



Andreia Filipa Santos Nogueira

# Impacto das fusões e aquisições no desempenho: O caso da Infraestruturas de Portugal, S.A.

Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças, apresentada à Faculdade de Economia da  
Universidade de Coimbra para obtenção do grau de Mestre

Coimbra, 2017



UNIVERSIDADE DE COIMBRA



FEUC FACULDADE DE ECONOMIA  
UNIVERSIDADE DE COIMBRA

Andreia Filipa Santos Nogueira

# Impacto das fusões e aquisições no desempenho:

O caso da Infraestruturas de Portugal, S.A.

Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças, apresentada à  
Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra para obtenção do  
grau de Mestre

Orientador: Prof. Doutora Ana Maria Rodrigues

Coimbra, 2017

## **Agradecimentos**

À Professora Doutora Ana Maria Rodrigues que me acompanhou durante todo o meu percurso académico e, em especial, nesta reta final. Agradeço a disponibilidade, as orientações, e todos os conhecimentos partilhados.

À minha família e, em especial aos meus pais, por todo o vosso apoio e incentivo, pelas oportunidades que me proporcionaram, e por nunca me terem deixado desistir.

Aos meus amigos que, de uma forma ou de outra, sempre estiveram comigo. Obrigada pelo encorajamento, compreensão e motivação.

*Todo o trabalho árduo traz proveito,  
mas o só falar conduz à pobreza.  
(Pr 14:23)*



## Resumo

Em períodos pautados pela globalização e pelo aumento da pressão concorrencial, as entidades assumem como inevitável a sua constante adaptação às novas necessidades do mercado, e a adoção de novas estratégias que permitam a maximização do seu valor. Entre estas estratégias encontramos as fusões e as aquisições que, dada a possibilidade de rápida e fácil obtenção de resultados, surgem como uma das estratégias de crescimento externo mais recorrentes.

A presente dissertação tem como objetivo primordial aferir se se justifica a fusão entre a Rede Ferroviária Nacional, E.P.E. e a Estradas de Portugal, S.A., isto é, propomos perceber se esta operação contribuiu para a melhoria do desempenho pós-fusão e se influenciou o grau de cumprimento dos serviços prestados pela atual gestora de infraestruturas dos transportes terrestres, a Infraestruturas de Portugal, S.A..

De modo a tornar o nosso trabalho mais completo, começamos por apresentar uma visão geral do tema das fusões e aquisições, abordando a sua evolução histórica, principais conceitos, teorias explicativas, motivações inerentes à sua escolha como estratégia de crescimento e, por fim, os métodos de avaliação e os determinantes que podem influenciar o desempenho registado após a operação. Adicionalmente, expomos também, de um modo mais concreto, a perspetiva jurídica e contabilística da operação que propomos estudar, tendo por base o facto de todas as entidades intervenientes no processo pertencerem ao setor público.

Os resultados obtidos a partir do cálculo e análise aos indicadores económico-financeiros, e a sua comparação com os dados obtidos para a média do setor, permitiram concluir que, de um modo geral, a fusão possibilitou a obtenção de um desempenho superior ao que era registado pelo conjunto REFER+EP antes da operação. Contudo, estes aumentos ainda são modestos, e quando comparada com o setor, a IP, S.A. regista claramente um desempenho abaixo da média, pelo que será expectável a adoção de novas medidas de reestruturação, para além das já noticiadas.

Adicionalmente, a observação da evolução dos indicadores de qualidade do serviço prestado (grau de cumprimento dos serviços ferroviário e rodoviário), permitiu-nos

verificar que a operação não influenciou muito os níveis de qualidade e segurança, uma vez que se manteve a evolução positiva observada desde 2012.

**Palavras-chave:** Fusão; Desempenho pós-fusão; Indicadores económico-financeiros; Setor público; Infraestruturas de Portugal, S.A.

## **Abstract**

In periods marked by globalization and the increasing of competitive pressure, entities assume as inevitable their continuous adaptation to the new market needs and the adoption of new strategies to maximize their value. Among these strategies we find mergers and acquisitions which, given the possibility of quick and easy results, appear as one of the most recurrent external growth strategies.

The present dissertation has as main objective to assess whether the merger between Rede Ferroviária Nacional, E.P.E. and Estradas de Portugal, S.A. was justifiable, i. e. we propose to understand if this operation contributed to the improvement of the operational and financial performance after merger and if it influenced the degree of fulfilment of the services provided by the current infrastructure manager for land transport: Infraestruturas de Portugal, S.A. (IP, S.A.).

In order to make our work more complete, we begin by presenting an overview of the mergers and acquisitions theme, addressing their historical evolution, main concepts, explanatory theories, motivations inherent to their choice as a growth strategy, and finally, the evaluation methods and the determinants that may influence the performance after the operation. In addition, we also present, in a more concrete way, the legal and accounting perspective of the merger that originated the constitution of IP, S.A., based on the fact that all entities involved in this process belong to the public sector.

The results obtained from the calculation and analysis of the economic and financial indicators, and their comparison with the data obtained for the industry average, allowed us to conclude that, in general, the merger made it possible to obtain a higher performance than the one that was recorded by the REFER + EP (prior to the operation). However, these increases are still modest, and when compared to the sector, IP, S.A. clearly shows a below-average performance, so it will be expected that new restructuring measures will be adopted, in addition to those already reported.

In addition, observing the evolution of the quality indicators of the services provided (degree of compliance with rail and road services), allowed us to verify that the operation didn't influence the levels of quality and safety, since the observed positive evolution was maintained since 2012.

**Keywords:** Merger; Post-merger performance; Economic and financial indicators; Public sector; Infraestruturas de Portugal, S.A.

## Índice de figuras

<b>Figura 1</b> - Avaliação do desempenho como se só existisse uma entidade antes da fusão.....	33
<b>Figura 2</b> - Avaliação do desempenho com base em benchmarks.....	33
<b>Figura 3</b> - Organograma Grupo REFER.....	80
<b>Figura 4</b> - Organograma Grupo IP .....	92

## Índice de gráficos

<b>Gráfico 1</b> - Fusões e aquisições a nível mundial (1985-2016) .....	13
<b>Gráfico 2</b> - Evolução da ROS .....	103
<b>Gráfico 3</b> - Evolução da Rend. Líquida das vendas.....	104
<b>Gráfico 4</b> - Evolução do ROA.....	105
<b>Gráfico 5</b> - Evolução da ROE.....	105
<b>Gráfico 6</b> - Evolução do rácio de liquidez geral.....	106
<b>Gráfico 7</b> - Evolução do rácio de liquidez imediata.....	107
<b>Gráfico 8</b> - Evolução do rácio de solvabilidade geral.....	108
<b>Gráfico 9</b> - Evolução do rácio de autonomia financeira.....	109
<b>Gráfico 10</b> - Evolução do rácio de endividamento .....	110
<b>Gráfico 11</b> - Evolução do efeito dos juros suportados.....	111
<b>Gráfico 12</b> - Evolução do custo dos financiamentos .....	112

## Índice de tabelas

<b>Tabela 1</b> - Comparação entre a informação divulgada no memorando de fusão e a exigida pelo CSC.....	54
<b>Tabela 2</b> - Fases da fusão .....	90
<b>Tabela 3</b> - Indicadores de desempenho.....	98
<b>Tabela 4</b> - ROS do Grupo REFER, EP, S.A. e Grupo IP.....	103
<b>Tabela 5</b> - Rendibilidade Líquida das vendas do Grupo REFER, EP, S.A. e Grupo IP .....	104
<b>Tabela 6</b> - Rendibilidade do ativo do Grupo REFER, EP, S.A. e Grupo IP .....	105
<b>Tabela 7</b> - ROE do Grupo REFER, EP, S.A. e Grupo IP .....	105
<b>Tabela 8</b> - Índice de liquidez geral do Grupo REFER, EP, S.A. e Grupo IP .....	106
<b>Tabela 9</b> - Índice de liquidez imediata do Grupo REFER, EP, S.A. e Grupo IP.....	107
<b>Tabela 10</b> - Cobertura dos ativos não correntes do Grupo REFER, EP, S.A. e Grupo IP .....	108
<b>Tabela 11</b> - Rácio de solvabilidade geral do Grupo REFER, EP, S.A. e Grupo IP.....	108
<b>Tabela 12</b> - Rácio de autonomia financeira do Grupo REFER, EP, S.A. e Grupo IP .....	109
<b>Tabela 13</b> - Rácio de endividamento do Grupo REFER, EP, S.A. e Grupo IP.....	110
<b>Tabela 14</b> - Efeito dos juros suportados do Grupo REFER, EP, S.A. e Grupo IP .....	111
<b>Tabela 15</b> - Custo dos financiamentos obtidos do Grupo REFER, EP, S.A. e Grupo IP .....	112
<b>Tabela 16</b> - Resumo dos resultados dos indicadores económico-financeiros.....	113
<b>Tabela 17</b> - Grau de cumprimento do serviço ferroviário.....	114
<b>Tabela 18</b> - Grau de cumprimento do serviço rodoviário.....	115

## **Lista de abreviaturas**

**CAE** – Concentração de Atividades Empresariais

**Ck** – Comboio-quilómetro

**CMVM** – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

**CP** – Comboios de Portugal, E.P.E.

**CRC** – Código do Registo Comercial

**CSC** – Código das Sociedades Comerciais

**DGE** – Direção-geral de Estradas

**EP, S.A.** – Estradas de Portugal, S.A.

**EPE** – Entidade Pública Empresarial

**EPR** – Empresa pública reclassificada

**EUA** – Estados Unidos da América

**F&A** – Fusões e Aquisições

**GIL** – Gare Intermodal de Lisboa, S.A.

**I&D** – Investigação e Desenvolvimento

**IAS** – *International Accounting Standard*

**IEP** – Instituto das Estradas de Portugal

**IFRS** – *International Financial Reporting Standards*

**IMAA** – *Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances*

**INE** – Instituto Nacional de Estatística

**IP, S.A.** – Infraestruturas de Portugal, S.A.

**JAÉ** – Junta Autónoma de Estradas

**PET** – Plano Estratégico dos Transportes – Mobilidade Sustentável 2011-2015

**PET13+** – Plano Estratégico dos Transportes e Infraestruturas 2014-2020

**PPP** – Parcerias público-privadas

**PRN** – Plano Rodoviário Nacional

**NCRF** – Norma Contabilística e de Relato Financeiro

**REFER, E.P.E.** – Rede Ferroviária Nacional, E.P.E.

**ROA** – *Return on Assets* (Rendibilidade do ativo)

**ROE** – *Return on Equity* (Rendibilidade dos capitais próprios)

**ROS** – *Return on Sales* (Rendibilidade das vendas)

**SEE** – Setor empresarial do Estado

**SIC** – *Standing Interpretations Committee*

**SPE** – Setor público empresarial

**UE** – União Europeia

## Índice geral

Agradecimentos .....	i
Resumo.....	iii
<i>Abstract</i> .....	v
Índice de figuras .....	vii
Índice de gráficos .....	vii
Índice de tabelas.....	viii
Lista de abreviaturas .....	ix
Índice geral .....	xi
<b>Introdução .....</b>	<b>1</b>
1. Contexto e relevância do tema .....	1
2. Objetivos da Investigação e contributos esperados .....	2
3. Estrutura da dissertação.....	4
<b>PARTE I – Revisão da literatura e normativa.....</b>	<b>7</b>
<b>Capítulo 1 – Revisão da literatura .....</b>	<b>9</b>
1.1. Introdução.....	9
1.2. Evolução histórica .....	9
1.3. Conceitos.....	14
1.4. Teorias explicativas das F&A .....	18
1.4.1. Modelos neoclássicos .....	18
1.4.2. Modelos assentes no comportamento.....	20
1.4.3. Modelos de market timing.....	21
1.5. Motivações inerentes às F&A.....	23
1.6. Avaliação do desempenho das F&A .....	30
1.6.1. <i>Event Studies</i> .....	30
1.6.2. <i>Accounting studies</i> .....	32
1.7. Determinantes do desempenho pós-operação de F&A .....	35
1.8. Principais estudos empíricos realizados na área das F&A .....	40
1.9. Conclusão.....	47
<b>Capítulo 2 - Análise Normativa.....</b>	<b>51</b>
2.1. Perspetiva jurídica.....	51
2.2. Perspetiva contabilística .....	56
<b>Capítulo 3 – Questões de investigação .....</b>	<b>67</b>

<b>PARTE II – Estudo Empírico .....</b>	<b>69</b>
<b>Introdução .....</b>	<b>71</b>
<b>Capítulo 1 – Metodologia .....</b>	<b>73</b>
1.1. Objetivos do estudo .....	73
1.2. Técnica de investigação adotada .....	73
1.3. Apresentação do caso.....	75
1.3.1. Rede Ferroviária Nacional - REFER, E.P.E.....	76
1.3.1.1. Evolução do setor ferroviário .....	76
1.3.1.2. Descrição da entidade .....	78
1.3.2. Estradas de Portugal, S.A.....	82
1.3.2.1. Evolução do setor rodoviário.....	82
1.3.2.2. Descrição da entidade .....	85
1.3.3. Processo de fusão.....	87
1.3.3.1. Objetivos da fusão.....	88
1.3.3.2. Fases da fusão.....	89
1.3.3.3. Infraestruturas de Portugal, S.A.....	91
1.4. Recolha de dados e procedimentos adotados para a sua análise .....	95
1.4.1. Indicadores económico-financeiros .....	96
<b>Capítulo 2 – Análise e discussão dos resultados.....</b>	<b>103</b>
2.1. Análise dos indicadores económico-financeiros.....	103
2.2. Análise do grau de cumprimento dos serviços ferroviário e rodoviário .....	113
2.3. Análise das notícias .....	116
<b>Conclusão .....</b>	<b>119</b>
<b>Limitações do estudo.....</b>	<b>124</b>
<b>Pistas para investigação futura .....</b>	<b>124</b>
<b>Referências Bibliográficas .....</b>	<b>127</b>
<b>Anexos.....</b>	<b>137</b>

# Introdução

## 1. Contexto e relevância do tema

Atualmente, o investimento é a força matriz que permite que as empresas<sup>1</sup> sejam capazes de resistir ao crescente dinamismo do mercado, resultante de uma evolução assente, essencialmente, em dois pilares centrais: liberalização e desregulamentação, da qual emergem clientes cada vez mais exigentes.

Assim, sendo estes mercados pautados pela globalização, não são apenas as empresas por si só que necessitam de acompanhar todas as mudanças, mas também os países onde estão presentes. Este fator contribui para o aumento da competitividade entre países, especialmente no que respeita à captação de investimento estrangeiro, que tem vindo a representar um papel cada vez mais importante nos últimos anos.

Como resposta a esta necessidade de crescimento, desde 1980 que, uma das estratégias mais utilizadas pelas sociedades é a concentração de atividades empresariais (CAE), uma vez que é uma das formas mais rápidas de crescimento externo, cujo principal objetivo passa por aumentar o valor da sociedade que resulta de tal processo.

Na realidade, embora as Fusões e Aquisições (F&A) sejam operações cada vez mais requisitadas, o seu objetivo primordial só é atingido se, na empresa resultante do processo, forem apurados aos aumentos de eficiência na sua estrutura económico-financeira. No entanto, nem sempre se registam melhorias, daí que no período após a realização da operação se assista a um elevado número de vendas e reestruturações.

Historicamente, o mercado de F&A não tem evoluído de modo constante e uniforme ao longo dos anos, assistindo-se ao que diversos autores chamam de “ondas”, cada uma com as suas próprias características, e surgindo como resposta a diversas crises enfrentadas.

Assim, dado que os últimos anos foram marcados pela gradual recuperação da crise económica mundial, e pela conseqüente diminuição das operações de concentração de atividades empresariais (CAE) durante este período de crise, é expectável que desta

---

<sup>1</sup> Embora os seus conceitos sejam juridicamente distintos, sociedade, entidade, empresa e organização serão tratados como sinónimos ao longo deste trabalho.

recuperação económica surjam novas oportunidades de desenvolvimento do tecido empresarial, que se podem concretizar pelo aprofundamento deste tipo de operações.

Segundo o *Global M&A Predictor*, desenvolvido pela *KPMG International* e cujos resultados apurados são anualmente publicados, 2013 foi encarado como o ano a partir do qual se assiste ao início da retoma dos processos de CAE a nível mundial. De facto, publicações mais recentes desenvolvidas pela mesma consultora (em 2015 e 2016), reforçam a ideia de que após dois anos de crescimento (não muito acentuado), 2015 é marcado pela retoma em força dos processos de F&A, sendo expectável que os anos seguintes sejam igualmente conduzidos pelo crescente “apetite” dos investidores neste tipo de operações. Portanto, é possível verificar que este tema se afigura sempre atual.

Em 2016, é possível observar o exemplo do BREXIT que tem proporcionado tempos de grande incerteza e volatilidade nos mercados, mas que pode também significar tempos de grandes oportunidades que muitos estão dispostos a aceitar.

Tendo como pano de fundo a recuperação económica de Portugal, surge em 2015, a fusão no setor dos transportes que servirá como estudo de caso para esta dissertação: a fusão por incorporação da entidade Estradas de Portugal, S.A. (EP, S.A.) na Rede Ferroviária Nacional, E.P.E. (REFER, E.P.E.), e sua conseqüente transformação em sociedade anónima, com denominação Infraestruturas de Portugal, S.A. (IP, S.A.).

Assim, estando envolvidas duas grandes empresas do setor empresarial público, e dada a mediatização à qual este processo foi exposto, podemos afirmar que se tratou de uma das operações mais debatidas no nosso país, nos últimos anos.

## **2. Objetivos da Investigação e contributos esperados**

O principal objetivo desta pesquisa é a avaliação do desempenho obtido pela IP, S.A., nos períodos económicos seguintes à realização da operação que lhe deu origem (isto é, a fusão entre a REFER, E.P.E. e a EP, S.A.), comparativamente ao que cada empresa apresentava antes de passar por este processo. Deste modo, podemos verificar se esta operação está a contribuir para a criação de sinergias e redução encargos que, por sua vez contribuirão para o seu objetivo primordial: a sustentabilidade económica e financeira do setor das infraestruturas, ferrovia e estradas.

Até ao momento, são vários os estudos efetuados, em diversos países, com o objetivo de medir e avaliar o desempenho obtido pela empresa resultante do processo de fusão, nos períodos seguintes à data da operação.

Com base nas pesquisas efetuadas, facilmente se percebe que estes estudos não apresentam um padrão de investigação, ou seja, variam (por exemplo) consoante o objeto de estudo (por exemplo, pesquisas que visam apenas uma operação em concreto, ou um determinado setor ou país) e os métodos utilizados para avaliação do desempenho.

No nosso caso, como técnica de investigação optamos pelo método do estudo de caso. Este é entendido como sendo a estratégia de pesquisa mais adequada quando queremos saber o “como” e o “porquê” de acontecimentos atuais, sobre os quais o investigador tem pouco ou nenhum controlo (Yin, 2001).

Na literatura internacional, grande parte dos autores baseiam a sua investigação no âmbito dos processos de concentração levados a cabo por grandes empresas cotadas, tendo por base essencialmente o valor de cotação das suas ações antes e depois do processo. Ora, aqui reside um dos principais problemas deste método, uma vez que o valor de mercado é muito influenciado pelo ciclo económico e pelos choques sentidos nos mercados financeiros (para além de muitas outras variáveis que podem ser independentes do desempenho pós-operação de fusão). É precisamente neste ponto que encontramos uma das diferenças face ao presente estudo pois, tal como será desenvolvido na Parte II, esta pesquisa terá por base os dados contabilísticos das empresas envolvidas, obtidos através das suas demonstrações financeiras divulgadas.

Como forma de obter uma pesquisa mais completa, para além da análise numa perspetiva quantitativa, será ainda observada a evolução do grau de cumprimento dos serviços prestados (através de indicadores de qualidade e segurança) e analisadas notícias dos meios de comunicação social de modo a recolher informação pertinente que permita um melhor enquadramento e compreensão dos resultados obtidos na fusão em análise.

Apesar de haver autores que defendem que os dados contabilísticos nem sempre refletem de forma verdadeira a atual situação económica da empresa, o que por sua vez poderá afetar alguns dos julgamentos feitos, a opção pela análise das demonstrações financeiras, a par da observação de outros dados de carácter qualitativo das empresas

envolvidas, e dos dados recolhidos através das notícias, permitirá aferir de forma mais completa e abrangente sobre o fracasso ou sucesso da fusão entre a REFER, E.P.E. e a EP, S.A., e possíveis razões que sustentem esses mesmos resultados.

Esta pesquisa ganha especial atenção devido aos poucos estudos que contemplam fusões ocorridas no mercado português, e especialmente entre empresas do setor público empresarial.

Assim sendo, através da pesquisa efetuada e dos resultados apurados, espera-se que este trabalho permita perceber se o desempenho que a IP, S.A. tem vindo a registar desde a sua criação, tem (ou não) contribuído para a melhoria da sustentabilidade económica e financeira do setor em que se insere.

Adicionalmente, espera-se ainda que estes resultados possam auxiliar o esclarecimento e união de opiniões dos vários agentes económicos e que, futuramente, esta pesquisa possa servir de ponto de partida ao desenvolvimento de um estudo mais alargado e aprofundado sobre este tema.

### **3. Estrutura da dissertação**

A presente dissertação está dividida em duas partes: revisão da literatura e normativa (Parte I) e estudo empírico (Parte II), na qual será desenvolvida a investigação feita sobre a fusão por incorporação da EP, S.A. na REFER, E.P.E., e consequente transformação em IP, S.A..

A primeira parte está dividida em três capítulos.

No primeiro capítulo será feito um enquadramento do tema, no qual será apresentada a evolução histórica das F&A, seguida da apresentação dos principais conceitos e teorias explicativas associadas a este tema. Posteriormente, serão expostas as principais motivações que conduzem à escolha desta estratégia, os métodos de avaliação do desempenho pós-operação, e ainda, os determinantes que poderão influenciar este mesmo desempenho. Por fim, serão apresentados os principais estudos realizados na área das F&A, na literatura internacional, com o objetivo de dar a conhecer quais as conclusões que têm vindo a ser encontradas, assim como as explicações que suportam os resultados

apurados, de modo a que, posteriormente, se possa fazer a comparação com o caso português.

No segundo capítulo será efetuada uma análise legislativa, na qual são abordadas as regras aplicáveis às operações de concentração, e mais concretamente aquelas que se aplicam ao tipo de entidades que vamos estudar (entidades do setor público empresarial), isto é, o Decreto-Lei n.º 133/2013, de 3 de outubro, que aprova o regime jurídico do setor público empresarial (SPE) e o Código das Sociedades Comerciais (CSC). Além desta regulamentação, será ainda apresentada a vertente contabilística, através de uma abordagem à norma internacional que rege este tema (e a operação a estudar em concreto), a *International Financial Reporting Standards 3 (IFRS 3) – Business Combinations*, conforme adoção pela União Europeia (UE). Sempre que possível e justificável, serão feitas remissões para a Norma Contabilística e de Relato Financeiro 14 (NCRF 14) – Concentrações de Atividades Empresariais, que regula esta matéria a nível nacional.

Por fim, no terceiro capítulo, tendo por base as investigações desenvolvidas na literatura, serão elencadas as questões de investigação às quais se pretende responder na segunda parte do presente trabalho.

Após esta abordagem teórica, segue-se a Parte II, a qual será dedicada ao estudo empírico. Primeiramente, são apresentados os objetivos do estudo e é indicada e caracterizada a técnica de investigação adotada. De seguida, é apresentado o caso selecionado para investigação, onde será feita a apresentação de cada uma das empresas envolvidas, incluindo a descrição do respetivo setor em que cada uma se insere (ferroviário ou rodoviário). Depois de conhecidas as entidades, será abordado o processo de fusão em si, isto é, a modalidade da fusão, as fases do processo, os objetivos, entre outros aspetos. Por fim, este capítulo terminará com o esclarecimento do método de recolha de dados e indicadores escolhidos.

O segundo capítulo está reservado para a apresentação e discussão dos resultados obtidos, ou seja, a análise da evolução dos valores obtidos através da aplicação dos vários indicadores económico-financeiros, a sua comparação com os dados do setor, a observação da evolução dos resultados dos indicadores de qualidade e segurança, e ainda a análise às notícias recolhidas dos órgãos de comunicação social.

Finalmente, é apresentada conclusão deste trabalho, através da qual resumimos os principais resultados alcançados, seguida das limitações do nosso estudo e das possíveis linhas de investigação futura nesta área.

# **PARTE I – Revisão da literatura e normativa**



## **Capítulo 1 – Revisão da literatura**

### **1.1. Introdução**

Em períodos marcados pela complexidade e globalização da economia, e pela forte retração económica, aliadas ao crescimento da pressão concorrencial, deparamo-nos com um grande número de empresas que, para dar resposta ao seu objetivo primordial (a maximização do seu valor), apostam cada vez mais no seu desenvolvimento externo. Assim, de modo a reajustar o seu posicionamento estratégico, muitas entidades adotam estratégias de crescimento, das quais as fusões e as aquisições são, atualmente, das mais recorrentes.

No presente capítulo, apresentamos uma visão geral das F&A. No primeiro ponto, será retratada a sua evolução histórica a nível mundial e, de seguida, são apresentados os conceitos subjacentes às F&A, nomeadamente, o conceito de fusão, diferenciando-o, em especial, do conceito de aquisição.

Como é unanimemente reconhecido, todas as operações de concentração têm um propósito, sendo vários os autores<sup>2</sup> da literatura internacional que os tentam explicar. Assim, depois de apresentados os conceitos, são expostas as principais teorias explicativas das F&A, e as motivações, seguidas da apresentação dos métodos utilizados na avaliação do desempenho das F&A e os respetivos determinantes do desempenho pós-operação. Para finalizar, são apresentados os principais estudos empíricos realizados na área das F&A.

### **1.2. Evolução histórica**

Apesar de as F&A serem processos de concentração, por vezes, muito complexos e cada um possuir características muito próprias, ao observar a evolução das F&A ao longo dos anos, podemos constatar que estes processos possuem um carácter cíclico, sendo, normalmente, denominadas de ondas ou vagas.

Regra geral, as operações de concentração ocorrem em períodos de recuperação económica, marcados (por exemplo) pela rápida expansão do crédito, por choques

---

<sup>2</sup> Por exemplo, Gupta (2012) e Trautwein (1990).

industriais e tecnológicos, e por mudanças regulatórias, como o surgimento da legislação *antitrust* nas primeiras ondas, ou a desregulamentação dos mercados na década de 80.

Gugler *et al.* (2003) identificaram cinco grandes “ondas” no século XX: próximo do início do século XX, em 1920, 1960, 1980 e 1990. Segundo estes autores, as primeiras ondas identificadas estavam confinadas aos Estados Unidos da América (EUA) e ao Reino Unido, no entanto, com o passar dos anos, a globalização económica trouxe consigo um aumento das operações transfronteiriças, passando a envolver todos os maiores países industriais do mundo.

Golbe e White (1993, *apud* Gomes, 2012) através da análise estatística, confirmaram aquilo que outros autores afirmavam apenas pela observação direta. Na sua investigação demonstram que, através da análise de uma série de curvas de seno, é possível obter a explicação para a série temporal da atividade de F&A (Gomes, 2012).

A primeira grande onda, denominada *Great Merger Wave*, remonta ao final do século XIX (1893) e terminou por volta do ano 1904, tendo sido desencadeada por três fatores: a depressão económica nos EUA, o crescimento da transação de títulos de empresas industriais na Bolsa de Nova Iorque e a nova legislação em matéria de F&A.

Em 1890, foi aprovada a *Sherman Antitrust Act*<sup>3</sup>, cujo objetivo era limitar a formação de cartéis e monopólios, no entanto, como ainda não era suficientemente clara, acabou por não conseguir restringir os monopólios. Além disso, a expansão económica aliada ao rápido desenvolvimento do mercado de capitais, proporcionou um fácil acesso aos capitais necessários para realizar F&A.

Assim, após um período de retração económica, surge um período de expansão e consolidação dos produtores dentro de uma determinada indústria, originando a primeira vaga de F&A, marcada por fusões horizontais que conduziram à criação de monopólios, surgindo os primeiros gigantes na indústria do petróleo, minério, siderurgia, entre outros. Deste modo, estas fusões foram encetadas com o desígnio da redução dos custos unitários e não tanto da exploração de economias de escala (Lamoreaux, 1985 *apud* Martynova e

---

<sup>3</sup> *Sherman Antitrust Act* foi um ato de regulação que visava restringir as operações de concentração de entidades, de modo a assegurar a concorrência no mercado.

Renneboog, 2005). O fim da onda foi marcado pelo *crash* do mercado de títulos e pela ameaça da Primeira Guerra Mundial.

A segunda onda de F&A, teve início no período de recuperação económica da Primeira Grande Guerra (no final da década de 1910), tendo terminado com a Grande Depressão Económica de 1929. Esta vaga, pautada pelas mudanças introduzidas pelo aperfeiçoamento das leis da concorrência, foi caracterizada pela criação de oligopólios. Com efeito, no final desta onda, as indústrias já não eram dominadas por apenas uma empresa, mas por duas ou mais entidades. Contrariamente ao verificado na primeira onda, o objetivo não era ganhar poder de mercado, mas, obter economias de escala através da expansão via integração vertical.

Com a crise mundial de 1929 e com as consequências da Segunda Guerra Mundial, a terceira onda apenas surgiu em plena década de 50, tendo durado somente duas décadas (Martynova e Renneboog, 2005).

De acordo com Sudarsanam (2003), diferente do que acontecera até então, esta vaga foi caracterizada por duas correntes distintas: uma nos EUA (a qual se baseava na diversificação), e outra no Reino Unido (no qual se apostava essencialmente na integração horizontal).

Nos EUA, o início da nova onda coincidiu com a nova legislação *antitrust*, a qual tornou a integração horizontal mais difícil, deixando às investidoras uma opção: a compra de outras entidades fora da sua indústria (conglomerados), a fim de aumentar o valor da empresa e reduzir a volatilidade dos ganhos. Por outro lado, no Reino Unido, dadas as políticas adotadas pelo Governo Britânico, a opção recaía pela integração horizontal, de modo a fortalecer as empresas, permitindo-lhes competir no mercado internacional. Apesar de tudo, esta tendência acabou por ser abandonada, assistindo-se a “uma mudança perceptível na direção da diversificação das fusões” (Sudarsanam, 2003:24), tal como acontecera nos EUA.

A terceira onda terminou com mais uma grande crise mundial provocada pela crise do petróleo, em 1973.

No início dos anos 80, após o período de recessão, surge quarta onda de F&A, terminando em 1989. Segundo Sudarsanam (2003), este ciclo consistiu em duas ondas:

uma de aquisições e outra de desinvestimentos. Com efeito, estes dois métodos de reestruturação estão relacionados, uma vez que as empresas começaram a sentir os efeitos negativos da diversificação em que se tinham focado anteriormente, iniciando a reorganização da sua carteira de negócios.

Segundo Martynova e Renneboog (2005:6), esta onda:

(...) foi provocada por mudanças na política *antitrust*, pela desregulamentação do setor financeiro, pela criação de novos instrumentos financeiros e mercados [...], bem como pelo progresso tecnológico na indústria eletrónica.

Assim, perante uma nova realidade económica, para além do desinvestimento, as entidades voltaram-se para novamente para a integração horizontal, recorrendo muitas vezes a aquisições hostis, pois:

(...) quando as empresas não reconheciam a natureza defeituosa das suas estratégias de diversificação ou não eram suficientemente rápidas a reorientar as suas operações, os investidores hostis estavam prontos para fazer o trabalho de reestruturação por elas (Martynova e Renneboog 2005:7).

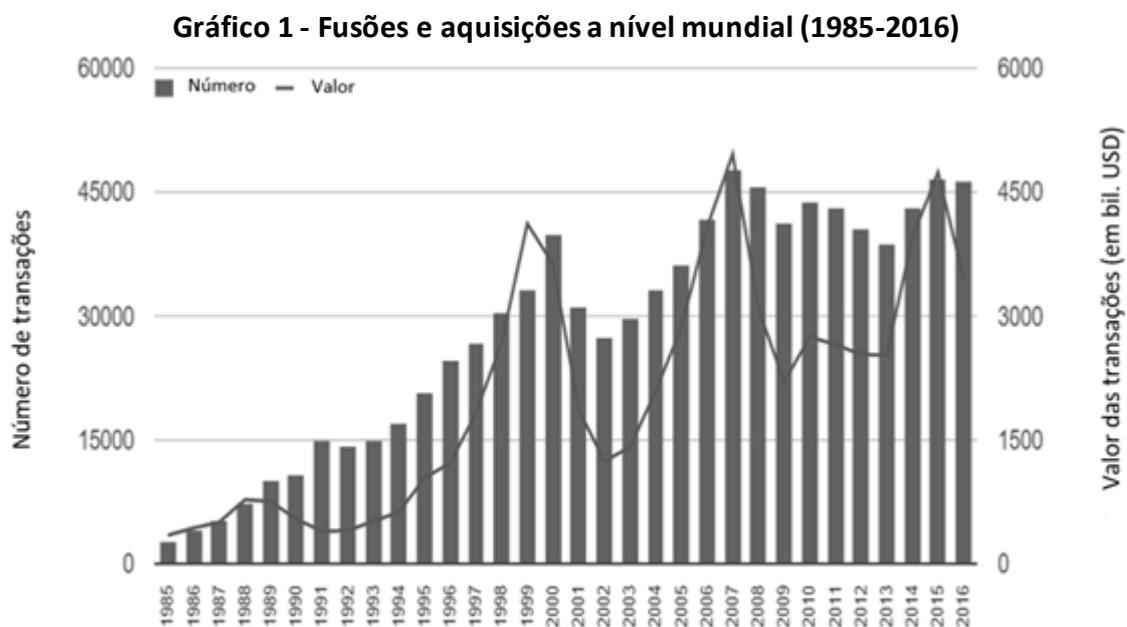
De 1993 a 2000, decorre a quinta vaga de F&A identificada por Gugler *et al.* (2003), sendo esta caracterizada pela forte aposta nas operações transfronteiriças, refletindo a globalização dos produtos, serviços e capitais.

