (...)”

Observando o artigo 78.º do mesmo Código, onde versa sobre as obrigações acessórias, a entidade beneficiária deve passar a incluir no seu livro fiscal os valores relevantes a efeitos fiscais e valores considerados a efeitos contabilísticos, como comunicar à Direção Geral dos Impostos (DGCI) as operações de reestruturação empresarial.

A medida acima visa evitar os abusos por parte das sociedades no que tange a passagem de ativos e remete ao princípio da continuidade contabilística¹⁹⁰.

Entretanto, Amorim afirma que:

“Acolheu-se na contabilidade e, por arrastamento, na fiscalidade o método do justo valor como o método que melhor representa a realidade e a vontade das partes e por não existir uma alternativa fiável à mensuração do justo valor. (...) impondo às organizações a obrigação de registar os bens não por uma realidade abstracta mas por um valor de mercado ou um valor real ou ainda o preço de venda”¹⁹¹.

Logo, conclui-se que há discrepância entre o que a legislação exige em termos fiscais e o que exige em termos contabilísticos. Enquanto que, no primeiro os valores não podem ser justos no momento da operação, no segundo devem ser justos ao valor real de mercado. Ou seja, a sociedade que procura se beneficiar do regime especial deve seguir os termos fiscais para preencher os requisitos.

Quanto à determinação do lucro tributável da sociedade beneficiária, o n.º 4 determina que se deva considerar: i) o apuramento dos resultados atinentes aos elementos patrimoniais transferidos; ii) as depreciações ou amortizações sobre os elementos do ativo fixo tangível, do ativo intangível e das propriedades de investimento, e; iii) os ajustamentos em inventários, as perdas por imparidade e as provisões que foram transferidos. Mantendo assim, o regime aplicado anteriormente na esfera da sociedade incorporada aos elementos patrimoniais transferidos¹⁹².

O n.º 7 deste artigo, afirma que a sociedade incorporante não concorre à formação do lucro tributável a mais ou menos-valia resultante da anulação das partes de capital detidas naquelas sociedades em consequência da fusão quando elas detêm uma

¹⁹⁰ SANCHES, J.L.S. *Op. cit.* 2008, pp. 7-34.

¹⁹¹ AMORIM, José de Campos. *O justo valor e suas implicações fiscais*. Instituto Politécnico do Porto: Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto. 2012. Disponível em: http://recipp.ipp.pt/bistream/10400.22/850/1/COM_JoseAmorim_212.pdf Acesso em: 07/07/2015, p. 1.

¹⁹² Entenda-se ao nível das depreciações ou amortizações, ajustamentos em inventários, perdas por imparidade e provisões, garantindo assim a neutralidade da operação.

participação no capital das sociedades fundidas. Desta maneira, não se tributam os patrimônios transferidos na sequência de uma operação de fusão na esfera da sociedade incorporada, mas ao contrário, os resultados são transferidos à sociedade incorporante e a tributação diferida ao momento em que ocorra a alienação ou extinção deste patrimônio¹⁹³.

Este regime é aplicável, observando o artigo 3.º da Diretiva, às sociedades com sede ou direção efetiva em território português, sujeitas de IRC e as sociedades de outros Estados-Membros da UE¹⁹⁴.

O legislador, a fim de evitar abuso relativo a esta matéria, trouxe no n.º 10 do artigo 73.º do Código do IRC que o regime especial não se aplicará, seja total, seja parcialmente, aos casos em que se concluir o objetivo de evasão fiscal. Ou seja, quando a reestruturação ou a racionalização das atividades das sociedades não terem sido realizadas por razões válidas economicamente. Neste caso, a Administração Fiscal poderá liquidar adicionais de imposto.

Quanto à transmissão de prejuízos fiscais reportáveis gerados na esfera da sociedade incorporada à incorporante, há previsão legal para o regime especial de neutralidade fiscal, principalmente, após a reforma do Código do IRC em 2014. Assim, pela sua importância, a matéria será analisada em pormenor mais adiante.

2 – Benefícios fiscais

Além das vantagens fiscais presentes no regime especial aplicável às fusões previstas no CIRC, o Estado pode prever outros benefícios, desde que não interfira na livre concorrência e respeite o direito comunitário.

¹⁹³ Ressaltando-se que o caso explicado é para aplicação do regime especial às fusões referidas na alínea c) do n.º 1 do artigo 73.º do CIRC.

¹⁹⁴ Artigo 73.º “(...) 7- O regime especial estatuído na presente subsecção aplica-se às operações de fusão e cisão de sociedades e de entrada de activos, tal como são definidas nos n.os 1 a 3, em que intervenham: a) Sociedade com sede ou direção efectiva em território português sujeitas e não isentas de IRC; b) Sociedade ou sociedades de outros Estados membros da União Europeia, desde que todas as sociedades se encontrem nas condições estabelecidas no artigo 3.º da Directiva n.º 90/434/CEE, de 23 de Julho”.

O Estatuto dos Benefícios Fiscais (EBF) prevê alguns benefícios associados às fusões, garantindo a neutralidade fiscal destas operações, quando têm suas atividades econômicas de natureza agrícola, industrial ou de prestação de serviços, como também às sedes das empresas, direção efetiva ou domicílio se situarem em território português, em outro Estado-Membro da UE, ou em outro Estado que vigore uma convenção que evite a bitributação sobre o rendimento e o capital celebrada com Portugal¹⁹⁵.

Em seu artigo 60.º, n.º 1, concede: a isenção de IMT relativamente aos imóveis necessários à concentração ou à cooperação; isenção de Imposto do Selo relativamente às transmissões dos imóveis anteriormente referidos à constituição, aumento de capital ou do ativo de uma sociedade de capitais necessários à concentração ou à cooperação; e a isenção de emolumentos e de outros encargos legais que se mostrem devidos pela prática dos atos inseridos nos processos de concentração ou de cooperação.

O Supremo Tribunal Administrativo (STA), no processo n.º 475/2012, proferiu um acórdão posicionando-se no sentido de que a exclusão dos imóveis destinados à habitação da isenção prevista (alínea *a*) do n.º 1, do artigo 60.º) se deve a finalidade económica a que está adstrito. Ou seja, a exclusão destes imóveis da isenção do benefício está ligada com a relação que estes têm com a atividade exercida pelas empresas participantes da operação e não de acordo com a qualificação objetiva da natureza do imóvel.

Os n.º 3 e 4 do mesmo artigo trazem as definições legais para atos de concentração e atos de cooperação. Destacando-se, a alínea a) do n.º 3, em que considera atos de concentração a fusão de sociedades, empresas públicas ou cooperativas um ato de concentração.

Nota-se que neste artigo não há qualquer tipo de reserva quanto à fusão. Logo, as isenções são aplicáveis a todos os tipos de fusões, incluindo a fusão inversa.

¹⁹⁵ Artigo 60.º - “(...) 2 – O regime previsto no presente artigo é aplicável aos actos de concentração ou aos acordos de cooperação que envolvam empresas com sede, direcção efectiva ou domicílio em território português, noutro Estado membro da União Europeia ou, ainda, No Estado em relação ao qual vigore uma convenção para evitar a dupla tributação sobre o rendimento e o capital celebrada com Portugal, com exceção das entidades domiciliadas em países, territórios ou regiões com regimes de tributação privilegiada, claramente mais favoráveis, constantes de lista aprovada por portaria do Ministro das Finanças. (...)”

A concessão dos benefícios fiscais deve preencher, cumulativamente, os requisitos do n.º 5 do mesmo artigo¹⁹⁶.

Para o douto Francisco de Sousa da Câmara, os requisitos resultam em duas consequências. A primeira é que, quando a Administração Fiscal reconhece a atribuição destes benefícios, fica impedida de usar a cláusula antiabuso do artigo 69.º, do CIRC, para negar a neutralidade à operação. A segunda é que mesmo não reconhecendo estes benefícios, ainda não se pode presumir que inexistam razões econômicas válidas à realização de operações de reestruturação, ou ainda, um possível caso de evasão fiscal¹⁹⁷.

A concessão dos benefícios pode ocorrer por despacho do Ministro das Finanças, antecedido de informação da Direção-Geral dos Impostos a requerimento das empresas interessadas, o qual deve estar acompanhado de estudo que comprove as vantagens dos atos de concentração a celebrar.

É notório observar novamente a preocupação da Administração Fiscal em evitar os casos de abuso se faz presente.

3 – Dos prejuízos fiscais

Como foi trazido nos capítulos anteriores, diversos são os motivos que ensejam a decisão de uma empresa em realizar uma fusão, sendo a questão tributária, fiscal um deles.

¹⁹⁶ Artigo 60.º - “(...) 5- Os benefícios previstos no n.º 1 só podem ser concedidos quando se verifique, cumulativamente, que: a) A operação de concentração ou cooperação empresarial não prejudica, de forma significativa, a existência de um grau desejável de concorrência no mercado e tem efeitos positivos em termos do reforço da competitividade das empresas ou da respectiva estrutura produtiva, designadamente através de um melhor aproveitamento da capacidade de produção ou comercialização, ou do aperfeiçoamento da qualidade dos bens ou serviços das empresas; b) As sociedades envolvidas na operação exerçam, efectiva e directamente, a mesma actividade económica ou actividades económicas integradas na mesma cadeia de produção e distribuição do produto, compartilhem canais de comercialização ou processos produtivos ou, ainda, quando exista uma manifesta similitude ou complementaridade entre os processos produtivos ou os canais de distribuição utilizados; c) Relativamente às operações a que se referem as alíneas b) e c) do n.º 3, o ramo de actividade transmitido seja constituído por um conjunto de elementos que constituam, do ponto de vista organizacional e técnico, uma exploração autónoma, não sendo considerados como tal uma carteira de participações ou um activo isolado. (...)”.

¹⁹⁷ SANCHES, J.L.S. *et. al.* In. FRANCISCO DE SOUSA DA CÂMARA – “As operações de reestruturação e a cláusulas Anti-abuso prevista no artigo 67.º/10 do CIRC. 2009, pp. 71-109, p91-93.

Assim, faz-se relevante a garantia da neutralidade fiscal nessa operação. Servindo como um dos propósitos, a possibilidade de deduzir os prejuízos fiscais acumulados pela sociedade fundida à sociedade incorporante. Cabe ressaltar que o tema é bastante discutido pelos estudiosos, que o consideram com um dos fatores determinantes das fusões.

Em poucas palavras, é possível dizer que prejuízos fiscais ocorrem quando uma empresa verifica que teve mais gastos do que rendimento durante o decorrer de um exercício¹⁹⁸.

Nas palavras de Morais, *“O lucro (ou prejuízo) tem, necessariamente, de ser apurado com regularidade, relativamente a determinado período de tempo”*¹⁹⁹.

Nesta senda, uma empresa busca ter mais rendimentos que prejuízos, óbvio, mas ainda, quer apresentar suas perdas para mitigar a carga tributária dos resultados, respeitando o limite determinado à dedução dos gastos e perdas.

Vale destacar que, apesar de falar-se em período de tributação, uma sociedade pode ter seu ciclo diferente do da tributação. É certo que o ciclo poderá ser mais longo do que o ano civil, apresentando gastos inicialmente e somente depois os rendimentos. Nestas situações surge o regime de reporte de prejuízos fiscais. Nas palavras de Anselmo Torres a:

“(…) periodização do lucro tributável ou, na sua expressão negativa, do prejuízo fiscal, tem como efeito isolar valores, positivos ou negativos, com o objetivo de periodizar a própria obrigação de imposto. Não se destina a apurar o verdadeiro rendimento empresarial, o qual em princípio não se contém num só período. Por isso, a tributação do verdadeiro rendimento empresarial depende de mecanismos que contrariem os efeitos da periodização do lucro tributável”²⁰⁰.

É um dos requisitos dispostos no artigo 52.º, do Código do IRC, a identidade jurídica e econômica entre a sociedade que obtém os prejuízos e a que deduz o lucro tributável.

O regime de transmissibilidade de prejuízos fiscais numa fusão é visto por muitos como uma situação análoga a um benefício fiscal, uma vez que o considera medida excepcional, como é o caso dos benefícios fiscais.

¹⁹⁸ O n.º 1 do artigo 8.º do CIRC determina que o período de tributação coincida com o ano civil, logo, 12 meses.

¹⁹⁹ MORAIS, Rui Duarte. *Apontamentos ao IRC*. Coimbra: Almedina. 2007, p. 43.

²⁰⁰ ANSELMO TORRES, Manuel. *A critical overview of the treatment of tax losses in Portugal*. Fiscalidade, n.º 30. Coimbra: Coimbra Editora. 2009, p. 112.

Portanto, é notório que as dificuldades e limitações estiveram sempre presente à dedução de prejuízos fiscais, mesmo existindo a previsão legal das fusões sob o regime especial de neutralidade fiscal a possibilidade da sociedade beneficiária solicitar a transmissão de prejuízos fiscais originados pela sociedade incorporada.

Desta forma, para aclarar as dúvidas, deve-se buscar os artigos 52.º e 75.º, do CIRC, em que constam as regras gerais de dedução e as condições específicas ao caso de fusão, respectivamente. E que serão abordadas a seguir.

3.1 – Dedução de prejuízos fiscais

É aferida às sociedades a possibilidade de reportar os prejuízos fiscais apurados em determinado exercício, a fim de evitar uma injustiça.