Esta nova onda surge com proporções gigantescas face aos valores que vinham a ser apurados, quer em termos de número de operações realizadas, quer em termos do valor dessas operações. No geral, é amplamente aceite que foram o processo de globalização, a inovação tecnológica, a desregulamentação e a privatização, bem como o *boom* sentido nos mercados financeiros, que estimularam a quinta ciclo de F&A (Gomes, 2012).

Assim, a opção pela expansão além-fronteiras foi o caminho que as empresas encontraram para sobreviver à competição internacional, criada pelos mercados globais. Adicionalmente, esta expansão permitiu que as entidades experimentassem novos sistemas fiscais, e capturassem rendimentos resultantes de ineficiências de mercado (por exemplo, a regulamentação do mercado de trabalho).

No gráfico abaixo podemos observar a evolução das F&A, desde 1985 a 2016, quer em termos de número, quer em termos de valor. Embora ainda não existam muitos estudos

que o comprovem, a evolução marcada no gráfico, permite-nos identificar novas ondas que surgiram após a última vaga identificada na pesquisa de Gugler *et al.* (2003).



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

Analisando o gráfico 1, após 2003, assiste-se ao retomar das operações de concentração, o que coincide com o início da recuperação económica e financeira dos mercados após a desaceleração sentida a partir do ano 2000.

Segundo Martynova e Renneboog (2005), este sexto ciclo é em grande parte alimentado por transações que tinham sido adiadas no período anterior devido à retração dos mercados financeiros, e ao aumento da incerteza após os ataques terroristas de 11 de setembro. Também a oferta de potenciais empresas-alvo foi aumentada (por exemplo, as empresas que foram incapazes de digerir o *crash* do mercado no ano 2000), o que aliado ao emergir do mercado asiático (em especial, o chinês), criou excelentes oportunidades de crescimento. De facto, estes fatores ao contribuírem para o elevado número de transações registado ao longo desta sexta onda levaram a que, em 2005, fosse apurado um novo recorde em valor e número de operações de concentração (Chang e Moore, 2012).

Após analisar a evolução histórica das F&A, facilmente constatamos que as crises económicas são o acontecimento determinante na definição dos vários ciclos de F&A.

Assim, como podemos observar no gráfico 1, com o início da crise económica em 2007, assistiu-se novamente a uma diminuição dos processos de F&A, no entanto, os

recentes anos de recuperação económica trouxeram de novo a jogo as operações de concentração, uma vez que estas foram encaradas como importantes fatores de modernização, reorganização e competitividade do tecido empresarial.

A nível mundial, segundo dados do *Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances*, em 2015, estes processos atingiram um novo pico (46.584 operações), registando um valor superior a 4 biliões de euros<sup>4</sup> (cerca de 4.6 biliões de dólares), um dos valores anuais mais elevados de sempre. Em 2016, embora em termos de número de operações se tenha apurado um valor muito semelhante ao de 2015 (46.434 operações), em valor verifica-se uma considerável redução de aproximadamente 1.1 biliões de euros<sup>5</sup> (1.3 biliões de dólares) face a 2015. É precisamente entre as operações efetuadas durante esta última vaga de F&A que, em 2015, encontramos a fusão que deu origem à IP, S.A., e que propomos estudar na presente dissertação.

Conforme Chang e Moore (2012) a evolução histórica da atividade das operações de concentração ilustra os diversos tipos de F&A. Contudo, antes de abordar os vários tipos de F&A, afigura-se necessária a distinção dos vários conceitos subjacentes a este tema. Assim, começaremos por distinguir os conceitos gerais de aquisição e de fusão, e seguidamente, serão abordados os vários tipos de classificação de uma operação de fusão.

### **1.3. Conceitos**

As F&A são processos de concentração de entidades empresariais, que têm por base uma opção estratégica de crescimento externo para as empresas. Segundo Gupta (2012), a crescente competitividade nos mercados internacionais, impulsionada pelos fenómenos da liberalização, desregulação e globalização, tem vindo a atribuir às F&A um papel cada vez mais relevante.

Apesar de ambos os processos de concentração serem importantes instrumentos de reestruturação, o conceito de fusão apresenta-se indispensável na compreensão do

---

<sup>4</sup> Taxa de Câmbio média para 2015: 1 euro = 1,1095 USD (fonte: Banco de Portugal).

<sup>5</sup> Taxa de Câmbio média para 2016: 1 euro = 1,1069 USD (fonte: Banco de Portugal).

presente trabalho, visto que o nosso estudo será centrado, não na generalidade das operações de concentração empresarial, mas nas fusões de empresas.

Na literatura financeira é comum verificar-se a utilização indiscriminada dos conceitos de fusão e de aquisição, pelo que, embora distintos, são muitas vezes apresentados em conjunto, como se de um único fenómeno se tratasse.

Segundo Carneiro (2014:1), genericamente, as F&A podem ser vistas “como um contrato entre os seus intervenientes, a empresa compradora e a empresa alvo, em que uma empresa adquire a outra e estabelece os termos do investimento de forma a partilhar recursos e conhecimento e eliminar ineficiências de produção e de gestão”.

Assim, de modo a distinguir conceitos, uma aquisição é o ato de adquirir controlo efetivo, por parte de uma empresa, sobre os ativos ou parte deles (aquisição de ativos), ou sobre a gestão (compra de títulos/ações ou obtenção de controlo sobre o conselho de administração) de outra empresa, sem as combinar fisicamente, sendo a forma mais usual de aquisição através da compra da maioria do capital da empresa-alvo (Gupta, 2012).

No que respeita ao conceito de fusão, ainda que de um modo sucinto, Kumar (2009) e Gupta (2012) afirmam que esta ocorre quando os acionistas de duas (ou mais) empresas, decidem juntar os recursos dessas empresas sob uma entidade comum.

Além desta aceção, encontramos ainda a definição que nos é apresentada na obra de Chang e Moore (2012), muito similar à definição normativa<sup>6</sup>, ou seja, estamos perante um processo de fusão quando uma das entidades pré-existente absorve todos os ativos e passivos das restantes entidades, que deixam de existir, ou é constituída uma nova entidade que absorve o património de todas as outras pré-existentes.

Existem vários critérios de classificação das fusões, podendo ser classificadas com base nas relações entre as atividades das empresas incorporadas, consoante a forma de integração, e conforme com o tipo de acordo a que chegaram as partes envolvidas na operação.

Uma operação de fusão pode ocorrer de diversas formas (Gupta, 2012), sendo comum identificar na literatura três tipos de fusões consoante o tipo de atividade desenvolvido por cada interveniente: as horizontais, as verticais e as conglomeradas.

---

<sup>6</sup> Artigo 97º do Código das Sociedades Comerciais (CSC).

De acordo com Chang e Moore (2012), a integração horizontal ocorre entre empresas que operam e competem no mesmo setor ou indústria, o que resulta na diminuição do número de entidades concorrentes no mercado, e no aumento do tamanho da empresa resultante da fusão, contribuindo para o aumento do seu poder de mercado.

No que respeita às fusões verticais estas ocorrem quando duas (ou mais) empresas que atuam em distintas fases do processo produtivo se integram, ou seja, é aquela em que a empresa se expande para montante, com uma empresa fornecedora de matérias-primas, ou se expande para jusante, em direção ao consumidor final. Este tipo de fusão proporciona “um maior controlo sobre o processo produtivo em termos de qualidade, bem como um maior controlo sobre a aquisição de recursos ou a distribuição dos produtos acabados da adquirente” (Chang e Moore, 2012:410), o que permitirá uma poupança de custos.

Por fim, as fusões são consideradas conglomeradas quando as empresas envolvidas têm atividades muito distintas entre si. A escolha por uma operação deste tipo surge, normalmente, no seguimento da adoção de uma estratégia de diversificação. De acordo com Matos (1994, 28-29), dentro deste tipo de fusão:

(...) é possível fazer aqui uma distinção entre as fusões [conglomeradas] puras (entre empresas que atuam em mercados completamente diferentes), das fusões classificadas como extensão de linha de produtos (entre empresas cujos produtos, embora diferentes, estão relacionados no processo produtivo ou na comercialização) ou extensão de mercado (fusões entre empresas que embora podendo atuar no mesmo mercado de produto, operam em mercados geográficos distintos e não comunicáveis entre si).

Ainda assim, importa referir que a classificação de uma fusão mediante um dos tipos anteriores deve ser feita tendo em consideração vários critérios, sendo que a definição de mercado (quer em termos de produto, quer geográfico) é considerada como fundamental (Matos, 1994). A este propósito, Castro (2010:20) menciona como exemplo:

(...) uma transação [que envolva] um produtor de latas de alumínio e um produtor de garrafas: se o mercado for definido como materiais de embalagem, trata-se de uma fusão horizontal; [no entanto], se as latas e garrafas são consideradas produtos distintos, a operação seria classificada como conglomerado.

Outro dos métodos de classificação das fusões tem por base a forma de integração, também referido na literatura como a classificação consoante as decisões no que respeita

ao património das empresas em causa. Assim, de acordo com Martín e López (2008), a operação de concentração pode ser classificada como:

- i.* Fusão pura – quando duas ou mais empresas acordam unir-se criando uma nova empresa, à qual fornecem todos os seus recursos e dívidas, dissolvendo as empresas originais. Este processo, marcado pelo facto de as empresas originárias desaparecerem, é designado na literatura anglo-saxónica por *amalgamation*;
- ii.* Fusão por absorção – quando uma das empresas implicadas (a absorvida) desaparece, integrando o seu património ao da absorvente, ou seja, em resultado da fusão, uma entidade “sobrevive” e as restantes perdem a sua identidade (Gupta, 2012);
- iii.* Fusão com alocação parcial do ativo – uma entidade destaca parte do seu património fundindo-o ao património de outra empresa. Este processo pode resultar na criação de uma nova empresa ou no aumento do tamanho da que já existe.

Finalmente, as fusões podem ainda ser distinguidas segundo a forma como a oferta é realizada (ou tipo de acordo feito entre os acionistas das entidades). Deste modo, podem ser amigáveis se a gestão da empresa adquirente e da empresa-alvo acordam mutuamente e voluntariamente a operação ou, por outro lado, dizem-se hostis se a operação é forçada e é realizada contra a vontade da gestão da empresa-alvo. Gupta (2012) refere ainda na sua obra o *bailout* como forma de utilizar as F&A para resgatar empresas em dificuldades, permitindo a sua reabilitação.

Até agora, foram mencionados apenas alguns dos motivos básicos que estão por detrás das F&A, por exemplo, o aumento do poder de mercado (na integração horizontal), e a obtenção de economias de escala (na integração vertical). Contudo, vários autores (Roll, 1986; Jensen, 1986; Jovanovic e Rousseau, 2002; Shleifer e Vishny, 2003; entre outros) defendem a existência de fundamentações teóricas que ajudam a perceber a decisão tomada pelos gestores das entidades.

## 1.4. Teorias explicativas das F&A

A teoria económica oferece duas linhas de pensamento relativamente às F&A como estratégia de reestruturação. De acordo com Kumar (2009), surge em primeiro lugar a teoria neoclássica (ou teoria da maximização de valor), segundo a qual se vê as F&A como atividades de valorização, nas quais os gestores trabalham para atingir a meta de maximização da riqueza dos acionistas<sup>7</sup>. Em segundo lugar, surge a teoria centrada no comportamento dos gestores (ou teoria da não maximização de valor), que considera as F&A como um veículo para atingir os interesses dos gestores, com o propósito único de aumentar a sua riqueza e prestígio.

Para além destas duas teorias, Martynova e Renneboog (2005), completam as explicações teóricas, afirmando que existem três grupos de teorias que tentam explicar as ondas de F&A que ocorreram ao longo de mais de um século. No primeiro, encontramos os modelos neoclássicos, no segundo grupo, os modelos que se baseiam no comportamento dos gestores, e por último, o grupo que comporta os modelos baseados no *market timing*. Assim, a análise a estes três grupos possibilitará perceber se a onda ocorreu devido ao aumento de eficiência registado no mercado, se ocorreu em resultado de incentivos humanos, se resultaram de alguma anomalia de mercado, ou ainda se resultou de uma eventual conjugação dos três fatores.

### 1.4.1. Modelos neoclássicos

A teoria neoclássica defende que são fatores económicos racionais que levam muitas empresas a optar, em simultâneo, por uma estratégia de reestruturação. De acordo com esta teoria, as ondas de F&A são despoletadas pela reação das empresas a choques originários no ambiente que as rodeia, tais como choques industriais, económicos, políticos ou regulatórios (especialmente no que respeita à política da concorrência).

---

<sup>7</sup> A maximização do valor dos acionistas é o objetivo primordial da teoria financeira, uma vez que se trata do retorno ou recompensa dos acionistas que, em última análise, são os donos da entidade. Contudo, mais importante que isto, é o facto de toda a sociedade sair beneficiada, já que a procura pela maximização de valor leva à utilização mais eficiente de recursos escassos, o que gera um crescimento económico mais robusto e, consequentemente, um nível de vida da sociedade mais elevado.

Gort (1969 *apud* Matynova e Renneboog, 2008) é um dos defensores desta teoria. Conduzindo uma análise do mercado norte-americano, de 1951 até 1959, o autor criou o “modelo de perturbações económicas”, no qual afirma que as perturbações económicas, tais como um desequilíbrio nos mercados de produtos, aumentam as diferenças de valor das empresas-alvo. Isto significa que, mudanças "dramáticas" nos fatores económicos, isto é, distúrbios económicos, criam discrepâncias na avaliação das empresas-alvo, levando a um aumento da atividade de F&A. Os resultados obtidos permitiram ainda concluir que, as alterações sentidas no crescimento económico, e nas condições do mercado de capitais estão positivamente relacionadas com a intensidade da atividade de F&A.

Partindo do pressuposto de que alterações nos fatores macroeconómicos desencadeiam o aumento do número de F&A, Jovanovic e Rousseau (2002) desenvolveram a *Q-Theory of mergers* (teoria que deriva do “*q de Tobin*”<sup>8</sup>). Esta teoria propõe que alterações económicas e tecnológicas provocam um maior grau de dispersão das oportunidades de crescimento das empresas, o que acaba por se tornar um incentivo à realocação de capital para as empresas mais produtivas (Martynova e Renneboog, 2005). Deste modo, um aumento do valor de *q* conduz ao aumento dos investimentos (as entidades com maior *q* adquirem as de menor *q*).

Mais tarde, Sudarsanam (2003, *apud* Martynova e Renneboog, 2005) desenvolve uma abordagem que, para além de conter as teorias acima descritas, incorpora uma análise às dimensões Política, Económica, Social e Tecnológica (PEST), que influenciam as F&A. Como exemplos, o autor cita as alterações fiscais, de legislação sobre a concorrência e a desregulamentação.

De facto, como foi descrito ao longo da evolução histórica das F&A, estes são precisamente alguns dos motivos que estiveram na origem das diversas ondas:

(...) como a tendência de criação de monopólios no início do século XX, a criação de oligopólios na década de 1920, a tendência de diversificação na década de 1960, a reversão dos conglomerados nos anos 80, e o processo de globalização nos anos 90 (Martynova e Renneboog, 2005:13).

---

<sup>8</sup> O *q de Tobin* (proposto por Tobin e Brainard (1968)) é definido como a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição dos seus ativos. Assim, se o valor de *Q* é superior a 1, significa que o *stock* de uma empresa é mais caro que o custo de reposição dos seus ativos, o que indica que o *stock* está sobrevalorizado. Contudo, se o valor de *Q* estiver entre 0 e 1 significa que o custo de substituir os ativos de uma empresa é maior do que o valor do seu *stock*.

### 1.4.2. Modelos assentes no comportamento

Além do ponto de vista que defende que são os fatores económicos que explicam a ocorrência de ondas de F&A, existe outro que, baseando-se em estudos empíricos que afirmam que as F&A destroem valor, assenta sobre os problemas da agência e o excesso de confiança dos gestores.

Jensen (1986), tomando como ponto de partida a teoria de agência<sup>9</sup>, explica a existência de F&A destruidoras de valor, afirmando que “os gestores têm incentivo em fazer crescer as empresas que gerem para além da sua dimensão ótima” (Jensen, 1986:324). Existem dois fatores que explicam o comportamento dos gestores: (1) o crescimento da empresa aumenta o poder dos gestores através do aumento dos recursos que estão sob seu controlo<sup>10</sup>; (2) o aumento do volume de negócios que proporciona, muitas vezes, o aumento das remunerações dos gestores. Contudo, quando este crescimento passa o tamanho ideal são criados conflitos entre gestores e *shareholders*, uma vez que apenas na dimensão ótima os acionistas maximizam o seu valor. Segundo Martynova e Renneboog (2005), esta ideia de “construção de um império”, associada à disponibilidade de grandes montantes de *cash flows*, explica o surgimento da terceira onda de F&A (marcada por fusões do tipo conglomerado).

A teoria de *hubris*<sup>11</sup> é o elemento-chave utilizado por Roll (1986) na explicação da existência de F&A destruidoras de valor. De acordo com o autor, o excesso de confiança, orgulho e arrogância dos gestores, que acreditam que são capazes de gerir a empresa alvo de forma mais eficiente, levam-nos a sobrestimar o valor das sinergias que poderão obter. Estes erros de avaliação conduzem a negócios nos quais a empresa adquirente paga demais pela empresa-alvo, pois os gestores efetuam propostas de compra por valores superiores ao valor de mercado, mesmo que a empresa-alvo esteja já sobrevalorizada.

---

<sup>9</sup> Esta teoria, equacionada por Jensen e Meckling (1976), defende que como os acionistas, gestores, obrigacionistas e sociedade em geral têm diferentes interesses e incentivos, estas diferenças geram problemas, os problemas de agência, que têm origem na separação da propriedade e da gestão das organizações. Estes problemas acarretam custos, os chamados custos de agência.

<sup>10</sup> O que significa que a gestão, em vez de distribuir valor pelos acionistas, opta voluntariamente por o reter na entidade (Martynova e Renneboog, 2008).

<sup>11</sup> *Hubris*: excesso de confiança ou orgulho arrogante.

Scharfstein e Stein (1990) desenvolveram outra explicação comportamental para a ocorrência de ondas de F&A. Segundo os autores, sob determinadas circunstâncias, os gestores imitam as decisões de investimento de outros gestores (*herding*<sup>12</sup>), ignorando informação privada a que tenham acesso e tomando decisões que não são assentes numa lógica económica (ou seja, não racionais). Assim, combinando os conceitos de *herding* e *hubris* prevê-se que as operações ineficientes sigam as eficientes, isto é, ao surgirem as primeiras operações bem-sucedidas (as líderes), surgem a seguir outras operações idênticas, embora não tão rentáveis.

Segundo Martynova e Renneboog (2005) a teoria de *hubris* combinada com *herding* explica o carácter cíclico das operações de F&A pois, assim que se torne claro que estas estão a produzir resultados económicos negativos, o número de operações decresce rapidamente.

### **1.4.3. Modelos de *market timing***

O último grupo de teorias que visa explicar a ocorrência de ondas de F&A, assenta no facto de os gestores aproveitarem uma sobreavaliação temporária do património das empresas que gerem (durante os *booms* do mercado financeiro), para adquirirem outras entidades de forma barata.

Um dos modelos de *market timing* é o de Shleifer e Vishny (2003), no qual os autores defendem que os gestores tentam tirar partido de uma ineficiência temporária nos mercados financeiros. Assim, como os mercados tendem a sobrevalorizar as ações no curto prazo, o facto de essa sobrevalorização não atingir todas as entidades de forma idêntica, faz com que os gestores das empresas mais sobrevalorizadas aproveitem a oportunidade para adquirir entidades menos valorizadas. Contudo, esta vantagem só é atingida a longo prazo quando a sobrevalorização for corrigida, o que significa que os gestores da empresa-alvo maximizam os seus próprios benefícios no curto prazo, em detrimento dos benefícios dos acionistas, que só serão atingidos a longo prazo.

---

<sup>12</sup> *Herding*: Comportamento de rebanho/por imitação.

O estudo conduzido por Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004) é, na sua essência, muito similar ao apresentado anteriormente, no entanto, os dois modelos afastam-se no que respeita às motivações dos gestores da empresa adquirida. De acordo com este modelo, os gestores da empresa-alvo decidem, de forma racional, aceitar apenas as ações sobrevalorizadas como forma de pagamento, com o intuito de maximizar os benefícios dos acionistas. A razão pela qual os gestores aceitam tal oferta resulta do facto de a incerteza sobre ganhos resultantes da integração estar relacionada com a incerteza presente no mercado em geral. Por outras palavras, as adquiridas aceitam a oferta de ações porque também os seus gestores tendem a sobrevalorizar as potenciais sinergias resultantes da integração (Matynova e Renneboog, 2005).

Estes modelos de *market timing*, segundo Shleifer e Vishny (2003), conseguem ser aplicados em todas as vagas de F&A registadas, no entanto, explicam particularmente bem a quinta onda, a qual foi marcada por operações de concentração geralmente pagas em ações, e em que as adquirentes eram, frequentemente, entidades mais valorizadas do que as adquiridas, mesmo quando ambas pertenciam à mesma indústria. Assim, quando se debate o motivo do elevado número de fusões (em especial, no setor tecnológico), ocorridas no final dos anos 90, é comum afirmar-se que estas:

(...) foram fruto de políticas equivocadas por parte das adquirentes, devendo-se prestar atenção (...) no facto de as adquirentes serem empresas empreendedoras, com gestores que possuem participações substanciais no capital, [o que] prova que o motivo para essas aquisições não foi agência, mas a sobrevalorização (Shleifer e Vishny, 2003:308).

Após a análise das teorias subjacentes às F&A, concluímos que não é fácil determinar com exatidão todas as motivações inerentes a estes processos, pelo que o mais natural é que a decisão tenha sido influenciada por mais do que um fator, decorrentes de cada uma das teorias expostas anteriormente. Assim, partindo das três explicações gerais de cada modelo (mudanças na envolvente económica, comportamento dos gestores e ineficiências temporárias nos mercados) apresentamos, de seguida, uma abordagem mais exhaustiva aos motivos sobre os quais assentam os processos de concentração.

## 1.5. Motivações inerentes às F&A

Os motivos que levam os gestores a optar por uma operação de fusão ou aquisição são variados, complexos e não lineares.

Ao contrário do crescimento orgânico, as fusões oferecem às empresas a possibilidade de atingirem os seus objetivos estratégicos de forma mais rápida. Neste sentido, Trautwein (1990) afirma que os gestores que optam por esta estratégia se podem dividir em dois grupos: os que estão concentrados em maximizar o valor da entidade, focando nos interesses dos acionistas, e os outros gestores que, aproveitando as tendências de mercado, optam por esta estratégia em benefício próprio. Posto isto, este tópico merece sempre especial atenção por parte dos investidores e analistas, uma vez que estes necessitam de avaliar os complexos fundamentos da operação, que raramente são únicos.

Trautwein (1990), Gugler *et al.* (2003), Gaughan (2007), Mantravadi e Reddy, (2007), Brealey *et al.* (2011), Chang e Moore (2012), Gupta (2012), entre outros, apresentam alguns dos motivos que consideram estar na base da decisão de fusão, nomeadamente: o crescimento da entidade, a diversificação, o aumento do poder de mercado, a aquisição de capacidades e recursos únicos, os incentivos pessoais dos gestores, motivos fiscais e as sinergias.

Para Gaughan (2007:117) “os dois motivos mais citados para [justificar] uma F&A [são] o rápido crescimento e as sinergias”. Também Mantravadi e Reddy (2007), no estudo desenvolvido tendo por base empresas indianas, defendem que os dois principais motivos apontados são a melhoria das receitas e da rendibilidade, e o rápido crescimento em termos de escala e de tempo.

De acordo com Gupta (2012), os motivos das operações de concentração podem ser divididos em três grupos: motivos estratégicos, motivos financeiros e motivos organizacionais. Contudo, apesar de divididos em grupos, a generalidade dos fatores motivadores de F&A, tende a estar relacionada entre si, pelo que não pode ser analisada de forma independente.

Deste modo, passamos então a abordar mais pormenorizadamente cada um dos fatores que consideramos mais importantes na decisão de F&A, destacando-os a sublinhado.

Chang e Moore (2012), entre muitos outros autores, defendem que atualmente os gestores estão sob constante pressão para aumentarem os lucros das suas entidades. Em resultado, surge a necessidade de implementação de uma estratégia empresarial que, regra geral, passa pelo crescimento (ou aumento de dimensão). Este crescimento pode ser obtido quer através do desenvolvimento interno (ou orgânico), quer através do externo.

O crescimento orgânico traduz-se no investimento interno, realizado com a utilização dos recursos existentes na empresa. Em comparação com o crescimento externo, este método de expansão do negócio é considerado mais lento e arriscado (Chang e Moore, 2012), uma vez que,

como a empresa cresce lentamente através da expansão interna, [surge a oportunidade de] os concorrentes poderem responder rapidamente, e adquirir quota de mercado. (...) A única solução pode passar pela [estratégia de crescimento externo, ou seja, a] aquisição de outra empresa que possua os recursos, tais como escritórios e instalações já estabelecidos, a gestão e outras capacidades, no lugar certo (Gaughan, 2007:118).

Assim, encontramos as F&A entre as estratégias de crescimento externo. Este tipo de estratégia ganha especial importância quando, perante a ambição de entrada num novo mercado, a empresa necessita de conhecer as nuances desse mercado. Ora, recorrendo à obtenção dos recursos necessários externamente, isto é, adquirindo uma entidade estabelecida nesse mercado, mais facilmente terá acesso aos canais de distribuição e a pessoas qualificadas, e ultrapassará as dificuldades de adaptação ao novo contexto legal e cultural.

Ao aumento da dimensão está também associado o reforço ou aumento da quota de mercado pois, através da integração horizontal, ao agregar empresas do mesmo setor, o número de concorrentes a operar será cada vez menor, tornando o mercado mais concentrado, facilitando

(...) a coordenação de estratégias entre os principais concorrentes, aumentando os lucros conjuntos, tanto mais quanto mais elevadas forem as quotas de mercado conjuntas e quanto menor for a elasticidade da procura global (Ferreira, 2002a:134).

“Qualquer fusão que aumente o poder de mercado de uma empresa deve, portanto, aumentar a sua capacidade de controlar (aumentar) o preço dos seus produtos” (Gugler *et al.*, 2003:627). Com efeito, esta modalidade de fusão é alvo de uma especial atenção por parte das autoridades governamentais, uma vez que facilmente proporciona situações de monopólio ou oligopólio.

A concentração horizontal permite também a redução de custos e a obtenção de economias de escala<sup>13</sup>(Gaughan, 2007), já que possibilita, por exemplo, a partilha de serviços centrais e de tecnologia, bem como a redução de custos com o pessoal. Na mesma linha de pensamento, Brealey *et al.* (2011:796) realçam que há “sempre empresas com oportunidades inexploradas para cortar custos e aumentar as vendas e ganhos”, ou seja, empresas que são ideais para serem adquiridas por outras que eliminam as suas ineficiências através de uma gestão mais eficiente. Deste modo, ambas as entidades terão acesso à partilha de informação, tecnologia e *know-how*, permitindo a aquisição de novas capacidades e recursos únicos e o desbloqueio de valor “escondido” (Chang e Moore, 2012).

Por outro lado, o principal motivo associado à integração vertical é o acesso a economias verticais. Esta modalidade possibilita que entidades, por meio da integração a montante e a jusante, obtenham o controlo do processo produtivo (Brealey *et al.*, 2011), contribuindo para a diminuição da dependência face a terceiros e para a melhoria da cadeia de valor, já que facilita a coordenação e administração de todo o processo produtivo (por exemplo: fornecimentos em tempo útil, aumento da qualidade das matérias, diminuição de preço dos inventários, poupança nos custos de transação, entre outros).

De acordo com Gugler *et al.* (2003), ao mesmo tempo que uma fusão vertical contribui para o crescimento da entidade, pode também contribuir para o aumento do seu poder de mercado, visto que o aumento da sua dimensão aliado ao controlo do processo produtivo, acaba por aumentar as barreiras à entrada de novos concorrentes.

A diversificação é outro dos motivos apontados para justificar a integração vertical e conglomerada. Segundo Gaughan (2007), diversificação significa crescer fora do setor

---

<sup>13</sup> “Economias de escala - diminuição nos custos unitários, em resultado de um aumento no tamanho ou escala das operações de uma empresa” (Gaughan, 2007:126).

atual em que a empresa opera. A entrada em novos mercados com o objetivo de diversificação de negócio, e conseqüente diminuição do risco, foi o fator motivador da terceira onda de fusões (Chang e Moore, 2012).

A decisão de diversificação implica muito mais do que uma simples análise financeira. Para que esta seja bem-sucedida, conduzindo ao aumento dos lucros e à redução do risco, a entidade deve perceber muito bem o tipo de empresa que quer/deve adquirir. A este propósito, Markides (1997) defensor da estratégia de diversificação, afirma que os gestores devem refletir não sobre o que a empresa-alvo faz, mas sobre o que faz melhor do que seus concorrentes, isto é, conhecê-los e ter capacidade para os alcançar ou até ultrapassar. Para além disto, a adquirente deve perceber se tem todos os ativos estratégicos necessários à nova atividade, bem como a capacidade de aprender os novos processos que a entrada num novo mercado implica.

Todavia, Brealey *et al.* (2011) consideram que a diversificação é uma razão dúbia para as F&A, afirmando que o facto de a diversificação poder conduzir à diluição do risco, não implica que esta crie diretamente valor. Também Gaughan (2007:139), defende que “a longo prazo, apenas as entidades que tiveram uma difícil entrada no mercado terão retornos acima da média”. Ora, isto significa que uma estratégia de diversificação para entrar em indústrias mais rentáveis (por exemplo, através de conglomerados), não será uma boa opção a longo prazo, pois muitas vezes, os gestores, de modo a obter resultados de forma rápida e fácil, acabam por fazer escolhas não racionais, investindo em oportunidades que não asseguram qualquer rendibilidade no futuro.

Trautwein (1990) indica-nos outra perspetiva dos motivos subjacentes às F&A. Através da sua Empire-building Theory, o autor “tenta explicar as F&A como sendo projetos planeados e executados pelos gestores para expandir seu próprio império, ao invés de criar riqueza para os acionistas” (Godbole, 2013:56).

Esta motivação deve igualmente ser analisada tendo em conta se os gestores possuem remunerações indexadas aos títulos. Neste sentido, Martynova e Renneboog (2005) afirmam que quando os gestores não possuem partes de capital, estas operações têm mais probabilidade de destruir valor, e os problemas de agência tendem a ser

superiores. Chang e Moore (2012:414), baseados na *managerial hubris*<sup>14</sup>, partilham da mesma opinião, defendendo que devido ao facto de a “compensação dos gestores estar altamente relacionada com o tamanho da empresa, os gestores são motivados a optar pelas fusões de modo a maximizar o tamanho das suas empresas, em vez do valor para os acionistas”.

Adicionalmente, o gestor pode ainda ser motivado pelo autoengrandecimento, ou seja, foca em atingir o poder e o prestígio de ser visto, por exemplo, como gestor de topo numa grande empresa.

Diversos autores (Trautwein, 1990; Bruner, 2004; Gaughan, 2007; Gupta, 2012; Chang e Moore, 2012; Godbole, 2013; entre muitos outros), defendem que uma das principais motivações para as F&A é a obtenção de sinergias.

A palavra sinergia vem de uma palavra grega que significa cooperar ou trabalhar em conjunto (Bruner, 2004). A palavra sinergia ganhou especial importância durante a terceira onda de fusões para descrever os ganhos obtidos a partir das fusões em conglomerado que não eram facilmente identificáveis, mas que se considerava que estavam presentes.

De forma simplificada, Bruner (2004) associa as sinergias à expressão numérica “2+2=5”, que em termos de fusões se traduz na capacidade de uma concentração de empresas ser mais rentável, do que a soma das várias entidades a título individual.

Partilhando a opinião de Guimarães (2012:13) “as sinergias surgem de uma estratégia de utilização comum e de repartição dos recursos disponíveis, criando combinações que tragam vantagens competitivas” que possam continuar a ser exploradas ao máximo no seu interior. Segundo Gaughan (2007), as sinergias são, muitas vezes, a justificação dada para o pagamento de um valor superior ao valor de mercado de uma empresa, isto é, o valor que é pago pelo direito de controlar e desfrutar proporcionalmente dos lucros do negócio, resultantes da melhoria de desempenho.

Ferreira (2002a) considera que as sinergias são, na maioria dos casos, o fator decisivo que sustenta a opção por um processo de F&A. Todavia, segundo o mesmo autor, a obtenção de sinergias (procurando alcançar economias de escala como resultado da diminuição de custos) e a criação de valor, nem sempre são fáceis de obter devido às

---

<sup>14</sup> *Hubris*: excesso de confiança ou orgulho arrogante.

possíveis diferenças ao nível das estruturas organizacionais, mecanismos de coordenação e controlo, e à cultura própria de cada organização.

Na literatura, conseguimos constatar que os tipos de sinergias identificados pelos diversos autores (Trautwein, 1990; Ferreira, 2002a; Bruner, 2004; Gaughan, 2007; Brealey *et al.*, 2011; Godbole, 2013) diferem entre si, no entanto, reunindo as classificações atribuídas por cada um, podemos identificar os seguintes tipos de sinergias: operacionais, financeiras, comerciais, de investimento, de gestão e fiscais.

As sinergias operacionais ocorrem de duas maneiras: aumento do rendimento e redução dos custos (economias de escala), isto é, resultam de uma utilização mais eficiente dos recursos, da combinação de diferentes competências funcionais, do aumento do poder de mercado e conseqüente crescimento (por exemplo, das vendas).

Já no que diz respeito às sinergias financeiras, estas materializam-se em *cash flows* superiores e menor custo do capital. Portanto, também aqui é possível alcançar economias de escala financeiras sob a forma de diminuição da flutuação, e da redução dos custos de transação (Gaughan, 2007).

Trautwein (1990) indica três maneiras de permitem atingir este tipo de sinergia:

- 1) reduzindo o risco da carteira de investimentos de uma empresa, apostando em negócios não relacionados;
- 2) aumentando o tamanho da empresa, o que poderá facilitar o acesso a capital mais barato, ou seja, com a maior estabilidade dos *cash flows* a capacidade de contrair dívida será superior do que quando comparada com as empresas a operar individualmente; e
- 3) estabelecendo um mercado interno de capitais, o que possibilita operar com informações superiores e, portanto, alocar o capital de forma mais eficiente.

Gupta (2012) é um dos autores que identifica, no seu trabalho, as sinergias comerciais. Segundo o autor, estas envolvem a racionalização das operações combinadas de tal forma que, através da partilha de instalações (armazéns, transporte,...) e serviços comuns (departamento financeiro, de recursos humanos, ...), a duplicação seja evitada e a logística melhorada, levando à poupança de custos.

As sinergias de investimento são aquelas que resultam de uma melhor utilização das matérias comuns, através da transferência de conhecimentos nas áreas em que cada entidade é especializada. Esta sinergia permite obter ganhos com o mínimo de investimento (Ferreira, 2002a; Gupta, 2012).

Estamos perante sinergias de gestão quando se obtêm benefícios de uma gestão mais eficiente dos recursos. Como já foi referido anteriormente, estes ganhos surgem quando a equipa de gestão da empresa adquirida é substituída por outra que elimina as suas ineficiências, desbloqueando os benefícios (Chang e Moore, 2012).

Por fim, Ferreira (2002a), Mantravadi e Reddy (2007), entre outros, sugerem um último motivo para as F&A: as sinergias fiscais. Com efeito, é possível que uma adquirente obtenha benefícios através da fusão com uma entidade que venha a acumular um elevado valor de perdas fiscais, reportando esses mesmos prejuízos acumulados para reduzir a sua carga fiscal.

Em termos gerais, podem estar em jogo ganhos fiscais correntes ou de capital, a dupla tributação dos lucros das empresas ou ao nível dos acionistas, os resultados negativos transitados ou ainda impostos de sucessão. Com certeza que as legislações são diferentes de país para país e ao longo do tempo. Cada situação terá de ser analisada, pois aquilo que hoje pode ser uma vantagem, amanhã poderá deixar de o ser (Ferreira, 2002a:135).

Para Barros (2011:40) “Portugal parece pouco competitivo em termos internacionais em alguns domínios da fiscalidade, embora a tributação associada às F&A, no cômputo geral, seja satisfatória”. Segundo os resultados dos inquéritos aplicados pelo autor, para os gestores das empresas que passaram por fusões em Portugal entre 2000 e 2009, “em termos agregados, a tributação dos dividendos foi o fator fiscal mais importante, a que se seguiu a transmissibilidade de créditos e prejuízos fiscais e a tributação internacional” (Barros, 2011:63).

Contudo, apesar de as sinergias serem um ponto fundamental nas operações de concentração, segundo Bruner (2004), as empresas falham frequentemente a meta que propuseram alcançar inicialmente, o significa que devido à falta de uma análise interna e externa às empresas envolvidas, o cálculo e avaliação das sinergias suscetíveis de serem obtidas acabam, muitas vezes, por ficar distorcidos.

## 1.6. Avaliação do desempenho das F&A

Ao longo das últimas décadas, muitos investigadores<sup>15</sup> têm tentado perceber se são apuradas melhorias (ou diminuições) no desempenho das entidades resultantes de operações de fusão ou aquisição. Contudo, ainda não há consenso relativamente a esta questão<sup>16</sup>.

O sucesso/insucesso de uma operação de fusão (ou aquisição) pode ser analisado de várias perspetivas. Por um lado, podemos focar a investigação nos ganhos (ou perdas) obtidos pelos acionistas da empresa adquirente ou da adquirida (ou ainda um misto das duas perspetivas). Por outro lado, podemos escolher se pretendemos analisar os resultados obtidos a curto prazo, ou se preferimos uma análise médio-longo prazo.

Apesar de estas operações poderem ser analisadas de várias perspetivas, as metodologias utilizadas na avaliação do seu resultado são essencialmente duas: os *event studies*<sup>17</sup>, que se baseiam nas alterações da cotação dos títulos, e os *accounting studies*<sup>18</sup>, que se baseiam nos dados contabilísticos das entidades envolvidas.

Nos próximos pontos serão descritas estas duas metodologias, sendo dada maior atenção à metodologia assente na análise da informação contabilística, uma vez que é este o método adotado no presente trabalho. Porém, dada a importância que os *event studies* têm na literatura financeira, é impossível deixar de lhe fazer referência, ainda que de modo mais sucinto.

### 1.6.1. *Event Studies*

A avaliação do efeito das fusões, no património dos acionistas, com base em *event studies*, foi proposta pela primeira vez por Fama *et al.* (1969), passando a ser amplamente utilizada a partir de 1970. Esta metodologia consiste em definir um determinado evento

---

<sup>15</sup> Por exemplo: Healy *et al.* (1992), Barber (1996); Heron e Lie (2002), Hoshino e Yeh (2002), Gugler *et al.* (2003), Powell e Stark (2005), Lau *et al.* (2008), entre muitos outros.

<sup>16</sup> Os resultados apurados na literatura serão apresentados mais adiante, no ponto 1.8. Principais estudos empíricos.

<sup>17</sup> Ou estudos de acontecimentos.

<sup>18</sup> Ou estudos que se baseiam nos dados contabilísticos das entidades envolvidas.

(por exemplo, o anúncio de uma fusão), e identificar o período no qual serão examinadas as variações na cotação dos títulos das empresas envolvidas nesse evento.

No caso das F&A, numa análise de curto prazo, esta abordagem baseia-se no pressuposto de que o anúncio de uma fusão ou aquisição aporta novas informações para o mercado, alterando as perspetivas dos investidores sobre as empresas envolvidas, o que se irá refletir nas cotações dos títulos (Martynova e Renneboog, 2008). Assim, esta metodologia, assente no estudo do comportamento dos preços das ações em torno de certos acontecimentos<sup>19</sup>, apoia-se no cálculo dos retornos anormais<sup>20</sup> (que é dado pela diferença entre o retorno efetivamente apurado e o valor do *benchmark*, ou seja, aquele que seria esperado caso a fusão não tivesse ocorrido), e utiliza o valor apurado como medida de avaliação do sucesso da operação.

A longo prazo pode ser adotada uma técnica similar, porém, apesar de este ser considerado um método eficaz para uma análise a curto prazo, numa perspetiva de longo prazo, os autores apontam-lhe algumas deficiências, das quais se salienta:

- a) a cotação das ações é altamente influenciada pela fase em que se encontra o ciclo económico, e pelos choques originados nos mercados financeiros (Espert *et al.*, 2012);
- b) a longo prazo é mais difícil isolar o efeito da fusão nos retornos obtidos, uma vez que podem ter surgido, por exemplo, muitas outras decisões estratégicas e operacionais, ou alterações na política financeira (Martynova e Renneboog, 2008);
- c) este método pressupõe a eficiência de mercado, logo, qualquer efeito do anúncio da fusão será incorporado de imediato e não no longo prazo, ou seja, os retornos a seguir ao anúncio são ignorados (Agrawal *et al.*, 1992);
- d) o *benchmark* sofre frequentemente de problemas de mensuração e estatísticos (Martynova e Renneboog, 2008).

---

<sup>19</sup> Por exemplo, anúncio de resultados, anúncio de distribuição de dividendos, aumentos de capital, entre outros.

<sup>20</sup> Ou *abnormal return* (na terminologia anglo-saxónica).

Martynova e Renneboog (2008) conduziram um estudo que compila 63 pesquisas assentes nas alterações da cotação dos títulos, como resposta ao anúncio de fusões. Neste trabalho, os autores concluem que, de um modo geral, o anúncio de uma fusão ou de aquisição tem um impacto positivo nos ganhos dos acionistas, contudo, a magnitude e distribuição desses ganhos varia consoante a onda em que se insere, e de acordo com as características de cada operação. Já no longo prazo, estes ganhos tendem a diminuir, uma vez que o surgimento de novas informações no mercado, leva a concluir que as sinergias estimadas são (frequentemente) exageradas.

Para além dos problemas a longo prazo, existem outras dificuldades de aplicação do método, nomeadamente, a inaplicabilidade a empresas não cotadas (Espert *et al.*, 2012). Assim, tentando solucionar estes problemas, surgiu uma nova perspetiva de avaliação do desempenho das F&A que, embora ainda não tenha dado origem a tantos estudos como a avaliação baseada em *event studies*, está a ganhar cada vez mais relevância na literatura internacional.

### **1.6.2. Accounting studies**

De uma forma muito simples, um *accounting study*, método adotado na presente dissertação, ao contrário da metodologia anterior, está essencialmente focado nos ganhos operacionais e financeiros resultantes da combinação das empresas. Para tal, utilizando a informação contabilística<sup>21</sup> das entidades participantes, este método pode ser executado de duas maneiras: comparando o desempenho das entidades antes da fusão (através da soma das rubricas das demonstrações financeiras, como se de uma só entidade se tratasse) com desempenho alcançado depois da sua integração<sup>22</sup> (conforme figura 1), ou comparando o desempenho antes e após a fusão com um determinado *benchmark*<sup>23</sup>

---

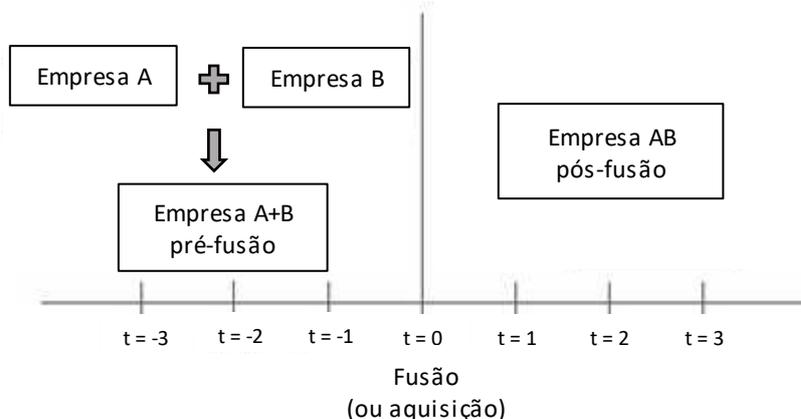
<sup>21</sup> Sendo esta informação obtida, principalmente, através das demonstrações financeiras (e respetivo anexo) que, segundo os objetivos da contabilidade, “devem apresentar de forma verdadeira e apropriada, todos os aspetos materialmente relevantes, a posição financeira, o resultado das operações e os fluxos de caixa da empresa, com referência a uma data e a um período de acordo com os princípios contabilísticos geralmente aceites” (Silva, 2013:90).

<sup>22</sup> Por exemplo: Cabanda e Pajara-Pascual (2007).

<sup>23</sup> Por exemplo: Sharma e Ho (2002) e Gugler *et al.* (2003).

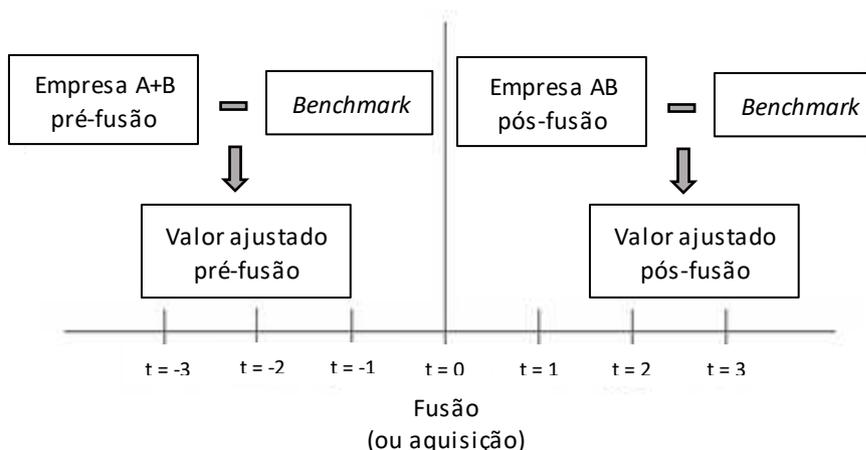
(conforme figura 2), de modo a determinar se a consolidação levou a, por exemplo, mudanças nos custos, rendimentos ou lucros relatados (Barber e Lyon, 1996; Kumar, 2009).

**Figura 1** - Avaliação do desempenho como se só existisse uma entidade antes da fusão



Fonte: elaboração própria.

**Figura 2** - Avaliação do desempenho com base em *benchmarks*



Fonte: adaptado de Sharma e Ho (2002).

Conforme Barber e Lyon (1996), quando optamos por um *accounting study*, o primeiro passo a ser dado é perceber quais as medidas de avaliação do desempenho que vamos aplicar. Destas medidas, podemos salientar: resultado líquido, vendas, número de trabalhadores, rendibilidade do ativo, rendibilidade dos capitais próprios, resultado por ação, nível de alavancagem e de liquidez, margem de lucro, entre outras. Após selecionar as medidas, deve ser determinado o *benchmark* (caso aplicável), ou seja, um modelo que represente o desempenho esperado.

De um modo geral, os *accounting studies* podem ser agrupados de duas formas. Segundo vários autores, entre eles Gugler *et al.* (2003), Lau *et al.* (2008) e Amel-Zadeh (2009), o estudo de Healy *et al.* (1992)<sup>24</sup> foi considerado um estudo notável e um marco histórico quando falamos em *accounting studies*. Neste sentido, Amel-Zadeh (2009) propõe uma divisão em dois grandes grupos, os estudos anteriores e os posteriores a Healy *et al.* (1992). Por outro lado, Martynova *et al.* (2006), propõe uma distribuição das pesquisas consoante os resultados alcançados: as que apontam para a melhoria do desempenho, as que defendem que as integrações destroem valor, e ainda, aquelas que não detetaram qualquer alteração.

Das razões que levam os investigadores a escolher o *accounting study* como metodologia, destacam-se a possibilidade de esta ser aplicada a qualquer tipo de empresa (cotada ou não cotada), e as medidas de avaliação estarem livres dos erros de avaliação dos investidores refletindo assim, os verdadeiros ganhos de uma fusão (Amel-Zadeh, 2009; Espert *et al.*, 2012).

Contudo, este método deve ser aplicado tendo em consideração os seus inconvenientes, nomeadamente:

- a) a possibilidade de o cálculo do *benchmark* poder sofrer de problemas de mensuração e problemas estatísticos (similares aos encontrados nos *event studies* numa análise a longo prazo);
- b) a hipótese de existirem distorções nas contas em resultado da aplicação de diferentes políticas contabilísticas; e
- c) a diferença de tamanho entre as empresas, uma vez que, normalmente, a adquirente é maior do que a adquirida, o que irá dificultar a comparação de resultados (por exemplo, entre setores, países e ondas de fusões).

De modo a atenuar os problemas de comparação que podem surgir, por exemplo, em virtude dos pontos b) e c), muitas das pesquisas<sup>25</sup> que pretendem avaliar o desempenho de uma fusão, também examinam a possível associação desse desempenho a certas

---

<sup>24</sup> Healy *et al.* (1992) desenvolveram uma medida contabilística que permitia eliminar o efeito do método de contabilização da fusão e o efeito do método de financiamento, conforme veremos no ponto 1.8. *Principais estudos empíricos realizados na área das F&A*, do presente capítulo.

<sup>25</sup> Por exemplo: Heron e Lie (2002), Sharma e Ho (2002), Gugler *et al.* (2003), Powell e Stark (2005), Martynova *et al.* (2006), Lau *et al.* (2008).

características próprias de cada processo de fusão. Assim, no próximo ponto são expostas as características que influenciam o sucesso da operação de fusão.

### **1.7. Determinantes do desempenho pós-operação de F&A**

Tal como suprarreferido, vários estudos<sup>22</sup> examinam as características do processo fusão, de modo a encontrar uma possível associação ao sucesso/fracasso da operação, em termos de desempenho económico e financeiro pós-fusão. Assim, tendo como ponto de partida, nomeadamente, o estudo de Martynova *et al.* (2006), foi possível reunir e esclarecer os principais determinantes, bem como apontar as conclusões às quais chegaram alguns dos autores que utilizam estes fatores para auxiliar a justificação dos resultados que obtêm. Deste modo, são de destacar:

*i)* Método de pagamento:

As empresas quando estão perante um processo de F&A necessitam de escolher qual o método de pagamento que mais lhes convém, estando esta escolha intimamente ligada ao nível de alavancagem e de reservas da adquirente. Logo, quanto ao método de pagamento escolhido existem três opções: através de dinheiro (*cash*), recorrendo a dívida (financiamento externo), ou através de ações representativas de capital social (*stock*).

Teoricamente, tendo por base os modelos de *market timing* abordados anteriormente<sup>26</sup>, podemos assumir que, por um lado, as empresas adquirentes preferem o método de pagamento em ações quando estas, em resultado de ineficiências do mercado financeiro, se encontram sobrevalorizadas e, por outro lado, optam pelo pagamento em dinheiro quando as suas ações estão desvalorizadas.

Segundo Carneiro (2014), de modo a dissipar problemas com a assimetria de informação e do risco de expropriação, é importante manter alguns acionistas da empresa-alvo na estrutura da nova empresa. Logo, neste caso, é preferível o pagamento em *stock*, uma vez que aos pagamentos efetuados em *cash* está associada uma maior facilidade de substituição da antiga gestão.

---

<sup>26</sup> Cf. ponto 1.4.3. *Modelos de market timing*, do presente capítulo.

De acordo com a *cash flow theory*, apresentada por Jensen (1986), às integrações financiadas por *cash* ou dívida está associada destruição de valor, isto porque, segundo esta teoria, os fundos excedentes<sup>27</sup> são gastos pelos gestores em projetos sem valor acrescentado, ou seja, as fusões “são uma das formas de os gestores gastarem dinheiro, em vez de o distribuir aos acionistas” (Jensen, 1986:333).

Por outro lado, segundo McNamara *et al.* (2008), o pagamento em *cash* ou dívida proporciona melhores desempenhos, no período pós-operação, uma vez que a este método está associada uma disciplina financeira muito mais elevada.

Quanto aos estudos desenvolvidos por Heron e Lie (2002), Sharma e Ho (2002), Powell e Stark (2005) e Martynova *et al.* (2006), estes concluem pela inexistência de uma relação significativa entre o método de pagamento escolhido e o desempenho apurado pós-operação.

Com efeito, embora segundo Faccio e Masulis (2004), não exista um método de pagamento ideal para uma operação bem-sucedida, uma vez que ambas as partes devem estar satisfeitas com a estrutura de pagamento escolhida, no caso das operações que são pagas em dinheiro, os mercados estão mais seguros sobre o verdadeiro valor e qualidade do negócio, do que quando estas são pagas em ações.

#### *ii) Diversificação do negócio versus aposta no core business*

Apesar de a diversificação da linha de negócio das entidades estar associada à criação de sinergias operacionais e financeiras, a criação de empresas diversificadas está também ligada a uma série de desvantagens, por exemplo, a atitude de procura descomedida de lucros (por parte dos gestores), o surgimento de problemas de agência dentro da empresa, os gestores não estarem familiarizados com o setor de atividade da adquirida, entre outros (Jensen, 1986; Martynova *et al.*, 2006). Por vezes, estas desvantagens podem ser de tal modo impactantes que superaram as sinergias estimadas, resultando na diminuição do desempenho pós-fusão.

---

<sup>27</sup> Os fundos excedentes são definidos por Jensen (1986:1986) como *free cash flow*, isto é, “o *cash flow* que excede o requerido para financiar todos os projetos que têm um valor atual líquido positivo, quando atualizados com a adequada taxa de custo de capital.”

Contudo, nas pesquisas de Heron e Lie (2002), Sharma e Ho (2002) e Martynova *et al.* (2006), não foi encontrada uma relação significativa entre a diversificação do negócio e a diminuição do desempenho registrado após a aquisição. Em contraposição, Agrawal *et al.* (1992), reportam que as fusões que focam no *core business* possuem um desempenho inferior às transações cujo objetivo é a diversificação, justificando a sua posição com a possibilidade de os conglomerados terem acesso a fontes de financiamento com menores custos, contribuindo para a melhoria da estabilidade dos lucros e para a redução da probabilidade de a empresa falir.

Concluimos então que, este é também um ponto que requer mais investigação, uma vez que não é possível encontrar um padrão de resultados entre as várias pesquisas, que permita perceber se a diversificação afeta (ou não) o desempenho pós-concentração.

*iii) Fusões entre empresas nacionais versus fusões transfronteiriças:*

Shaked *et al.* (1991:433) alegam que,

se os mercados de capitais estivessem perfeitamente integrados, se os custos de transação fossem baixos, e se os investidores fossem racionais e avessos ao risco, não haveria nenhum benefício na diversificação através de um investimento internacional que não pudesse ser replicado por um investidor no país de origem da entidade adquirente.

Contudo, os mercados não estão perfeitamente integrados, pelo que as empresas tendem a aproveitar essas imperfeições em benefício próprio, expandindo seus negócios para novos países, como resposta às tendências da globalização (Martynova *et al.*, 2006). Assim, por um lado, a internacionalização permite que as entidades beneficiem das imperfeições dos mercados financeiros, possibilitando diminuir o valor dos investimentos e dos custos operacionais (através do aproveitamento de taxas de câmbio mais favoráveis), o que por sua vez, permite reduzir o seu risco de falência ao diversificar os mercados em que atua. Por outro lado, as diferenças regulatórias e culturais entre a entidade investidora e os países-alvo podem levar a complicações na gestão do processo pós-fusão e, conseqüentemente, à não realização das sinergias previstas, o que contribui para a diminuição do desempenho pós-fusão.

Alguns dos autores que tentaram perceber qual a relação entre a opção pela internacionalização e o desempenho pós-fusão, foram Gugler *et al.* (2003). Na sua

pesquisa, os autores argumentam que “embora as fusões, em termos individuais, possam ter consequências muito diferentes quanto à eficiência e poder de mercado, esses efeitos não parecem depender dos países das empresas que se fundem” (Gugler *et al.*, 2003:651), o que os leva a concluir que não existem diferenças de desempenho significativas entre as fusões entre empresas nacionais e as fusões transfronteiriças. Por outro lado, Shaked *et al.* (1991), baseando-se na flutuação da cotação das ações, concluíram que os acionistas das entidades que participaram em processos de fusão transfronteiriços, usufruíram de benefícios superiores.

Posto isto, dado que não existe um resultado uniforme no que respeita a esta matéria, não nos é possível aferir sobre a relação deste fator com o desempenho da empresa.

iv) “Fusão amigável” versus “fusão hostil”:

Uma fusão pode ser considerada amigável se tiver o consentimento de ambas as partes envolvidas, por outro lado, esta será classificada como hostil se a empresa-alvo não tenciona ser comprada. Contudo, apesar de as ofertas hostis não abrirem espaço para negociação, estas poderão, ainda assim, trazer benefícios aos acionistas pois, sendo as fusões hostis mais caras do que as amigáveis, estas só irão compensar se realmente forem criadas sinergias, pelo que podem ser associadas a um maior desempenho operacional (Martynova *et al.*, 2006).

No que respeita este determinante, embora seja tido em consideração em vários estudos (Healy *et al.* (1992); Powell e Stark, (2005); Martynova *et al.*, 2006, entre outros), a literatura não encontra qualquer relação entre este fator e o desempenho obtido pós-concentração, o que nos leva a concluir que este determinante não aparenta ter qualquer influência sobre o nível de sucesso da operação.

v) Tamanho das empresas:

De acordo com Healy *et al.* (1992), é comum acreditar que, uma das características que mais capacidade tem para influenciar o desempenho após uma fusão é o tamanho das empresas nela envolvidas (em especial, o da adquirida).

Tomando como exemplo uma fusão cuja adquirida é uma grande empresa, é mais propenso que, neste caso, dado o tamanho das entidades, se alcancem consideráveis sinergias (operacionais e financeiras) e economias de escala, levando, assim, a um melhor desempenho pós-fusão do que nos casos cuja adquirida é uma entidade de pequena dimensão. Em contrapartida, a empresa adquirente poderá ter de enfrentar dificuldades em integrar a empresa-alvo, devido, por exemplo, a diferenças culturais e regulatórias, o que poderá conduzir à deterioração do seu desempenho.

Mantravadi e Reddy (2007:3941) concluíram que “a análise dos indicadores de desempenho operacional, para os períodos pré e pós-operação, revela que o tamanho pode fazer a diferença no desempenho operacional das empresas adquirentes”. Também Martynova *et al.* (2006) afirmam que, à medida que o tamanho da adquirida aumenta, é registado, no período pós-fusão, um aumento da rentabilidade da empresa resultante, no entanto, ressalvam que quando a empresa adquirida é muito grande, a operação tende a ser menos rentável, uma vez que se afigura particularmente difícil para um gestor gerir uma grande empresa recém-criada. Agrawal *et al.* (1992), Heron e Lie (2002), Sharma e Ho (2002) e Gugler *et al.* (2003), defendem que não foram encontradas quaisquer evidências que comprovem uma relação significativa entre o tamanho e o desempenho pós-fusão.

Assim, quando procuramos aferir a capacidade de influência do tamanho das entidades no sucesso da fusão, a literatura revela-nos que, apesar de o número de pesquisas que aponta para a inexistência de uma relação significativa entre estes dois fatores ser superior, não existe uma opinião comum a todos os investigadores.

Concluimos então que, nenhum destes fatores consegue, por si só, explicar o desempenho pós-fusão, pelo que se deve ter em atenção que a influência de cada um dos cinco fatores anteriores irá depender das características e da envolvente de cada entidade envolvida na operação em análise, e que essa influência se poderá manifestar de modo diferente em cada uma das medidas de avaliação do desempenho. Este tema deveria ser alvo de uma análise mais profunda, dada a falta de consenso na literatura, no entanto, dado o contexto do nosso trabalho, decidimos abordá-lo de forma mais simples.

## 1.8. Principais estudos empíricos realizados na área das F&A

Comparativamente com os *event studies*, os estudos sobre o desempenho económico e financeiro são em menor número, ainda assim, existe uma quantidade considerável de investigações nesta vertente. Pela análise da literatura, observa-se que os investigadores têm analisado e discutido os diversos motivos, teorias e hipóteses que justificam os resultados dos processos de F&A, sem, no entanto, chegarem a um consenso.

Assim, para uma melhor compreensão, apresentamos algumas das principais pesquisas sobre esta matéria<sup>28</sup>, dividindo-as de acordo com os resultados obtidos, ou seja, estudos que apuraram:

- Incrementos no desempenho: Healy *et al.* (1992), Heron e Lie (2002), Gugler *et al.* (2003), Ramaswamy e Waegelein (2003), Powell e Stark (2005), Lau *et al.* (2008), Espert *et al.* (2012);
- Alterações não significativas no desempenho: Sharma e Ho (2002), Akben-Selçuk (2008), Kumar (2009), Pervan *et al.* (2015);
- Diminuições de desempenho: Hoshino e Yeh (2002), Mantravadi e Reddy (2007), Pazarskis *et al.* (2006); e,
- Resultados mistos no desempenho: Cabanda e Pajara-Pascual (2007); Ismail *et al.* (2010).

Estas diferenças de resultados emergem, sobretudo, devido à falta de aplicação de um método de análise uniforme, o que, dado o objeto de estudo, não seria plausível ser aplicado (Espert *et al.*, 2002). Deste modo, o objeto e metodologia das pesquisas apresentadas, variam consoante o juízo feito pelos autores sobre: (1) a determinação do quão abrangente deve ser a amostra para se generalizar os resultados; (2) a perspetiva de análise de curto, médio ou longo prazo; (3) os indicadores a serem utilizados; e (4) a definição de quais os determinantes que podem influenciar o desempenho pós-concentração.

---

<sup>28</sup> Dada a relevância que esta matéria assume, apresentamos no Anexo 1 um resumo dos estudos aqui analisados e os seus principais resultados.

O estudo desenvolvido por Healy *et al.* (1992), referenciado por diversos autores<sup>29</sup>, foi considerado um marco histórico quando falamos em análise do desempenho operacional. Contrariamente à avaliação baseada em *event studies* que era normalmente utilizada, os autores construíram uma medida contabilística de modo a avaliar o desempenho obtido depois da integração: rendibilidade do fluxo de caixa operacional antes de impostos, dividido pelo valor de mercado dos ativos. Segundo os autores, esta medida permitia “excluir o efeito da depreciação, *goodwill*, juros e impostos, (...) não sendo afetada pelo método de contabilização da fusão e/ou pelo seu método de financiamento” (Healy *et al.*, 1992:5).

Healy *et al.* (1992), justificam a construção desta medida pelo facto de os lucros das ações, obtidos em torno do anúncio da fusão, representarem a expectativa do investidor de alcançar benefícios resultantes da operação, enquanto que as medidas de desempenho de fluxos de caixa pós-fusão representam benefícios económicos realmente gerados pelas fusões. Contudo, apesar de esta medida ter passado a ser intensamente utilizada, de forma direta ou com pequenas alterações, a partir de 1992, houve autores que refutam algumas das qualidades apontadas a esta medida<sup>30</sup>.

Após a análise das 50 maiores fusões ocorridas nos EUA, entre 1979 e 1984, as conclusões do seu estudo apontam, contrariamente à maioria dos resultados até então apurados<sup>31</sup>, uma melhoria substancial no desempenho operacional das empresas após a fusão, resultantes, sobretudo, das melhorias registadas ao nível da produtividade.

Heron e Lie (2002), investigaram, essencialmente, a relação entre o desempenho operacional apurado e o método de pagamento utilizado nas 859 concentrações, efetuadas entre 1985 e 1997, nos EUA. De acordo com os autores, as empresas resultantes de F&A superam os resultados obtidos pelas suas homólogas (sendo estes resultados mais

---

<sup>29</sup> Hoshino e Yeh (2002), Gugler *et al.* (2003), Lau *et al.* (2008), Kumar (2009), Espert *et al.* (2012), entre muitos outros.

<sup>30</sup> Amel-Zadeh (2009) afirma que a medida não é imune a enviesamentos contabilísticos, e Martynova *et al.* (2006) entende que não se trata de uma medida “pura” de fluxos de caixa, uma vez que não tem em consideração alterações ao fundo de manei.

<sup>31</sup> Conforme Agrawal *et al.* (1992), a maioria dos estudos realizados antes da publicação de Healy *et al.* (1992), defendiam que as F&A eram destruidoras de valor. Após a conclusão do seu estudo, Agrawal *et al.* (1992) confirmaram a destruição de riqueza dos acionistas, defendendo que os seus resultados estavam em consonância com os de Langetieg (1978), Asquith (1983), Magenheimer e Mueller (1988) e Jensen e Ruback (1983).

significativos quando ambas as entidades pertencem ao mesmo setor de atividade), no entanto, não foi encontrada qualquer relação entre o desempenho e o método de pagamento da operação.

A investigação desenvolvida por Gugler *et al.* (2003) é das mais abrangentes. Os autores analisaram 2.753 fusões, realizadas a nível mundial entre 1981 e 1998, e o seu principal objetivo era, tendo em conta o país e tipo de fusão, “determinar quando é que as fusões aumentam o poder de mercado e a eficiência, através do seu impacto nas vendas e lucros das respetivas empresas” (Gugler *et al.*, 2003:626).

Os resultados alcançados possibilitaram concluir que, à semelhança das investigações abordadas acima, mais de metade das fusões resultam em lucros maiores do que os projetados. No entanto, neste caso foi ainda apurado que quase a mesma fração de fusões resulta em vendas inferiores às projetadas, especialmente no caso de fusões do tipo conglomerado. No que respeita às características das entidades que possam influenciar os resultados obtidos, os autores concluíram que, dada a semelhança de resultados entre países, nem o país em que ocorre a operação, nem o tipo de fusão (entre empresas nacionais ou transfronteiriça), influencia o desempenho pós-fusão. Gugler *et al.* (2003:648) sugerem que estes “aumentos de lucro, também observados por Healy *et al.* (1992), são essencialmente justificados pelos aumentos no poder de mercado”.