Com a Lei n.º 2/2014, que trouxe a reforma do CIRC, para melhor compreensão, será elaborado neste tópico uma comparação com a situação anterior e posterior a lei.

3.1.1 – Regra Geral

A regra geral quanto à dedução de prejuízos fiscais está presente no artigo 52.º do Código do IRC.

Os prejuízos podem ser deduzidos aos lucros tributáveis apurados em um ou mais dos doze períodos de tributação posteriores²⁰¹. Antes da reforma do CIRC em 2014, o período era de um a cinco.

Como é notória, a limitação temporal mudou. Anteriormente, se uma empresa tivesse um valor X apurado como prejuízo no ano de 2013, ela teria a possibilidade de deduzir nos próximos cinco anos subsequentes (2014-2019). A nova redação amplia a limitação temporal para 12 períodos posteriores.

Para Anselmo Torres, a situação anterior não era das mais justas. Pois, se analisar duas empresas durante três anos, é possível que em dois dos três anos apure-se lucros e no

²⁰¹ O texto do artigo 52.º do CIRC sofreu alterações com a reforma do CIRC em 2014.

outro ano prejuízos (igual valor). Se uma das empresas apresentasse prejuízos no último ano, ficaria em situação desvantajosa em relação a outra empresa que apresentou prejuízo no primeiro ano e o deduziu nos anos seguintes. Ou ainda, de acordo com o autor, poderia ocorrer desigualdades consoante a atividade desempenhada pela empresa, em que precisaria de um período maior para deduzir os prejuízos acumulados no início da sua atividade²⁰².

Outra mudança presente no CIRC é a percentagem da limitação da dedução em cada um dos períodos de tributação, a qual atualmente é a de 70% do respectivo lucro tributável e não mais 75%. Contudo, não ficou prejudicada a dedução da parte desses prejuízos que não tenham sido deduzidos, nas mesmas condições e até o final do ano do período de dedução.

No mesmo artigo, os números seguintes preveem a faculdade de deduzir os prejuízos fiscais, todavia limitando em algumas circunstâncias.

O primeiro é quanto ao lucro tributável de um exercício. Estes não são deduzidos quando têm base em métodos indiretos, mesmo correspondendo ao período referido no n.º1 (do mesmo artigo), mas é permitida ainda a dedução dentro daquele período de outros prejuízos não deduzidos anteriormente²⁰³.

Em seguida, aplica-se a não comunicabilidade dos prejuízos apurados nos exercícios de uma atividade com isenção parcial ou de redução de IRC a uma atividade sujeita e não isenta²⁰⁴²⁰⁵.

Já quanto às sociedades de transparência fiscal, estas têm seus prejuízos fiscais deduzidos unicamente dos lucros tributáveis das mesmas sociedades²⁰⁶.

²⁰² ANSELMO TORRES, Manuel. *A critical overview of the treatment of tax losses in Portugal*. Fiscalidade, n.º 30. Coimbra: Coimbra Editora. 2009, p. 115-117.

²⁰³ Artigo 3.º - (...) “3 – Nos períodos de tributação em que tiver lugar o apuramento do lucro tributável com base em métodos indiretos, os prejuízos fiscais não são dedutíveis, ainda que se encontrem dentro do período referido no n.º 1, não ficando, porém, prejudicada a dedução, dentro daquele período, dos prejuízos que não tenham sido anteriormente deduzidos. (...)”.

²⁰⁴ Artigo 3.º (...) “5 – No caso de o contribuinte beneficiar de isenção parcial e ou de redução de IRC, os prejuízos fiscais sofridos nas respectivas explorações ou atividades não podem ser deduzidos, em cada período de tributação, dos lucros tributáveis das restantes. (...)”.

²⁰⁵ ANSELMO TORRES, Manuel. *A critical overview of the treatment of tax losses in Portugal*. Fiscalidade, n.º 30. Coimbra: Coimbra Editora. 2009, p. 118.

²⁰⁶ Artigo 3.º - (...) “7- Os prejuízos fiscais respeitantes às sociedades mencionadas no n.º 1 do artigo 6.º s]ao deduzidos unicamente dos lucros tributáveis das mesmas sociedades.”

Ainda quanto as limitações, os ns.º 8 e 9 do mesmo artigo, trazem regras antiabuso específicas no atual Código.

Antes da reforma, a medida de antiabuso estava ligada a alteração da atividade e objeto social. Se a sociedade modificasse o seu objeto social ou alterasse substancialmente a natureza da atividade, os prejuízos apurados em anos anteriores não poderiam ser deduzidos. Caso a alteração de participação fosse de, pelo menos, 50% do capital social ou da maioria dos direitos de voto, os prejuízos não poderiam ser deduzidos a partir do ano da ocorrência da alteração²⁰⁷.

Com o advento da Lei n.º 2/2014, o conteúdo do artigo n.º 8 foi revogado, tendo o legislador eliminado à exigência da prossecução do mesmo objeto como requisito da dedutibilidade dos prejuízos em exercícios futuros, como também, a cláusula antiabuso sofreu alteração, prevendo na atualidade situações de exceções a regra da não dedutibilidade de prejuízos. Como por exemplo, a sucessão por morte²⁰⁸, as operações efetuadas ao abrigo do regime especial previsto nos artigos 73.º e seguintes, e os demais expostos na norma²⁰⁹.

Quanto à autorização do Ministro das Finanças, o legislador permitia ao sujeito passivo a apresentação de um requerimento pleiteando a não aplicação das limitações previstas nas cláusulas antiabuso. Com o novo Código, ainda há previsão de o membro do Governo responsável pela área das finanças poder autorizar a não aplicação de algumas limitações – ainda que não estejam previstas no n.º 8 - para casos de reconhecido interesse económico e mediante requerimento a apresentar à Autoridade Tributária e Aduaneira²¹⁰.

3.1.2 – Regime especial de neutralidade fiscal

Como já dito alhures, há um regime específico de dedução dos prejuízos aos casos de empresas abrangidas por operações de fusão, cisão, aquisições e entrada de ativos.

²⁰⁷ Cfr. Artigo 3.º, n.º 8.

²⁰⁸ Sobre a matéria de sucessão por morte em questão de direito processual civil internacional, indica-se a leitura do artigo *Le nouveau droit international privé des successions de l'union européenne – premières réflexions*. MOURA RAMOS, Rui Manoel.

²⁰⁹ Cfr. Artigo 52.º, n.º 9 do CIRC.

²¹⁰ Cfr. Artigo 52.º n.º 9 do CIRC.

No ordenamento português, o regime de neutralidade fiscal aplicável às fusões apareceu em 1989, com a aprovação do CIRC. Os artigos, à época, 62.º e 64.º do Código, traziam a previsão de um regime especial à operação de fusão e cisão de sociedades, com sede em território português. Também apresentavam a transmissibilidade de prejuízos fiscais da sociedade incorporada à sociedade incorporante, mediante uma autorização expressa do Ministro das Finanças.

A restrição do regime às empresas portuguesas não durou muito, uma vez que no ano seguinte – 1990, a Diretiva n.º 90/434/CEE, de 23 de Julho, promoveu as operações de fusão e aboliu as restrições nacionais, alargando as “fronteiras” a nível comunitário. A norma comunitária foi transposta ao direito português em 1992 e 1993, pelos Decretos-Lei n.º 123/92 e n.º 6/93, respectivamente. Neste primeiro momento, o legislador português criou dois regimes, um direcionado às fusões entre sociedades portuguesas e outro relacionado às fusões transfronteiriças²¹¹. Posteriormente, foi unificado, logo que não existiam mais motivos para a existência desta diferença.

O artigo 75.º, do Código do IRC, diz respeito à transmissibilidade dos prejuízos fiscais no âmbito das operações de fusão compreendida pelo regime especial.

Nos termos do n.º 1 desse artigo, os prejuízos fiscais das sociedades fundidas podem ser deduzidos dos lucros tributáveis da nova sociedade ou da sociedade incorporante, nas condições estabelecidas no artigo 52.º, respeitando o período mencionado no n.º 1 do mesmo artigo (um ou mais de doze períodos).

Antes da reforma do CIRC em 2014, era necessária a concessão de uma autorização pelo Ministro das Finanças, mediante requerimento dos agentes interessados. Neste documento deveria ser demonstrado que a operação tinha razões económicas válidas e uma estratégia de redimensionamento e desenvolvimento empresarial de médio ou longo prazo.

Agora deixa de ser necessária a autorização à transmissão de prejuízos fiscais, ficando a respectiva dedução limitada à proporção entre o valor do património líquido da

²¹¹ Saldanha Sanches traz esta assertiva em: “Ou seja, numa primeira fase, o legislador português criou um regime para operações internas e outro para as operações transfronteiriças. Só recentemente, seguindo o exemplo de outros Estados-Membros, veio criar um regime unificado (...)”. SANCHES, J.L.S *Op. cit.*, 2008, pp. 7-34, p. 18.

sociedade fundida e de todas as sociedades envolvidas na fusão, determinados com base no último balanço antecedente à operação e respeitado cada período de tributação.

O n.º 2 do mesmo artigo foi revogado, uma vez que versava sobre a concessão da autorização suplantada no número anterior. Tal mudança demonstra a agilidade e a busca por evitar a burocratização no setor econômico. Para alguns parece um caminho tortuoso e incerto, mas a Administração Pública continuará a fiscalizar os casos de operações de fusão e afins, como todas as obrigações fiscais destas negociações. Assim, foi um passo laudável a mudança.

Por conseguinte, o n.º 3 dispõe a aplicação dos números anteriores para as operações de cisão – quando esta se extingue e seus prejuízos fiscais são transferidos a cada uma das sociedades beneficiárias; fusão, cisão ou entrada de ativos – quando se transfere para uma sociedade residente em território português um estabelecimento estável nele e situado em outro Estado-Membro²¹².

Ainda, a reforma trouxe a alínea *d*), neste n.º 3, onde também traz a possibilidade da aplicação da norma para quando a transferência de estabelecimentos estáveis for situada em território português para território português, respeitando as condições, novamente, da Diretiva.

Continuando a comparação com o texto antes e depois da reforma do Código em 2014, o n.º 4 do mesmo artigo versava sobre a fixação de um plano específico de dedução de prejuízos fiscais no despacho de autorização²¹³. Como dito acima, a autorização não se faz mais necessária, assim, a dedução dos prejuízos fiscais transmitidos tem como limite o valor correspondente à proporção entre o valor do patrimônio líquido da sociedade fundida

²¹² Tal situação deve preencher as condições estabelecidas no artigo 3.º da Diretiva n.º 2009/133/CE, do Conselho de 19 de Outubro. Artigo 3.º - “Para efeitos de aplicação da presente diretiva, a expressão «sociedade de um Estado-Membro» designa qualquer sociedade: a) Que revista uma das formas enumeradas na parte A do anexo I; b) Que, de acordo com a legislação fiscal de um Estado-Membro, seja considerada como tendo o seu domicílio fiscal nesse Estado-Membro e, nos termos de uma convenção em matéria de dupla tributação celebrada com um país terceiro, não seja considerada como tendo domicílio fiscal fora da Comunidade; e; c) Que esteja sujeita, sem possibilidade de opção e sem deles se encontrar isenta, a um dos impostos enumerados na parte B do anexo I ou a qualquer outro imposto que possa vir a substituir um daqueles impostos”.

²¹³ Artigo 75.º n.º 4 – “No despacho de autorização pode ser fixado um plano específico de dedução dos prejuízos fiscais e estabelecer o escalonamento da dedução durante o período em que pode ser efectuada e os limites que não podem ser excedidos em cada período de tributação”. Texto anterior a reforma do CIRC de 2014.

e o valor do património líquido de todas as sociedades ou estabelecimentos estáveis envolvidos na operação de fusão²¹⁴.

A mudança sofrida com a reforma no n.º 5, é referente à aplicação de dedução dos prejuízos no lucro tributável do estabelecimento estável situado em território português (respeitando os prejuízos que lhe sejam imputáveis) para as operações referidas nas alíneas a) e c) do n.º 1 do artigo 74.º e não mais a alínea b).

Já o n.º 6 não sofreu alterações significativas, apenas teve sua redação modificada para melhor compreensão. Desta forma, o Membro do Governo responsável pela área das finanças pode, a requerimento da sociedade dominante na operação, autorizar que os prejuízos fiscais do grupo ainda por deduzir possam ser deduzidos do lucro tributável da sociedade incorporante ou da nova sociedade constituída com a fusão²¹⁵.

Por fim cabe trazer o novo artigo introduzido com a reforma, o artigo 75.º- A, o qual versa sobre a transmissão dos benefícios fiscais e da dedutibilidade de gastos de financiamento. O n.º 1 deste artigo garante a transmissão dos benefícios fiscais da sociedade fundida a sociedade beneficiária quando verificado os respectivos pressupostos e aplicado o regime especial do artigo 74.º.

Em continuidade, podem ser considerados na determinação do lucro tributável da sociedade beneficiária em uma operação de fusão, os gastos de financiamento líquido das sociedades fundidas, como a parte não utilizada referente ao n.º 3 do artigo 67.º, no prazo disposto as sociedades fundidas nos n.ºs 2 e 3²¹⁶ do referido artigo.