À semelhança de Gugler *et al.* (2003), também em 2003 foi conhecido o estudo realizado por Ramaswamy e Waegelein (2003), cujo principal objetivo era examinar, através de uma amostra de 162 fusões de empresas americanas, o desempenho financeiro de longo prazo da empresa resultante da fusão, percebendo ainda quais os fatores que o poderiam afetar (tamanho, planos de compensação, métodos de pagamento e setor).

Os resultados demonstram que, em média, apesar de o desempenho financeiro aumentar significativamente após a fusão, esse desempenho é, de facto, influenciado por certos fatores. Assim, os autores defendem que: (1) quanto maior o tamanho da adquirida menor o desempenho registado; (2) entidades que possuem planos de compensação dos gestores tendem a apresentar um melhor desempenho; (3) não foi apurada qualquer relação significativa entre o desempenho e o método de pagamento selecionado; e (4) fusões entre empresas do mesmo setor tendem a alcançar um menor desempenho (uma

vez que, segundo os autores, estas necessitam de eliminar e/ou combinar as áreas repetidas).

Lau *et al.* (2008), ao desenvolverem a sua investigação, tinham como principal objetivo esclarecer se as fusões realizadas no mercado australiano conduziam, de facto, a diminuições de desempenho operacional das entidades fusionadas<sup>32</sup>, como afirmavam diversas pesquisas anteriores. Assim, tendo como objeto de estudo 72 fusões realizadas entre 1999 e 2004, na Austrália, os autores procuraram avaliar a produtividade, eficiência, alavancagem e crescimento das empresas resultantes dessas fusões.

Refutando estudos anteriores, Lau *et al.* (2008) afirmam que as fusões australianas também experienciam melhoras no desempenho operacional. Os resultados demonstram que, à exceção do crescimento, foram registados aumentos de rentabilidade, eficiência e alavancagem no período pós-fusão, e que as diferenças de desempenho advêm do método de pagamento da operação (pagamentos em *stock* estão associados a diminuições na rentabilidade e nos fluxos de caixa).

O trabalho desenvolvido por Espert *et al.* (2012), demonstra a existência de um efeito positivo, ou pelo menos não negativo, na eficiência e criação de valor das empresas envolvidas nos processos de fusão, em Espanha. Contudo, não foram encontrados indícios de que o setor e o tamanho sejam relevantes para explicar a melhoria nos resultados das empresas (apenas a variável setor produz alguma influência, mas apenas sobre os indicadores rentabilidade financeira e «EBITDA/total do ativo»).

Também Powell e Stark (2005) encontram evidências de que o desempenho operacional melhora após uma aquisição, analisando 191 aquisições realizadas no Reino Unido. Adicionalmente, os autores afirmam que não foram encontrados grandes indícios de que a forma de pagamento, o setor e o tamanho das empresas (adquirida e da adquirente) ajudem a explicar os valores apurados.

Sharma e Ho (2002), Akben-Selçuk (2008), Kumar (2009) e Pervan *et al.* (2015) não identificaram mudanças significativas no desempenho pós-operação.

---

<sup>32</sup> Segundo Lau *et al.* (2008), as pesquisas australianas fornecem resultados contrastantes com a maioria da literatura internacional, em matéria de avaliação de desempenho pós-fusão, sendo relatadas diminuições ou alterações não significativas de desempenho por vários autores, nomeadamente McDougall e Round (1986), Sharma e Ho (2002), respetivamente.

Assim, Sharma e Ho (2002), ao examinar, pela primeira vez, o desempenho operacional obtido após uma operação de concentração no mercado australiano, não conseguiram demonstrar qualquer aumento (significativo) de desempenho, nem foi encontrada uma relação significativa entre os resultados obtidos e o tipo de aquisição (conglomerado *versus* não-conglomerado), a forma de pagamento, e o tamanho das empresas envolvidas na operação. Os autores concluem então que, na Austrália, a opção por estas operações não é tomada visando a criação de sinergias.

Akben-Selçuk (2008) e Kumar (2009), desenvolvendo os seus estudos na Turquia e Índia, respetivamente, tinham como objetivo avaliar a criação de sinergias e, conseqüentemente, o desempenho operacional das entidades resultantes de F&A. Os resultados obtidos por ambos os autores são similares: não foram detetadas diferenças nos indicadores, face ao período pré-fusão (ou aquisição), ou se foram, estas diferenças não são significativas, concluindo, assim, que as fusões não afetam o desempenho operacional pós-concentração.

Mais recentemente, Pervan *et al.* (2015), com base em 116 F&A realizadas na Croácia, entre 2008 e 2011, conduziram a sua investigação de modo a apurar se estas F&A proporcionaram diminuições nos custos e aumentos de rendibilidade nas empresas resultantes destas operações. Numa primeira análise, os autores, ao compararem os resultados das medidas de rendibilidade antes e após a operação, não obtiveram diferenças estatisticamente significativas, o que os motivou a fazer uma comparação com as entidades “pares” (isto é, entidades do mesmo setor e tamanho, mas que não passaram por uma fusão ou aquisição), no entanto, o resultado obtido foi o mesmo. Estas análises permitiram ainda verificar que, contrariamente à perspetiva de Gaughan (2007)<sup>33</sup>, estas operações não conduziram a qualquer economia de custos.

Tal como mencionado anteriormente, Hoshino e Yeh (2002), Mantravadi e Reddy (2007) e Pazarskis *et al.* (2006) são três exemplos de estudos que documentaram diminuições de desempenho após a concentração.

---

<sup>33</sup> Tal como indicado na secção 1.5. *Motivações inerentes às F&A*, Gaughan (2007) afirma que as F&A possibilitam a redução de custos, por exemplo, através da partilha de serviços centrais e de tecnologia.

Hoshino e Yeh (2002), ao testar o efeito de 86 fusões japonesas, tinham como objetivo não só avaliar o desempenho operacional, mas também o desempenho financeiro. Os resultados obtidos apontaram para diminuições em todas as medidas utilizadas, isto é, diminuições na produtividade, rentabilidade, crescimento das vendas e número de trabalhadores no período pós-fusão. Também Pazarskis *et al.* (2006), ao avaliar o impacto no desempenho operacional das empresas que realizaram, pelo menos uma fusão ou aquisição entre 1998 e 2002, na Grécia, documentaram um resultado semelhante ao de Hoshino e Yeh (2002), apurando diminuições em todas as medidas de avaliação da rentabilidade, liquidez e solvência.

Mantravadi e Reddy (2007) procuraram ainda investigar o efeito do tamanho das entidades sobre a diminuição de desempenho registada, constatando que, regra geral, o tamanho da empresa adquirida influencia o desempenho (exceto no caso das médias e grandes empresas, no qual não se verificou qualquer influência).

Por fim, existe um último grupo de estudos que documenta resultados mistos em relação ao desempenho pós-fusão (isto é, alguns dos indicadores utilizados apontam para melhorias de desempenho, enquanto que outros apontam no sentido contrário): Cabanda e Pajara-Pascual (2007) e Ismail *et al.* (2011).

Cabanda e Pajara-Pascual (2007) desenvolveram o seu estudo com base na fusão levada a cabo pelas empresas de navegação das Filipinas, em 1996, na qual as três empresas existentes se fusionaram, formando uma só (a William, Gothong and Aboitiz, Inc. - WG&A, Inc.). A análise efetuada de modo a avaliar os desempenhos operacional e financeiro da WG&A, Inc., conduziu a resultados mistos:

“A rentabilidade, as despesas de investimento e as medidas de alavancagem apresentaram resultados fracos, principalmente no curto prazo. Contudo, foram apuradas melhorias significativas nas medidas de solvabilidade, na rotação do ativo, no volume de negócios e na receita líquida, especialmente, no longo prazo” (Cabanda e Pajara-Pascual, 2007:97).

Neste sentido, dado os resultados obtidos, os autores afirmam que este estudo poderá servir apenas como ponto de partida para futuras investigações nesta área.

À semelhança da pesquisa anterior, também Ismail *et al.* (2011), ao analisarem alguns dos setores de atividade no Egito, não obtiveram resultados consensuais. Os autores verificaram que o setor da construção apresentou melhorias na rentabilidade (o

que vai ao encontro dos resultados de Heron e Lie, 2002; Gugler *et al.*, 2003; e Ramaswamy e Waegelein, 2003) no entanto, o setor tecnológico apresentou um resultado inverso (tal como, Hoshino e Yeh (2002) e Mantravadi e Reddy (2008)). Contudo, em ambos os sectores, as F&A não conseguiram melhorar a eficiência, liquidez, solvabilidade e fluxos de caixa, pelo que os autores apenas concluem que o setor é capaz de influenciar o nível desempenho registado após uma fusão ou aquisição.

Em Portugal, são ainda poucas as investigações que visam perceber se as F&A, ocorridas em território nacional, geram (ou não) benefícios, e são ainda mais raras as que fazem a avaliação do desempenho operacional e financeiro através da utilização de informação contabilística. Dos trabalhos desenvolvidos podemos destacar, por exemplo, Barreira (2011) e Costa (2014).

Barreira (2011) analisou cinco operações de concentração ocorridas em Portugal: Sonae – Carrefour, Mota-Engil – Tertir, Orey Antunes – Lusofrete, Martifer – Globalshopping, e Opway: Opca – Sopol. Segundo o autor, os resultados obtidos “refletem claramente o que a literatura relata” (Barreira, 2011:28). No caso da aquisição da Globalshopping, S.A. pelo Grupo Martifer, foram detetados impactos significativamente positivos no desempenho pós-aquisição (em especial, nos indicadores ROE e ROS). Contrariamente, todos os indicadores utilizados para avaliar o desempenho após a aquisição da Carrefour Portugal, S.A. pelo Grupo Sonae, e após a fusão por incorporação da SOPOL, S.A. na OPCA, S.A. (e consequente transformação em OPWAY), traduziram uma quebra significativa no desempenho da Sonae e da OPWAY, respetivamente. Por outro lado, na aquisição da Lusofrete, Lda. pela Orey Antunes, S.A., o autor concluiu que esta não produziu efeitos significativos no desempenho pós-aquisição, uma vez que, apesar da diminuição no indicador ROE, os valores para os outros dois indicadores não se alteraram significativamente. Finalmente, no caso Mota-Engil – Tertir, a operação teve um impacto misto sobre o desempenho da Mota-Engil, isto é, o ROE aumentou, o ROS não sofreu alterações significativas e o ROA teve uma ligeira diminuição. Perante os resultados obtidos, o autor reforça a ideia de que os resultados devem ser analisados em conjunto com a envolvente que rodeia as entidades, pois existem fatores externos que as entidades não são capazes de controlar.

Costa (2014) examinou o desempenho obtido após as F&A realizadas no setor bancário português, pela Caixa Geral de Depósitos, Millenium BCP, Banco Espírito-Santo, Banco BPI e Santander Totta. Para tal, dividiu a sua amostra em dois períodos, de modo a permitir a comparabilidade entre um período caracterizado por baixos níveis de concentração (1993-1999) e outro com um nível de concentração moderada (2000-2009). Os resultados da análise demonstraram que

“houve um melhor desempenho no período caracterizado por maior nível de concentração, tendo-se verificado uma melhoria no desempenho em todos os indicadores avaliados, (...) [e que] as instituições que pautaram o aumento da dimensão pelo crescimento endógeno obtiveram melhores *performances* de uma forma mais consistente (...) [do que] as instituições envolvidas em grandes fusões” (Costa, 2014:31).

Em teoria, as F&A criam sinergias, geram ganhos resultantes de economias de escala, permitem a expansão das operações, a redução de custos, e ainda possibilitam aumentar o poder de mercado (Ismail *et al.*, 2011). Contudo, após a leitura e observação dos resultados das várias pesquisas, torna-se difícil encontrar e definir um padrão de resultados que defenda esta visão, pelo que quase podemos arriscar dizer que, no que respeita ao desempenho após uma fusão (ou aquisição) “cada caso é um caso”.

## 1.9. Conclusão

As F&A são transações complexas. Ao longo deste capítulo tivemos oportunidade de abordar os principais aspetos relacionados com estas operações, e que são essenciais para uma melhor compreensão deste tema.

Após a análise da evolução histórica das F&A, primeiro ponto a ser desenvolvido, podemos constatar que, para além do seu carácter cíclico:

As concentrações de empresas têm vindo a assumir um papel preponderante na busca deliberada de um plano de ação por parte da alta administração, para desenvolver a vantagem competitiva da empresa e alcançar resultados consistentes com os objetivos da organização (Silva, 2013:24).

Seguidamente, foram expostos os dois principais conceitos subjacentes a este tema, o conceito de fusão - estratégia através da qual duas ou mais empresas concordam em integrar as suas operações, de forma a constituírem uma nova empresa, deixando de existir individualmente - e o conceito de aquisição - estratégia através da qual uma empresa

compra uma participação de controlo noutra empresa, onde é pago um preço previamente acordado - bem como, os principais tipos de fusões (fusão horizontal, vertical, conglomerado e fusão pura, por absorção ou por alocação parcial do ativo).

No quarto ponto, foram apresentados os três principais modelos teóricos que tentam explicar a ocorrência de F&A: os modelos neoclássicos (que defendem que esta escolha é feita com vista à maximização da riqueza dos acionistas), os modelos assentes no comportamento (os quais alegam que as F&A são o veículo utilizado para atingir os interesses dos gestores) e os modelos de *market timing* (que defendem que as F&A ocorrem devido ao facto de os gestores tirarem partido de uma ineficiência temporária nos mercados financeiros).

Estes três modelos teóricos serviram como ponto de partida para a descrição das motivações inerentes às F&A, das quais são de destacar a obtenção de benefícios resultantes, por exemplo, das sinergias (operacionais, financeiras, fiscais, de gestão, de investimento, entre outras). Contudo, o cálculo dos benefícios que possam resultar das F&A, nem sempre é devidamente efetuado, o que, muitas vezes, conduz a uma diminuição de desempenho da entidade após a realização destas operações e, conseqüentemente à deterioração do património dos acionistas.

São vários os autores que se dedicaram a avaliar o sucesso (ou fracasso) destas operações, no entanto, até hoje, ainda não foi possível encontrar consenso entre os resultados obtidos. Dos fatores que poderão contribuir para esta falta de consenso destacamos o método de avaliação utilizado (os *event studies* ou os *accounting studies*) e os determinantes do desempenho que são tidos em consideração em cada pesquisa (método de pagamento, diversificação do negócio *versus* aposta no *core business*; fusões entre empresas nacionais *versus* fusões transfronteiriças; “fusão amigável” *versus* “fusão hostil”; e tamanho das empresas).

Dos *accounting studies* apresentados anteriormente foi obtida uma grande diversidade de resultados: aqueles que relatam um impacto positivo no desempenho pós-concentração (por exemplo, Healy *et al.*, 1992; Powell e Stark, 2005; Lau *et al.*, 2008; Costa, 2014), os que detetam uma significativa diminuição de desempenho (por exemplo, Hoshino e Yeh, 2002; Mantravadi e Reddy, 2007), os que não identificaram qualquer impacto

significativo no desempenho (por exemplo, Sharma e Ho, 2002; Kumar, 2009), e ainda os que apuraram resultados mistos, isto é, obtêm simultaneamente resultados que apontam para aumentos de desempenho e outros que indicam a sua diminuição (por exemplo, Cabanda e Pajara-Pascual, 2007; Ismail *et al.*, 2010).

Assim, dada a controvérsia existente na literatura sobre o resultado dos processos de F&A na perspectiva dos benefícios/ganhos gerados, podemos concluir que esta matéria ainda carece de pesquisas que conduzam a um melhor entendimento. Nesse sentido, os resultados apresentados nas pesquisas apresentadas acima devem ser analisados sob a perspectiva de um “mosaico” de resultados (obtidos através de diferentes dados, métodos e variáveis de investigação) que, por si sós, não explicam o todo, mas em conjunto fornecem uma perspectiva geral que contribui para um melhor entendimento deste tema.

A literatura tem permitido aferir sobre a importância e o impacto que estas operações possam ter, bem como os aspetos positivos e negativos que lhes possam estar associados, no entanto, sendo as F&A processos tão sofisticados é imprescindível que haja, por parte dos organismos competentes, uma excelente regulação dos mesmos. Assim, o próximo capítulo será exclusivamente dedicado à apresentação dos enquadramentos normativo e contabilístico em que assentam estas operações.



## Capítulo 2 - Análise Normativa

Dada a complexidade que alguns destes processos podem tomar, torna-se imprescindível uma boa regulamentação a todos os níveis e em todas as fases da operação. Deste modo, encontraremos o presente capítulo dividido em duas secções. A primeira irá abordar o enquadramento jurídico destas operações (e mais concretamente as regras que se aplicam à fusão de entidades públicas) e na segunda serão expostas as normas contabilísticas aplicáveis às fusões.

### 2.1. Perspetiva jurídica

As fusões são processos complexos que não podem ser tomados de ânimo leve, pelo contrário, devem ser devidamente ponderadas face às sempre numerosas e delicadas questões que levantam, por exemplo: avaliações patrimoniais, transferências de pessoal, reorganização de serviços, problemas fiscais e elevado custo (Silva, 2013).

Em Portugal, as fusões encontram-se reguladas, regra geral, no Capítulo IX do Código das Sociedades Comerciais (CSC). Contudo, no caso de operações que envolvam uma ou mais entidades pertencentes ao Setor Público Empresarial<sup>34</sup> (SPE), devem ser respeitadas as regras do Decreto-Lei n.º 133/2013, de 3 de outubro (doravante DL n.º 133/2013), o qual aprova o regime jurídico específico para o SPE. É aqui, no SPE, que encontramos as três entidades que analisamos no presente estudo: uma Entidade Pública Empresarial<sup>35</sup> (EPE), a Rede Ferroviária Nacional - REFER, E.P.E., e duas sociedades anónimas cujo capital é exclusivamente público, a Estradas de Portugal, S.A. (EP, S.A.) e a Infraestruturas de Portugal, S.A. (IP, S.A.), pelo que se conclui pela aplicação do DL n.º 133/2013.

A ideia de uma fusão entre as entidades gestoras das infraestruturas ferroviária e rodoviária surgiu na sequência do estudo determinado pelo Governo, e previsto no Plano Estratégico dos Transportes e Infraestruturas 2014-2020 (PETI3+), aprovado em Conselho de Ministros. Este estudo tinha como objetivo justificar e demonstrar o interesse desta

---

<sup>34</sup> O setor público empresarial (SPE) inclui o setor empresarial local e o setor empresarial do Estado (SEE) que, por sua vez, abrange as empresas públicas e as empresas participadas.

<sup>35</sup> Entidades públicas empresariais (EPE): pessoas coletivas de direito público, com natureza empresarial, criadas pelo Estado para prossecução dos seus fins (e cujo capital estatutário é detido pelo Estado) (art. 56º e art. 59º do DL n.º 133/2013).

operação, indo assim, ao encontro do critério estabelecido no n.º 3 do artigo 34º do DL n.º 133/2013, que determina que, um ato de fusão deve ser sempre acompanhado por um estudo que o justifique.

Após a conclusão desse estudo e tomando a decisão de avançar com a fusão, foi nomeada, pelo Ministro da Economia e Ministra de Estado e das Finanças<sup>36</sup>, através do Despacho n.º 10145-A/2014, dos Secretários de Estado do Tesouro e das Infraestruturas, Transportes e Comunicações, a Comissão de Planeamento com o intuito de assegurar, de forma célere e eficaz, a preparação de todos os parâmetros necessários ao processo de fusão.

A Comissão de Planeamento, constituída pelos elementos comuns dos Conselhos de Administração das duas sociedades intervenientes na fusão, tinha como finalidade desenvolver o seu trabalho de modo a cumprir, nomeadamente os pontos estipulados no n.º 2 do despacho referido anteriormente, dos quais podemos salientar:

- (i) Definição da modalidade jurídica da fusão e do modelo de governo da futura empresa Infraestruturas de Portugal, nos termos do consignado no Código das Sociedades Comerciais e no Regime Jurídico do Sector Público Empresarial;
- (ii) Redação dos estatutos da futura empresa (...);
- (iii) Definição do plano estratégico (incluindo plano de negócios) que permita definir e orientar a atuação da futura empresa; (...)
- (vi) Definição do plano “*quick wins*”, que abarque, designadamente, uma estratégia para a alienação de património e identifique iniciativas para a materialização de sinergias de curto prazo; (...)

Apesar de estarem indicados os pontos principais que devem ser trabalhados, esta indicação não possuía carácter restritivo, isto é, podiam e deviam ser alvo de divulgação todas as informações necessárias à boa compreensão da fusão. Esta divulgação de informação (quer a obrigatória, quer a facultativa) representa um papel essencial, na medida em que visa garantir o direito à informação sobre as condições e efeitos da fusão, pois só assim é possível conhecer a operação e tomar posição relativamente ao peso das

---

<sup>36</sup> De acordo com o número 2 do artigo 37º do DL n.º 133/2013, a função acionista (ou seja, o exercício dos poderes e deveres inerentes à detenção das participações representativas de capital social ou estatutário) cabe ao membro do Governo responsável pela área das finanças, em articulação com o membro do Governo responsável pelo respetivo sector de atividade, neste caso, o Ministro da Economia.

No que respeita ao controlo financeiro, as empresas públicas estão submetidas à jurisdição e ao controlo exercido pelo Tribunal de Contas (artigo 26º do DL n.º 133/2013), e as suas disponibilidades e aplicações são mantidas junto da Agência de Gestão e Tesouraria e da Dívida Pública (artigo 28º do DL n.º 133/2013).

vantagens, e desvantagens que acarreta. Segundo o Despacho n.º 10145-A/2014, a Comissão cessaria funções na data de nomeação do Conselho de Administração conjunto entre as entidades REFER, E.P.E. e EP, S.A., que aconteceu a 31 de dezembro de 2014.

A modalidade de fusão escolhida foi a fusão por incorporação e transformação, isto é, a EP, S.A. é incorporada na REFER, E.P.E. e esta, por sua vez, é transformada em IP, S.A., o que, de modo implícito, requer a extinção da EP, S.A.. Assim, regulada pelo n.º 1 do artigo 34º do DL n.º 133/2013, a transformação, fusão ou cisão de empresas públicas<sup>37</sup> são realizadas através de decreto-lei, caso se trate de EPE, ou nos termos do CSC se se tratar de sociedades comerciais<sup>38</sup>. Já no caso da extinção, de acordo com o número 1 do artigo 35º do decreto-lei suprarreferido, aplica-se esta mesma regra, ressalvando-se os casos em que as entidades tenham sido constituídas por decreto-lei, podendo, nestes casos, aplicar-se a mesma forma para efeitos de extinção. Assim, conjugando estes dois artigos, com o facto de ambas as empresas fusionadas terem sido criadas através de decreto-lei, podemos concluir que, tanto a fusão como a extinção foram devidamente consagradas mediante decreto-lei próprio para o efeito, o Decreto-Lei n.º 91/2015, de 29 de maio<sup>39</sup> (DL n.º 91/2015).

A par do DL n.º 91/2015, e embora tenha sido dispensada a sua elaboração e registo, pelo número 4 do seu artigo 1º, foi ainda desenvolvido, pela Comissão de Planeamento, um memorando de fusão<sup>40</sup>, de modo a proporcionar informação mais completa acerca da operação. Ao analisar o documento, podemos constatar que o seu conteúdo em muito se assemelha ao exigido pelo n.º 1 do artigo 98º do CSC (tabela 1, abaixo).

---

<sup>37</sup> Segundo o artigo 5º do DL n.º 133/2013, empresas públicas são “as organizações empresariais constituídas sob a forma de sociedade de responsabilidade limitada nos termos da lei comercial, nas quais o Estado ou outras entidades públicas possam exercer, isolada ou conjuntamente, de forma direta ou indireta, influência dominante”. Por outro lado, empresas participadas (art. 7º do DL n.º 133/2013) são aquelas nas quais o Estado detém participações, sem que no seu conjunto essas participações originem influência dominante.

<sup>38</sup> Sociedades comerciais: aquelas que tenham por objeto a prática de atos de comércio e adotem o tipo de sociedade em nome coletivo, de sociedade por quotas, de sociedade anónima, de sociedade em comandita simples ou comandita por ações (art. 1º do CSC).

<sup>39</sup> A fusão jurídica, e consequente criação da IP, S.A, foi aprovada em Conselho de Ministros de 9 de abril de 2015 e promulgada a 25 de maio de 2015, pelo Presidente da República.

<sup>40</sup> A informação constante no Memorando de Fusão por incorporação e transformação entre as entidades REFER, E.P.E. e EP, S.A. (nomeadamente, os motivos e objetivos da operação) será aprofundada no ponto 1.3.3. *Processo de fusão*, do Capítulo 1, da Parte II do presente trabalho.

**Tabela 1 - Comparação entre a informação divulgada no memorando de fusão e a exigida pelo CSC**

Informação do memorando de fusão	Despacho n.º 10145-A/2014	N.º 1 do Art. 98º CSC
Modalidade jurídica da fusão	<i>Alínea (i)</i>	<i>Alínea a)</i>
Motivos da fusão	<i>Informação adicional</i>	<i>Alínea a)</i>
Descrição das entidades intervenientes no processo	<i>Informação adicional</i>	<i>Alínea b)</i>
Objetivos da fusão	<i>Informação adicional</i>	<i>Alínea a)</i>
Relações de participação entre as sociedades participantes <sup>41</sup>	<i>Informação adicional</i>	<i>Alínea c)</i>
Demonstrações financeiras das entidades participantes	<i>Informação adicional</i>	<i>Alínea d)</i>
Redação dos estatutos da nova empresa	<i>Alínea (ii)</i>	<i>Alínea f)</i>
Mecanismos de proteção dos direitos dos credores	<i>Informação adicional</i>	<i>Alínea h)</i>

**Fonte:** elaboração própria.

Em consequência do afastamento das regras do CSC e, da não obrigatoriedade de elaboração do projeto de fusão, conclui-se que não pode ser aplicável a sujeição do projeto ao respetivo registo na Conservatória do Registo Comercial. Porém, dado o cariz informativo deste memorando, optou-se pela sua disponibilização para consulta (a par do Decreto-lei que consagra a fusão), quer na sede social de cada uma das empresas fusionadas, quer através dos *sites* da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e das empresas intervenientes.

De entre os vários usuários desta informação encontramos os credores, cujos interesses se encontram assegurados pelo direito de consulta destes documentos, e pelo direito de deduzir oposição judicial à fusão, com fundamento no prejuízo que dela possa resultar para a realização dos respetivos créditos (Marques e Guiné, 2011).

Os credores sociais das sociedades participantes (...) passam a ter como devedor comum a sociedade resultante (...) e o respetivo património líquido como garantia de satisfação dos seus créditos (...). Consequentemente, em face da unificação de patrimónios das sociedades participantes, os credores poderão ver

<sup>41</sup> Ambas as sociedades intervenientes na fusão são detidas a 100% pelo Estado português (não existindo quaisquer relações de participação entre elas), pelo que não se afigura necessário determinar a relação de troca.

diminuída a *ratio* de solvabilidade existente anteriormente para a satisfação dos seus direitos (Marques e Guiné, 2011:213-214).

Posto isto, sempre que estes vejam os seus direitos ameaçados, podem deduzir oposição judicial à fusão (artigo 3º do DL n.º 91/2015). Contudo, para que esta seja válida devem verificar-se certos requisitos (semelhantes aos do artigo 101º-A do CSC), a saber: (i) da fusão derivem prejuízos para a realização dos seus créditos; (ii) os créditos sejam anteriores à data de publicação do DL n.º 91/2015; (iii) tenham solicitado à entidade o pagamento dos seus créditos ou a prestação de garantias adequadas, há pelo menos 15 dias, sem que o seu pedido tenha sido atendido; e (iv) não tenha decorrido mais de um mês a contar da publicação do DL n.º 91/2015.

A 29 de maio de 2015, data da publicação do decreto-lei que consagra a fusão, foi enviada uma convocatória com a finalidade de reunir em Assembleia de Obrigacionistas, nos dias 29 ou 30 de junho de 2015 (conforme os títulos que detinham), todos os obrigacionistas das duas entidades fusionadas, no sentido de reconhecer a fusão, e de reconhecer que todos os termos e condições aplicáveis às obrigações se mantêm inalterados, com exceção da entidade emitente que passa a IP, S.A. (referindo ainda, a disponibilização para consulta dos documentos relativos à operação). O quórum para a Assembleia de Obrigacionistas reunir foi igualmente anunciado na convocatória, correspondendo a um ou mais obrigacionistas presentes (ou representados) que detenham (ou representem), pelo menos, 50% das obrigações em dívida. Porém, nenhum dos obrigacionistas compareceu, pelo que, não tendo sido obtido o quórum constitutivo, esta foi reagendada para segunda data marcada para o mesmo efeito (15 ou 16 de julho de 2015). Desta vez, os dois pontos da ordem de trabalhos foram aprovados por unanimidade (apenas os obrigacionistas da EP, S.A., e uma parte representativa de € 500,000,000 da REFER, E.P.E. não compareceram, pelo que a IP, S.A. entendeu que estes não se opuseram à fusão).

De acordo com Silva (2013), a melhor garantia dos credores sociais, é dada pela conclusão da fusão, através da qual se transmitem os direitos e obrigações das sociedades fundidas para a sociedade incorporante (ou para a nova sociedade), isto é, a sociedade incorporante (ou a nova sociedade), responde solidariamente pelas dívidas das sociedades fundidas. Ora, uma operação de fusão só é considerada concluída quando é efetuado o seu

registo comercial efetivo, o qual produz efeitos imediatos: “extinção da(s) sociedade(s) incorporada(s), transmissão de todo o ativo e passivo para a sociedade incorporante ou nova sociedade, constituída pela fusão, e integração dos sócios das sociedades extintas na sociedade incorporante ou na nova sociedade” (Marques e Guiné, 2011:289).

Segundo o Código do Registo Comercial (CRC), as fusões e qualquer outra alteração dos estatutos, realizadas por empresas do setor público, estão sujeitas a registo obrigatório (alínea e) do artigo 5º e número 1 do artigo 15º), devendo este registo ser requerido no prazo de dois meses a contar da data da publicação do decreto que os determinou (número 3 do artigo 15º do CRC). Posto isto, seguindo as orientações do artigo 19º do decreto-lei que consagrou a fusão entre a EP, S.A. e a REFER, E.P.E. (DL n.º 91/2015), a nova entidade, a IP, S.A., é registada na Conservatória do Registo Comercial, mediante a apresentação do referido decreto-lei que, por si só, instrui o respetivo registo, sem dependência de outras formalidades.

Findo o processo de registo, conclui-se, então, a fase de fusão jurídica, com a nomeação da Administração da IP, S.A., a 1 de junho de 2015.

## **2.2. Perspetiva contabilística**

Com vista à harmonização contabilística, foi constituído, em 1973, o *International Accounting Standards Committee* (IASC), que tinha como objetivo primordial formular e publicar, de forma independente, um conjunto de normas contabilísticas internacionais “básicas” que pudessem ser mundialmente aceites e aplicadas, denominadas *International Accounting Standard* (IAS)<sup>42</sup> (Zeff, 2014).

Mais tarde, este organismo veio dar lugar ao *International Accounting Standards Board* (IASB), em 2001. Após a sua constituição, este organismo veio redesenhar substancialmente o mapa das informações financeiras empresariais, substituindo algumas das IAS pela elaboração das suas próprias normas, as *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

---

<sup>42</sup> Dez anos após a sua constituição, é aprovada a IAS 22 que regulava a contabilização das concentrações de entidades. Para além das normas contabilísticas IAS, o IASC publicava também as suas interpretações, as SIC (*Standing Interpretations Committee*). Mais tarde, com o IASB, as IAS foram substituídas pelas IFRS, e as interpretações passaram a denominar-se IFRIC (*International Financial Reporting Interpretations Committee*).

Neste contexto surge a IFRS 3 – *Business Combinations*, que veio revogar a IAS 22 – *Business Combinations* e as suas interpretações. Fruto do contínuo processo de harmonização, a IFRS 3 tem sido alvo de diversas alterações ao longo dos anos, nomeadamente no âmbito do tratamento do *goodwil* e dos interesses minoritários.

A nível nacional, e particularmente no que respeita a empresas públicas, está determinado que estas devem possuir contabilidade organizada, de acordo com o artigo 16º do DL n.º 133/2013, encontrando-se entre as entidades às quais é aplicável o Sistema de Normalização Contabilística (SNC), segundo o número 1 do artigo 3º do Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de julho (doravante DL n.º 158/2009), que aprovou o SNC.

Para além das demonstrações financeiras que as entidades sujeitas ao SNC são obrigadas a apresentar a nível individual, o número 1 do artigo 6º do DL n.º 158/2009, veio introduzir, em 2010, a obrigatoriedade de elaborar contas consolidadas para qualquer empresa-mãe sujeita ao direito nacional. Acrescenta ainda, pelo número 1 do artigo 4º do mesmo decreto-lei, a exceção para as entidades cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação num mercado regulamentado, as quais estão obrigadas à apresentação de contas consolidadas de acordo com as normas internacionais de contabilidade, ou caso os seus valores mobiliários não estejam admitidos à negociação em mercado regulamentado, dispõe o número 2 do mesmo artigo que, estas podem optar por elaborar as respetivas contas consolidadas em conformidade com as normas internacionais, desde que as suas demonstrações financeiras sejam objeto de certificação legal de contas. Assim, as operações de concentração são reguladas, ao nível das normas internacionais, pela IFRS 3, ou ao nível do SNC, pela Norma Contabilística e de Relato Financeiro 14 (NCRF 14) – Concentrações de Atividades Empresariais (CAE), a qual segue de muito perto as orientações da norma internacional. Posto isto, conclui-se que a IP, S.A. (e intrinsecamente a REFER, E.P.E.), passou a estar obrigada, a partir do exercício de 2010, à apresentação de contas consolidadas, e à possibilidade de aplicação das IFRS/IAS conforme adotadas pela União Europeia (UE).

Ambas as normas (IFRS 3 e NCRF 14) prescrevem, de modo semelhante, o tratamento contabilístico que uma entidade adquirente deve adotar quando é

empreendida uma CAE. Segundo o § 5 do Apêndice B da IFRS 3<sup>43</sup>, uma CAE é definida como “uma transação ou outro acontecimento em que uma adquirente obtém o controlo sobre uma ou mais atividades empresariais”, importando esclarecer que controlo é definido como “o poder de gerir as políticas financeiras e operacionais de uma entidade, de forma a obter benefícios das suas atividades” (apêndice A da IFRS 3)<sup>44</sup>. Assim, abrangidas pelo conceito de CAE encontramos as operações de fusão, de compra de ativos e passivos que formem uma atividade, e a aquisição de participações sociais de outra entidade. Porém, tanto a IFRS 3 (§2), como a NCRF 14 estabelecem certas operações às quais não podem ser aplicadas, a saber:

- Concentrações de atividades empresariais em que entidades ou atividades empresariais separadas se reúnem para formar um empreendimento conjunto<sup>45</sup>;
- Concentração de entidades ou atividades empresariais sob controlo comum<sup>46</sup>; e
- Aquisição de um ativo ou grupo de ativos que não constitua uma atividade empresarial<sup>47</sup>.

No *core* da presente pesquisa encontramos a fusão por incorporação da EP, S.A. na REFER, E.P.E., a qual se dá com a transmissão de todos os ativos e passivos da sociedade incorporada para a incorporante, de acordo com o estabelecido nas normas internacionais.

---

<sup>43</sup> Cf. com § 4 da NCRF 14.

<sup>44</sup> Cf. com § 9 da NCRF 14.

<sup>45</sup> Um empreendimento conjunto é um acordo conjunto pelo qual as partes que detêm o controlo conjunto do acordo têm direitos sobre os ativos líquidos desse acordo. A IP, S.A. detém participações financeiras em dois acordos conjuntos (uma participação de 50% na AVEP – Alta Velocidade de Espanha e Portugal, A.E.I.E., e outra de 33% no CMF4 – Corredor Ferroviário de Mercadorias, A.E.I.E.), os quais trata de acordo com o estabelecido na IFRS 11 - *Joint Arrangements*, ou seja, um operador conjunto reconhece: (i) os seus ativos, incluindo a sua parte de qualquer ativo detido conjuntamente; (ii) os seus passivos, incluindo a sua parte em quaisquer passivos incorridos conjuntamente; (iii) o seu rédito proveniente da venda da sua parte da produção decorrente da operação conjunta; (iv) a sua parte do rédito decorrente da venda da produção por parte da operação conjunta; e (v) os seus gastos, incluindo a sua parte de quaisquer gastos incorridos conjuntamente (§ 20 da IFRS 11).

<sup>46</sup> Uma CAE que envolva entidades ou atividades empresariais sob controlo comum é uma CAE em que todas as entidades ou atividades empresariais que se concentram são, em última análise, controladas pela mesma parte ou partes, tanto antes como após a concentração, sendo que esse controlo não é transitório.

<sup>47</sup> Atividade empresarial: conjunto integrado de atividades e ativos que pode ser dirigido e gerido com a finalidade de proporcionar um retorno, na forma de dividendos, custos reduzidos ou outros benefícios económicos, diretamente aos investidores ou outros proprietários, membros ou participantes (Apêndice A da IFRS 3).

Desta forma, a sociedade incorporante passou a deter o controlo e a ser a única que relata, tornando-se evidente que estamos perante uma CAE.

Assim, analisando os principais pontos relativos ao tratamento contabilístico das CAE, segundo a IFRS 3, primeiramente, importa dar resposta a todos os requisitos necessários para a sua contabilização inicial de acordo com o único método admitido atualmente: o método da compra (ou de aquisição). Este método, conforme as orientações da IFRS 3, exige que, para contabilização inicial da CAE, seja: *(i)* identificada a adquirente; *(ii)* identificada a data de aquisição; *(iii)* reconhecidos e mensurados os ativos identificáveis adquiridos, os passivos assumidos e qualquer interesse que não controla na adquirida; *(iv)* reconhecido e mensurado o *goodwill*.

*i. Identificar a adquirente*

A adquirente é a entidade que, de entre as sociedades originais, obtém o poder de gerir as políticas financeiras e operacionais (isto é, o controlo) da(s) outra(s) entidade(s), de forma a obter benefícios, nos termos dos §§ 5 a 18 da IFRS 10 - *Consolidated Financial Statements*. Segundo a IFRS 10, o complexo conceito de controlo é fundamental para identificar qual a entidade investidora e qual (quais) a(s) investida(s). Para tal, associa a este conceito três fatores-chave:

- Poder – direitos existentes que permitem orientar as atividades relevantes da investida, ou seja, as atividades que geram retorno<sup>48</sup>;
- Exposição ao risco e direitos sobre os seus retornos – os retornos não são fixos, podendo variar consoante o desempenho da investida<sup>49</sup>;
- Capacidade de definir a afetação dos rendimentos - ligação entre poder e retorno.

---

<sup>48</sup> Os direitos aos quais o normativo se refere não são apenas os direitos de voto, devem ser tidos em conta outros fatores como os direitos resultantes de acordos contratuais, potenciais direitos de voto, ou o direito de tomar decisões sobre as políticas operacionais e/ou financeiras da entidade. Logo, mesmo que um investidor detenha menos de 50% dos direitos de voto, poderá possuir direitos suficientes para lhe conferir poder.

<sup>49</sup> Atualmente a variabilidade de retorno é um conceito muito mais amplo do que os benefícios derivados de titularidade de participação societária, sendo que não se trata apenas de uma análise do risco e de retornos. Retorno aqui é definido como incluindo a distribuição de benefícios económicos, mudanças no valor do investimento, honorários, remunerações, benefícios fiscais, entre outros.

Não obstante, a IFRS 3 ainda indica outras linhas de orientação para identificação da adquirente. Assim, tendo em consideração quais as entidades que iniciaram a concentração e respetiva dimensão (§ B17), a adquirente é normalmente a entidade:

- que transfere a caixa ou outros ativos ou que incorre em passivos (§ B14);
- que emite os seus interesses de capital próprio, no caso das CAE que se tornam efetivas principalmente pela troca de interesses de capital próprio (§ B15);
- cujos proprietários como um grupo retêm ou recebem a maior porção dos direitos de voto na entidade concentrada (§ B15);
- cujo único proprietário ou grupo organizado de proprietários detém o maior interesse de voto minoritário na entidade concentrada, se nenhum outro proprietário ou grupo organizado de proprietários tiver um interesse de voto significativo (§ B15);
- cujos proprietários têm a capacidade para eleger ou nomear ou para remover uma maioria dos membros do órgão de gestão da entidade concentrada (§ B15);
- cuja (ex-) gerência domina a gerência da entidade concentrada (§ B15);
- que paga um prémio sobre o justo valor pré-concentração dos interesses de capital próprio da(s) outra(s) entidade(s) que se concentra(m) (§ B15);
- cuja dimensão relativa (mensurada, por exemplo, em termos de ativos, rédito ou lucro) é significativamente superior à da(s) outra(s) entidade(s) que se concentra(m) (§ B16).

*ii. Identificar a data de aquisição*

A data de aquisição é a data na qual a adquirente obtém o controlo efetivo sobre a adquirida (§ 8 da IFRS 3).

*iii. Reconhecer e mensurar os ativos identificáveis adquiridos, os passivos assumidos e qualquer interesse que não controla na adquirida*

A partir da data de aquisição, a adquirente deve reconhecer, separadamente do *goodwill*, os ativos identificáveis adquiridos e os passivos assumidos ao seu justo valor, à

data de aquisição, bem como reconhecer qualquer interesse que possa não controlar<sup>50</sup> na adquirida, também ao justo valor ou pela parte proporcional do interesse que não controla dos ativos líquidos identificáveis da adquirida (conforme §§ 10, 18 e 19 da IFRS 3). Por outras palavras, a adquirente deve reconhecer, no seu balanço, ativos (tangíveis e/ou intangíveis) gerados internamente e passivos não reconhecidos anteriormente no balanço porque, por exemplo, antes da operação de aquisição não cumpriam com os critérios de reconhecimento exigidos nos normativos contabilísticos (por exemplo, marcas, patentes ou listas de clientes, que a adquirida não havia reconhecido como ativos, mas antes como gastos, por terem sido, na quase generalidade dos casos, gerados internamente) (Carvalho, 2015).

Silva (2013) alerta para o facto de existir discordância entre os normativos nacional e internacional (NCRF 14 e IFRS 3, respetivamente), relativamente à adição dos custos relacionados com a aquisição, isto é, os custos em que a adquirente incorre para tornar efetiva uma CAE<sup>51</sup>. Conforme o § 18 da NCRF 14, na mensuração do custo de uma CAE, a adquirente deve incluir quaisquer custos diretamente atribuíveis à CAE, no entanto, o § 53 da norma internacional deixa claro que a adquirente deve contabilizar estas despesas como gastos nos períodos em que os custos são incorridos e os serviços são recebidos, com a exceção dos custos da emissão de valores mobiliários representativos de dívida ou de capital próprio, que devem ser reconhecidos em conformidade com a IAS 32 - *Financial Instruments: Presentation* e a IAS 39 - *Financial Instruments: Recognition and Measurement*.

#### *iv. Reconhecer e mensurar o goodwill*

Por fim, à data de aquisição, deve apurar-se se a operação gerou *goodwill*<sup>52</sup>, ou se, pelo contrário, gerou uma diferença negativa, geralmente conhecida por *badwill* ou *goodwill* negativo.

---

<sup>50</sup> Interesses que não controla: o capital próprio numa subsidiária não atribuível, direta ou indireta mente, a uma empresa-mãe (apêndice A da IFRS 3).

<sup>51</sup> Estes custos incluem, por exemplo, honorários profissionais pagos a consultores, juristas, entre outros, custos administrativos gerais, incluindo os custos de manter um departamento de aquisições internas, e custos do registo e emissão de valores mobiliários representativos de dívida e de capital próprio (§53 da IFRS 3).

<sup>52</sup> Além do reconhecimento e mensuração do *goodwill*, deve ainda ser reconhecido e mensurado, caso exista, qualquer ganho resultante de uma compra a preço baixo, nos termos dos §§ 34 a 36 da IFRS 3.

O *goodwill* está inserido na classe de ativos cujas características tornam o seu tratamento contabilístico uma das matérias mais controversas na contabilidade (Rodrigues, 2006), isto é, a classe dos ativos intangíveis que são definidos como ativos não monetários identificáveis, sem substância física (apêndice A da IFRS 3). De modo a reconhecer um ativo deste tipo, Rodrigues (2006) identifica três características fundamentais: identificabilidade<sup>53</sup>, capacidade de gerar benefícios económicos futuros<sup>54</sup> e ser passível de avaliação. É nesta lógica que surge também o conceito de *goodwill*, definido como um ativo que representa os benefícios económicos futuros resultantes de outros ativos adquiridos numa CAE, que não sejam individualmente identificados nem separadamente reconhecidos (apêndice A da IFRS 3). Deste modo, dispõe o § 32 da IFRS 3 que, o *goodwill* reconhecido pela adquirente à data de aquisição da CAE, deve ser calculado como o excesso do custo de aquisição (que inclui a retribuição transferida, a quantia de qualquer interesse que não controla na adquirida, e o justo valor do interesse de capital próprio anteriormente detido pela adquirente na adquirida, no caso de uma CAE alcançada por fases) sobre o líquido das quantias, à data de aquisição, dos ativos identificáveis adquiridos e dos passivos assumidos.

Neste sentido, concluímos, de acordo com Silva (2013:59), que “o *goodwill* existe quando o custo de aquisição numa CAE é superior ao justo valor dos ativos e dos passivos identificáveis que foram adquiridos à data da transação”, ou seja, considera-se que o *goodwill* adquirido numa CAE, corresponde a um pagamento feito pela adquirente em antecipação de benefícios económicos futuros de ativos que não sejam capazes de ser individualmente identificados e separadamente reconhecidos (§ 33 da NCRF 14).

---

<sup>53</sup> Segundo definição no apêndice A da IFRS 3, um ativo é *identificável* se: (a) for separável, i.e., capaz de ser separado ou dividido da entidade e vendido, transferido, licenciado, alugado ou trocado, seja individualmente ou em conjunto com um contrato relacionado, um ativo ou um passivo identificável, independentemente da intenção da entidade de o fazer; ou (b) resultar de direitos contratuais ou de outros direitos legais, quer esses direitos sejam transferíveis quer sejam separáveis da entidade ou de outros direitos e obrigações.

<sup>54</sup> “Os futuros benefícios económicos relacionam-se com a presença dos ativos intangíveis, que geram benefícios superiores à taxa normal de retorno esperada, e que são adquiridos pela sociedade adquirente em uma operação financeira de compra de partes de capital” (Rodrigues, 2006: 259).

Ambos os normativos (IFRS 3 e NCRF 14) deixam bem claro que apenas o *goodwill* adquirido numa CAE pode ser reconhecido, pelo que o *goodwill* gerado internamente, apesar de na essência ser idêntico, não deve ser considerado como ativo.

Em alguns casos, as entidades incorrem em gastos para gerar benefícios económicos futuros, todavia esses gastos não resultam na criação de um ativo intangível que satisfaça os critérios de reconhecimento estabelecidos. Com efeito, estes valores costumam ser descritos como contribuições para o *goodwill* gerado internamente, o qual não é reconhecido como ativo porque não é um recurso identificável controlado pela entidade nem pode ser mensurado com segurança ao custo (Silva, 2013:59).

No que respeita à mensuração subsequente, a IFRS 3 remete para o tratamento da imparidade prescrito pela IAS 36 – *Impairment of assets*, uma vez que o *goodwill* deve ser sujeito a testes de imparidade anualmente (§ B69 da IFRS 3), através da quantia recuperável da Unidade Geradora de Caixa (UGC)<sup>55</sup>, à qual este foi imputado.

A IAS 36, define «perda por imparidade» como o valor pelo qual a quantia escriturada de um ativo, ou UGC excede a sua quantia recuperável<sup>56</sup> (§ 6). Ora, uma vez que o *goodwill* adquirido não gera fluxos de caixa de modo independente de outros ativos, ou grupos de ativos, a sua quantia recuperável é determinada para a UGC à qual pertence. Por sua vez, esta quantia recuperável será comparada com a quantia escriturada daquela UGC para determinar uma eventual perda por imparidade (Carvalho, 2015). Assim, ao realizar os testes anualmente, se se verificar a existência da perda por imparidade, esta deverá ser reconhecida de acordo com o § 104 da IAS 36:

- Primeiro, reduzir a quantia escriturada de qualquer *goodwill* imputado à UGC (até atingir valor zero);

---

<sup>55</sup> Cada unidade ou grupo de unidades ao qual o *goodwill* seja imputado: a) deve representar o nível mais baixo no seio da entidade ao qual o *goodwill* é monitorizado para finalidades de gestão interna; e b) não deve ser maior do que um segmento operacional conforme definido pelo parágrafo 5 da IFRS 8 Segmentos Operacionais antes da agregação. Assim, para efeitos de testar a imparidade, o *goodwill* adquirido numa CAE deve, a partir da data da aquisição, ser imputado a cada uma das UGC, ou grupo de UGC, da adquirente, que se espera que beneficiem das sinergias da concentração de atividades empresariais, independentemente de outros ativos ou passivos da adquirida serem atribuídos a essas unidades ou grupos de unidades. (§ 80 da IAS 36).

<sup>56</sup> Quantia recuperável: pelo mais elevado de entre o justo valor de um ativo ou de uma UGC menos os custos de alienação e o seu valor de uso (§18).

- Depois, caso ainda persista alguma diferença, esta deve ser abatida proporcionalmente aos outros ativos da UGC, com base na quantia escriturada de cada um deles.

No que respeita à mensuração e contabilização subsequente dos ativos adquiridos, passivos assumidos ou incorridos, e instrumentos de capital próprio emitidos numa CAE, deverão ser tratados em conformidade com outras IFRS aplicáveis a esses itens, dependendo da sua natureza (§54 da IFRS 3), contudo, excetuam-se os direitos readquiridos, passivos contingentes reconhecidos à data de aquisição, ativos de indemnização, e retribuição contingente, que são tratados conforme orientações da IFRS 3.

Relativamente às divulgações exigidas, a IFRS 3 estabelece que a adquirente deve divulgar informação que permita aos utentes das demonstrações financeiras avaliar a natureza, e o efeito financeiro da CAE realizada (§59). Para tal, a norma estipula, nos §§ B64 a B66, o leque de informações que a adquirente deve procurar divulgar sem, no entanto, apresentar um carácter restritivo, pelo que, para além destas informações, a adquirente pode, e deve ainda divulgar todas as outras informações que considere pertinentes para uma adequada avaliação da operação.

Na operação que serve de objeto de estudo ao presente trabalho, a REFER, E.P.E. (e posteriormente a IP, S.A.), tal como referido anteriormente, encontra-se sujeita à aplicação das normas internacionais de contabilidade conforme adotadas na UE, e à obrigatoriedade de elaboração e apresentação de contas consolidadas, desde 2010 (artigo 4º e 6º do DL n.º 158/2009, respetivamente).

Desta forma, apresentando-se como a atual empresa-mãe, a IP, S.A. elaborou as suas contas consolidadas com base no método de consolidação integral. Este método, considerado o método básico da consolidação, aplica-se nos casos em que a empresa-mãe exerce uma influência dominante sobre as empresas consolidadas (Rodrigues, 2006), e consiste na “elaboração das demonstrações financeiras consolidadas através da simples agregação de todos os elementos homónimos das demonstrações financeiras de todas as empresas do grupo” (Rodrigues, 2006:120).

Aplicando os preceitos da IFRS 3, a REFER, E.P.E., enquanto entidade original, apresenta-se como entidade adquirente, tendo tomado o controlo efetivo da EP, S.A. a 01 de janeiro de 2015<sup>57</sup> (data de aquisição). De acordo com o Relatório e Contas Consolidadas de 2015, os ativos e passivos de cada empresa do grupo foram registados ao valor contabilístico, uma vez que não foram identificadas diferenças significativas entre o justo valor e o respetivo valor contabilístico, não tendo sido igualmente apurado qualquer *goodwill*. Relativamente às participações financeiras em acordos conjuntos, todas foram tratadas de acordo com as orientações da IFRS 11.

---

<sup>57</sup> Para efeitos contabilísticos e fiscais as operações da EP, S.A., consideram-se efetuadas por conta da IP, S.A., no dia 1 de janeiro de 2015 (número 2 do artigo 23º do DL n.º 91/2015).

Segundo o Relatório e Contas Consolidadas de 2015 apresentado pela IP, S.A., à data de aquisição, o Grupo IP já detinha uma participação adquirida previamente. Em 23 de dezembro de 2014, a IP (à data ex-Refer) adquiriu o capital remanescente da GIL (até essa data a participação detida era de 33,65%) e os empréstimos por esta devidos à Parque Expo e Metropolitano de Lisboa, no montante de 25.364 m€, pelo valor de 2 euros. Tendo em conta a data em que se efetivou a aquisição da referida participação, não foi possível a obtenção dos justos valores dos ativos e passivos identificáveis no fecho desse exercício. Desta forma, a concentração em causa foi provisoriamente registada à data de 31 de dezembro de 2014, tendo sido registada em definitivo no decorrer do exercício de 2015. Em 2015, não se verificando alterações nos valores dos ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis à data do registo provisório, considerou-se o registo anterior como definitivo.



### Capítulo 3 – Questões de investigação

A nossa investigação pretende aferir se a realização da fusão entre a Rede Ferroviária Nacional, E.P.E. (REFER, E.P.E.) e a Estradas de Portugal, S.A. (EP, S.A.) resultou, de facto, na inicialmente anunciada melhoria dos níveis de desempenho operacional e financeiro, e na melhoria dos serviços prestados pela entidade resultante da fusão, isto é, pela Infraestruturas de Portugal (IP, S.A.).

Deste modo, tendo como ponto de partida as investigações apresentadas anteriormente, formulamos as várias questões que se pretendem ver respondidas ao longo da segunda parte do nosso trabalho:

- A rentabilidade da IP, S.A. será superior relativamente à registada pelas entidades REFER, E.P.E. e EP, S.A. antes de terem passado por uma fusão?
- O nível de endividamento da IP, S.A. será superior relativamente ao registado pelas entidades REFER, E.P.E. e EP, S.A. antes de terem passado por uma fusão?
- Foram registados melhores índices de liquidez na IP, S.A. face aos registados pelas entidades REFER, E.P.E. e EP, S.A., antes de terem passado pela fusão?
- Os níveis de qualidade e de segurança das infraestruturas ferroviárias e rodoviárias registados pela IP, S.A. são superiores aos registados pela REFER, E.P.E. e EP, S.A., respetivamente?



## **PARTE II – Estudo Empírico**



## Introdução

O objetivo global da nossa investigação empírica consiste em perceber se o desempenho, económico e financeiro, da atual gestora das redes ferroviária e rodoviária, a empresa Infraestruturas de Portugal, S.A. (IP, S.A.), melhorou após o processo de fusão que lhe deu origem.

Para tal, no primeiro capítulo, começamos por explicar mais pormenorizadamente, os objetivos da nossa pesquisa, bem como a técnica de investigação que entendemos que melhor se adequa à presente realidade. Após esta apresentação e caracterização da técnica de investigação, são apresentadas as sociedades intervenientes no processo de fusão, a saber: Rede Ferroviária Nacional, E.P.E. (REFER, E.P.E.), Estradas de Portugal, S.A. (EP, S.A.) e IP, S.A.. Para cada entidade será efetuada a descrição do setor em que opera (ferroviário ou rodoviário) e da empresa em si (história, principais fontes de rendimentos e de gastos, financiamento, ...), incluindo ainda a abordagem ao processo de fusão (modalidade da fusão, principais objetivos, motivações, ...). Por fim, será apresentado o método de recolha de informação e os procedimentos adotados para a análise de dados, nomeadamente os indicadores selecionados para a avaliação do desempenho.

O segundo capítulo está reservado para a análise e discussão dos resultados obtidos através da aplicação dos indicadores económico-financeiros, e sua comparação com os resultados da média do setor, da observação da evolução dos indicadores de qualidade, e da breve análise das notícias dos diversos meios de comunicação social.

Por último, expomos as principais conclusões obtidas, as limitações da presente pesquisa, e ainda pistas para investigação futura.



## **Capítulo 1 – Metodologia**

### **1.1. Objetivos do estudo**

O objetivo principal da nossa pesquisa, tal como referido anteriormente, centra-se em apurar se, de facto, existe um aumento do desempenho no período pós-operação pela empresa resultante desse processo de concentração, comparativamente ao que cada uma das empresas apresentava antes de passar por tal processo. De um modo mais concreto, será alvo de análise a entidade IP, S.A., de modo a perceber se esta se encontra a contribuir para o propósito pelo qual foi criada, isto é, a melhoria da sustentabilidade económica e financeira do setor da gestão de infraestruturas dos transportes terrestres em Portugal.

### **1.2. Técnica de investigação adotada**

Atualmente verificamos que na literatura internacional, existe um vasto tipo de investigações: umas dedicam-se ao estudo das operações ocorridas um pouco por todo o mundo num certo intervalo de tempo, outras num determinado país, outras num setor em concreto e ainda outras que analisam um caso em particular.

Assim, fazendo um balanço entre o tema escolhido, os vários métodos de desenvolvimento de um trabalho científico, a mediatização da operação selecionada e a falta de estudos que comprovem os resultados positivos prometidos à data do seu anúncio, a técnica de investigação escolhida na realização deste trabalho é o estudo de caso.

O método do estudo de caso, uma das maneiras mais comuns de se fazer estudos de natureza qualitativa, é uma investigação empírica que estuda um fenómeno contemporâneo no seu contexto real, especialmente quando as fronteiras entre este fenómeno e o seu ambiente envolvente não são evidentes, baseando-se em múltiplas fontes de evidência (Yin, 2001).

Ao contrário dos estudos de natureza quantitativa, que permitem fazer uma maior generalização de resultados, esta técnica não assume a realidade com estável e imutável, daí que, muitas vezes, seja encarada como *soft science*, considerando-se que não possui objetividade e rigor suficientes.

Neste sentido, dado que na base do método do estudo de caso aparece um caso concreto, ou por outras palavras, um membro de uma dada população, poderíamos afirmar que este caso daria uma fraca base para generalização, ora é precisamente neste ponto que este método difere de todas as outras técnicas de investigação, uma vez que o seu foco está na compreensão e interpretação da realidade e não na generalização.

Seguindo a linha de pensamento de Stake (1978), a utilização de um único caso é apropriada quando:

(...) se utiliza o caso para se determinar se as proposições de uma teoria são corretas; quando o caso sob estudo é raro ou extremo, ou seja, não existem muitas situações semelhantes para que sejam feitos estudos comparativos; quando o caso é revelador, ou seja, quando o mesmo permite o acesso a informações não facilmente disponíveis (*apud* Cesar, *s.d.*: 4).

Por outro lado, os estudos de natureza qualitativa têm vindo a ser considerados cada vez mais atrativos, já que poderão permitir fazer descobertas inesperadas (fazendo com que certos modelos conceptuais possam vir a ser revistos), tal é a variedade de interpretações que proporcionam, como defende Cesar (*s.d.*:2), os dados das pesquisas qualitativas “são vívidos, têm sabores que acabam [por envolver] muito mais o público ao qual se apresentam do que os números”.

Assim, verificamos que no que respeita à sua aplicação, o método do estudo de caso, embora possa envolver descrições complexas e implicar uma grande recolha de dados, não se resume apenas ao contar de uma história. Ao contrário de outros métodos qualitativos, o estudo de caso é usado quando se procura entender o “como” e o “porquê” dos acontecimentos, possuindo a vantagem de permitir conjugar dados qualitativos e quantitativos, aos quais se irão juntar a experiência e a compreensão adquiridas (Stake, 1978; Yin, 2001).

### **1.3. Apresentação do caso**

Na realização do nosso trabalho foi escolhido aquele que, provavelmente, é um dos mais debatidos processos de fusão realizados em Portugal, nos últimos anos.

Foi no dia 1 de junho de 2015 que nasceu o novo gestor das estradas e caminhos de ferro de Portugal, resultante da fusão por incorporação da entidade EP, S.A. na REFER, E.P.E., seguida de transformação da até então REFER, E.P.E. em IP, S.A..

Ao longo da última década, o Estado investiu cerca de 12 mil milhões de euros em infraestruturas terrestres, essencialmente ferrovias e estradas, no entanto, em resultado dos fortes desequilíbrios verificados na economia portuguesa em geral, e por exigência do Programa de Assistência Económica e Financeira, o então Governo viu-se na posição de delinear um programa de orientações estratégicas que permitissem o reequilíbrio das contas públicas.

Um dos grandes objetivos do Estado Português foi a redução estrutural da despesa pública, o que levou à execução de vários estudos em diversos setores, entre eles o Plano Estratégico dos Transportes – Mobilidade Sustentável 2011-2015 (PET) que colocou a descoberto a situação de insustentabilidade a que chegara o setor público dos transportes e infraestruturas, e a inevitabilidade e urgência de introduzir novas reformas.

Este plano veio apresentar os projetos prioritários para o horizonte 2011-2015, no qual constava a fusão que pretendemos analisar, uma vez que os sistemas de transportes terrestres assumem um papel muito importante no que respeita ao suporte à conectividade internacional, e à afirmação de Portugal a nível internacional.

A 9 de abril de 2015 é aprovada em reunião de Conselho de Ministros, a fusão jurídica entre as duas entidades e a consequente criação da nova entidade IP, S.A., cuja concretização ocorreu a 1 de junho de 2015, fruto da publicação do DL 91/2015, de 29 de maio.

Apesar de não haver total consenso quanto à sua realização, a fusão avançou com a promessa de obtenção de um resultado operacional conjunto positivo já no ano da fusão, promessa feita pelo então Presidente do Conselho de Administração Executivo da IP, S.A., António Ramalho.

A escolha deste caso mostra-se bastante pertinente, não só pela sua singularidade, uma vez que estão presentes uma EPE e uma sociedade anónima de capitais exclusivamente públicos, mas também pela sua importância, complexidade e abrangência ao nível do número de utilizadores que poderá afetar (com especial atenção no caso dos contribuintes).

Assim, tendo por base a doutrina internacional (abordada na Parte I) e as motivações anunciadas aquando da fusão, analisaremos o verdadeiro impacto desta operação na sociedade em geral e se a nova entidade se encontra a cumprir o propósito pelo qual foi criada.

### **1.3.1. Rede Ferroviária Nacional - REFER, E.P.E.**

#### **1.3.1.1. Evolução do setor ferroviário**

“A Comissão Europeia considera que uma maior integração do setor ferroviário da União Europeia (UE) constitui um elemento essencial para a criação do mercado interno e contribui para a mobilidade sustentável”<sup>58</sup>, tornando-se essencial a revitalização dos caminhos-de-ferro europeus, de modo a possibilitar um acesso mais amplo para os transportes internacionais de mercadorias na rede transeuropeia de transporte.

Assim surgem na UE a Diretiva comunitária n.º 91/440/CEE<sup>59</sup> e a Lei de Bases do Sistema de Transportes Terrestres<sup>60</sup> que salientaram a necessidade de separação da gestão da infraestrutura ferroviária da prestação dos serviços de transporte, fornecendo as respetivas orientações necessárias.

No caso português, o setor ferroviário encontrava-se bastante fragilizado. Dos vários fatores que podem justificar esta situação podemos salientar a crescente evolução tecnológica, a concorrência de outros meios de transporte e a “rigidez” associada a este setor, os quais resultaram ao longo dos anos na sua gradual perda de importância, na transferência da procura para outros meios de transporte e em défices consideráveis, decorrentes dos elevados investimentos e da menor rentabilidade (Rodrigues, 2015).

---

<sup>58</sup> in Memorando de fusão, página 15.

<sup>59</sup> Posteriormente alterada pela Diretiva n.º 2001/12/CE, de 26 de fevereiro de 2001.

<sup>60</sup> Lei n.º 10/90, de 17 de março de 1990.

Assim, de modo a modernizar o setor dos caminhos-de-ferro em Portugal e a dar resposta à pressão exercida pela UE, que desde então tem apelado constantemente à harmonização dos vários mercados geográficos, em 1996, o Governo delineou um plano de divisão e reorganização do setor, repartindo as funções por três entidades distintas:

- Autoridade da Mobilidade e dos Transportes, no papel de regulador ferroviário;
- Rede Ferroviária Nacional – REFER, E.P.E., como empresa de gestão de infraestruturas;
- CP – Comboios de Portugal, E.P.E. (doravante CP), como operador de transporte de passageiros e de carga<sup>61</sup>.

Consequentemente, esta reestruturação e saneamento financeiro visava a redução dos custos operacionais, um aumento da capacidade e um melhoramento do fornecimento de serviços de transporte público.

Atualmente, Portugal, na condição de membro, continua a acompanhar as reformas emanadas pela UE. Neste sentido, têm sido desenvolvidos vários estudos e reformas a adotar neste setor. Destes, são de destacar o Plano Estratégico dos Transportes – Mobilidade Sustentável (PET) para o horizonte 2011-2015, e o seu sucessor Plano Estratégico dos Transportes e Infraestruturas 2014-2020 (PETI3+), que vai de encontro aos objetivos traçados pela UE para o ano 2050, e no qual ainda é possível encontrar traços do PET. Estes planos têm como objetivo tornar cada um dos setores ligados aos transportes:

- i.* financeiramente equilibrados e “comportáveis para os contribuintes portugueses”;
- ii.* competitivos, contribuindo para o desenvolvimento da economia do país;
- iii.* promotores da mobilidade e acessibilidade de pessoas e bens “de forma eficiente e adequada às necessidades, promovendo a coesão social” (Rodrigues, 2015:27-28).

Neste sentido, o PETI3+ prevê várias medidas e investimentos que o Governo português tenciona ver executados no setor ferroviário, nomeadamente:

---

<sup>61</sup> Atualmente, para além da CP existem no mercado outros operadores de transporte de passageiros e mercadorias: a Fertagus (empresa do Grupo Barraqueiro), a CP Carga - Logística e Transportes Ferroviários de Mercadorias SA, a TAKARGO – Transporte de Mercadorias S.A. (empresa do Grupo MotaEngil) e a COMSA – Rail Transport (empresa espanhola do grupo COMSA EMTE).