Destarte, o n.º 3 dispõe que nos casos de operações de cisão ou de entrada de ativos que tenham o regime especial do artigo 74.º aplicado, e sob a autorização do Membro do Governo responsável pela área das finanças – mediante requerimento a

²¹⁴ Recordando que a transmissão deve respeitar cada período de tributação, como o valor do património deve ser determinado com base no último balanço anterior à operação.

²¹⁵ Deve-se observar que os grupos de sociedades abrangidos por esta norma estão previstos no artigo 69.º do CIRC e que o requerimento da sociedade deve ser apresentado em até 90 dias após o pedido do registro da fusão na conservatória do registro comercial.

²¹⁶ Artigo 67.º - “2 – Os gastos de financiamento líquidos não dedutíveis nos termos do número anterior podem ainda ser considerados na determinação do lucro tributável de um ou mais dos cinco períodos de tributação posteriores, após os gastos de financiamento líquidos desse mesmo período, observando-se as limitações previstas no número anterior. 3 – Sempre que o montante dos gastos de financiamento deduzidos seja inferior a 30% do resultado antes de depreciações, amortizações, gastos de financiamento líquidos e impostos, a parte não utilizada deste limite acresce ao montante máximo, dedutível, nos termos da alínea b) do n.º 1, até ao 5.º período de tributação posterior”.

apresentar na Autoridade Tributária e Aduaneira no prazo de 30 dias – a aplicação do disposto nos números anteriores é aplicável.

3.3 – Limitações do regime de utilização de prejuízos fiscais

As operações de reestruturação empresarial, como a fusão, são importantes para o crescimento da empresa, tornando-as mais competitivas, como já visto alhures. Assim, a decisão de dificultar uma fusão por razões fiscais não deve ser levada em conta. Observando a posição da União Europeia e de Portugal, verifica-se que não é o caso de obstar estas operações, como é possível constatar nas medidas que visam reduzir a carga tributária no momento da concretização desta operação, no caso, a neutralidade fiscal e a transmissão de prejuízos fiscais gerados pela sociedade incorporada.

Contudo, como foi visto, há normas específicas que restringem a possibilidade de utilização efetiva da dedução de prejuízos fiscais, cuja justificativa usada pelo legislador é a de evitar os abusos possíveis por parte das empresas, sociedades.

É o caso da modificação do objeto social ou alteração da atividade – em que permite um limite de até 50%. A limitação da dedução de prejuízos fiscais a efetuar em cada um dos períodos de tributação é 70% do respectivo lucro tributável e, os demais casos estão presentes no artigo 52.º do CIRC.

As medidas antiabuso podem ser gerais, como o n.º 2²¹⁷ do artigo 38.º da Lei Geral Tributária (LGT) ou específicas.

Uma das cláusulas especiais de antiabuso está presente nas definições e âmbito da do regime especial. A Diretiva também traz uma cláusula de antiabuso em que permite aos Estados-Membros recusarem a aplicação do regime quando verificado casos dolosos, como de evasão fiscal.

²¹⁷ Artigo 38.º - n.º 2 – “São ineficazes no âmbito tributário os actos ou negócios jurídicos essencial ou principalmente dirigidos, por meios artificiosos ou fraudulentos e com abuso das formas jurídicas, à redução, eliminação ou diferimento temporal de impostos que seriam devidos em resultados de factos, actos ou negócios jurídicos de idêntico fim económico, ou à obtenção de vantagens fiscais que não seriam alcançadas, total ou parcialmente, sem utilização desses meios, efectuando-se então a tributação de acordo com as normas aplicáveis na sua ausência e não se produzindo as vantagens fiscais referidas”.

A criação da cláusula geral antiabuso é compreensível, cujo objetivo é evitar operações fraudulentas.

Entretanto, em muitos casos a Administração Fiscal age de maneira não adequada ao tentar aplicar normas genéricas em comportamentos específicos.

Para Casalta Nabais:

“(…) um outro aspecto, por certo dos mais criticáveis, que afecta de sobremaneira o nosso sistema fiscal, é traduzido na complexidade extrema e na instabilidade permanente e de elevada amplitude das soluções engendradas pela nossa legislação fiscal”.²¹⁸

Por conseguinte, afirma que cabe ao legislador proceder de maneira ponderada a relação de custos/benefícios quando se trata de leis de luta contra a evasão fiscal²¹⁹.

A este propósito, como é sabido, a Diretiva não impõe a transmissão dos prejuízos fiscais na esfera da nova sociedade ou à adquirente, mas a Comissão Europeia²²⁰ se manifestou quanto às medidas unilaterais dos Estados-Membros sobre a matéria. Ressaltou a necessidade de as limitarem ao mínimo indispensável. Ou seja, a Comissão Europeia entende que os Estados devem atentar-se às finalidades de cada caso concreto para verificar se certas situações excepcionais oferecerão aos agentes económicos a utilização dos respectivos direitos, realizando de fato juízos de apreciação de comportamentos.

No caso das transmissões de prejuízos fiscais no âmbito de fusões, cisões, estas somente ocorrem sob o regime especial de neutralidade fiscal. As sociedades fundidas podem deduzir dos lucros tributáveis da sociedade incorporante, desde que respeite as regras gerais trazidas no CIRC e dentro do limite temporal legal.

Anteriormente era necessária à autorização do Ministro das Finanças, através de um requerimento onde a empresa, sociedade devia demonstrar as razões económicas válidas da reestruturação, da estratégia de redimensionamento e desenvolvimento

²¹⁸ CASALTA NABAIS, José. *Direito Fiscal*. 6 ed. Coimbra: Almedina, 2010, p. 511.

²¹⁹ CASALTA NABAIS, José. *Op. cit.* 2010, p. 514.

²²⁰ Cfr. Comissão das Comunidades Europeias, Comunicação da Comissão ao Conselho, ao Parlamento Europeu: a aplicação de medidas antiabuso na área da tributação directa – na UE e em relação a países terceiros, COM (2007) 785, 10 de Dezembro de 2007.

empresarial de médio ou longo prazo e os efeitos positivos na estrutura produtiva. Isto acabava originando decisões controversas e de acordo com Manuela Teixeira²²¹:

A lei é omissa quanto às razões que poderão justificar essa limitação, num dos poucos exemplos de discricionariedade pura que subsistem na ordem jurídico-fiscal portuguesa. (...) Esta discricionariedade é, no entanto, exercida de forma auto-vinculada: a Circular n.º 7/2005, de 16 de Maio, estabelece as orientações a observar nestes casos. A auto-avaliação é de louvar pela certeza que implica, mas os critérios subjacentes às escolhas não são efectuados.

Sobre a Circular acima:

(...) estabelece um duplo limite. Por um lado, a sociedade beneficiária do prejuízo reportável só o pode deduzir à parte do seu lucro tributável que exceda a soma dos lucros tributáveis realizados por todas as sociedades fundidas no exercício anterior à reestruturação, com exceção da sociedade transmitente dos prejuízos. Por outro lado, mesmo dentro desse primeiro limite, a dedução não pode exceder a proporção que a situação líquida da sociedade transmitente ocupa na soma das situações líquidas de todas as sociedades participantes na reestruturação, incluindo a sociedade transmitente, tendo por base o exercício anterior à fusão²²².

Em outras palavras, a regra aplicada não substitui uma análise pragmática que cada operação deve merecer.

Além dos limites trazidos pela Circular, o artigo 92.º do CIRC impõe um limite mínimo da coleta líquida em 90%²²³.

Desta maneira, ao somar as limitações à dedução de prejuízos fiscais na sociedade incorporante, tais como a regra dos 90% do artigo 92.º, o limite mínimo de 70% do lucro tributável no artigo 52.º, o limite temporal vigente e afins, verifica-se a enorme dificuldade a uma empresa em realmente conseguir deduzir seus prejuízos fiscais, mudando assim a impressão afirmada no início deste tópico. Ou seja, apesar da lei consagrar a transmissibilidade de prejuízos fiscais como meio de garantir a neutralidade fiscal das fusões, cisões e entrada de ativos, o legislador e a Administração Fiscal dificultam a possibilidade a sua dedução. Espera-se que com a reforma do CIRC em 2014, o gozo

²²¹ SANCHES, J.L.S in Manuela Duro Teixeira, *Reestruturação de Empresas e Limites do Planeamento Fiscal*. 2009, pp. 237-277, p-256.

²²² COUTINHO, Sandra Paula de Marta Pereira. *Limitações à dedução de prejuízos fiscais no âmbito da fusão de empresas*. Porto. 2012, p. 49-50.

²²³ Artigo 92.º 1 – “Para as entidades que exerçam, a título principal, uma atividade de natureza comercial, industrial ou agrícola, bem como as não residentes com estabelecimento estável em território português, o imposto liquidado nos termos do n.º 1 do artigo 90.º, líquido das deduções previstas nas alíneas a) e c) do n.º 2 do mesmo artigo, não pode ser inferior a 90% do montante que seria apurado se o sujeito passivo não usufrísse de benefícios fiscais e do regime previsto no n.º 13 do artigo 43.º”.

destes direitos seja mais fácil às empresas e sociedades envolvidas em operações de fusão, cisão e entrada de ativos.

3.4 – Transmissão de prejuízos fiscais

No tópico anterior ficou demonstrado que a transmissão de prejuízos fiscais se dá em sede de regime especial de neutralidade fiscal em operações de fusão. No caso de reestruturações entre sociedades, os prejuízos apurados pela sociedade incorporada podem ser deduzidos ao lucro tributável da sociedade incorporante, respeitadas as regras definidas no CIRC. Esta possibilidade está presente no artigo 75.º do CIRC.

Para Lobo, a transmissão de prejuízos fiscais “corporiza a tentativa do direito fiscal no sentido de alcançar o máximo de neutralidade possível na tributação intertemporal de uma determinada exploração”²²⁴. Portanto, existindo uma neutralidade econômica nestas operações, o sistema fiscal deve garantir a neutralidade fiscal também.

O mesmo autor entende que a transmissibilidade de prejuízos fiscais não é um benefício fiscal, mas sim uma decorrência estrutural, onde se em um processo de fusão ocorrer à transferência global do patrimônio das sociedades envolvidas, existirá a continuidade da atividade empresarial, e a sociedade incorporante englobará o patrimônio das sociedades incorporadas. Logo, os prejuízos fiscais deverão ser incluídos na sociedade incorporante, uma vez que são dos elementos que determinam a capacidade contributiva de uma sociedade.

Neste sentido, Lobo continua “não se trata de incentivar ou promover a reestruturação empresarial; trata-se, isso sim, de eliminar obstáculos desproporcionados e despropositados à liberdade econômica dos agentes econômicos”²²⁵.

Seguindo esta linha, a reforma do CIRC em 2014 tornou a transmissibilidade de prejuízos fiscais automática para as operações de fusão - incluindo o RETGS, aos casos de

²²⁴ LOBO, Carlos Baptista. *Neutralidade fiscal das fusões: benefício fiscal ou desagravamento estrutural?* In *Fiscalidade*, n.º 26/27. Revista de Direito e Gestão Fiscal. Coimbra: Coimbra Editora. 2007, p. 46.

²²⁵ *Idem*.

clarificações nas cisões com dissolução e transferência de uma sociedade para outro Estado-Membro e, limites nas operações.

4 – Análise de Jurisprudência

De acordo com o Supremo Tribunal Administrativo (STA), as decisões e assim a jurisprudência do Tribunal de Justiça da União Europeia (TJUE) têm caráter vinculativo em matéria ao direito da UE e também das jurisdições nacionais dos Estados-Membros.

Dessa forma, cabe analisar a matéria jurisprudencial²²⁶.

4.1 – Jurisprudência em âmbito da União Europeia

Caso A. Leur-Bloem

O primeiro acórdão a ser analisado é o A. Leur-Bloem, do Processo C-28/95. É um acórdão famoso e muito estudado pelas doutrinas em matéria de regime de neutralidade fiscal, o qual demonstra a posição da UE em face deste regime.

A Diretiva²²⁷ de fusões e cisões estabeleceu como pressuposto à aplicação do regime especial, que as operações de reorganização empresarial devem ocorrer no âmbito das razões econômicas válidas. A discussão inicia-se com o que o Tribunal considera “razões econômicas válidas”, uma vez que existiam diferenças nos estudos de diversos autores.

²²⁶ Neste contexto de definições de conceitos, Calderón Carrero assente: “*Em um contexto económico como el actual donde las reorganizaciones empresariales pueden resultar frecuentes e necesarias, la existencia de estos altos niveles de inseguridad jurídica en la aplicación de el régimen de neutralidade fiscal de las reorganizaciones empresariales se nos antoja inadecuado e incluso cabría calificarlo como una disfuncionalidade del sistema que resulta particularmente grave por las distorsiones y riesgos que genera*”. - CALDERÓN CARRERO, J.M. *La Cláusula Antiabuso de la “Directiva de Fusiones”*. Fiscalidade, nº 50. 2012, p. 94.

²²⁷ À época estava vigente a Diretiva 90/434/CEE do Conselho, de 23 de Julho.

Sobre os fatos do processo em estudo, consta que a empresa A. Leur-Bloem, acionista única de duas sociedades privadas de direito neerlandês, pretendia adquirir ações de uma terceira sociedade privada – uma holding – realizando o pagamento através de uma permuta com as ações das duas primeiras sociedades. A A. Leur-Bloem tornaria indiretamente, após a operação, acionista única das duas outras sociedades²²⁸.