- investimentos prioritários no valor de 2.639 milhões de euros (dos quais se estima que 61% possam ser financiados por fundos comunitários e 39% através de fundos públicos de contrapartida nacional);
- a fusão EP/REFER com o objetivo de criar uma única empresa de gestão de infraestruturas de transporte em Portugal; e
- a privatização da CP Carga.

Mais recentemente, foi apresentado ao Ministro do Planeamento e das Infraestruturas o Plano de Investimentos Ferroviários 2016-2020, que contempla um conjunto de projetos de investimento baseados nos objetivos traçados pelo PETI3+, de forma a executar tanto os investimentos estratégicos incluídos no PETI3+, como no âmbito das redes transeuropeias de transportes.

Por outro lado, no que respeita ao plano europeu foram formulados objetivos de longo prazo (horizonte 2050), dos quais se salientam:

- os transportes rodoviário, ferroviário, marítimo e fluvial na União Europeia estejam conectados através de uma rede de transportes europeia; e
- as emissões de gases com efeitos de estufa e a dependência do petróleo importado seja inferior” (Rodrigues, 2015:28).

#### **1.3.1.2. Descrição da entidade**

Fruto das várias propostas de reformas da UE a aplicar ao setor ferroviário, a história da REFER, E.P.E. começa em 1997, através do Decreto-Lei 104/97, de 29 de abril.

Numa primeira fase, a entidade surge sob denominação de Rede Ferroviária Nacional – REFER E.P., substituindo os antigos Gabinete do Nó Ferroviário de Lisboa, Gabinete do Nó Ferroviário do Porto, e Gabinete de Gestão das Obras de Instalação do Caminho de Ferro na Ponte sobre o Tejo em Lisboa.

Aquando da criação da REFER, E.P., a então gestora da infraestrutura e operadora ferroviária, a CP, entregou à nova entidade todas as atividades, direitos e obrigações associadas à gestão da infraestrutura. A par disto, a REFER, E.P. passou ainda a deter os ativos dos três gabinetes referidos no parágrafo anterior.

A entidade surge então com o propósito de desenvolver, modernizar e gerir<sup>62</sup> as infraestruturas ligadas ao setor ferroviário, ou seja, sendo a REFER, E.P. “uma entidade cujas atribuições, por se restringirem ao domínio da infraestrutura, se [podiam] mais adequadamente harmonizar com a abertura da atividade de transporte ferroviário à iniciativa privada” (Decreto-Lei 104/97 de 29 de abril), esta vinha permitir a desejada separação entre a gestão da infraestrutura e a prestação do serviço propriamente dito.

Anos mais tarde, no âmbito da profunda revisão do regime jurídico do sector empresarial do Estado<sup>63</sup>, surge o Decreto-Lei n.º 141/2008, de 22 de julho (DL n.º 141/2008), que veio introduzir algumas alterações aos estatutos da empresa.

A Rede Ferroviária Nacional – REFER, E. P. passa a denominar-se Rede Ferroviária Nacional – REFER, E.P.E., surgindo então, como “uma entidade pública empresarial com personalidade jurídica, dotada de autonomia administrativa e financeira e de património próprio”<sup>64</sup>, estando sujeita à tutela<sup>65</sup> do Ministro de Estado e das Finanças e do Ministro da Economia.

Assumindo a forma jurídica de uma EPE, o seu capital não é representado por ações, apresentando um capital estatutário de 2.186.000.000 euros, detido a 100% pelo Estado português através da Direção-Geral do Tesouro e Finanças. Nos termos do n.º 1 do artigo 16º dos seus Estatutos,

O capital estatutário da REFER, E.P.E., é constituído pelo valor das entradas patrimoniais do Estado destinadas a responder às necessidades permanentes da empresa, acrescido do valor dos bens do domínio privado da empresa.

De modo a prestar um serviço mais completo e adequado às necessidades, e simultaneamente com vista ao aproveitamento e rentabilização de ativos não totalmente

---

<sup>62</sup> Entenda-se por gestão de infraestruturas a gestão da capacidade, a conservação e manutenção da infraestrutura, bem como a gestão dos respetivos sistemas de regulação e segurança (DL n.º 104/97, de 29 de abril).

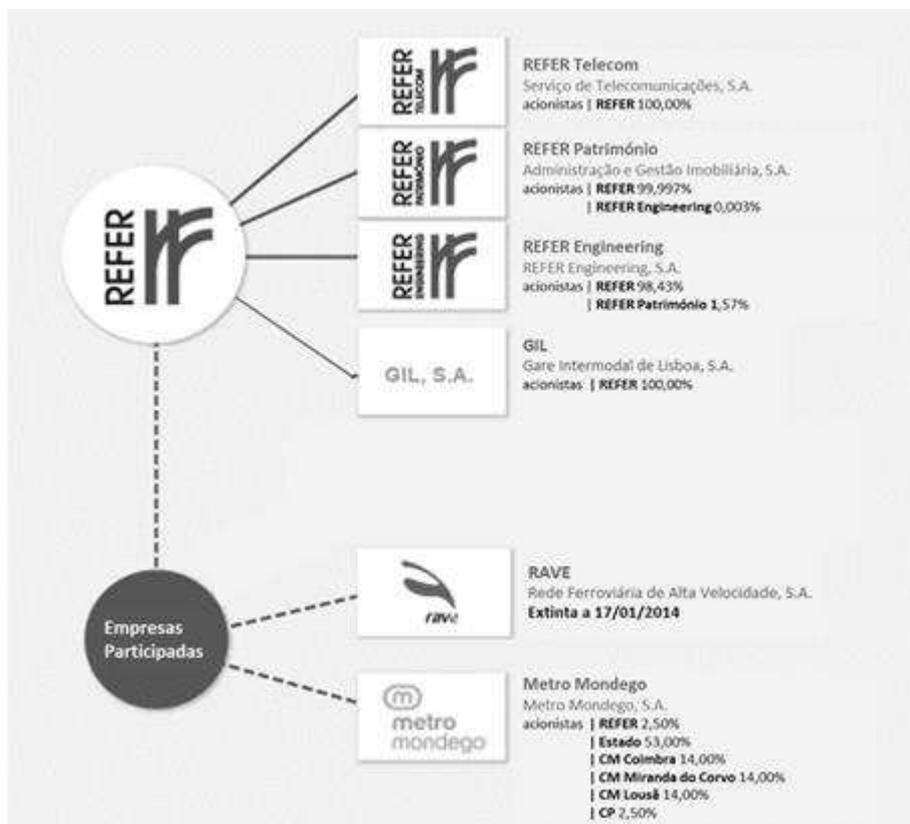
<sup>63</sup> Como nos é possível verificar no preâmbulo do DL n.º 141/2008, de 22 de julho “foi propósito deste novo regime simplificar o estatuto legal destas entidades públicas empresariais e aproximá-lo, tanto quanto possível, dos paradigmas jurídico -privados, tentando assegurar, igualmente, a harmonia entre este regime jurídico e o novo estatuto do gestor público”.

<sup>64</sup> Artigo 2º do DL n.º 141/2008, de 22 de julho.

<sup>65</sup> De acordo com o descrito no memorando de fusão (página 12), os poderes de tutela englobam a autorização e/ou aprovação dos planos de financiamento e de investimento, documentos contabilísticos relevantes, aplicação de resultados e utilização de reservas de capital ou outros montantes atribuídos pelo Orçamento Geral do Estado e pelos Fundos da União Europeia.

utilizados pela atividade ferroviária, a entidade apostou no desenvolvimento de serviços complementares à sua atividade principal, surgindo deste modo, o grupo REFER:

**Figura 3 - Organograma Grupo REFER**



Fonte: Relatório de Gestão e Contas da REFER, E.P.E. (2014) e site [webrails.tv](http://webrails.tv)

De um modo sucinto<sup>66</sup>, a REFER Telecom, S.A. é a empresa subcontratada que opera as telecomunicações da REFER, E.P.E., ou seja, assegura a gestão da infraestrutura de telecomunicações concessionada pela empresa-mãe.

A REFER Engineering, S.A. (Ex-FERBRITAS - Empreendimentos Industriais e Comerciais, S.A.) dedica-se à consultoria e à engenharia na área dos transportes.

A GIL, S.A. foi constituída com o propósito de gerir e explorar a Gare Intermodal de Lisboa, também conhecida por “Estação do Oriente”.

No decurso das atividades de gestão da capacidade, conservação e manutenção da infraestrutura ferroviária, e da gestão dos respetivos sistemas de comando e controlo da

<sup>66</sup> Uma vez que todas as subsidiárias e operações conjuntas, depois do processo de fusão, passaram a ingressar o Grupo IP, será feita uma abordagem mais completa de cada uma no ponto 1.3.3.3. *Infraestruturas de Portugal, S.A.*

circulação (sinalização, regulação, ...), a REFER, E.P.E. obtém como principais receitas operacionais:

1. As tarifas de utilização: a tarifa que é paga pelos operadores ferroviários e que reflete a utilização das infraestruturas;
2. Rendimentos não core: os rendimentos gerados pela rentabilização de ativos não totalmente utilizados pela atividade ferroviária (por exemplo, venda de carril e outro material ferroso);
3. Indemnizações compensatórias: enquanto prestador de serviço público, a entidade não podia desenvolver a sua atividade numa base puramente comercial, pelo que a compensação financeira paga pelo Estado permitia à REFER, E.P.E. cobrir os seus custos operacionais e garantir um nível sustentável de fluxos de caixa.

No que respeita às principais despesas operacionais incorridas, de modo a assegurar níveis de serviço adequados, podemos destacar duas:

1. Fornecimentos e serviços externos: dos quais 69% do valor total representavam custos com subcontratação de trabalhos de manutenção das vias, sinalização, telecomunicações e construção civil (o restante respeitava a custos com energia, água, vigilância, limpeza, entre outros);
2. Gastos com o pessoal: apesar da política de redução salarial, os custos com os 2.500 trabalhadores (em 2014) ascendeu a 812.400€, representando a segunda maior fonte de gastos.

A política de financiamento também merece especial atenção dado o montante de dívida acumulada ao longo dos anos. Desde a sua criação, em 1997, até 2010, o Estado optou por incentivar a REFER, E.P.E. a procurar no mercado fontes de financiamento mais competitivas, com vista a diversificar as alternativas de financiamento (para tal, sempre que necessário, era prestada uma garantia do Estado durante a vigência dos empréstimos). Contudo, com o passar dos anos têm surgido novas alterações à política de financiamento.

Em 2011, surgiu uma nova política que determinou que, o financiamento de qualquer Entidade Pública Reclassificada (EPR)<sup>67</sup> era efetuado por meio da atribuição de empréstimos do Estado e/ou capital através do Orçamento Geral do Estado. Em 2013, através do DL n.º 133/2013, as EPR's ficaram impedidas de “aceder a novo financiamento junto de instituições de crédito, salvo junto de instituições financeiras de carácter multilateral<sup>68</sup>” (n.º 1 do artigo 29º) e, simultaneamente, segundo o artigo 72º, a gestão das suas carteiras de derivados passou a ser da competência da Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública, E.P.E. (IGPC).

De acordo com as demonstrações financeiras, a 31 de dezembro de 2014, o total do capital em dívida ascendia a 6.645.741 milhares de euros (10% inferior face ao período anterior), sendo integralmente constituído por empréstimos de longo prazo, dos quais 40% beneficiam de garantia do Estado e 39% constituem empréstimos do Estado.

Enquanto prestadora de serviço público, a REFER, E.P.E. tem vindo a apresentar melhorias nos serviços prestados, investindo em infraestruturas bem equipadas<sup>69</sup> que permitam alcançar bons índices de pontualidade, segurança e qualidade.

### **1.3.2. Estradas de Portugal, S.A.**

#### **1.3.2.1. Evolução do setor rodoviário**

Em Portugal, no âmbito do setor dos transportes, existe um claro domínio do estudo dos caminhos-de-ferro. O setor rodoviário foi alvo de estudos essencialmente durante o século XIX, devido às extensas intervenções de que necessitava de forma urgente.

---

<sup>67</sup> A REFER, E.P.E. passou a ser classificada como Empresa Pública Reclassificada (EPR) integrando, a par com outras empresas públicas do setor dos transportes, o perímetro de consolidação orçamental, e as necessidades de financiamento do Estado. Segundo o Conselho de Finanças Públicas, as EPR's são definidas como entidades que na sua génese jurídica não constituiriam uma entidade do setor público administrativo mas que, por força da lei de enquadramento orçamental e dos critérios definidos no Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais, é objeto de reclassificação no sector das Administrações Públicas, sendo as suas contas relevantes para efeitos de apuramento dos agregados das contas públicas.

<sup>68</sup> Por exemplo, o Banco Europeu de Investimento.

<sup>69</sup> No PETI3+ está previsto que os projetos prioritários no sector ferroviário ascendam a 2.639 milhões de euros de investimento, dos quais 61% podem ser financiados através de fundos comunitários e 39% através de fundos públicos de contrapartida nacional. Em 2014, o volume de investimento em infraestruturas de longa duração ascendeu a 74,8 milhões de euros.

Assim, para responder adequadamente a estas necessidades, foram criadas, em 1927, a Junta Autónoma de Estradas (JAE) e a Direção-geral de Estradas (DGE)<sup>70</sup>. Ambas as entidades reuniram esforços no sentido de desenvolver grandes trabalhos de reparação e melhoria de pavimentos, o que proporcionou elevados níveis de investimento em infraestruturas (particularmente na segunda metade da década de 90).

De acordo com o Relatório de Monitorização da Rede Rodoviária Nacional, do Instituto da Mobilidade e dos Transportes, apesar de a reparação ter sido a primeira opção da JAE nos primeiros anos, a construção de novas estradas nunca foi descurada. De facto, ao perceber que a rede de estradas desempenhava um papel fundamental no desenvolvimento económico e territorial do país, o então Governo desenvolveu e publicou, em 1945, o primeiro diploma normativo para o setor das estradas, o Plano Rodoviário Nacional (ou PRN45) que, ao alargar o âmbito de atuação da JAE, possibilitou que os seus trabalhos beneficiassem um maior número de pessoas (sobretudo das zonas mais isoladas)<sup>71</sup>.

Com o passar dos anos, o PRN45 necessitou de se adaptar a novas exigências (especialmente à harmonização dos mercados geográficos europeus), o que motivou a publicação do PRN85 e, mais tarde, do PRN2000 que, além de continuarem a promover o alargamento da rede rodoviária nacional, visavam o aumento da segurança de circulação, apostavam no desenvolvimento das potencialidades regionais, e promoviam a adequação da gestão financeira e administrativa da rede de estradas. Outro dos aspetos que sofreu alterações foi a forma de financiamento destes investimentos, uma vez que,

até aos finais dos anos noventa, e com as ajudas comunitárias como pano de fundo, o esforço foi essencialmente centralizado através de investimentos de carácter público, devidamente contabilizados no Orçamento de Estado, [contudo,] na última década, e com continuada comparticipação comunitária, o esforço foi essencialmente desenvolvido na forma de investimentos privados, realizados no âmbito das parcerias público-privadas [(PPP)], e, portanto, com

---

<sup>70</sup> Ambas as entidades foram criadas através do Decreto-Lei n.º 13 969, de 20 de julho, o qual estipulou que à JAE era atribuída a construção de modernas pavimentações e a reconstrução das antigas, a reparação das obras de arte mais importantes, e o estudo e construção das grandes extensões de estradas que ainda se encontravam por concluir. Por outro lado, à DGE foi imputado o serviço de manutenção corrente, a marcação, sinalização, e o estudo e construção das estradas nacionais e suas obras de arte. Em 1929, foi extinta a DGE, transferindo todos os seus serviços para alçada da JAE.

<sup>71</sup> Entre os vários projetos desenvolvidos destacam-se a construção da Ponte da Arrábida, da Ponte 25 de Abril, da Autoestrada do Norte e a melhoria das ligações a Espanha.

investimentos fora da alçada do Orçamento de Estado (Pereira e Pereira, 2016:18).

Este modelo de PPP, muito comum em outros países (por exemplo, Reino Unido e França), consiste numa relação de longo prazo entre entidades públicas e privadas, como meio de prover um determinado serviço (podendo, ou não, exigir a conceção, financiamento e construção de infraestruturas públicas), no âmbito da qual são alinhados os objetivos da entidade pública com os objetivos de lucro do parceiro privado, ao qual é atribuído o direito a gerir, explorar e viabilizar o serviço público durante um determinado período de tempo<sup>72</sup>.

Recentemente, o PETI3+ estipulou, para o horizonte 2014-2020, vários objetivos estratégicos para o setor rodoviário, com vista a ir de encontro às metas traçadas pela UE para o ano 2050. Das medidas do PETI3+ podemos destacar, por exemplo:

- a criação de uma entidade única para gestão de infraestrutura de transporte (a IP, S.A.);
- a conclusão das negociações das PPP rodoviárias, com vista à obtenção de poupanças ao longo da vida dos contratos<sup>73</sup>;
- o estabelecimento dos investimentos prioritários (fixados em 898 milhões de euros, dos quais dois terços são financiados por privados e 24% por fundos comunitários);
- a avaliação de novas soluções que permitam a sustentabilidade financeira do setor; e
- a implementação de um novo modelo regulatório do setor rodoviário, fruto do quadro de legislação comunitária e dos padrões europeus.

Atualmente o Governo português continua a tomar medidas com vista à melhoria da sustentabilidade, qualidade e segurança no setor rodoviário, tendo como pano de fundo os objetivos da UE: todos os países da UE conectados através de uma rede de transportes europeia (intermodalidade do sistema de transportes), e a progressiva diminuição das emissões de gases com efeitos de estufa e da dependência do petróleo importado.

---

<sup>72</sup> Definição adaptada do *Glossário de termos das Finanças Públicas*.

<sup>73</sup> Em 2012, no âmbito do Memorando de Entendimento, o Governo português assumiu o compromisso de renegociar as PPP do setor rodoviário.

### 1.3.2.2. Descrição da entidade

Ao longo dos anos, a empresa responsável pelas infraestruturas rodoviárias passou por uma sucessão de formas, modelos e regimes organizacionais, estatutários e regulamentares, que praticamente utilizaram todas as formas de organização das funções públicas<sup>74</sup>.

Resultando de uma longa evolução, a história da EP, S.A. começa a ser contada com a criação da JAE, em 1927. A JAE foi a primeira entidade criada pelo Estado com o objetivo de construir e manter a rede rodoviária, tendo sido transformada em sociedade anónima alguns anos mais tarde. Posteriormente, em 1999, foi substituída por três Institutos Rodoviários: o IEP - Instituto das Estradas de Portugal, o ICOR - Instituto para a Construção Rodoviária, e o ICERR - Instituto para a Conservação e Exploração da rede Rodoviária, contudo, três anos mais tarde deu-se a sua fusão numa única entidade, o IEP. Em 2004, com o objetivo de obter melhores resultados e maior estabilidade dos seus recursos, o IEP foi transformado em EPE: a EP- Estradas de Portugal, E.P.E..

Em 2007, o setor rodoviário sofreu uma nova transformação e, através do Decreto-Lei n.º 374/2007, de 7 de novembro, é criada a EP, S.A., “que permitiu a implementação de um novo modelo de gestão e investimento da infraestrutura rodoviária, visando tornar o setor financeira e economicamente sustentável e equitativo em termos geracionais” (*in* Memorando de fusão, p. 26). No âmbito desta renovação, foi celebrado entre o Estado e a EP, S.A. um contrato de concessão, mediante o qual o Estado concedeu à EP, S.A. a conservação, exploração, requalificação e expansão da Rede Rodoviária Nacional atual e futura.

No decorrer do cumprimento deste contrato de concessão, foram atribuídas à entidade as seguintes receitas:

1. Contribuição do serviço rodoviário: montante fixo pago pelos utilizadores finais das estradas nacionais, através de uma taxa sobre o consumo de combustível (...);
2. Portagens: desde 2010, em resultado de negociações conduzidas pelo Governo, a EP passou a receber as portagens de várias autoestradas exploradas por concessionários privados (...);
3. Contratos de construção: o contrato de concessão prevê a obrigação de a EP prestar serviços de construção a fim de desenvolver a Rede Rodoviária

---

<sup>74</sup> Adaptado de [www.infraestruturasdeportugal.pt](http://www.infraestruturasdeportugal.pt)

Nacional. Assim, os contratos de construção (...) são refletidos nas contas como receita por conta do contrato de concessão (...) as portagens recebidas pela EP ao abrigo de concessões rodoviárias concedidas pelo Estado são deduzidas a este ativo como pagamento pelo direito sobre tais concessões. (in Memorando de fusão, p. 30 e 31).

Ainda de acordo com o Memorando de fusão, as principais fontes de custos para a entidade são:

1. Atividade de construção da Rede Rodoviária Nacional;
2. Conservação periódica: reflete o reconhecimento da responsabilidade em manter o nível de serviço das estradas;
3. Conservação corrente e segurança: custos com intervenções correntes em estradas, pontes e túneis (normalmente subcontratada a diferentes fornecedores), e com a segurança rodoviária;
4. Custos de cobrança de portagens;
5. Custos de exploração e conservação de subconcessões;
6. Custos de cobrança da taxa de contribuição do serviço rodoviário: custos devidos à Autoridade Tributária pela cobrança desta taxa.

Enquanto EPE, a entidade cobria as suas necessidades de financiamento recorrendo a dívida de curto prazo, a qual veio a ser transformada em instrumentos de dívida de longo prazo. Contudo, à semelhança do que aconteceu com a REFER, E.P.E., em 2011, a EP, S.A. foi considerada uma EPR, pelo que qualquer necessidade de financiamento era resolvida por meio de empréstimos do Estado e/ou capital através do Orçamento Geral do Estado. Em 2013, na qualidade de EPR, a entidade ficou impedida de “aceder a novo financiamento junto de instituições de crédito, salvo junto de instituições financeiras de carácter multilateral<sup>75</sup>” (n.º 1 do artigo 29º do DL n.º 133/2013) e, simultaneamente, segundo o artigo 72º do mesmo decreto-lei, a gestão das suas carteiras de derivados passou a ser da competência da Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública, E.P.E. (IGPC).

A 31 de dezembro de 2014, de acordo com as suas demonstrações financeiras, o total do capital em dívida ascendia a 2.535 milhões de euros (diminuindo 21% face ao ano anterior), sendo constituído apenas por empréstimos de longo prazo, dos quais 87% correspondem a empréstimos concedidos pelo Estado. Em 2014 foi alterada a estratégia

---

<sup>75</sup> Por exemplo, o Banco Europeu de Investimento.

de financiamento, tendo esta passado a ser assente em aumentos de capital, pelo que os reembolsos de suprimentos devidos foram convertidos em capital.

Quanto à atividade desenvolvida pela EP, S.A., esta centra-se essencialmente no desenvolvimento de projetos estratégicos identificados no PETI3+, e em manter um razoável índice de qualidade das estradas, uma vez que a rede rodoviária existente já atingiu a sua maturidade.

### **1.3.3. Processo de fusão**

Ao analisar a evolução dos setores ferroviário e rodoviário ao longo das últimas décadas constatamos que, ao nível da infraestrutura, ambos os setores têm sido alvo de avultados investimentos.

Apesar deste investimento ter tido um efeito positivo na qualidade dos ativos ferroviários e rodoviários existentes em Portugal, não foi suficiente para alcançar os objetivos de desenvolvimento económico previstos. A inexistência de uma abordagem integrada que permitisse um desenvolvimento mais equilibrado das infraestruturas ferroviária e rodoviária, contribuiu para os défices que a REFER e a EP têm apresentado ao longo do tempo (*in* Memorando de fusão, p. 10).

O volume de défice acumulado, uma das principais razões que conduziu à fusão entre a REFER, E.P.E. e a EP, S.A., resulta, por um lado, dos investimentos feitos pela EP, S.A. através das PPP's que geraram um crescente esforço financeiro e, por outro lado, no caso da REFER, E.P.E., advém do facto de as tarifas fixadas em regulamento não permitirem cobrir os gastos incorridos, e da necessidade de recorrer a fontes de financiamento externas remuneradas para financiamento da sua atividade de investimento.

Neste sentido, é apresentada no PETI3+ a ideia de uma fusão entre as entidades reguladoras das infraestruturas ferroviária e rodoviária, visando garantir “uma gestão integrada das redes (...), potenciando a intermodalidade e a complementaridade entre os dois modos, assim como o aproveitamento das sinergias e do *know-how* de ambas as empresas, reduzindo encargos de funcionamento” (*in* Memorando de fusão, p. 9), promovendo assim a sustentabilidade financeira dos setores e desonerando os contribuintes.

### **1.3.3.1. Objetivos da fusão**

Como tivemos oportunidade de analisar no Capítulo 1 da Parte I<sup>76</sup>, cada operação de fusão possui características muito próprias, em especial no que respeita às suas motivações, existindo uma enorme variedade de objetivos que podem estar subjacentes à sua escolha como estratégia para solucionar as dificuldades que as entidades envolvidas possam estar a enfrentar.

Assim, o memorando celebrado entre as duas entidades dá conta de que na base da decisão da fusão por incorporação da EP, S.A. na REFER, E.P.E., e consequente transformação em IP, S.A. encontramos cinco objetivos:

#### **1. Planeamento e investimento integrado<sup>77</sup>**

A criação da IP, S.A. visa assegurar a qualidade e organização da rede de transportes, procurando aspetos complementares dos dois modos de transporte que privilegiem a mobilidade de pessoas e bens, e harmonizando os programas de investimento de modo a cumprir tanto as metas traçadas pelo PETI3+, como aquelas que são estipuladas pela UE.

#### **2. Maior eficiência<sup>78</sup>**

Tendo sido duas empresas autónomas existe, naturalmente, uma sobreposição de áreas funcionais após a fusão. Assim, a operação permitirá a coordenação e articulação das melhores práticas de cada entidade, potenciando a experiência e conhecimentos de cada entidade, proporcionando deste modo um centro corporativo melhorado e com poupanças.

#### **3. Economias de escala no aprovisionamento<sup>79</sup>**

A fusão permitirá ainda criar poupanças através da eliminação de sobreposições a nível das compras e logística, e da gestão harmonizada que proporcionará uma melhor afetação dos recursos.

---

<sup>76</sup> Ver ponto 1.5. *Motivações inerentes às F&A*, Capítulo 1 da Parte I.

<sup>77</sup> Objetivo identificado na literatura por Chang e Moore (2012).

<sup>78</sup> Objetivo identificado na literatura por Breal *et al.* (2011) e Chang e Moore (2012).

<sup>79</sup> Objetivo identificado na literatura por Gaughan (2007).

#### **4. Alcançar a sustentabilidade financeira<sup>80</sup>**

Para além das poupanças conseguidas com as medidas anteriores, a IP, S.A. prevê levar a cabo algumas iniciativas com o intuito de recuperar o reequilíbrio financeiro, como a redefinição das tarifas de utilização da infraestrutura ferroviária, a renegociação das PPP's rodoviárias, e a manutenção da conversão da dívida histórica em capital.

#### **5. Posicionamento estratégico dos programas energéticos europeus/globais**

A estratégia de definição de concessões a longo prazo, a serem atribuídas pelo Estado à IP, S.A., permite que esta alinhe os seus investimentos com as metas definidas nas diretivas da UE, nomeadamente no que respeita a políticas energéticas.

##### **1.3.3.2. Fases da fusão**

As fusões, tal como referido anteriormente, são operações complexas e, muitas vezes, morosas, pelo que é imprescindível um bom planeamento e organização de todo o processo, de modo a minimizar os riscos<sup>81</sup> (Chang e Moore, 2012). Assim, à semelhança de outras fusões, a integração da EP, S.A. na REFER, E.P.E. (e sua transformação em IP, S.A.) também passou por diversas fases:

---

<sup>80</sup> Objetivo identificado na literatura por Trautwein (1990).

<sup>81</sup> Por exemplo: mudanças regulatórias, quebra de confiança de terceiros, maior dificuldade em adquirir matéria-prima, entre outros.

**Tabela 2 - Fases da fusão**

Fase	Início a:	Principais acontecimentos:	Concluído em:
<i>Estudo Inicial</i>	03-abr-2014	Governo estuda a fusão entre a REFER, E.P.E. e a EP, S.A. (PETI3+).	
<b>FASE 1</b> <i>Planeamento</i>	06-ago-2014	– Nomeação da Comissão de Planeamento; – Realização de estudos de <i>Due diligence</i> (contratual, financeiro e fiscal); – Planeamento de todo o processo de fusão.	2014
<b>FASE 2</b> <i>Gestão conjunta</i>	31-dez-2014	– Definição da modalidade jurídica da fusão; – Redação dos estatutos da nova empresa; – Elaboração do Plano Estratégico e do Plano de Negócios; – Definição da estratégia de gestão do património imóvel; – Apresentação de um orçamento consolidado para 2015; – Nomeação da Administração Conjunta.	01-jun-2015
	09-abr-2015	Aprovação da fusão em Conselho de Ministros.	
<b>FASE 3</b> <i>Fusão jurídica</i>	01-jun-2015	Dia 1 da IP, S.A.: consagração da fusão pelo DL n.º 91/2015, de 29 de maio.	01-jun-2015
<b>FASE 4</b> <i>Fusão operacional</i>	31-dez-2014	(iniciou-se em simultâneo com a Fase 2) – Processo de unificação, harmonização e otimização das práticas e procedimentos; – Conclusão da integração dos sistemas financeiros, logísticos, recursos humanos e gestão documental, que suportam as atividades da IP, S.A.; – Otimização das instalações e gestão integrada das equipas.	2016
<b>FASE 5</b> <i>Sustentabilidade</i>	01-jun-2015	(iniciou-se após a Fase 3) – Visa alcançar os seguintes objetivos: <ul style="list-style-type: none"> <li>• A mitigação dos elevados níveis de dívida;</li> <li>• Redução da dependência do Orçamento Geral do Estado, de forma a assegurar uma progressiva autossustentabilidade financeira;</li> <li>• Valorização económica da empresa.</li> </ul>	

**Fonte:** Relatório de Gestão e Contas Consolidado da IP, S.A. (2015).

### **1.3.3.3. Infraestruturas de Portugal, S.A.**

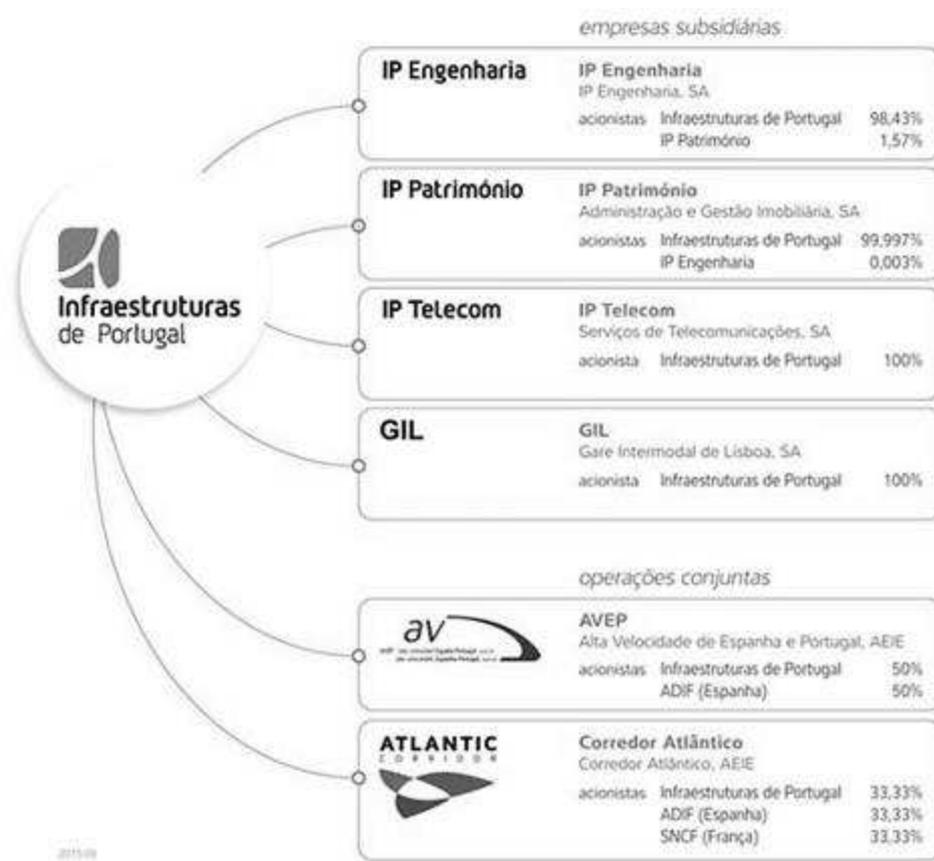
A Infraestruturas de Portugal, S.A. (IP, S.A.) é uma empresa pública, resultante de uma operação de fusão por incorporação e transformação, na qual a EP, S.A. é incorporada na REFER, E.P.E. e esta, por sua vez, é transformada na sociedade anónima IP, S.A.. Esta operação foi consagrada no dia 1 de junho de 2015, através da publicação do DL n.º 91/2015, de 29 de maio, através do qual foram aprovados os estatutos da nova empresa.