Por conseguinte, a fim de querer se beneficiar da isenção do imposto sobre a mais-valia realizada na cessão das ações e de ter a possibilidade de compensar eventuais perdas na entidade fiscal criada, solicitou à Administração Fiscal Neerlandesa que a operação a qual realizava se enquadrasse como fusão por permuta de ações. O pedido foi indeferido com base no artigo 14.º, b, n.º 2, alínea a), da lei neerlandesa²²⁹.

Em continuidade, a A. Leur-Bloem (autora) interpôs recurso da decisão declinatória ao Tribunal de Amsterdã. O Tribunal ao se deparar com o caso concluiu que para decidir o litígio era necessário interpretar disposições da Diretiva. Desse modo, suspendeu a instância e submeteu ao TJUE o caso, com algumas (seis) questões prejudiciais. A primeira é quanto a competência do TJUE em interpretar o direito da UE quando o legislador nacional de um Estado-Membro almeja tratar de forma igualitária uma situação que diz respeito a sua legislação e a Diretiva.

As demais questões versavam sobre a interpretação da expressão “permuta de ações” presente na alínea *d*)²³⁰, do artigo 2.º da Diretiva. E a última questão abordava a existência de razões econômicas válidas – artigo 11.º, n.º 1, alínea *a*)²³¹ da Diretiva vigente à época.

A solução apresentada para a primeira questão foi de que mesmo tratando-se de uma situação puramente interna – legislação nacional, empresa nacional – a decisão com base apenas no ordenamento nacional poderia desencadear o aparecimento de eventuais distorções de concorrência, principalmente, a nível comunitário (UE) e assim sendo, as disposições ou noções que se busquem ao direito da UE são de competência do TJUE.

No seguimento, a interpretação ao conceito de “permuta de ações” foi tratado nos pontos 36 e 37 do acórdão, em que se entendeu pela aplicação do regime fiscal

²²⁸ Ponto 3 do acórdão.

²²⁹ Ponto 8 do acórdão.

²³⁰ Atual alínea *e*) do artigo 2.º da Diretiva 2009/133/CE.

²³¹ Atual alínea *a*) do artigo 15.º.

“indistintamente a todas as operações de fusão, cisão, entrada de ativos e de permuta de ações, independente dos seus fundamentos”.

Por conseguinte, quanto a questão da existência de razões econômicas válidas, o TJUE trouxe entre os pontos 46 e 49 do acórdão que cabe às autoridades nacionais competentes verificar se há a intenção de fraudar o sistema fiscal nacional ou cometer a evasão fiscal, estudando cada caso em particular. E que, sendo consideradas ausente as razões econômicas válidas pela autoridade competente, pressupõe a intenção de fraude. Logo, cabe a cada Estado-Membro determinar os procedimentos internos a serem adotados.

Por fim, o acórdão ressalva que a interpretação a ser dada ao conceito acima deve se expandir a simples procura de um benefício fiscal.

Caso Zwijnenburg

Outro acórdão do TJUE que merece destaque é o do Processo C – 352/08 – Acórdão Zwijnenburg.

Neste caso, o TJUE clarificou em seu acórdão a compreensão da norma antiabuso da Diretiva.

O processo tem origem na intenção de duas empresas holandesas em realizar uma operação de fusão, da qual pretendiam transmitir o estabelecimento comercial e o patrimônio da sociedade Zwijnenburg para a sociedade Zwijnenburg Behher BV - cuja atividade unicamente se destinava a gestão de bens imóveis – mediante a atribuição de ações desta aos sócios daquela.

Os sócios da sociedade incorporada intentavam em momento posterior adquirir as demais ações detidas pelos sócios da sociedade incorporante, buscando deter a totalidade do capital. O caso chamou a atenção de forma a questionar o porquê dos sócios da incorporada não adquirirem todas as ações de uma vez.

No primeiro momento, a operação se enquadraria em uma fusão de empresas e ficaria isenta de impostos, consoante a legislação nacional. Em seguida, a compra do restante das ações implicaria em uma outra isenção, a do imposto sobre as transmissões de direitos.

Contudo, a solicitação à Administração Fiscal pela sociedade incorporada das isenções de direitos, em particular, do imposto sobre as transmissões de direitos foi indeferida pelo Inspetor, ao argumento que toda a operação buscava unicamente elidir ou diferir a tributação.

A sociedade apresentou a reclamação e o Inspetor confirmou sua decisão. Em sede de recurso, o órgão negou provimento fundamentando que “ainda que o objetivo final da operação tivesse sido ditado por razões comerciais, a operação financeira arquitetada para o efeito mais não era do que um artifício para obter as vantagens fiscais concedidas às fusões de empresas”²³².

A sociedade interpôs recurso de cassação ao Hoge Raad der Nederlanden. Este órgão jurisdicional decidiu suspender a instância e colocar ao TJUE a questão prejudicial quanto a alínea *a*), n.º 1, do artigo 11.º da Diretiva 90/434/CEE²³³, em que seja possível negar a aplicação do regime de neutralidade fiscal quando há indícios da operação buscar unicamente impedir a tributação.

O TJUE entendeu que não é possível negar a aplicação do regime especial. Primeiramente, porque a norma antiabuso “deve ser interpretado estritamente, tendo em conta a redação, a finalidade e o contexto em que se insere”²³⁴. Em segundo, a Diretiva limita-se às operações de fusão e operações conexas a esta, como os impostos gerados pela fusão²³⁵ e apenas estes são passíveis da exceção prevista na norma antiabuso. Continuamente, o imposto sobre as transmissões de direitos não é aplacado pela Diretiva e não compete a norma realizar uma “harmonização completa dos impostos e taxas passíveis de serem cobrados por ocasião de uma fusão ou de uma operação similar entre sociedades de Estados-Membros diferentes”²³⁶.

Conclusivamente, observa-se que mesmo existindo evidências de que o motivo da operação era estritamente fiscal, não é possível arguir que não existiam razões econômicas válidas. Assim sendo, não havia espaço a aplicar a norma antiabuso, uma vez que o

²³² Ponto 24 do acórdão.

²³³ Corresponde ao artigo 15 da Diretiva 2009/133/CE, em vigência.

²³⁴ Ponto 46 do acórdão.

²³⁵ Ponto 47 do acórdão.

²³⁶ Ponto 49 do acórdão.

objetivo não era de fraudar ou a evasão fiscal, mas sim o afastamento da tributação em sede um outro imposto.

Caso Foggia

Mais um acórdão do TJUE que também faz jus ao apreço é o do Processo C-126/10 – Acórdão Foggia.

O processo resulta de um litígio entre a Foggia – Sociedade Gestora de Participações Sociais S.A. e o Secretário de Estado dos Assuntos Fiscais em Portugal, por este não autorizar a sociedade de efetuar uma transmissão de prejuízos fiscais apurados, mas não deduzidos de uma operação de fusão de empresas que fazem parte do mesmo grupo, no caso a empresa Riguardiana SGPS S.A..

O Secretário de Estado indeferiu o pedido alegando que a operação não teve interesse econômico à Foggia. Primeiramente porque a Riguardiana tinha obtido rendimentos baixíssimos da sua atividade econômica, tendo investido apenas em títulos. E em seguida, não havia interesse econômico à Foggia, e sim o interesse de tão-somente uma redução dos custos de administração e gestão com a incorporação da Riguardiana.

Com o pedido negado, a sociedade Foggia recorreu da decisão ao Tribunal Central Administrativo Sul, buscando anulação do referido despacho do Secretário, porém, mais uma vez foi negado o pedido. A sociedade recorreu novamente ao STA, que suspendeu a instância e submeteu o caso ao TJUE quanto as questões prejudiciais. Sendo estas referentes à interpretação dos conceitos “razões econômicas válidas” e “reestruturação ou racionalização das atividades” de sociedade envolvidas em operações de fusão.

O TJUE aludiu sua fundamentação praticamente em concordância com as questões mencionadas no acórdão A. Leur-Bloem. No ponto 31 do acórdão Foggia, novamente o TJUE disse que os benefícios previstos na Diretiva devem ser aplicados “indistintamente a todas as operações de fusão, de cisão, de entradas de activos e de permuta de acções, independentemente dos seus fundamentos”. Ressalvando que as razões da operação são importantes ao Estado-Membro no que confere conceder ou não o benefício de acordo com o artigo 11.º, n.º 1, alínea *a*) da Diretiva – ou seja, quando a

operação tem o objetivo de fraude ou evasão fiscal²³⁷. E recordando às autoridades competentes pela não aplicação de critérios gerais predeterminados, devendo-se adotar a análise de cada caso em particular²³⁸.

Finalmente, o TJUE concluiu que compete ao órgão jurisdicional de reenvio verificar os elementos da evasão fiscal ou da presunção de fraude, nos termos da Diretiva, trazendo nos pontos 40 a 49 alguns critérios a serem adotados na análise de cada caso, como: i) não excluir que uma fusão por incorporação de uma sociedade com prejuízos possa apresentar razões econômicas válidas. Embora, constituir indício de fraude ou de evasão fiscal quando os prejuízos fiscais são muito elevados e não se entender a razão para tal; ii) não excluir que possa existir razões econômicas válidas em uma fusão realizada com a incorporação de uma sociedade que não exerce nenhuma atividade ou entre com ativos próprios; iii) os conceitos de racionalização e de reestruturação devem “ser entendido como indo além da simples tentativa de obter um benefício puramente fiscal, e qualquer operação de reestruturação e de racionalização que apenas vise alcançar esse objetivo não pode constituir uma razão económica válida, na acepção da referida disposição”²³⁹ e; iii) não é suficiente para existir razões econômicas válidas uma economia resultante da redução dos encargos administrativos e de gestão que sucede uma operação, sem ter outros objetivos da operação projetada.

Após o estudo dos três acórdãos acima, é possível concluir que o TJUE entende pela aplicabilidade do regime especial - disposto na Diretiva 2009/133/CE – para todas as operações de reestruturação empresarial, enquadrando a fusão inversa neste conjunto. Além disso, não se faz relevante o motivo que levou as empresas à decisão de reestruturação.

Em continuidade, conclui-se também que cabe a cada Estado-Membro analisar separadamente os casos que apresentam indícios de fraude ou evasão fiscal, não aplicando qualquer exclusão automática ao regime de neutralidade fiscal ou delimitando o conceito de “razões econômicas válidas”.

²³⁷ Ponto 36 do acórdão.

²³⁸ Ponto 37 do acórdão.

²³⁹ Ponto 46 do acórdão.

E finalmente, o TJUE destaca como fundamental o acolhimento das normas provenientes do Direito da UE pelos Estados-Membros para atingir o resultado esperado e pretendido pelas normas.

5 – Breves apontamentos da legislação brasileira

5.1 – Conceitos básicos

A título de elucidação, cabe ressaltar as peculiaridades do sistema de fusões do ordenamento brasileiro. Não se pretende, portanto, esgotar o tema, mas tão somente demonstrar os aspectos primordiais para a compreensão destas operações.

Tanto a Lei n. 6.404/76 – Lei da Sociedade por Ações, quanto o Código Civil Brasileiro (CCB -2002) contém normas acerca dos procedimentos e atos societários imprescindíveis a formação de operações de incorporação, cisão e fusão.

Primordialmente, antes de estudar estes institutos, é preciso tecer considerações com relação a cada um deles.

A cisão está prevista na Lei n. 6.404/76, artigo 229²⁴⁰. Extrai-se do dispositivo legal que ocorre cisão quando uma companhia transfere parte do seu patrimônio a uma ou mais sociedades, extinguindo a referida companhia ou partilhando o patrimônio quando for parcial a versão.

Há previsão também no artigo 19, da Instrução Normativa n. 88/2001 do Departamento Nacional de Registro do Comércio (DNRC)²⁴¹. A qual corrobora com o que já fora previsto no texto legal.

²⁴⁰ BRASIL. Lei n. 6.404/76. - Art. 229. A cisão é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão.

²⁴¹ BRASIL. Instrução Normativa n. 88/2001. Art. 19 A cisão é o processo pelo qual a sociedade, por deliberação tomada na forma prevista para alteração do estatuto ou contrato social, transfere todo ou parcela do seu patrimônio para sociedades existentes ou constituídas para este fim, com a extinção da sociedade cindida, se a versão for total, ou redução do capital, se parcial.

Pode ser de forma parcial ou total. Veja-se que na cisão parcial a empresa cindida não é extinta, mas sim, solidariamente responsável com a empresa que absorveu parte sua e apenas com relação a esta parte. Com relação a cisão total, há extinção da sociedade e as empresas que integralizarem seu capital responderão de maneira solidária pelas obrigações da extinguida.

Quanto à incorporação, encontra-se também prevista na Lei n. 6.404/76, artigo 227²⁴², como no artigo 1.116²⁴³ do CCB. A referida ocorre quando uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, sucedendo os direitos e obrigação.

A doutrina traz que a incorporação pode ser realizada por sociedades da mesma modalidade, ou de natureza diversa. Quando as sociedades têm natureza diferente, a incorporadora mantém o regime societário, sujeitando os sócios da incorporada ao regime daquela.

Em continuidade, a fusão é a operação pela qual duas ou mais sociedades se unem para formar uma terceira, a qual sucederá em todos os direitos e obrigações. Dessa maneira, mister é trazer o conceito normativo. Primeiramente, as disposições conceituais encontram-se no artigo 228²⁴⁴, da lei supracitada, como também no artigo 1.119²⁴⁵ do CCB.