A IP, S.A. tem por objeto a conceção, projeto, construção, financiamento, conservação, exploração, requalificação, alargamento e modernização das redes rodoviária e ferroviária nacionais, incluindo nesta última o comando e controlo da circulação (n.º 1 do art. 6º do DL n.º 91/2015). Para tal assume-se, no caso da rede rodoviária nacional, como gestor de infraestruturas nos termos do contrato de concessão celebrado com o Estado, e de outras infraestruturas sob sua administração (n.º 2 do art. 6º do DL n.º 91/2015). Para além destas funções, estão ainda incluídas as atividades de exploração do domínio público ferroviário e rodoviário do Estado, e do seu património autónomo, designadamente a exploração de áreas de serviço, de parques de estacionamento, bem como dos sistemas de informação e gestão de tráfego, dos sistemas de segurança ferroviária e rodoviária, do canal técnico e das redes de comunicações entre as várias infraestruturas (n.º 5 do art. 6º do DL n.º 91/2015). Adicionalmente, é ainda permitido que IP, S.A. exerça quaisquer atividades complementares ou subsidiárias do seu objeto principal (n.º 6 do art. 6º do DL n.º 91/2015).

À semelhança do que acontecia com as entidades que lhe deram origem, a totalidade do capital social da IP, S.A. pertence ao Estado português (sendo detido pela Direção-geral do Tesouro e Finanças), encontrando-se sujeita à tutela do Ministério do Planeamento e das Infraestruturas e, nos termos do regime jurídico do SPE, submetida à jurisdição e ao controlo exercido pelo Tribunal de Contas, bem como ao controlo da Inspeção Geral de Finanças, nos termos da lei (art. 29º do DL n.º 91/2015).

A 1 de junho de 2015, data da consagração da fusão, todas as entidades que desenvolviam serviços complementares à atividade da REFER, E.P.E. e que, até então constituíam o Grupo REFER, ingressaram na IP, S.A., formando o Grupo IP (figura 4, abaixo). As empresas participadas são constituídas com o objetivo de otimizar as receitas não *core* do Grupo IP, rentabilizando a capacidade excedentária dos ativos não utilizados nas atividades principais<sup>82</sup>.

**Figura 4 - Organograma Grupo IP**



Fonte: Relatório de Gestão e Contas Consolidado da IP, S.A. de 2015 (p. 14)

## IP Engenharia

A história da IP Engenharia, S.A. começou com a constituição da FERBRITAS – Empreendimentos Industriais e Comerciais, S.A., em 1976. Alguns anos mais tarde, em 2013, a sua denominação é alterada para REFER ENGINEERING, S.A. e, em 2015, para IP Engenharia, S.A., integrando assim as contas consolidadas do Grupo IP.

<sup>82</sup> Adaptado do Relatório de Contas 2015 da IP Património.

Atualmente, a IP Engenharia é detida em 98,43% pela IP, S.A. e em 1,57% pela IP Património, S.A., e tem por objeto prestar serviços de engenharia em projetos rodoviários e/ou ferroviários, nomeadamente:

- a prestação de serviços de consultadoria e de realização de estudos e projetos de engenharia, nas áreas de transportes, logística e outras, cobrindo a conceção, desenvolvimento, gestão, manutenção, e exploração das respetivas infraestruturas;
- a prestação de serviços de consultadoria e de assistência técnica;
- o exercício das atividades de cartografia, topografia, cadastro e expropriações;
- a prestação de serviços de gestão integrada de empreendimentos e de fiscalização; e
- a prestação de serviços na área da gestão da qualidade, ambiente e segurança.

### **IP Património**

A IP Património, S.A. foi constituída em 1991, com a denominação de INVESFER – Promoção e Comercialização de Terrenos e Edifícios, S.A.. Mais tarde, a 25 de fevereiro de 2011, alterou a sua denominação para REFER Património – Administração e Gestão Imobiliária, S.A., ingressando o Grupo REFER. Após a fusão, a sua denominação voltou a sofrer alterações, passando a designar-se IP Património, Administração e Gestão Imobiliária, S.A..

A nova entidade, cujo capital social é detido em 99,997% pela IP, S.A. e em 0,003% pela IP Engenharia, tem como principais competências:

- Gerir e proceder à exploração de património e empreendimentos imobiliários, próprios ou alheios;
- Proceder à aquisição, atualização cadastral e alienação de bens imóveis e constituição de direitos sobre os mesmos (...);
- Assegurar a gestão e exploração de estações e equipamentos associados, incluindo a respetiva exploração comercial;
- Gestão dos espaços destinados aos serviços administrativos do Grupo IP, incluindo estacionamento (*in* Relatório de Gestão Grupo IP 2015, p. 15).

## **IP Telecom**

A IP Telecom - Serviços de Telecomunicações, S.A. é uma sociedade anónima, constituída a 9 de novembro de 2000, sob designação REFER Telecom, S.A., e cujo capital social, atualmente 10.000.000€, se encontra totalmente subscrito pela IP, S.A..

Esta entidade foi constituída com o objetivo de estabelecer, gerir e explorar de forma eficaz as infraestruturas e sistemas de telecomunicações, prestar serviços de telecomunicações, e exercer quaisquer atividades complementares, subsidiárias ou acessórias, de forma direta ou através de constituição ou participação em sociedades, garantindo ao acionista a excelência no fornecimento e prestação de serviços de Sistemas e Tecnologias de Informação e Comunicações.

## **GIL**

A GIL — Gare Intermodal de Lisboa, S.A. foi constituída a 21 de setembro de 1994, e todo o seu capital social está subscrito e realizado pelo acionista único IP, S.A..

A atividade da empresa consiste na construção e exploração de uma plataforma que assegure e fomente a intermodalidade de transportes, servindo os transportes ferroviário, rodoviário, metropolitano e outros, bem como o arrendamento ou alienação de imóveis nela integrados, e a rentabilização dos espaços comerciais.

Além das empresas subsidiárias, a entidade IP, S.A. detém as seguintes participações em operações conjuntas:

- AVEP - Alta Velocidade de Espanha e Portugal, A.E.I.E.: constituída em 2001, tem como objetivo a realização de estudos necessários à ligação Madrid-Lisboa - Porto e Porto – Vigo (participação de 50%);
- Corredor Ferroviário de Mercadorias (CMF4): constituída em 2013, tem como objeto o desenvolvimento do mercado interno ferroviário, designadamente no que respeita ao transporte de mercadorias através da criação de corredores (participação de 33%).

Quanto às principais receitas da IP, S.A. (artigo 15º do DL n.º 91/2015) podemos destacar:

- O produto da contribuição de serviço rodoviário;
- O produto de taxas (por exemplo, portagens), emolumentos e outras receitas cobradas por serviços prestados;
- As participações, as dotações, os subsídios e as compensações financeiras do Estado e/ou da UE;
- Os lucros ou dividendos das sociedades em que participe; e
- As receitas provenientes do exercício das atividades complementares ou subsidiárias.

Enquanto prestadora de serviço público, comparando os anos 2014 e 2015, a qualidade da rede ferroviária aumentou e a rodoviária manteve-se constante, houve uma significativa quebra no número de acidentes e uma ligeira melhoria no índice de pontualidade no serviço ferroviário<sup>83</sup>, contudo, estes indicadores serão devidamente explorados no próximo capítulo (ponto 2.2. *Análise do grau de cumprimento dos serviços ferroviário e rodoviário*).

#### **1.4. Recolha de dados e procedimentos adotados para a sua análise**

Ao contrário de outras estratégias de investigação, o método do estudo de caso, como tivemos oportunidade de referir anteriormente, deve lidar com diversas fontes de informação em simultâneo, uma vez que só assim é possível, ao investigador, mitigar os problemas relacionados com a validade e fiabilidade dos resultados alcançados. Neste sentido, Yin (2001) defende, como estratégia de validação de resultados, o processo de triangulação de dados que, ao obter várias perspetivas do mesmo fenómeno, permite o desenvolvimento de linhas convergentes de investigação, conduzindo a estudos mais convincentes e aprimorados, obedecendo ao estilo corroborativo de uma pesquisa.

---

<sup>83</sup> Em 2014 e 2015 praticamente a totalidade da rede ferroviária foi coberta com Inspeções de Segurança Ferroviária, pelo que a entidade afirma que a grande maioria dos acidentes com vítimas não resultam de causas relacionadas com a infraestrutura, mas sim com pessoas não autorizadas que invadem o espaço ferroviário.

Assim, tendo como objetivo a avaliação do desempenho económico e financeiro, e dado que estamos perante empresas de capitais exclusivamente públicos, não se afigura relevante a realização de um *event study* pelo que optamos pelo *accounting study*.

Desta forma, a primeira fonte de informação selecionada são os dados contabilísticos, obtidos através dos Relatórios e Contas das três entidades. Estes dados, por sua vez, são analisados por meio da aplicação de indicadores económico-financeiros<sup>84</sup>, uma vez que este método permite medir diretamente os efeitos dos processos de concentração, as sinergias obtidas e é de fácil utilização e compreensão.

Em seguida, os resultados destes indicadores são comparados (sempre que possível) com os resultados alcançados pela média setor (obtidos através dos Quadros do Setor divulgados pelo Banco de Portugal). Esta comparação possibilitará perceber qual a posição que a IP, S.A. ocupa relativamente às restantes entidades do setor.

Por fim, de modo a complementar estas informações de cariz contabilístico, é ainda observada a evolução de alguns índices que nos permitirão aferir sobre o impacto da fusão no grau de cumprimento dos serviços prestados pela IP, S.A. (nomeadamente, no que respeita à qualidade das redes ferroviária e rodoviária e aos respetivos níveis de segurança). Estas informações são recolhidas dos Relatórios de Gestão e Relatórios de Governo Societário das três entidades.

Os Relatórios e Contas e Relatórios de Governo Societário dos diversos anos em análise (horizonte temporal de 2012 a 2016) são obtidos recorrendo ao *site* oficial da IP, S.A., já os Quadros do Setor são obtidos através da Central de Balanços, disponibilizados através do *site* do Banco de Portugal (anexo 3).

Adicionalmente, e dada a mediatização da operação, serão recolhidas notícias de vários órgãos de comunicação social sobre a operação, o que deverá complementar os resultados obtidos através da visão quantitativa fornecida pelos dados contabilísticos.

#### **1.4.1. Indicadores económico-financeiros**

Após a seleção da operação de fusão que servirá de objeto de estudo, da escolha da técnica de investigação e dos procedimentos adotados para recolha de dados, o

---

<sup>84</sup> Os indicadores selecionados são abordados de forma mais exaustiva no ponto seguinte.

primeiro passo a ser dado é a seleção das medidas que permitirão atingir o objetivo da pesquisa (Barber e Lyon, 1996).

De acordo com a Estrutura Conceptual do SNC (§ 12), as demonstrações financeiras de uma entidade devem “proporcionar informação acerca da posição financeira, do desempenho e das alterações na posição financeira de uma entidade que seja útil a um vasto leque de utentes na tomada de decisões económicas”. Contudo, a leitura isolada, estática, e em termos absolutos das demonstrações financeiras não permite que os utentes obtenham uma análise completa e crítica sobre a situação de uma empresa, quanto à sua estrutura de capitais, liquidez, rendibilidade, atividade e risco (Correia, 2014).

Assim sendo, para a análise da informação financeira foram selecionados diversos indicadores, já que estes são excelentes “instrumentos de apoio para sintetizar uma quantidade abundante de dados e comparar o desempenho económico-financeiro das empresas e a sua evolução no tempo” (Neves, 2004:113), permitindo estabelecer relações entre contas e agrupamentos de contas do Balanço, da Demonstração de Resultados, da Demonstração dos Fluxos de Caixa, ou ainda entre outras grandezas económico-financeiras (Neves, 2004)<sup>85</sup>.

Neste sentido, para perceber se a criação da IP, S.A. foi realmente vantajosa, é analisada a evolução dos resultados dos vários indicadores, confrontando o desempenho das entidades antes da fusão (conjunto REFER+EP<sup>86</sup>) com desempenho alcançado depois da sua integração.

Assim, para uma melhor compreensão, propomos a divisão destes indicadores em quatro grupos (conforme a tabela 3, abaixo): rendibilidade, liquidez, estrutura financeira e endividamento.

---

<sup>85</sup> Apesar das vantagens, Sharma e Ho (2002) e Barreira (2011) alertam-nos para o facto de esta técnica também possuir algumas limitações, por exemplo:

- Não existe consenso na definição de alguns rácios, o que poderá levar a diferentes interpretações;
- Os rácios tratam apenas dados quantitativos;
- As decisões de curto prazo, e a aplicação de diferentes políticas contabilísticas entre as empresas envolvidas, podem afectar profundamente a informação financeira e, conseqüentemente, os resultados dos rácios.

<sup>86</sup> O conjunto REFER+EP corresponde à soma (rubrica a rubrica) das demonstrações financeiras da REFER, E.P.E. com as da EP, S.A., como se se tratasse de apenas uma empresa.

Medida	Indicadores	Fórmula	Fonte
<b>Rendibilidade</b>	Rend. operacional das vendas (ROS)	$\frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Vol. de negócios}}$	Heron e Lie (2002); Akben-Selçuk (2008); Ismail <i>et al.</i> (2011).
	Rend. líquida das vendas	$\frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Vol. de negócios}}$	Cabanda e Pajara-Pascual (2007); Ismail <i>et al.</i> (2011).
	Rend. do ativo (ROA)	$\frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Total do ativo}}$	Hoshino e Yeh (2002); Pazarkis <i>et al.</i> (2006); Lau <i>et al.</i> (2008); Pervan <i>et al.</i> (2015).
	Rend. do capital próprio (ROE)	$\frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Total capital próprio}}$	Sharma e Ho (2002); Hoshino e Yeh (2002); Lau <i>et al.</i> (2008); Pervan <i>et al.</i> (2015).
<b>Liquidez</b>	Liquidez Geral ( <i>current ratio</i> ) (LG)	$\frac{\text{Ativo corrente}}{\text{Passivo corrente}}$	Cabanda e Pajara-Pascual (2007) Mantravadi e Reddy (2008).
	Liquidez Imediata ( <i>cash ratio</i> )	$\frac{\text{Dep. banc.} + \text{caixa} + \text{tít. negoc.}}{\text{Passivo corrente}}$	Ismail <i>et al.</i> (2011).
<b>Estrutura financeira</b>	Solvabilidade Geral	$\frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Total do passivo}}$	Correia (2014)
	Autonomia financeira	$\frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Total do ativo}}$	Correia (2014)
	Cobertura dos ativos não correntes	$\frac{\text{Cap. próprio} + \text{passivo não corrente}}{\text{Ativo não corrente}}$	Correia (2014)
<b>Endividamento</b>	Rácio de endividamento	$\frac{\text{Total do passivo}}{\text{Total do ativo}}$	Mantravadi e Reddy (2008) ; Ismail <i>et al.</i> (2011).
	Custo dos financiamentos obtidos	$\frac{\text{Juros suportados}}{\text{Total dos fin. obtidos}}$	Correia (2014)
	Efeito dos juros suportados	$\frac{\text{Res. antes de impostos}}{\text{Res. operacional}}$	Correia (2014)

A escolha da análise da rendibilidade é justificada pela falta de consenso relativamente aos resultados obtidos com a operação, uma vez que, por exemplo, através dos meios de comunicação social, as notícias que foram sendo divulgadas tanto classificam esta operação como desastrosa<sup>87</sup>, como defendem que esta tem representa uma mais-valia<sup>88</sup>. Neste sentido, de modo a analisar a situação económica da IP, S.A. foram escolhidos três indicadores, permitindo-nos assim aferir sobre a rendibilidade e eficiência dos seus recursos:

- Rendibilidade das vendas<sup>89</sup> (ROS) – analisa a relação entre os resultados e as vendas (ou prestação de serviços), ou seja, qual a margem de lucro que está a ser conseguida (Neves, 2004);
- Rendibilidade do Ativo<sup>90</sup> (ROA) – permite-nos perceber se os ativos da empresa estão a ser bem utilizados, indicando os resultados por cada euro de capital investido (independentemente de serem próprios ou alheios);
- Rendibilidade dos Capitais Próprios<sup>91</sup> (ROE) – indica-nos qual o lucro obtido pelo acionista por cada euro investido (Brealey *et al.*, 2011), permitindo “ao acionista ou gestor concluir se o ROE está a um nível aceitável comparativamente às taxas de rendibilidade do mercado de capitais e ao custo de financiamento” (Neves, 2004). Para uma melhor compreensão do seu resultado, é comum encontrar a fórmula de cálculo do ROE dividida em três componentes (análise *DuPont*<sup>92</sup>):

$$ROE = \underbrace{\frac{Res. Operacional}{Ativo}}_{Política de investimento} \times \underbrace{\frac{Ativo}{Cap. Próprio}}_{Política financeira} \times \underbrace{\frac{RAI}{Res. Operacional}}_{Efeito fiscal} \times \frac{Res. Líquido}{RAI}$$

<sup>87</sup> De acordo (por exemplo) com a publicação no *site* da Transportes em Revista, “Fusão EP/REFER é uma «fraude»” de 27 de novembro de 2014.

<sup>88</sup> De acordo (por exemplo) com o artigo publicado pelo jornal Expresso, “EP e REFER já são uma empresa conjunta” de 23 de março de 2015.

<sup>89</sup> Ou *Return on sales* (na terminologia anglo-saxónica).

<sup>90</sup> Ou *Return on assets* (na terminologia anglo-saxónica).

<sup>91</sup> Ou *Return on equity* (na terminologia anglo-saxónica).

<sup>92</sup> “A análise *DuPont* foi desenvolvida por E. I. du Pont de Nemours em 1919, com o objetivo de facilitar a compreensão dos rácios de rendibilidade e o porquê de estes alterarem ao longo do tempo. As bases desta abordagem são as ligações, efetuadas através de indicadores financeiros, entre o balanço e a demonstração dos resultados” (Drake, 2012:371).

Os rácios de liquidez proporcionam informação sobre a capacidade de cumprimento das responsabilidades exigíveis a curto prazo (Correia, 2014), ou seja, permite averiguar se a sociedade possui um nível de tesouraria equilibrado, que permita a sua estabilidade financeira. Assim, o nível de liquidez da IP, S.A. é analisado por meio de dois rácios:

- Liquidez geral – este rácio, ao comparar o ativo de curto prazo com o passivo de curto prazo, traduz em que medida as obrigações de curto prazo estão cobertas por ativos de curto prazo, de modo a assegurar o equilíbrio financeiro mínimo<sup>93</sup> (Neves, 2004);
- Liquidez imediata – é utilizado pelos analistas que pretendem conhecer até que ponto as disponibilidades cobrem o passivo corrente (Neves, 2004).

Para que se verifique o equilíbrio financeiro mínimo, o indicador de liquidez geral deveria assumir um valor superior a um, no entanto, à semelhança de outros rácios de liquidez<sup>94</sup>, tal só acontece se não se admitisse o princípio da continuidade da empresa (Neves, 2004), pelo que este rácio não deve ser analisado de forma isolada, mas sim em conjunto com outros indicadores, nomeadamente os que avaliam a estrutura financeira.

O estudo da estrutura financeira, segundo Correia (2014), visa examinar a forma como a entidade se financia, a sua capacidade para honrar os seus compromissos financeiros, e o seu grau de independência financeira. Para tal, propomos a utilização de três indicadores:

- Solvabilidade geral – possibilita a avaliação da estrutura de financiamento da empresa, colocando em evidência o peso dos capitais próprios no total dos capitais alheios (oriundos de entidades externas), deste modo, uma entidade está solvente quando apresenta um capital próprio que garante a liquidação do seu passivo, e tenha expectativas de resultados que garantam a sua sobrevivência futura (Correia, 2014);

---

<sup>93</sup> “O princípio do equilíbrio financeiro mínimo aconselha que se financie um ativo com um capital de maturidade (ou exigibilidade) compatível com a vida económica desse ativo e respetiva capacidade de geração de fluxos de caixa, (...) [ou seja,] no mínimo, investimentos em ativos permanentes deveriam ser financiados com origens de fundos permanentes e investimentos temporários com origens temporárias” (Neves, 2004:176).

<sup>94</sup> Por exemplo, o rácio de liquidez reduzida (não aplicado no presente trabalho).

- Autonomia financeira – permite ao gestor perceber qual a percentagem dos ativos que está a ser financiada por capitais próprios (Correia, 2014), ou seja, quanto mais reduzido for o resultado deste rácio, maior é a dependência da empresa de capitais alheios e, conseqüentemente, maior será a sua vulnerabilidade;
- Cobertura dos ativos não correntes – também conhecido por *regra do equilíbrio financeiro mínimo*, indica até que ponto os investimentos em ativos não correntes estão a ser financiados por capitais estáveis (capitais próprios e passivo não corrente) (Correia, 2014).

Um dos grandes motivos que conduziu à fusão das entidades REFER, E.P.E. e EP, S.A. foi o avultado défice que ambas apuraram (principalmente o défice “crónico” registado pela REFER, E.P.E. desde o ano da sua criação). Neste sentido, torna-se imperativa a análise aos níveis de endividamento e aos respetivos encargos financeiros suportados pela IP, S.A., através do:

- Rácio de endividamento – permite apurar se uma empresa é muito (ou pouco) endividada, isto é, se esta tem muita tendência a recorrer a capitais alheios provenientes de fontes externas (e onerosas);
- Custo dos financiamentos obtidos – indica a taxa média dos encargos financeiros suportados pela entidade (Correia, 2014);
- Efeito dos juros suportados – avalia a pressão financeira de uma entidade, ou seja, indica qual o peso dos juros de financiamento no resultado operacional da entidade (portanto, quanto maior o resultado do indicador, menor a representatividade dos juros) (Correia, 2014).

Quanto ao período de tempo em que são analisados os resultados dos indicadores, por norma, os autores<sup>95</sup> estudam, em média, os valores apurados para os dois/três anos antes e dois/três anos depois da operação. No nosso caso, optamos por observar a sua evolução para os três anos que antecedem a operação, o ano da fusão, e o ano seguinte (visto não existir informação disponível para 2017), ou seja, o período considerado na análise dos resultados do próximo capítulo, abrange os anos entre 2012 e 2016.

---

<sup>95</sup> Por exemplo: Sharma e Ho (2002), Lau *et al.* (2008), Kumar (2009), e Espert *et al.* (2012).



## Capítulo 2 – Análise e discussão dos resultados

Neste capítulo são apresentados, primeiramente, os resultados obtidos através da aplicação dos indicadores económico-financeiros previamente selecionados. Após esta apresentação, a sua evolução, ao longo do período de estudo proposto (de 2012 a 2016), será alvo de análise e interpretação, de modo a avaliar o impacto da fusão no desempenho económico-financeiro. Posteriormente, estes resultados são comparados com a informação obtida para o setor, através dos *Quadros do Setor* disponibilizados pelo Banco de Portugal (anexo 3), de modo a perceber qual a posição da IP, S.A. face à média do setor em que se insere. Após a análise ao desempenho económico-financeiro, segue-se a análise à evolução do grau de cumprimento dos serviços ferroviário e rodoviário (através da observação de indicadores de qualidade e segurança) e a análise das notícias recolhidas.

### 2.1. Análise dos indicadores económico-financeiros

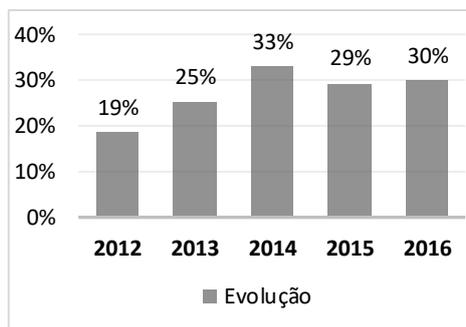
O primeiro grupo de indicadores selecionados visam avaliar a rentabilidade da IP, S.A.. O estudo da rentabilidade (ou análise da situação económica), tal como referido anteriormente, permite avaliar se uma empresa é rentável e se os seus recursos estão a ser utilizados de forma eficiente (Correia, 2014). Assim, relativamente à rentabilidade das vendas foram obtidos os seguintes resultados:

**Tabela 4 - ROS do Grupo REFER, EP, S.A. e Grupo IP**

	2012	2013	2014	2015	2016
Grupo REFER	-0,25	-0,33	-0,03	-	-
EP, S.A.	0,22	0,32	0,38	-	-
<b>REFER + EP</b>	<b>0,19</b>	<b>0,25</b>	<b>0,33</b>	-	-
Grupo IP	-	-	-	0,29	0,30
<b>Evolução</b>	<b>0,19</b>	<b>0,25</b>	<b>0,33</b>	<b>0,29</b>	<b>0,30</b>

Fonte: elaboração própria.

**Gráfico 2 - Evolução da ROS**



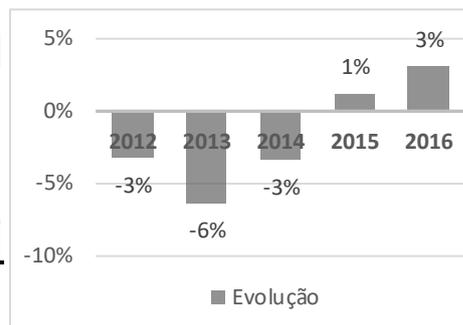
Fonte: elaboração própria.

**Tabela 5** - Rendibilidade líquida das vendas do Grupo REFER, EP, S.A. e Grupo IP

	2012	2013	2014	2015	2016
Grupo REFER	-0,75	-0,74	-0,41	-	-
EP, S.A.	0,02	0,01	0,02	-	-
<b>REFER + EP</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,03</b>	-	-
Grupo IP	-	-	-	0,01	0,03
<b>Evolução</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>0,03</b>

Fonte: elaboração própria.

**Gráfico 3** - Evolução da Rend. líquida das vendas



Fonte: elaboração própria.

A rentabilidade operacional das vendas (ROS) permite estabelecer uma relação entre os resultados e o volume de negócios da entidade, ou seja, analisando a evolução dos resultados verifica-se, ao longo dos anos que antecederam a fusão, um aumento gradual da margem de lucro, seguida de uma quebra de 3% no ano da operação, da qual já se encontra a recuperar em 2016.

Já no que respeita à rentabilidade líquida, ao contrário da ROS, esta indica a margem total das vendas após o efeito da atividade de exploração, de financiamento, e de efeitos fiscais, considerando-se que quanto maior o seu valor, maior a contribuição de cada unidade vendida (ou serviço prestado) para a formação do resultado. Assim, podemos constatar que a partir de 2014 se tem registado uma melhoria gradual do desempenho, atingindo valores positivos a partir de 2015. Quanto aos valores negativos de 2012, 2013 e 2014, recorrendo à informação da demonstração dos resultados do conjunto REFER+EP, constatamos que um dos fatores que mais contribui para os justificar é o peso da rubrica “Juros e gastos similares suportados”.

Concluindo, estes resultados indicam que a fusão contribuiu positivamente para a melhoria do nível de eficiência, contudo, quando comparado com os valores do setor, o valor da rentabilidade das vendas ainda continua muito abaixo da média do setor, fixada em 75,96% em 2015.

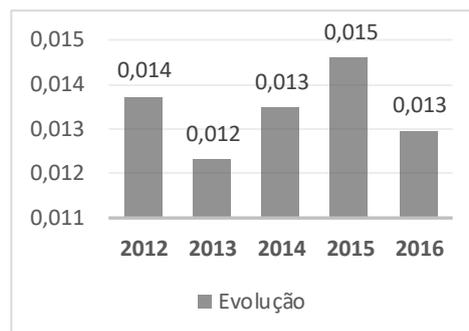
Outro dos indicadores de rentabilidade propostos é a rentabilidade do ativo (ROA), que nos indica a taxa de remuneração de todos os capitais investidos na empresa, independentemente de serem próprios ou alheios. Ora, observando a tabela 6 e o gráfico 4 (abaixo), podemos verificar que as diferenças entre o resultado obtido pelo conjunto REFER+EP e pelo Grupo IP são muito ténues.

**Tabela 6** - Rentabilidade do ativo do Grupo REFFER. EP. S.A. e Grupo IP

	2012	2013	2014	2015	2016
Grupo REFER	-0,006	-0,008	-0,001	-	-
EP, S.A.	0,019	0,018	0,017	-	-
<b>REFER + EP</b>	<b>0,014</b>	<b>0,012</b>	<b>0,013</b>	-	-
Grupo IP	-	-	-	0,015	0,013
<b>Evolução</b>	<b>0,014</b>	<b>0,012</b>	<b>0,013</b>	<b>0,015</b>	<b>0,013</b>

Fonte: elaboração própria.

**Gráfico 4** - Evolução do ROA



Fonte: elaboração própria.

Deste modo, concluímos que, uma vez que a rentabilidade gerada pelos investimentos, antes e depois da fusão, se tem mantido constante (1%), a fusão não teve qualquer impacto no ROA. Aqui, tal como no indicador anterior, o valor de ROA apurado pelo Grupo IP está abaixo dos 8% registados para o setor, em 2015.

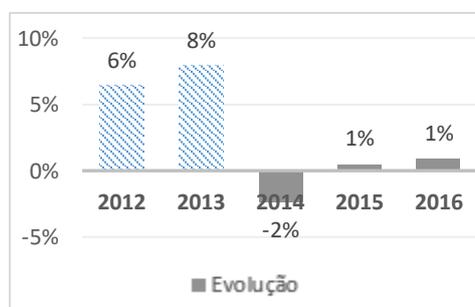
Por fim, o último indicador de rentabilidade escolhido é a rentabilidade do capital próprio (ROE), um dos mais influenciados pela política de financiamento de cada empresa (Neves, 2004).

**Tabela 7** - ROE do Grupo REFER, EP, S.A. e Grupo IP

	2012	2013	2014	2015	2016
Grupo REFER	0,05	0,05	0,05	-	-
EP, S.A.	0,04	0,02	0,01	-	-
<b>REFER + EP</b>	<b>0,06</b>	<b>0,08</b>	<b>-0,02</b>	-	-
Grupo IP	-	-	-	0,01	0,01
<b>Evolução</b>	<b>0,06</b>	<b>0,08</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>

Fonte: elaboração própria.

**Gráfico 5** - Evolução da ROE



Fonte: elaboração própria.

Ainda que positivos, os valores apresentados pelo Grupo REFER nos anos que antecederam a fusão (e, conseqüentemente os do conjunto REFER+EP) dão-nos uma

imagem distorcida da realidade, uma vez que tanto o capital próprio como o resultado líquido são negativos durante os anos 2012, 2013, e 2014 (este último apenas no Grupo REFER).

Assim, interpretando os resultados obtidos, verificamos que estes não vão além de 1%, indicando que a IP, S.A. apresenta uma baixa atratividade para possíveis novos investidores, assim como uma reduzida capacidade de autofinanciamento, apesar de, a partir de 2015, se começarem a verificar sinais de uma evolução positiva. De facto, quando comparada com o ROE do setor (29,23% em 2014, e 25,94% em 2015) a IP, S.A. apresenta resultados muito inferiores, justificados pelo impacto negativo que os avultados prejuízos registados pelo Grupo REFER tiveram nas suas contas. Apesar de tudo, é de ressaltar que tem sido feito um esforço no sentido de tentar solucionar este problema, em especial, ao nível da política de financiamento, recorrendo a várias injeções de capital<sup>96</sup>.

Assim sendo, após a interpretação dos vários indicadores, podemos concluir que a fusão teve um impacto positivo, ou pelo menos não negativo, sobre a rendibilidade, já que foram registadas melhorias (ainda que reduzidas) em todos os indicadores, à exceção de um (no qual não houve qualquer impacto), mas nunca foi registado qualquer agravamento.

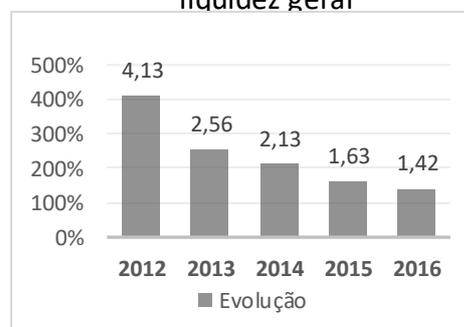
O segundo grupo de indicadores visa analisar os níveis de liquidez antes e após a fusão, de modo a perceber se a nova entidade possui maior capacidade de gerar meios que permitam colmatar as suas necessidades mais urgentes (Drake, 2012), isto é, se é capaz de assegurar a existência de equilíbrio financeiro. Para tal, recorrendo à informação das demonstrações financeiras, foram aplicados os rácios de liquidez geral e liquidez imediata, para os quais foram obtidos os seguintes resultados:

**Tabela 8 – Índice de liquidez geral do Grupo REFER, EP, S.A. e Grupo IP**

	2012	2013	2014	2015	2016
Grupo REFER	6,57	5,49	3,36	-	-
EP, S.A.	1,15	0,60	0,76	-	-
<b>REFER + EP</b>	<b>4,13</b>	<b>2,56</b>	<b>2,13</b>	-	-
Grupo IP	-	-	-	1,63	1,42
<b>Evolução</b>	<b>4,13</b>	<b>2,56</b>	<b>2,13</b>	<b>1,63</b>	<b>1,42</b>

Fonte: elaboração própria.

**Gráfico 6 - Evolução do rácio de liquidez geral**



Fonte: elaboração própria.