Esta operação ocorre quando há reunião de duas ou mais sociedades com o propósito de formar uma nova sociedade, que a sucederá em todos os direitos e encargos.

Nas palavras de Diniz:

A fusão ocorre pela somatória de patrimônios líquidos de duas ou mais sociedades, da qual resultará sua extinção, com o nascimento de nova pessoa jurídica. Difere da incorporação porque nesta apenas a sociedade ou sociedades incorporadas desaparecem mediante a absorção pela incorporadora, a qual continua existindo e operando como o mesmo sujeito de direito [...] A nova sociedade nascida com a fusão recebe a totalidade de bens, direitos e obrigações das pessoas extintas com a operação, bem como sócios ou acionistas. A

²⁴² BRASIL. Lei n. 6.404/76. - Art. 227. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.

²⁴³ BRASIL. CCB. - Art. 1.116. Na incorporação, uma ou várias sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações, devendo todas aprová-la, na forma estabelecida para os respectivos tipos.

²⁴⁴ BRASIL. Lei n. 6.404/76. - Art. 228. A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.

²⁴⁵ BRASIL. CCB. - Art. 1.119. A fusão determina a extinção das sociedades que se unem, para formar sociedade nova, que a elas sucederá nos direitos e obrigações.

liquidação patrimonial das sociedades fundidas não ocorre, porque o patrimônio de todas é preservado na integralidade²⁴⁶.

Segundo o escólio, a nova pessoa jurídica sucederá os direitos e obrigações sociais das sociedades que se fundiram e, conseqüentemente foram extintas. A nova sociedade receberá os bens das sociedades anteriores, assim como sócios e acionistas.

Ressaltando que na legislação brasileira há diferença entre a fusão e a incorporação. No continente europeu, inclusive em Portugal, existem apenas operações de fusão e cisão, uma vez que a incorporação é considerada um tipo de fusão em que há continuidade de uma empresa e não o surgimento de uma nova. Ou seja, no Brasil, a empresa através da incorporação continua a existir, enquanto que pela fusão faz surgir uma nova sociedade.

Quanto aos procedimentos para que ocorra a fusão, a Receita Federal do Brasil (RFB) instrui da seguinte maneira:

Cada pessoa jurídica resolverá a fusão em reunião dos sócios ou em assembléia geral dos acionistas e aprovará o projeto de estatuto e o plano de distribuição de ações, nomeando os peritos para avaliação do patrimônio das sociedades que serão objetos da fusão. 2. Constituída a nova sociedade e eleitos os seus primeiros diretores, estes deverão promover o arquivamento e a publicação de todos atos relativos a fusão, inclusive a relação com a identificação de todos os sócios ou acionistas²⁴⁷.

Ressalva-se que, as sociedades que não são regidas pela lei especial, respondem as disposições dos artigos 1120 a 1122 do CCB.

5.2 – Planejamento tributário, evasão e elisão fiscais

Cabe fazer uma breve abordagem conceitual quanto a evasão, elusão e elisão fiscal, antes de prosseguir com o estudo.

A evasão é a figura mais conhecida na doutrina. Trata-se de conduta ilícita do contribuinte, normalmente após o fato gerador, em que visa esconder do Fisco o

²⁴⁶ DINIZ, Maria Helena. Curso de direito civil brasileiro: direito de empresa, 2009, p. 208

²⁴⁷ BRASIL, Receita Federal. Ministério da Fazenda. Transformação, Incorporação, Fusão e Cisão. Brasília, 2005, n.219. Disponível em: <http://www.receita.fazenda.gov.br/PessoaJuridica/DIPJ/2005/PergResp2005/pr212a231.htm> . Acesso em: 10 jul. 2015.

conhecimento da obrigação tributária resultante com o fato gerador. A elusão fiscal ocorre quando “o contribuinte simula determinado negócio jurídico com a finalidade de dissimular a ocorrência do fato gerador”²⁴⁸. A doutrina denomina esta postura de abuso das formas, uma vez que o sujeito passivo adota uma forma jurídica atípica com a escusa de escapar artificialmente da tributação. Finalmente, a elusão fiscal é uma atividade legal que busca opções que caminhem a uma menor tributação de maneira lícita, traduzindo como sinônimo de planejamento tributário.

A esse respeito, Andrade Filho leciona que:

Planejamento tributário ou “elisão fiscal” envolve a escolha, entre alternativas igualmente válidas, de situações fáticas ou jurídicas que visem reduzir ou eliminar ônus tributários, sempre que isso for possível nos limites da ordem jurídica. Há um abismo de significado entre elisão fiscal e evasão fiscal. A elisão fiscal, segundo a concepção que adotamos, é atividade lícita de busca e identificação de alternativas que, observados os marcos da ordem jurídica, levem a uma menor carga tributária e requerem o manejo competente de duas linguagens: a do Direito Positivo e a dos negócios e, portanto, não se restringe à descoberta de lacunas ou “brechas” existentes na legislação²⁴⁹.

Nesta senda, o planejamento tributário significa um caminho menos oneroso ao contribuinte, diminuindo os ônus tributários dentro da legalidade.

Indo além quanto à legalidade e a ética do planejamento, Oliveira:

Diria, e nesse ponto tenha uma posição peculiar, que o direito nasce, em primeiro lugar e fundamentalmente, do direito de propriedade. Considerando-se que o tributo seria uma espécie de agressão à propriedade privada – e ninguém discute que a propriedade privada é um bem garantido pela Constituição em mais de um artigo, estando elencada no artigo 5º como um direito individual tão importante quanto a garantia à vida. No prisma estritamente jurídico, o direito à propriedade está relacionado junto a diversos outros direitos fundamentais. (...) O confisco é a subtração imotivada do patrimônio e propriedade individual. O tributo, por sua vez, é motivado pelo fato gerador previsto na lei de acordo com a competência constitucional. Quer dizer, são situações em que a própria Constituição autoriza o Poder Público a se apossar de parte do patrimônio individual, se o contribuinte tiver praticado o fato gerador. O artigo 114 do Código Tributário Nacional, dentro desta linha, afirma que o fato gerador é aquela situação necessária e suficiente à ocorrência da obrigação tributária. De tal forma que, se não se configurar essa situação necessária e suficiente, não há fato gerador e não há obrigação tributária. O que distingue o tributo do confisco é exclusivamente a liberdade que o indivíduo tem de praticar ou não o fato gerador. Se fossemos obrigados, por exemplo, a aplicar nosso dinheiro no mercado financeiro para pagarmos IOF (Imposto sobre Operações Financeiras), CPMF (Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras) ou Imposto de Renda, não teria necessidade de se prever fatos geradores. Bastaria o Fisco impor que o contribuinte entregue parte de seu patrimônio. Se formos tangidos,

²⁴⁸ ALEXANDRE, Ricardo. Direito tributário esquematizado. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2011, p. 296

²⁴⁹ ANDRADE FILHO, Edmar Oliveira. Imposto de renda das empresas. São Paulo: Atlas, 2005, p. 644.

obrigatoriamente, a praticar o fato gerador, deixaríamos de ser um cidadão livre para sermos escravos ou servos do Estado, supridores inevitáveis das necessidades estatais²⁵⁰.

Extrai-se do enxerto que o Fisco não poderá cobrar um tributo sem que ocorra o fato gerador, pois implicaria em confisco a “cobrança”. Como o planejamento tributário busca evitar uma carga onerosa ao contribuinte, ele procurará uma situação que não ocorra a obrigação tributaria e assim nasça o fato gerador.

Neste ponto, é possível se deparar com dois tipos de elisão fiscal. A primeira é aquela induzida pelo ente tributante, através de instrumento político e econômico e, a segunda é proveniente da legislação que traz omissões em seu texto.

No primeiro tipo enquadram-se os artigos 7º²⁵¹ e 8º²⁵² da Lei 9.532/97, que permitem a dedução da amortização fiscal do ágio na fusão, desde que a empresa incorporada ou incorporante já tenha participações acionárias adquiridas com ágio.

No segundo evento, as empresas buscam saídas estratégicas, como a incorporação reversa, onde a empresa controlada e com prejuízo acumulado absorve o patrimônio da controladora, ao invés da fusão ou incorporação “comum”, para assim aproveitarem do prejuízo fiscal acumulado na operação, logo que o artigo 514²⁵³ do Decreto 3.000/99 proíbe o aproveitamento do prejuízo fiscal acumulado da sucedida aos casos de fusões e incorporações “comuns”.

Em continuidade e examinando a elisão fiscal, com ênfase na fusão, Andrade Filho prediz que:

(...) As operações de incorporação, fusão e cisão são normalmente referidas como “reorganizações societárias”. Qualquer uma dessas operações pode ser realizada com diversos objetivos. Assim, elas são instrumentos societários que servem para: separação dos sócios, divisão da gestão administrativa de atividades ou produtos, resolução de problemas relacionados à sucessão empresarial; ou

²⁵⁰ OLIVEIRA, Ricardo Mariz. Cisão, fusão, incorporação como instrumentos de planejamento tributário. Artigo publicado na Revista de Estudos Tributários nº 5, Janeiro/Fevereiro de 1999, p. 120.

²⁵¹ Art. 7º A pessoa jurídica que absorver patrimônio de outra, em virtude de incorporação, fusão ou cisão, na qual detenha participação societária adquirida com ágio ou deságio, apurado segundo o disposto no art. 20 do Decreto-Lei nº 1.598, de 26 de dezembro de 1977.

²⁵² Art. 8º O disposto no artigo anterior aplica-se, inclusive, quando: a) o investimento não for, obrigatoriamente, avaliado pelo valor de patrimônio líquido; b) a empresa incorporada, fusionada ou cindida for aquela que detinha a propriedade da participação societária.

²⁵³ Art. 514. A pessoa jurídica sucessora por incorporação, fusão ou cisão não poderá compensar prejuízos fiscais da sucedida.

sucessão civil dos sócios ou acionistas e etc. [...] Tais operações, todavia, podem servir de instrumento de planejamento tributário²⁵⁴.

Significa que a fusão ocorre por diversos motivos, como já demonstrados durante este estudo, sobressaindo a motivação econômica, logo que, em um mundo capitalista as empresas estão a todo tempo buscando inovações em prol do crescimento de seus negócios. Assim, não é de estranhar que busquem soluções para minimizarem seus custos, como é o caso da operação por incorporação de uma empresa deficitária com uma empresa que esteja com boa lucratividade.

Por fim, um bom planejamento tributário “é aquele que é pensado e conduzido segundo as peculiaridades de cada caso e é implementado com máximo cuidado e zelo. É aquele em que declarações são feitas de forma direta e os fatos são relatados às claras”²⁵⁵.

5.3 – Entendimento jurisprudencial

Incumbe-nos tecer sucintas ponderações acerca do entendimento jurisprudencial sobre as divergências atinentes quanto as operações de fusão.

Sobre esta seara, o Supremo Tribunal Federal (STF)²⁵⁶ entendeu pela proibição de compensação pela sucessora dos prejuízos fiscais da sucedida, confirmando a constitucionalidade do artigo 33²⁵⁷, do Decreto-Lei n. 2.341/87. Além disso, afirmou que a decisão não ofende os artigos 145, § 1º²⁵⁸ e 153, III²⁵⁹, da Constituição Federal do Brasil (CFB) e estão em consonância com os artigos 43, 132 e 133²⁶⁰ do Código Tributário Nacional (CTN), uma vez que estes artigos do CTN imputam à sucessora, apenas, os

²⁵⁴ ANDRADE FILHO, Edmar Oliveira. *Op. cit.*, 2005, p.240.

²⁵⁵ ANDRADE FILHO, Edmar Oliveira. *Op. cit.*, 2005, p. 649.

²⁵⁶ BRASIL. STF. Agravo Regimental ao Recurso Extraordinário n. 604.314/SC.

²⁵⁷ BRASIL. Decreto-Lei n. 2.341/87 – Art. 33. Art. 33. A pessoa jurídica sucessora por incorporação, fusão ou cisão não poderá compensar prejuízos fiscais da sucedida. Parágrafo único. No caso de cisão parcial, a pessoa jurídica cindida poderá compensar os seus próprios prejuízos, proporcionalmente à parcela remanescente do patrimônio líquido.

²⁵⁸ BRASIL. CFB. Art. 145. A União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios poderão instituir os seguintes tributos: III (...) § 1º Sempre que possível, os impostos terão caráter pessoal e serão graduados segundo a capacidade econômica do contribuinte, facultado à administração tributária, especialmente para conferir efetividade a esses objetivos, identificar, respeitados os direitos individuais e nos termos da lei, o patrimônio, os rendimentos e as atividades econômicas do contribuinte.

²⁵⁹ Art. 153. Compete à União instituir impostos sobre: III - renda e proventos de qualquer natureza;

²⁶⁰ Cfr. Art. 43, 132 e 133. CTN.

tributos devidos pela empresa fusionada, sem nada referir ao aproveitamento de prejuízos fiscais. Ademais, o CTN somente exige lei para criar hipóteses de exclusão, suspensão e extinção de créditos tributários, e não lei complementar²⁶¹.

Faz-se necessário ponderar que a decisão acima aparenta uma visão positivista da lei, o que não coaduna com a realidade dos fatos e contexto. Embora o Tribunal deva se orientar pelos limites legais, deve buscar medidas que apresentem soluções razoáveis às partes, uma vez que ao afirmar que a compensação de prejuízos fiscais não deve ser aplicada porque foi regulamentada por um instrumento ilegítimo, desestimula o uso da operação de fusão.

Em continuidade, o próximo caso é de um processo administrativo em que o Conselho de Contribuintes (CC), órgão administrativo brasileiro que julga os processos fiscais (as atribuições se assemelham as do STA), estabeleceu que não se deve apenas considerar o cumprimento da legislação tributária nas operações de reorganização societária, mas também a essência econômica da operação.

Impossível assim, não se recordar das “razões econômicas válidas” exigidas pela Diretiva e pela legislação lusitana. A intenção é a mesma - evitar que as empresas utilizem de estruturas com o objetivo unicamente fiscal.

O acórdão 101-96.066 de 29.03.2007, exarado pelo 1º Conselho de Contribuintes demonstra esta postura adotada pela 1ª Câmara.

Luiz Fernandes, ex-banqueiro do Banco Pactual criou uma empresa denominada Marambaia, cujo capital era de 16.945.931 cotas da sociedade Pactual Participações Ltda.. Após três, o ex-banqueiro emitiu outras 534 ações à empresa Lidô Participações e Serviços Ltda. No dia posterior, as empresas celebraram contrato de permuta de ativos. A empresa Marambaia passou as 16.945.931 cotas à empresa Lidô e recebeu em troca as 534 ações.

No ponto legal não existiu desrespeito a legislação societária e fiscal. Mas por outro lado, o Conselho entendeu que a operação foi de alienação de ações, sendo devido o pagamento de Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e Contribuição Social sobre Lucro Líquido (CSLL) sobre o ganho de capital. Fundamentou basicamente que a

²⁶¹ Cfr. Artigo 97, VI do CTN.

demasiada diferença entre os preços dos ativos envolvidos e o curto espaço de tempo à realização de toda a operação caracterizavam uma alienação.

Comparando as decisões trazidas acima, nota-se que não há um consenso entre o órgão do judiciário e o administrativo. Enquanto o primeiro preza pelo estrito cumprimento da lei, o segundo tem uma visão mais próxima da realidade das empresas e principalmente, dos fatores importantes que devem ensejar uma fusão.

5.4 - Aspectos tributários da fusão

Do ponto de vista tributário, a operação de fusão deve ser analisada quanto aos aspectos potencialmente geradores de benefícios.

A principal obrigação da pessoa jurídica fusionada é encerrar um período-base na data do evento²⁶², ou ainda até trinta dias que antecedam a data da finalização da operação, procedendo à apuração do lucro real²⁶³. É exigível ainda, a avaliação do patrimônio líquido da empresa a ser sucedida. A ponderação pode ser pelo valor contábil ou de mercado, sendo certo que a diferença entre eles é submetida à tributação pelo IRPJ e CSLL.

Com o advento da Lei 11.638/07²⁶⁴, novos métodos contábeis foram introduzidos à apuração do IRPJ.

O artigo 177 da mencionada lei estabeleceu a neutralidade fiscal dos lançamentos de ajuste para harmonizar as demonstrações financeiras com as disposições tributárias que conduzam à utilização de critérios contábeis diferentes. Este artigo sofreu outra alteração com a Lei 11.941/2009, a qual introduziu a separação efetiva entre norma contábil e fiscal.

Os novos critérios contábeis que modificam o reconhecimento de receitas, custos e despesas não devem ter repercussões na esfera fiscal.

Neste sentido, Martins ressalta que:

²⁶² Para efeitos tributários, data do evento é a data da deliberação que aprovar a fusão.

²⁶³ OLIVEIRA Ricardo M. *Fundamentos do Imposto de Renda*. In ROCHA, Sérgio André (org.) Direito Tributário, Societário e a Reforma da Lei das S/A. São Paulo: Quartier Latin. 2008, p. 919.

²⁶⁴ A Lei 11.638/07 alterou e revogou dispositivos da Lei 6.404/76 e da Lei 6.385/76.

Na verdade, no plano da legislação tributária, continuam vigentes as normas que permitem ao contribuinte a possibilidade de avaliação do acervo, para efeitos tributários, a valores de livros. (...) a necessidade de avaliação a mercado (...) é mais uma das regras exigidas no contexto da nova normatização contábil posta na Lei do Anonimato, que, sob a ótica tributária deve ter o caráter de absoluta neutralidade²⁶⁵.

Quanto aos prejuízos fiscais, a legislação tributária também sofreu alterações, as quais são descritas por Oliveira:

Até o exercício de 1980, a pessoa jurídica conservava o direito de compensar prejuízos fiscais das incorporadas ou fundidas. A partir do exercício financeiro de 1981 e até as operações realizadas até 31.12.1985, a sucessora das pessoas jurídicas fusionadas, incorporadas ou cindidas ainda podia compensar os prejuízos destas, desde que formados no próprio período-base do evento, além de poderem compensar os próprios prejuízos. Depois disso, a partir de 1988 passou a vigorar o regime proibitivo de transferência da possibilidade de compensação, que vigora até o presente.

Em outras palavras, somente a empresa incorporadora pode compensar seus eventuais prejuízos anteriores a operação com os lucros que advirão após a combinação das empresas.

No caso das fusões e incorporações, os prejuízos não podem ser compensados depois da operação.

Ainda que a legislação tributária fale acerca da possibilidade de perder o direito à compensação de prejuízos fiscais em situações adversas a da não extinção da pessoa jurídica em razão de incorporação, fusão e cisão, mantém-se nos demais episódios de reestruturações societárias.

(...) – se, entre o encerramento do período-base no qual há a apuração do prejuízo fiscal e o encerramento do período-base em que se deva processar a compensação, ocorrer modificação de controle, sem alteração de ramo de atividade, ou apenas modificação de ramo de atividade, e não de controle;
- se houver modificação de controle e de ramo de atividade antes do encerramento do período-base em que ocorre a apuração do prejuízo fiscal ou depois do encerramento do período-base em que deva ocorrer a compensação;
- no caso de apuração sucessiva de prejuízos em mais de um período-base, se houver modificação de controle e de ramo de atividades antes do encerramento de um ou mais desses períodos (nesta caso não se pode dar a compensação dos prejuízos fiscais gerados nos períodos posteriores às duas modificações);
- se houver modificação de ramo de atividade antes da apuração do prejuízo fiscal ou após a compensação, e modificação de controle entre a apuração e a compensação.

²⁶⁵ MARTINS, Natanel. *A reforma da lei das sociedades anônimas: Lei 11.638/2007 e seus impactos na área tributária*. In Rocha, Sérgio André (org) *Direito Tributário, Societário e a Reforma da Lei das S/A*, São Paulo: Quartier Latin, 2008, p. 372.

A intenção dos legisladores, à época, foi inibir a difusão da prática de aquisição de pessoas jurídicas deficitárias – nominadas de *shell companies*, por outras lucrativas, cujo intento era unicamente reduzir a carga tributária através do aproveitamento do prejuízo da incorporada. Desse modo, o fisco passou a condicionar a compensação à inexistência dos dois eventos referidos.

Ressalva-se que para as incorporações às avessas²⁶⁶ foi mantida a possibilidade de compensação de prejuízos fiscais.

Por fim, a lei antitruste surgiu no ordenamento brasileiro em 1962, baseada no *Sherman Act* estadunidense. A preocupação do combate ao truste era exclusivamente quanto a concentração de mercado.

Posteriormente, em 1994, com a aprovação da Lei n. 8.884/94 - Lei de Defesa da Concorrência, e a criação do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC), passaram a realmente existir uma preocupação com a garantia da livre concorrência, buscando combater os abusos neste campo.

Os efeitos negativos gerados pela concentração de poder costumam aparecer com o aumento indiscriminado de preços, a baixa diferenciação dos produtos, queda na qualidade dos produtos ofertados e redução dos investimentos em pesquisa e desenvolvimento. Indo de encontro com os efeitos positivos de uma economia de mercado equilibrada.

Para a Lei, são consideradas infrações:

- i) Venda casada;
- ii) Aumento abusivo de preços, o qual não é justificável pelo montante gasto com à produção do produto;
- iii) Formação de cartel;
- iv) Abuso da posição dominante²⁶⁷;

²⁶⁶ Operação em que uma empresa deficitária incorpora uma empresa lucrativa. Em Portugal é denominada como fusão inversa.

²⁶⁷ A posição dominante é definida com a manutenção de mais de 20% de participação, da empresa, no mercado relevante. Não caracteriza infração ter mais de 20%, mas tão somente o abuso do poder.

- v) Realização de preços predatórios, os quais não cobrem o custo da produção e têm unicamente o interesse de eliminar a concorrência;
- vi) Restrições verticais, como por exemplo, o contrato de fidelidade que o distribuidor precisaria assinar para fornecer material para aquela empresa;
- vii) Atos de concentração, como as operações de fusão, aquisição, incorporação, quando danosos à concorrência no mercado.

Nestas situações, o CADE poderá aplicar multas de 1% a 30% do faturamento bruto da empresa, quando o ato seja caracterizado uma infração, além de outras penalidades, como a transferência de controle acionário, dissolução de sociedades e retirada de incentivos fiscais ou subsídios públicos. Além disso, o controle do CADE *“não é meramente formal, (...) na medida em que adentra o mérito destes negócios de concentração empresarial (...) e como consequência tem poder legal para desconstituir o negócio de fusão, cisão e incorporação de empresas”*²⁶⁸.

Por fim, extrai-se que o combate a práticas antiéticas, como a evasão fiscal, entre outras, é matéria normativa em diferentes Estados, como se estudou em Portugal, Brasil e no âmbito da União Europeia. Posto que, para ter um mercado econômico equilibrado é preciso garantir a lisura e boa fé nas operações.

²⁶⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 223.

CONCLUSÃO

A crescente importância das operações de fusão no cenário econômico é incontroversa. Por sua relevância e enredamento, este assunto tem sido objeto de diversos estudos e pesquisas, seja no ambiente acadêmico ou não.

Ao analisar a integração de duas ou mais empresas, sociedades, é possível verificar que quando há fracassos nestas operações, eles estão ligados ao próprio processo de integração, onde as sinergias previstas demoram a ser realizadas ou não há uma integração adequada na fusão. E, para os casos de sucesso, verifica-se que houve um bom planejamento, como a combinação de estratégia de negócios e a integração da estrutura organizacional, angariando bons resultados financeiros, de pesquisa, de mercado, lançamento de novos produtos e desenvolvimento. Ou seja, a nova empresa, ou a empresa adquirente apresenta resultados superiores de quando atuava isolada. A criação de valor foi positiva.

Dentre os estudos sobre criação de valor em fusões e aquisições, muitos utilizam o método de estudo de eventos, em que leva em conta a valorização das ações a época do anúncio da operação. Entretanto, alguns autores criticam o método acima, pois ele não consideram outros aspectos e assim não refletem verdadeiramente a criação ou não de valor. De acordo com Lindqvist e Ashberg²⁶⁹, a avaliação deve contemplar a perspectiva econômico-financeira e focar em resultados obtidos através de economias de escala e de escopo. Para Demirbag *et al.*²⁷⁰ a criação de valor é difícil de ser prevista ou certa em uma operação de fusão, como também que a decisão de realizar a transação leva em consideração os objetivos da administração ou dos acionistas da empresa, tendo a sobrevivência como o principal objetivo.

²⁶⁹ LINDQVIST, J.; ASHBERG, S. *Mergers and Acquisitions in a new economy – An opportunistic approach towards organizational changes. Internacional management master thesis.* Sweden: School of Economics and Commercial Law, Göteborg University. 2000, p. 10.

²⁷⁰ DEMIRBAG, M. et. al. *Performance of mergers and acquisitions in the pharmaceutical industry: a comparative perspective. Multinational Business Review.* ABI/INFORM Global, v. 15, n. 2, 2007, p. 41-61.

Assim, Seth²⁷¹ afirma que há dois tipos de decisões estratégicas: as financeiras e as operacionais. Às duas transações, a combinação é o melhor caminho para atingir benefícios às empresas resultantes da operação.

Outro aspecto ressaltado na literatura é a realização de análises quantitativas – que consideram o aspecto histórico da empresa, e a análise do aspecto qualitativo – o qual envolve a escolha adequada da empresa a ser adquirida, como o tipo de serviço, produto, clientela, organização e participação de mercado.

Quanto à questão fiscal das operações de fusão e aquisição, há demasiados estudos, especialmente em questões voltadas aos benefícios, deduções e vantagens fiscais de cada Estado, país.

Não obstante, os Estados buscam sempre garantir a lisura e transparência destas operações a fim de evitar situações de evasão e elisão fiscal. Como é de conhecimento, a evasão fiscal ocorre com o uso de meios ilícitos e cuja finalidade é evitar o pagamento de tributos, através de falsas declarações, informações distorcidas e omissão de documentos, configurando um crime. Já a elisão fiscal configura-se em um planejamento que utiliza métodos legais para diminuir a carga tributária. Podendo ainda ser dividida em duas espécies. A primeira é aquela decorrente da própria lei, ou dispositivo legal que permite ou até induza a economia de tributos, e a segunda é a que resulta de lacunas e brechas existentes na própria lei.

No segundo evento, mesmo sendo “legal”, muitos Estados combatem a prática deste. Em diversas vezes agem de forma arbitrária e censurável, criando situações confusas e prejudiciais aos agentes envolvidos nas operações. No caso *Zwijenburg* analisado no presente estudo, ficou demonstrada a arbitrariedade do Estado neerlandês quando tentou inibir a imputação de uma isenção a uma operação que fazia jus ao direito. Todavia, o entendimento trazido pelo TJUE foi louvável.

Ao focar a análise ao regime fiscal das fusões em Portugal, percebe-se a existência de casos controversos, como os que foram trazidos alhures, em especial as fusões inversas – que não eram consideradas para a aplicação do regime especial de

²⁷¹ SETH, Anju. *Value creation in acquisitions: a reexamination of performance issues*. Strategic Management Journal, v. 11, n. 6, New Jersey, ABI/INFORM Global, oct/1990, p. 431-446 (p. 432).

neutralidade fiscal antes da reforma de 2014, puramente por receio da Administração Fiscal.

Em um cenário de crise econômica, como o atual, que ainda sofre as consequências da crise de 2008 – *subprime*, e que de acordo com Thomas Piketty²⁷²:

(...) costuma ser descrita como a mais grave que o capitalismo global já sofreu desde 1929. (...) As principais economias desenvolvidas só recuperaram seus níveis de produção de 2007 em 2013, as finanças públicas encontram-se em um estado lastimável e as perspectivas de crescimento se apresentam permanentemente morosas, sobretudo na Europa, emaranhada numa interminável crise da dívida pública (...).

As operações de fusão e aquisição podem ser a solução para resistirem ao momento crítico. Assim, a reestruturação organizacional econômico-financeira se tornou indispensável, uma solução para a viabilidade das empresas, e não mais um meio de aumentar os lucros. Um país que possui empresas pouco competitivas acaba com pequenos níveis de rendimento e fraco crescimento econômico.

Neste sentido, o capital privado pode ser uma fonte e solução às empresas. Höppner arrisca que:

As empresas europeias em crescimento não conseguem aceder ao financiamento bancário como fizeram no passado. O capital privado pode proporcionar o capital necessário para impulsionar o seu crescimento e, graças ao nosso modelo de negócio de investimento a longo prazo, o capital privado estará posicionado de uma forma ideal quando a economia recuperar²⁷³.

Não obstante, em meio à crise econômica, o papel da Administração Pública faz-se determinante ao tornar o país mais atraente aos investimentos diretos estrangeiros, ou em último caso não dificultar as operações para os agentes envolvidos²⁷⁴.

Neste sentido, as legislações nacionais buscam equilibrar as questões fiscais destas operações. No domínio da União Europeia, o regime especial de neutralidade fiscal

²⁷² PIKETTY, Thomas. *O capital no século XXI*. 1 ed. Rio de Janeiro: Intrínseca. 2014, p. 460.

²⁷³ HÖPPNER, Dörte. Secretária-Geral da EVCA in CAETANO, Paulo. *Capital de Risco*. Lisboa: Almedina. 2013, p. 6.

²⁷⁴ Neste sentido, Caetano diz: “O *private equity* e o capital de risco desempenham um papel significativo no reforço das economias europeias, mesmo em tempos de turbulência ou recessão econômica. É nestas fases do ciclo econômico que a vontade política dos governantes em apoiar a economia e as empresas pode ser testada. Simultaneamente, esta conjuntura oferece uma oportunidade única aos investidores financeiros para reforçarem e fazerem crescer os seus negócios na Europa, confrontados com uma redução da disponibilidade de capital. Um quadro fiscal e legal favorável ao *private equity* e ao capital de risco na Europa permite que os fundos contribuam de uma forma mais eficiente para atrair o capital necessário para o meio empresarial europeu.” - CAETANO, Paulo Alexandre. *Capital de Risco*. 1 ed. Lisboa: Almedina. 2013, p. 91.

vem como o intuito de garantir a sensatez entre as diversas operações e atratividade delas, quando sobrepostas.

Sobre as normas comunitárias, foi observado que a Diretiva n.º 2009/133/CE, do Conselho, de 19 de Outubro, é a norma que rege quanto ao regime fiscal comum aplicável às fusões, cisões, cisões parciais, entradas de ativos e permutas de ações entre sociedade de Estados-Membros e que o ordenamento nacional de cada Estado teve que se adequar para não desrespeitá-la.

Apesar de existir alguma resistência por parte dos Estados-Membros quanto à matéria fiscal, o comprometimento destes com a UE é notório, como foi possível verificar nos acórdãos estudados acima.

No que concerne ao ordenamento luso, o regime fiscal destinado a estas operações encontra-se substancialmente no Código do IRC, apresentando o regime geral e o regime especial de neutralidade – o qual exige o cumprimento de diversos requisitos e condições, e caso a operação não se enquadre nas normas, a fusão será tributada de acordo com o regime geral.

Com o advento da reforma de 2014 no CIRC, as operações de fusão passaram a ser menos burocráticas. Pelo menos é o que se nota à primeira vista. As fusões inversas foram enquadradas no Código. Não se faz mais necessária autorização à transmissão dos prejuízos fiscais das sociedades fundidas à nova sociedade, ou sociedade incorporante, ficando a dedução limitada a cada período de tributação. Além disso, os benefícios fiscais das sociedades fundidas são transmitidos à beneficiária, que deve preencher os pressupostos.

Foi um bom avanço ao ordenamento português e principalmente, torna o Estado mais competitivo no mercado mundial, logo que deixou de dirimir uma das grandes discordâncias neste tema – fusão inversa – e facilitou o acesso das sociedades aos seus direitos.

Diversamente, o ordenamento brasileiro não permite a transmissão dos prejuízos fiscais nas operações de fusão, restando às empresas compensarem seus eventuais prejuízos somente antes da operação.

Enfim, a lei está sujeita a críticas, às evoluções humanas, sociais e econômicas. Longe de ser perfeita, sempre existirá agentes buscando tirar proveito de alguma brecha. Mas, para a lei ser justa, eficaz e competente, tem de responder à evolução com a evolução, e às críticas com responsabilidade e análise. Pois, somente assim cumprirá o seu papel.

BIBLIOGRAFIA

AIELLO, R.J; WATKINS, M.D. *The fine art of friendly acquisitions*. Harvard Business Review, Boston: Harvard Business School Publishing, v. 78, n. 6 p. 100-107, November-December, 2000.

AKERLOF, G.A.; SHILLER, R.J. *Espírito animal*. 1. ed. Lisboa: Smartbook, 2010.

ALEXANDRE, Ricardo. Direito tributário esquematizado. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2011.

ALLEXPARTS. *Mergers and Acquisitions*. Disponível em: http://en.allexperts.com/e/m/mergers_and_acquisitions.htm. Acesso em: 06/06/2015.

AMORIM, José de Campos. *O justo valor e suas implicações fiscais*. Instituto Politécnico do Porto: Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto. 2012. Disponível em: http://recipp.ipp.pt/bistream/10400.22/850/1/COM_JoseAmorim_212.pdf . Acesso em: 20/06/2015.

ANDRADE FILHO, Edmar Oliveira. Imposto de renda das empresas, 2005.

ANDRADE, Vagner R.A. *Efeitos da diversificação no valor das empresas no mercado de telecomunicações*. São Paulo. 2002, p 22. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade de São Paulo. Disponível em: <http://teses.usp.br>. Acesso em 03/07/2014.

ANSELMO TORRES, Manuel. *A critical overview of the treatment of tax losses in Portugal*. Fiscalidade, n.º 30. Coimbra: Coimbra Editora. 2009.

ANSLINGER, P.; COPPELAND, T. *Growth through acquisitions: a fresh look*. Harvard Business Review, v. 74, n.º 1, pp. 165-178, Jan/Feb, 1998.

ANTUNES, José A. E. *Os Grupos de Sociedades, Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissociária*. Coimbra: Edições Almedina, SA, ISBN: 972-40-1629-3. 2002.

AUERBACH, ALAN J. *Mergers and Acquisitions, Chicago*. University of Chicago Press. Chapter: *The Impact of Taxation on Mergers and Acquisitions*, pp. 69-85 – with David Reishus. 1988.

BAKER, M.; WURGLER, J. *Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns*. The Journal of Finance, pp. 1645-1680, ago. 2006.

BALL, R. *The development, accomplishments and limitations of the theory of stock market efficiency*. Managerial Finance, pp. 3-48. 1994

BECKER, G.V. O papel da Gestão de Pessoas em Processos de Fusões e Aquisições de Empresas, in Bittencourt, C. *Gestão Contemporânea de Pessoas Novas práticas, conceitos tradicionais*. Porto Alegre: Bookman, 2004, pp. 190-207.

- BEINHOCKER, Eric D. *The origino f wealth: evolution, complexity, and the radical remakings of economics*. Boston: Harvad Business School Publishing. 2006.
- BERK, D.; DEMARZO, P. *Corporate Finance*. 2 ed. Boston: Pearson, 2009.
- BESANKO, D. et al. *A economia da estratégia*. 3 ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.
- BESANKO, D. et al. *Economics of strategy*. 5 ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2008.
- BESSA, Daniel. A competitividade da economia portuguesa. *O Economista*, 12, 1999, pp. 51-58.
- BIEHSAAR, H. et. al. *Fusões e aquisições que geram valor*. HSM Management. Ano 5, n. 27, jul/ago. 2001. Disponível em: <http://www.distefanoconsultoria.com/artigosdsm/Fusoeseaquisicoesquegeralvalor.pdf>. Acesso em: 20/05/2015.
- BRADLEY, M.; DESAI, A.; KIM, E.H. *Synergistic gains from corporate aquisitons and theirs division between the stockholders of target and acquiring firms*. *Journal of Financial Economics*, v. 21, 1988, pp. 3-40.
- BREALEY, R e MYERS, S.C. *Princípios de Finanças Empresarias*. ed. New York: McGraw Hill, 1998.
- BREALEY, R.; MYERS, S.C. *Principles of Corporate Finance – Intl*. ed. New York: Mc Graw Hill, 1996.
- BREALEY, R.; MYERS, S.C. *Principles of Corporate Finance*. 9 ed. New York: Mc Graw Hill, 2008.
- BRUNER, Robert F. *Applied Mergers and Acquisitions: Workbook*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.. 2004.
- C. OSÓRIO DE CASTRO. *Valores Mobiliários – conceito e espécies*. Porto: 1998, 82-3 in SALDANHA
- CAETANO, Paulo Alexandre. *Capital de Risco*. 1 ed. Lisboa: Almedina. 2013.
- CALDERÓN CARRERO, J.M. *La Cláusula Antiabuso de la “Directiva de Fusiones”*. *Fiscalidade*, nº 50. 2012.
- CÂMARA, Francisco de Sousa. *As operações de Reestruturação e a Cláusula Anti abuso prevista no artigo 67.º/10 do CIRC*. In BORGES, Ricardo. et al. *Reestruturação de Empresas e Limites do Planeamento Fiscal*. Coimbra: Coimbra Editora, 2009. ISBN: 978-972-32-1720-9.
- CARVALHOSA , Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 223

CARTWRIGHT, S.; COOPER, C.L. *Managing mergers, acquisitions & strategic alliances: integrating people e culture*. Oxford: Butterworth Heinemann, 1999.

CASALTA NABAIS, José. *Direito Fiscal*. 6 ed. Coimbra: Almedina. 2010.

CASTRO, Denise Maria Fanhani de. *Criação de valor em fusões e aquisições*. 2010. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo. 2010. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-03112010-194441/pt-br.php>>. Acesso em: 20/03/2015.

CATROGA, Eduardo. *A competitividade e a Reforma Fiscal*. O Economista, 14. pp. 44-49. 2001

CHANDLER, A.D. *Strategy and structure: chapters in the history of industrial enterprise*. Cambridge: The massachusetts Institute of Technology Press, 1990.

COPELAND, T. et. al. *Avaliação de Empresas – Valuation – Calculando e gerenciando o valor das empresas*. 3 ed. São Paulo: Pearson Education. 2006.

COUTINHO, Sandra Paula de Marta Pereira. *Limitações à dedução de prejuízos fiscais no âmbito da fusão de empresas*. Dissertação (Mestrado em Finanças e Fiscalidade) – Faculdade de Economia, Universidade do Porto. Porto. 2012.

DEMIRBAG, M. et. al. *Performance of mergers and acquisitions in the pharmaceutical industry: a comparative perspective*. *Multinational Business Review*. ABI/INFORM Global, v. 15, n. 2, 2007, pp. 41-61.

DePAMPHILIS, Donald M. *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: Na Integrated Approach to Process, Tools, Case, and Solutions*. Thrid Edition, Elsevier Academic Press. 2005.

DEVOS, E.; KADAPAKKAM, P.R.; KRISHNAMURTHY, S. *How to mergers create value? A comparison of taxes, Market power and efficiency improvements as explanations for synergies*. *The Review of Financial Studies*, v. 22, n. 3, pp. 1179-1211. 2009.

DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro: direito de empresa*, 2009, p. 208.

FAMA, E.F. *Efficient capital market:a review of theory and empirical work*. *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, pp.383-417, mai. 1970.

FAMA, E.F. *Efficient capital markets: II*. *The Journal of Finance*, v. 46, n. 5, pp. 1575-1617, dez, 1991.

FAMA, E.F. *Random walks in stock Market prices*. *Financial Analysts Journal*, pp.55-59, 1965.

FERREIRA, Irina Bartman. *A neutralidade fiscal no caso da fusão inversa*. Dissertação (Mestrado em Fiscalidade) – Instituto Politécnico de Lisboa, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa. Lisboa. 2013.

FRAGA, Valderez F. O Humano nas fusões Organizacionais, in *Revista de Administração Pública*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, v. 35, n.2, (mar/abr. 2001), pp. 229-233.

FREITAS PEREIRA, M.H. “Regime fiscal aplicável a fusões, cisões e entradas de activos – novos desenvolvimentos”, *Estudos em Homenagem ao Prof. Dr. Paulo de Pitta e Cunha*, vol. 2, Coimbra: Almedina. 2010, pp. 423-446.

GAUGHAN, P.A. *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. 3 ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2010.

GREGORIOU, G.; RENNEBOOG, L. *International mergers and acquisitions activity since 1990. Recent Research and Quantitative Analysis*, London: Elsevier Science and Technology – Academic Press, 2007. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/book/9780750682893>>. Acesso em: 06/07/2015.

HARDING, David; ROVIT, Sam. *Garantindo o sucesso em fusões e aquisições: Quatro decisões chave para a sua próxima negociação*. Rio de Janeiro: Elsevier Editora, 2005.

HASPELAGH, P.; JEMISON, D. *Acquisitions – Myths and Reality* in Sloan Management Review/MIT, 1987, v.28, n. 2, pp. 53-58, April/June.

HAYAN, CARLA. *Tax Attributes as Determinants of Shareholder Gains in Corporate Acquisitions*. Journal of Financial Economics 23, n. 1. June 1989, pp. 1221-153.

HIRSHLEIFER, D. *Investor psychology and asset pricing*. The Journal of Finance., pp. 1533-1597, ago 2001.

HOBERG, G.; PHILLIPS, G. *Product Market Synergies and competition in mergers and acquisitions: a text-based analysis*. The Review of Financial Studies, v. 23, 2010, p. 3773-3810.

HONG, H.; STEIN, J.C. *A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in asset Markets*. The Journal of Finance, v.6 , pp. 2143-2184, dez. 1999.

HUIZINGA, H.; L. Laeven e G. NICODÈME. *Capital Structure and Internacional Debt Shifting*. Journal of Financial Economics. n. 88, pp. 80-118. 2008.

INTERNATIONAL LABOUR ORGANIZATION. *The employment impacto f mergers and acquisitions in the banking and financial services sector*. Genebra, 09 jan. 2001. Disponível em: <http://www.ilo.org/public/libdoc/ilo/2001/101B09_7_engl.pdf>. Acesso em 9 jul. 2015.

JENSEN, M.C. *Some anomalous evidence regarding Market efficiency*. Journal of Financial economics, v. 6, pp. 95-101. 1978.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. *Prospect Theory: na analysis of decision under risk*. Econométrica, v. 47, n. 2, pp. 263-292, mar 1979.

KAYO, E.K. *A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas*. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, São Paulo, Brasil, 2002.

KAYO, E.K.; FAMÁ, R.A. *A estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas*. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 39, n. 2, 2004, pp. 164-176.

KEYNES, John Maynard. *Teoria Geral do emprego, do juro e da moeda*. 1996.

LEE, C.M.C.; SHLEIFER, A.; THALER, R.H. *Investor sentiment and the closed-end fund puzzle*. *The Journal of Finance*, v. 46, n.1, pp. 75-109, mar 1991.

LINDQVIST, J.; ASHBERG, S. *Mergers and Acquisitions in a new economy – An opportunistic approach towards organizational changes*. *Internacional management master thesis*. Sweden: School of Economics and Commercial Law, Göteborg University. 2000.

LOBO, Carlos Baptista. *Neutralidade fiscal das fusões: benefício fiscal ou desagravamento estrutural?* In *Fiscalidade*, n.º 26/27. *Revista de Direito e Gestão Fiscal*. Coimbra: Coimbra Editora. 2007.

LONG, B. et. Al. *Noise Trader Risk in Financial Markets*. *Journal of Political Economy*, v. 98, n. 4, pp. 703-738, Ago, 1990.

MARTINS, Natanel. *A reforma da lei das sociedades anônimas: Lei 11.638/2007 e seus impactos na área tributária*. In Rocha, Sérgio André (org) *Direito Tributário, Societário e a Reforma da Lei das S/A*, São Paulo: Quartier Latin, 2008

MANNE, H.G. *Mergers and the Market for corporate control*. *The journal of political economy*. V. 73, n. 2, pp. 110-120. Abr 1965.

MARKS, M.L.; MIRVIS, P.H. *Joining forces: making one plus one three in mergers, acquisitions and alliances*. São Francisco: Jossey Bass, 1998.

MIRVIS, P.H. e MARKS, M.L. *Managing the merger: making it work*. Ed. New Jersey: Prentice Hall, 1994.

MORAES, Carlos R.M. *Fusões e Aquisições: uma experiência de integração com sucesso*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Ciências Administrativas. Universidade Metodista de São Paulo. São Bernardo do Campo. 2008.

MORAIS, Rui Duarte. *Apontamentos ao IRC*. Coimbra: Almedina. 2007.

NARDI, Roberto Y.S. *Criação de valor em fusões e aquisições – a influência do sentimento de mercado*. Dissertação (Mestrado e Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo. São Paulo. 2012.

NETO, J. Carvalho das. Timing and economic value of mergers and acquisitions. Phd. Thesis. Manchester Business School, University of Manchester. 1993.

NUNES, Jacinto. *Keynes e os “animal spirits”*. Disponível em: <http://www.publico.pt/economia/jornal/keynes-e-os-animal-spirits-19463808>. Acesso em: 06 jun 2014.

OLIVEIRA Ricardo M. *Fundamentos do Imposto de Renda*. In ROCHA, Sérgio André (org.) Direito Tributário, Societário e a Reforma da Lei das S/A. São Paulo: Quartier Latin. 2008.

OLIVEIRA, Ricardo Mariz. Cisão, fusão, incorporação como instrumentos de planejamento tributário. Artigo publicado na Revista de Estudos Tributários nº 5, Janeiro/Fevereiro de 1999.

PATROCÍNIO, M.R.; KAYO, E.K; KIMURA, H. *Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estado de evento*. Revista de Administração da Universidade de São Paulo, v. 42, n. 2, 2007, pp. 205-215.

PEREIRA, Manuel Henrique de Freitas. *Fiscalidade*. 3 ed. Coimbra: Edições Almedina, AS, 2009. ISBN: 978-972-40-3876-6, pp. 365-449.

PIKETTY, Thomas. *O capital no século XXI*. 1 ed. Rio de Janeiro: Intrínseca. 2014.

POITEVIN, Michel. *Effects of the Fiscal Treatment of Tax Losses on the Efficiency of Markets and the Incidence of Mergers*, *Revue de l’Institut d’Économie Publique*, n.º 11, 2002/2, pp. 155-181.

RAMOS, Rui Manoel Moura. *Le nouveau droit international privé des successions de l’union européenne – premières réflexions*.

RAPPAPORT, A. *Gerando valor para o acionista*, São Paulo: Atlas, 2001.

RAPPAPORT, A.; SIROWER, M. *The trade-offs for buyers and sellers in mergers and acquisitions*. Harvard Business Review, v. 77, n. 6, p.147-158, nov/dec, 1999.

RAÚL VENTURA. *Fusão, Cisão, Transformação de Sociedades, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*. Coimbra: 1990.

RICARDO, David. *Princípios de economia política e de tributação*. 3 ed. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

ROCK, Milton L. *The mergers and Acquisitions Handbook*. U.S.A.: McGraw-Hill. 1994.

ROSS, E.; WESTERFIELD, R; JAFFE, J. *Administração Financeira*, São Paulo: Atlas, 1995.

ROSS, S.; WESTERFIELD.R; JAFFE, J.; JORDAN B. *Modern Financial Management*. 8 ed. Internacional Student Edition. New York:McGraw-Hill. 2008.

- ROURKE, J.T. Integração pós-fusão. In: KEY, S.L. Guia da Ernst & Young para administração de fusões e aquisições. Rio de Janeiro: Record, 1992.
- SALTER, M.; WEINHOLD, A. *Choosing compatible acquisitions*. Harvard Business Review, n. 1, pp.117-127, Jan/Feb, 1981.
- SANCHES, J. L.S et al. in Manuela Duro Teixeira, “*Reestruturação de empresas e limites do planeamento fiscal*”, 2009, pp. 271-277.
- SANCHES, J. L.S. et al., in Francisco de Sousa da Câmara, “*As operações de Reestruturação e a Cláusula Anti abuso Prevista no artigo 67.º/10 do CIRC*”. 2009.
- SANCHES, J. L.S. et. al. in António Martins, “*A Influencia da Lei Fiscal nas Decisões de Reestruturar: uma perspectiva financeira*”. 2009.
- SANCHES, J. L.S. *Fusão inversa e neutralidade (da Administração) Fiscal*. In Fiscalidade n.º 34 – Revista de Direito e Gestão Fiscal. Lisboa: Instituto Superior de Gestão. ISSN: 0874-7326. 2008, p. 7-34.
- SANCHES, J. L.S. in José A. Engrácia Antunes, *Os Grupos de Sociedades* Coimbra: 2002.
- SANCHES, J. L.S. *Justiça Fiscal*. Lisboa: Fundação Francisco Manuel dos Santos. 2010.
- SETH, Anju. *Value creation in acquisitions: a reexamination of performance issues*. Strategic Management Journal, v. 11, n. 6, New Jersey, ABI/INFORM Global, oct/1990, pp. 431-446.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Value maximization and the acquisition process. The journal of economic perspectives, v. 2, n. 1, pp. 7-20, 1988.
- SMIDT, S. *A new look at the random walk hypothesis*. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, p. 235-261, set 1968, pp. 257.
- SUBRAHMANYAM, A. *Behavioural Finance: a review and synthesis*. European Financial Management, v. 14, n.º 1, p. 12-29, 2007.
- The Economist. *Word InvestimentoProspects to 2011: Foreign Direct Investment and the Challenge of Political Risk..* London, The Economist Intelligence Unit. 2007.
- The Global Competitiveness Report 2014-2015 do World Economic Forum. <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2014-2015/rankings/> e http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2014-15.pdf
- TRIMARCHI, Michele. *Ideologia, informazione e rente-seeking: la relazione principale-agente nel mercato elettorale e il ruolo dei partiti politici*, in Il Politico – Rivista italiana di scienze politiche, Pavia, ano LVI, Fasc 157, n° 1, jan/mar 1991, pp. 97-105.
- VON KROGH, G.; SINATRA, A.; SINGH, H. *The management of corporate acquisitions*. London: Macmillan Press. 1996.

WESTON, J. F; WEAVER, S.C. *Mergers and Acquisitions*. The McGraw-Hill Executive MBA Series, New York: McGraw-Hill. 2001.

WESTON, J.F; MITCHELL, L.M; MULHERIN, J.H. *Takeovers, restructuring, and corporate governance*. 4 ed. New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2003.

YAMAMOTO, I. *Cross-Border Mergers & Acquisitions no Japão: características e vivências do povo japonês que facilitaram sua aplicação*. Rio de Janeiro, 1995. Dissertação de Mestrado em Administração – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

ZHANG, C. *Defining, modeling, and measuring investor sentiment*. Berkeley: University of California, 2008, Doctoral Thesis.

INSTRUMENTOS NORMATIVOS

BRASIL. Código Civil Brasileiro, 2002.

_____. Constituição Federal do Brasil. 1988.

_____. Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro.

_____. Decreto-Lei n.º 404/90, de 21 de Dezembro.

_____. Decreto-Lei n. 2.341/87.

_____. Decreto-Lei n.º 158/2009.

_____. Instrução Normativa n. 88/2001.

_____. Lei 11.638/07.

_____. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

_____. Receita Federal. Ministério da Fazenda. Transformação, Incorporação, Fusão e Cisão. Brasília, 2005, n.219. Disponível em: <http://www.receita.fazenda.gov.br/PessoaJuridica/DIPJ/2005/PergResp2005/pr212a231.htm> . Acesso em: 10 jul. 2015.

PORTUGAL. Circular n.º 7/2005, de 16 de Maio.

_____. Código das Sociedades Comerciais.

_____. Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

_____. Parecer do CEF n.º 45/2004.

_____. Estatuto dos Benefícios Fiscais.

_____. Lei Geral Tributária.

UNIÃO EUROPEIA. DIRETIVA 2009/133/CEE do Conselho, de 19 de Outubro de 2009.

_____. DIRETIVA 2006/68/CE do Parlamento Europeu e do Conselho.

JURISPRUDÊNCIA

ACÓRDÃO DO SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA DA UNIÃO EUROPEIA, Processo C-28/95 – Leur-Bloem v Inspecteur der Belastingdienst/Ondernemingen Amsterdam 2, de 1997. Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:61995CJ0028:PT:PDF>.

ACÓRDÃO DO SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA DA UNIÃO EUROPEIA, Processo C-126/10 – Foggia, de 2011. Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62010CJ0126:PT:HTML>

ACÓRDÃO DO SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA DA UNIÃO EUROPEIA, Processo C-352/08 – Zwijnenburg, de 2010. Disponível em: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=80973&doclang=PT>.

ACÓRDÃO. RE BRASIL. STF. Agravo Regimental ao Recurso Extraordinário n. 604.314/SC.