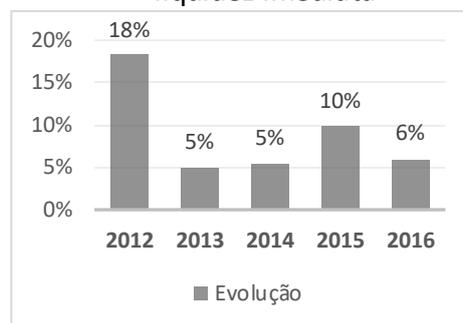
<sup>96</sup> Cf. tabela 8 do anexo 2.

**Tabela 9** - Índice de liquidez imediata do Grupo REFER, EP, S.A. e Grupo IP

	2012	2013	2014	2015	2016
Grupo REFER	0,29	0,11	0,06	-	-
EP, S.A.	0,06	0,01	0,05	-	-
<b>REFER + EP</b>	<b>0,18</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	-	-
Grupo IP	-	-	-	0,10	0,06
<b>Evolução</b>	<b>0,18</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>0,10</b>	<b>0,06</b>

Fonte: elaboração própria.

**Gráfico 7** - Evolução do rácio de liquidez imediata



Fonte: elaboração própria.

Apesar da tendência decrescente da liquidez geral (conforme tabela 8 e gráfico 6), todos os valores (antes e após a fusão) são positivos e superiores a um, pelo que se conclui que a IP, S.A. consegue atingir o equilíbrio financeiro mínimo, isto é, apesar de o rácio de liquidez geral ter piorado face ao registado pelo conjunto REFER+EP antes da fusão, a entidade ainda possui liquidez suficiente para fazer face aos compromissos de curto prazo, estando estes resultados em linha com a média registada no setor (195,13% em 2014 e 164,37% em 2015).

No que respeita ao indicador de liquidez imediata, é normal que este registe valores baixos, uma vez que as empresas tendem a reinvestir os seus excessos de tesouraria noutros ativos ou na redução do seu passivo (Brealey *et al.*, 2011). Assim, observando a tabela 9 e o gráfico 7, constatamos que, à exceção de 2012, todos os anos este índice regista valores inferiores (ou iguais) a 10%, realçando-se o facto de os valores de liquidez apurados após a fusão serem superiores aos pré-fusão, o que significa que os níveis de caixa e depósitos bancários e, conseqüentemente, os de liquidez estão a melhorar.

Assim, como o nível de liquidez geral diminuiu ligeiramente e a liquidez imediata melhorou, podemos concluir que, de um modo geral, a fusão teve um impacto positivo (ou pelo menos não negativo) nos níveis de liquidez, todavia, como referido anteriormente, os rácios de liquidez não devem ser analisados de forma isolada, pelo que propomos complementar a sua análise com o estudo da estrutura financeira, de acordo com próximo conjunto de indicadores.

Um dos indicadores que nos permite confirmar o equilíbrio financeiro da IP, S.A. é a cobertura dos ativos não correntes, para o qual foram obtidos os seguintes resultados:

**Tabela 10** - Cobertura dos ativos não correntes do Grupo REFER, EP, S.A. e Grupo IP

	2012	2013	2014	2015	2016
Grupo REFER	65,00	61,94	23,72	-	-
EP, S.A.	1,01	0,97	0,98	-	-
<b>REFER+EP</b>	<b>1,25</b>	<b>1,20</b>	<b>1,18</b>	-	-
Grupo IP	-	-	-	1,14	1,11
<b>Evolução</b>	<b>1,25</b>	<b>1,20</b>	<b>1,18</b>	<b>1,14</b>	<b>1,11</b>

Fonte: elaboração própria.

Segundo Correia (2014), a soma entre o capital próprio e o passivo não corrente deve, no mínimo, ser igual ao total do ativo não corrente, ou seja, este rácio deve tomar valores superiores ou iguais a um para que se verifique o equilíbrio financeiro da entidade. Deste modo, de acordo com a tabela 10 (acima) podemos constatar que, apesar da tendência decrescente, todos os anos a IP, S.A. e o conjunto REFER+EP asseguraram o equilíbrio financeiro mínimo, o que reforça os resultados obtidos anteriormente na avaliação da liquidez. Quando comparados com a média do setor, os 114% apurados pela IP, S.A. (em 2015) são ainda muito inferiores aos 158,25% registados pelo setor.

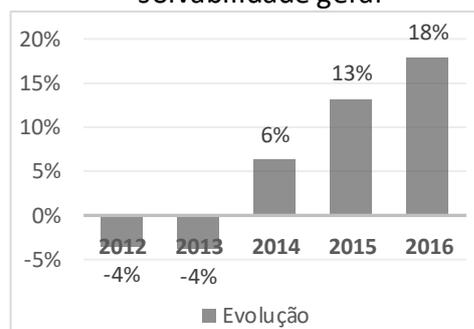
No que respeita ao rácio de solvabilidade geral foram apurados os seguintes resultados:

**Tabela 11** - Rácio de solvabilidade geral do Grupo REFER, EP, S.A. e Grupo IP

	2012	2013	2014	2015	2016
Grupo REFER	-0,26	-0,27	-0,15	-	-
EP, S.A.	0,05	0,05	0,14	-	-
<b>REFER + EP</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,06</b>	-	-
Grupo IP	-	-	-	0,13	0,178
<b>Evolução</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,06</b>	<b>0,13</b>	<b>0,18</b>

Fonte: elaboração própria.

**Gráfico 8** - Evolução do rácio de solvabilidade geral



Fonte: elaboração própria

Pelos resultados obtidos é possível verificar que todos os anos foram registados valores inferiores a um, isto significa que, a IP, S.A. ainda não consegue satisfazer todos os seus compromissos financeiros com meios próprios, necessitando de recorrer a fontes de financiamento externas (segundo os dados de 2016, a entidade tem capacidade para cobrir apenas 18% do passivo com capital próprio). Associando estes resultados à evolução da dívida financeira, constatamos que, por um lado, estes confirmam os avultados défices

registados antes da fusão<sup>97</sup>, e por outro lado, a evolução positiva, a partir de 2014, espelha a diminuição do nível de endividamento justificada pelas várias injeções de capital realizadas<sup>98</sup>.

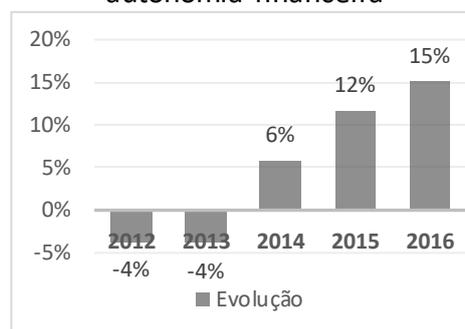
A autonomia financeira exprime a solidez financeira da entidade, tomando valores, normalmente, entre zero e um, ou negativos, caso o capital próprio da entidade seja negativo (Correia, 2014).

**Tabela 12** - Rácio de autonomia financeira do Grupo REFER. EP. S.A. e Grupo IP

	2012	2013	2014	2015	2016
Grupo REFER	-0,35	-0,36	-0,17	-	-
EP, S.A.	0,05	0,05	0,12	-	-
<b>REFER + EP</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,06</b>	-	-
Grupo IP	-	-	-	0,12	0,13
<b>Evolução</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,06</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>

Fonte: elaboração própria.

**Gráfico 9** - Evolução do rácio de autonomia financeira



Fonte: elaboração própria

Ao observar os resultados acima, verificamos que a REFER, E.P.E. apresentou, durante o período em análise, um rácio de autonomia financeira negativo, indiciando uma possível falência técnica, na qual o valor do passivo excede o valor do ativo. Por sua vez, o elevado peso destes resultados contribuiu negativamente para a evolução do conjunto REFER+EP, confirmando o elevado grau de dependência de capitais alheios. Note-se que, o grau de endividamento das entidades aqui envolvidas poderá ser justificado com o facto de as atividades que desenvolvem exigirem elevados investimentos.

Em 2014 e nos anos seguintes, assiste-se ao retomar da estabilidade financeira na IP, S.A., diminuindo gradualmente a sua vulnerabilidade e dependência de capitais alheios, em reflexo dos sucessivos aumentos de capital registados desde 2014<sup>99</sup>. Apesar desta evolução positiva da IP, S.A. (que, em 2015, permitia que o capital próprio financiasse 12% do ativo), o setor apresenta, em termos médios, um rácio de autonomia financeira negativo de -3,86%, espelhando capitais próprios médios negativos.

<sup>97</sup> Cf. com tabela 7 – Financiamentos obtidos, do Anexo 2.

<sup>98</sup> Cf. com tabela 7 – Financiamentos obtidos e tabela 8 – Aumentos de capital, do Anexo 2.

<sup>99</sup> Cf. com tabela 8 – Aumentos de capital, do Anexo 2.

Tal como referido anteriormente, os elevados níveis de endividamento foram uma das principais razões que conduziram à fusão entre a REFER, E.P.E. e a EP, S.A., veja-se, por exemplo, a previsão (inserida no Orçamento de Estado para 2015) de “necessidades globais de financiamento de 1.744 milhões de euros às quais acrescem 1.726 milhões de euros respeitantes ao serviço de dívida associado aos empréstimos contraídos junto do Estado Português, e que tinha como previsão ser convertido em capital em 2015” (in Relatório e Contas Consolidado 2015 da IP, p. 105).

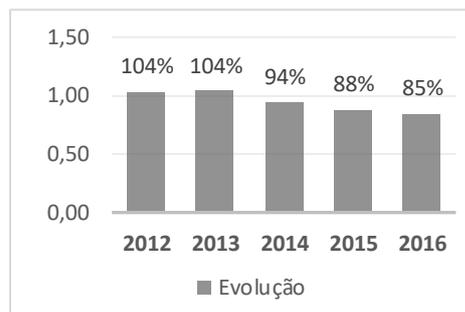
Assim, por último, e em complemento aos indicadores da estrutura de capital, o terceiro grupo de rácios visa analisar o grau de endividamento e o peso dos encargos financeiros suportados pelo Grupo IP, comparativamente ao registado pelo conjunto REFER+EP.

**Tabela 13** - Rácio de endividamento do Grupo REFER. EP. S.A. e Grupo IP

	2012	2013	2014	2015	2016
Grupo REFER	1,35	1,36	1,17	-	-
EP, S.A.	0,95	0,95	0,88	-	-
<b>REFER + EP</b>	<b>1,04</b>	<b>1,04</b>	<b>0,94</b>	-	-
Grupo IP	-	-	-	0,88	0,85
<b>Evolução</b>	<b>1,04</b>	<b>1,04</b>	<b>0,94</b>	<b>0,88</b>	<b>0,85</b>

Fonte: elaboração própria.

**Gráfico 10** - Evolução do rácio de endividamento



Fonte: elaboração própria

Observando os resultados alcançados, este rácio vem reforçar as conclusões obtidas através do anterior grupo indicadores, isto é, a sua tendência decrescente a partir de 2014 demonstra que, ao longo dos anos, as entidades recorreram cada vez menos a capitais alheios como fonte de financiamento, optando pelos sucessivos aumentos de capital<sup>100</sup> como forma de cobrir o serviço da dívida e as necessidades de investimento. Verificamos então que, apesar dos esforços para baixar a dependência de capitais alheios, em 2016, 85% do ativo ainda era financiado com recurso a capitais alheios, no entanto, quando observamos a evolução, é notória a diminuição apurada entre 2012 e 2016. Posto isto, dado

<sup>100</sup> Cf. com tabela 7 – Financiamentos obtidos e tabela 8 – Aumentos de capital, do Anexo 2.

o elevado peso que os capitais alheios sempre assumiram nas contas destas sociedades, é recomendável uma análise aos custos suportados com esses financiamentos.

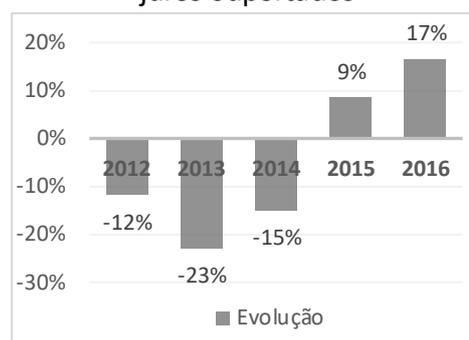
A pressão financeira de uma entidade pode ser avaliada recorrendo ao efeito dos juros suportados nos seus resultados operacionais (Correia, 2014), ora, aplicando este indicador foram obtidos os seguintes resultados:

**Tabela 14** - Efeito dos juros suportados do Grupo REFER, EP, S.A. e Grupo IP

	2012	2013	2014	2015	2016
Grp. REFER <sup>101</sup>	2,98	2,35	18,70	-	-
EP, S.A.	0,15	0,07	0,07	-	-
<b>REFER + EP</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,23</b>	<b>-0,15</b>	-	-
Grupo IP	-	-	-	0,09	0,17
<b>Evolução</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,23</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,09</b>	<b>0,17</b>

Fonte: elaboração própria.

**Gráfico 11** - Evolução do efeito dos juros suportados



Fonte: elaboração própria

Ao analisar a evolução apresentada acima verificamos que, pelo aumento do resultado do rácio, os resultados antes de impostos têm vindo a aumentar o seu peso nos resultados operacionais, o que significa que os juros suportados absorvem uma fatia cada vez menor dos resultados operacionais, contribuindo de forma positiva para a melhoria registada nos resultados financeiros<sup>102</sup>.

Por último, apresentamos os resultados alcançados para o indicador “custo dos financiamentos obtidos”:

<sup>101</sup> Ainda que positivos, os resultados apresentados pelo Grupo REFER dão-nos uma imagem distorcida da realidade, uma vez que tanto o resultado operacional como o resultado antes de impostos são negativos, de 2012 a 2014.

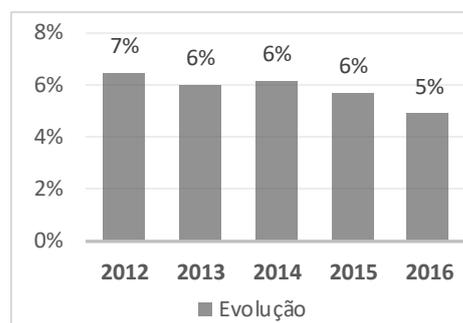
<sup>102</sup> Cf. com tabela 6 – Resultados financeiros, do Anexo 2.

**Tabela 15 - Custo dos financiamentos obtidos do Grupo REFER. EP. S.A. e Grupo IP**

	2012	2013	2014	2015	2016
Grupo REFER	0,05	0,04	0,03	-	-
EP, S.A.	0,11	0,10	0,13	-	-
<b>REFER + EP</b>	<b>0,07</b>	<b>0,06</b>	<b>0,06</b>	-	-
Grupo IP	-	-	-	0,06	0,05
<b>Evolução</b>	<b>0,07</b>	<b>0,06</b>	<b>0,06</b>	<b>0,06</b>	<b>0,05</b>

Fonte: elaboração própria.

**Gráfico 12 - Evolução do custo dos financiamentos**



Fonte: elaboração própria

Relativamente ao custo suportado com os financiamentos obtidos verificamos que, de modo geral, este tem seguido uma tendência decrescente, o que indica que a taxa média dos encargos financeiros suportados está a diminuir. Os baixos valores apurados para esta taxa podem ser justificáveis com o facto de estarmos sempre perante empresas públicas de grande dimensão que, para além de deterem uma maior capacidade de poder de negociação, muitas vezes, ainda beneficiam de garantias do Estado nos seus financiamentos<sup>103</sup>. Quando comparado com o valor da média do setor, situado em 4,44% para 2015, verificamos que estes estão muito próximos, refletindo o peso do poder de negociação das grandes empresas que dominam o setor da gestão de infraestruturas dos transportes terrestres.

Em suma, podemos concluir que ao nível do financiamento, o impacto da fusão foi positivo, registando-se uma diminuição gradual do nível de endividamento e dos respetivos custos financeiros suportados.

<sup>103</sup> Em 2016, 58% do total de financiamentos correspondia a empréstimos do Estado. Do restante, 34% beneficia de garantia do Estado Português, ou seja, beneficiam desta garantia a totalidade dos empréstimos concedidos pelo Banco Europeu de Investimentos, o empréstimo bancário contraído pela GIL e três emissões obrigacionistas que totalizam 1,6 mil milhões de euros (Relatório e Contas do Grupo IP – 2016).

**Tabela 16** - Resumo dos resultados dos indicadores económico-financeiros

Indicador	2012	2013	2014	2015	2016	Impacto
Rend. operacional das vendas	0,19	0,25	0,33	0,29	0,30	-
Rend. líquida das vendas	-0,03	-0,06	-0,03	0,01	0,03	+
Rend. do ativo	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	=
Rend. do capital próprio	0,06	0,08	-0,02	0,01	0,01	+
Liquidez geral	4,13	2,56	2,13	1,63	1,42	-
Liquidez imediata	0,18	0,05	0,05	0,10	0,06	+
Cobertura dos ativos não correntes	1,25	1,20	1,18	1,14	1,11	-
Solvabilidade geral	-0,04	-0,04	0,06	0,13	0,18	+
Autonomia financeira	-0,04	-0,04	0,06	0,12	0,15	+
Rácio de endividamento	1,04	1,04	0,94	0,88	0,85	+
Efeito dos juros suportados	-0,12	-0,23	-0,15	0,09	0,17	+
Custo dos financiamentos obtidos	0,07	0,06	0,06	0,06	0,05	+
<i>Legenda:</i> + → impacto positivo - → impacto negativo = → sem impacto						

Fonte: elaboração própria.

Concluindo a análise das demonstrações financeiras através da utilização dos indicadores económico-financeiros, podemos constatar (pela tabela 16, acima) que, de um modo geral, a fusão entre as entidades gestoras das infraestruturas ferroviária e rodoviária, contribuiu para a melhoria do desempenho da entidade resultante da fusão. Contudo, apesar da evolução positiva registada até ao final de 2016, esse desempenho ainda está abaixo da média registada no setor, pelo que se espera que as medidas de reestruturação continuem.

## 2.2. Análise do grau de cumprimento dos serviços ferroviário e rodoviário

Complementarmente aos indicadores económico-financeiros, os indicadores de carácter qualitativo ajudam a perceber se a fusão influenciou, de algum modo, o nível da qualidade dos serviços prestados pela IP, S.A..

Como prestadora de um serviço público, a IP, S.A. preocupa-se em disponibilizar infraestruturas de qualidade, fiáveis e que respeitem as condições de segurança.

Assim, o grau de cumprimento do serviço ferroviário é normalmente avaliado tendo por base a qualidade e a fiabilidade da infraestrutura, o nível de segurança e o grau de utilização da rede ferroviária (tabela 17).

**Tabela 17** - Grau de cumprimento do serviço ferroviário

	2012	2013	2014	2015	2016
Qualidade da rede ferroviária	89,6%	n.d.	91,6%	93,6%	83,4%
Nível de segurança - Nº de acidentes significativos	n.d. n.d.	1,295 47	1,344 50	0,617 24	1,024 38
Índice de pontualidade	91%	89%	89%	91%	91%
Nível de utilização [milhões de Ck]	35	35,9	36,9	37	36,9

Fonte: elaboração própria.

Analisando os resultados divulgados pela IP, S.A., verificamos que o grau de utilização da rede ferroviária (que inclui o transporte de passageiros e de mercadorias), registou ligeiros aumentos até 2015, estabilizando nos 37 milhões de comboios-quilómetro (Ck), após a fusão. O mesmo acontece com o grau de fiabilidade, que nos indica que, desde 2015, 91% dos comboios circulam com pontualidade.

Em termos de segurança, destaca-se o bom desempenho atingido em 2015, no qual foram registados 0,617 acidentes por milhão de Ck, totalizando 24 acidentes significativos. Contudo, apesar de o aumento da segurança ser uma das prioridades da IP, S.A., o número de acidentes significativos tende a aumentar, não devido à qualidade das infraestruturas, mas antes à imprudência e intrusão de estranhos no espaço ferroviário (segundo o Relatório Anual de Segurança do Instituto da Mobilidade e dos Transportes).

Por fim, o indicador de qualidade da rede ferroviária representa a percentagem de rede que não necessita de reparação urgente, além das normais ações de manutenção. Segundo o comunicado emitido pela IP, S.A. (a 29 de dezembro de 2015), no qual se destaca a evolução positiva da qualidade da rede desde 2012, esta melhoria é justificada pelas diversas “inspeções periódicas às condições de conservação da ferrovia”, e pelo aumento do investimento em infraestruturas de longa duração, em especial, em 2015, ano em que foi investido “o dobro dos valores investidos nos anos anteriores, o que permitiu a melhoria significativa de diversas situações que penalizavam a circulação ferroviária regular” (contribuindo para a melhoria dos índices de segurança e de pontualidade). Em 2016, assiste-se a uma quebra na qualidade motivada pelo facto de nem todos os planos de intervenção terem sido realizados, no entanto, arrancou também o Plano Ferrovia2020 que prevê a modernização de aproximadamente 1200 km de rede, pelo que se espera uma recuperação dos valores de qualidade.

No que respeita à rede rodoviária, dada a sua extensão, a IP, S.A. aposta na realização de várias ações de inspeção rodoviária “efetuadas por equipas de inspetores de segurança e com uma abrangência nacional, que permitem identificar desconformidades e problemas de segurança rodoviária relacionados com a infraestrutura, e propor as medidas corretivas com melhor custo-benefício” (*in* Relatório e contas consolidadas do Grupo IP – 2016).

Por conseguinte, o grau de cumprimento dos níveis de serviço rodoviário é avaliado em função da qualidade da infraestrutura rodoviária e do índice de segurança (tabela 18).

**Tabela 18** - Grau de cumprimento do serviço rodoviário

	2012	2013	2014	2015	2016
Qualidade da rede rodoviária	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Índice de segurança	n.d.	119	111	139	118
- <i>Indic. de gravidade na rede IP</i>	22498	20519	21879	19010	17207
- <i>Nr. vítimas mortais na rede IP</i>	231	224	206	176	172
- <i>Nr. pontos negros na rede IP</i>	18	48	36	20	n.d.

Fonte: elaboração própria.

O indicador de qualidade da infraestrutura rodoviária gerida pela IP, S.A., que inclui o estado de conservação das obras de arte e dos pavimentos, regista uma clara tendência de estabilização, mantendo-se no nível razoável (2,5 a 3,5) desde 2012.

Por outro lado, o índice de segurança, que compreende a gravidade do acidente, o número de vítimas mortais e se se trata de um ponto negro, apresenta um ligeiro agravamento em 2015, retomando o valor médio em 2016. Quando analisamos os seus componentes, constatamos que os esforços levados a cabo pela IP, S.A. para a promoção da segurança estão a dar fruto, traduzindo-se, sobretudo, na redução do número de pontos negros nas estradas e no número de vítimas mortais.

Em suma, podemos concluir que apesar da junção das atividades de gestão da infraestrutura ferroviária e rodoviária exigirem um melhor planeamento de recursos e uma maior flexibilidade e capacidade de coordenação, de um modo geral, a fusão não afetou muito a qualidade dos serviços prestados, mantendo-se a qualidade das redes, e a evolução positiva dos níveis de segurança que já se fazia sentir desde 2012.

### 2.3. Análise das notícias

Desde a data do seu anúncio, a fusão entre as entidades públicas REFER, E.P.E. e EP, S.A. foi abordada diversas vezes na imprensa nacional. Contudo, não existe uma grande variedade de assuntos noticiados, pelo que quase é possível dividir as publicações em dois grandes grupos: os que criticam a decisão de fusão e lhe apontam os resultados negativos que irá proporcionar e, por outro lado, as que dão a conhecer o processo de fusão, os seus objetivos, os resultados esperados e os resultados já obtidos em 2015 e 2016.

Ao separar a “infraestrutura” da “operação”, tal como defende a UE, esta operação inspira-se no “modelo nórdico” adotado pela Suécia e Finlândia, sendo, muitas vezes, comparada com o caso sueco.

Na Suécia, a Trafikverket é, desde 2010, a entidade responsável pelo “planeamento de longo prazo dos sistemas de transporte rodoviário, ferroviário, aéreo e marítimo”, e pela “construção, operação e manutenção das estradas e caminhos-de-ferro”, assegurando que as infraestruturas são utilizadas de forma eficaz e segura<sup>104</sup>. Segundo Gunnar Malm (ex-líder da Trafikverket), além dos ganhos de eficiência e aumento de rentabilidade, o objetivo da fusão passava por encontrar soluções para o sistema de transportes como um todo, em vez de priorizar um modo de transporte em relação a outro, potenciando assim a intermodalidade da rede de transportes e impulsionando, em especial, o setor ferroviário<sup>105</sup>.

Os resultados obtidos foram, segundo o ex-líder da Trafikverket, muito satisfatórios. A adoção de várias estratégias de reorganização, entre elas uma nova forma de organização interna por funções (manutenção, investimento, gestão de tráfego, ...) possibilitaram, para além da atuação de forma coordenada nos vários meios de transporte, a obtenção de poupanças de 25% nos custos administrativos e de cerca de 376 milhões de euros nos contratos adjudicados às construtoras<sup>102</sup>.

Ora, apesar de possuírem semelhanças, não podemos ignorar o facto de estarmos perante duas realidades distintas, principalmente no que respeita à extensão das redes

---

<sup>104</sup> <http://www.trafikverket.se/en/startpage/>

<sup>105</sup> Adaptado de Diário Económico, "Suécia poupou mais de 370 milhões com fusão no setor dos transportes" a 30 de março de 2015, e Jornal de Negócios, "Fusão EP/Refer poupa 50 milhões por ano com fornecedores" a 24 de março de 2014.

rodoviária e ferroviária, e aos níveis de disponibilidades e solidez financeiras. Ainda assim, segundo o Secretário de Estado das Infraestruturas, Sérgio Monteiro, a “estimativa é de, em 10 anos, reduzir os custos em pelo menos 500 milhões de euros, e aumentar as receitas em, pelo menos, mais 1500 milhões de euros”, sem que haja lugar a despedimentos, de modo a que a sustentabilidade da IP, S.A. “possa atrair investidores privados e assim diversificar as fontes de financiamento da empresa”, desonerando progressivamente os contribuintes<sup>106</sup>.

Neste sentido, já foram implementadas várias medidas que visam a redução da despesa e aumento da receita, como:

- A renegociação das PPP's (apesar de, até ao momento, estes processos ainda não estarem concluídos)<sup>107</sup>;
- A venda de instalações, ou o seu arrendamento ou concessão a terceiros<sup>108</sup>;
- A reorganização interna e eliminação de sobreposições (que possibilitou, em 2015 e 2016, uma redução nos encargos com (por exemplo) comunicações, transporte, estadias e informática; e
- A adoção de novas políticas de financiamento (proporcionando, ao longo de 2015 e 2016, a progressiva diminuição da dívida financeira)<sup>109</sup>.

Assim, apesar de a fusão ainda ser muito recente, e de ainda haver muito trabalho a desenvolver e medidas a implementar, pelas notícias publicadas na imprensa nacional, constatamos que, de um modo geral, a IP, S.A. tem apresentado sinais de uma evolução positiva, rumo ao cumprimento das metas traçadas.

---

<sup>106</sup> Segundo publicação da Agência Lusa, "*Governo estima poupança de 2.000M Euro em dez anos com IP*" a 01 de junho de 2015.

<sup>107</sup> De acordo com o Jornal Económico, "*Renegociação das PPP arrisca falhar e perder 2,3 mil milhões*" de 27 de abril de 2017.

<sup>108</sup> De acordo com a entrevista a António Ramalho (ex-presidente da IP, S.A.), na Revista EXAME, "*Ir para a bolsa pode render mais de três mil milhões de euros*" de 18 de abril de 2016.

<sup>109</sup> De acordo com o Jornal Económico, "*IP com lucro de 26,3 milhões em 2016*" a 01 de maio de 2017.



## Conclusão

Portugal, como membro da UE, deve adotar estratégias que vão ao encontro dos objetivos traçados para todos os membros do grupo, nomeadamente com vista à harmonização dos vários mercados geográficos e à criação de uma rede de transportes europeia.

Até 2015, ano da fusão, o setor ferroviário português encontrava-se bastante fragilizado, fruto da “rigidez” associada a este tipo de transporte, da concorrência de outros meios de transporte (que conduziram à progressiva diminuição da procura) e da acumulação de défices, desencadeados pela exigência de elevados montantes de investimento nas infraestruturas e pela cada vez menor rentabilidade do setor. Um dos maiores concorrentes da ferrovia é, sem dúvida, o transporte rodoviário, no entanto, também neste caso são necessários grandes volumes de investimento que promovam a sustentabilidade, qualidade e segurança da rede rodoviária, de modo a cumprir as metas europeias.

Neste sentido surge, em 2015, a fusão entre as entidades gestoras das infraestruturas ferroviária e rodoviária, com vista ao planeamento e investimento integrado (potenciando a complementaridade entre os dois modos de transporte), a uma maior eficiência (criando poupanças através da adoção das melhores de cada entidade e da eliminação de sobreposições), alcançar a sustentabilidade financeira e o cumprimento das metas da UE.

Assim, a presente dissertação tem como objetivo aferir se a operação de concentração, (na qual a EP, S.A. é incorporada na REFER, E.P.E. e esta, por sua vez, se transforma em IP, S.A.), já produziu resultados que justifiquem a sua realização, isto é, se o desempenho económico e financeiro e a qualidade dos serviços prestados superam os resultados que eram obtidos pelas entidades originais.

Para isso, de modo a obter um trabalho mais completo, começamos por apresentar, no Capítulo 1 da Parte I, um enquadramento geral do tema F&A, o qual iniciamos com a exposição da sua evolução histórica (evidenciando e caracterizando o seu carácter cíclico, através da sua divisão em sete “ondas”), a distinção dos principais conceitos e a apresentação das principais teorias explicativas destas operações (modelos neoclássicos,

modelos assentes no comportamento dos gestores e modelos de *market timing*). Em seguida, como as F&A são operações complexas e cada uma com as suas próprias características, apresentamos algumas das principais motivações e determinantes que as tornam operações únicas. Aqui, verificamos que, regra geral, estes motivos podem ser divididos em três grupos: motivos estratégicos, financeiros e organizacionais (Gupta, 2012), dos quais podemos destacar como os mais comuns a obtenção de sinergias, a diversificação, o rápido crescimento, e o acesso a novos mercados e recursos. Quanto aos determinantes, como vimos anteriormente, são características das operações que podem influenciar, ou mesmo determinar, o êxito ou fracasso da operação, por exemplo, o método de pagamento, o tamanho das empresas envolvidas na operação, ou mesmo apostar na diversificação do negócio *versus* no *core business*.

Por fim, para concluir o primeiro capítulo, apresentamos os resultados obtidos por alguns autores da literatura internacional, que propuseram avaliar o sucesso da operação de concentração com base no estudo dos ganhos operacionais e/ou financeiros resultantes da combinação, através das informações contabilísticas divulgadas pelas entidades (*accounting studies*). Contudo, os resultados destas pesquisas não são uniformes, tendo sido apurados todos os tipos de resultados: melhorias de desempenho (Healy *et al.*, 1992; Heron e Lie, 2002; Gugler *et al.*, 2003; Ramaswamy e Waeglein, 2003; Powell e Stark, 2005; Lau *et al.*, 2008; Espert *et al.*, 2012; Costa, 2014), agravamentos (Hoshino e Yeh, 2002; Mantravadi e Reddy, 2007; Pazarskis *et al.*, 2006), outros não detetam qualquer alteração significativa (Sharma e Ho, 2002; Akben-Selçuk, 2008; Kumar, 2009; Pervan *et al.*, 2015), e ainda os que obtêm resultados mistos, isto é, obtêm simultaneamente resultados que apontam para aumentos de desempenho e outros que indicam a sua diminuição (Cabanda e Pajara-Pascual, 2007; Ismail *et al.*, 2010).

No Capítulo 2 é realizada a análise normativa, na qual abordamos as perspetivas jurídica e contabilística da fusão entre a REFER, E.P.E. e a EP, S.A.. O estudo da perspetiva jurídica desta operação mostra-se especialmente pertinente pelo facto de haverem poucas pesquisas que abordem a legislação aplicável às entidades do SPE, nomeadamente o Regime do Setor Empresarial do Estado, aprovado no DL n.º 133/2013, o qual remete para o claro afastamento da aplicação dos termos do CSC, e a conseqüente necessidade de criar

um novo decreto-lei, o DL n.º 91/2015, como forma de consagrar a fusão e criar a nova entidade IP, S.A..

No que respeita ao tratamento contabilístico verificámos que, à semelhança do que já era efetuado pelo Grupo REFER, foram aplicadas as IFRS na elaboração das contas consolidadas do Grupo IP. Portanto, aplicando os preceitos da IFRS 3 a esta operação verificamos que, de modo sucinto, a REFER, E.P.E. se apresenta como entidade adquirente, que tomou controlo efetivo da EP, S.A. a 01 de janeiro de 2015, e cujos ativos e passivos de cada entidade foram registados ao valor contabilístico, não tendo sido apurado qualquer valor respeitante a *goodwill*.

A Parte II deste trabalho está reservada para o estudo empírico, pelo que começamos por, no Capítulo 1, expor a técnica de investigação adotada, apresentar o processo de fusão (descrevendo as entidades e setores envolvidos, os objetivos e as fases da operação) e definir como recolhemos e analisamos os dados para o nosso trabalho.

Assim, fazendo um balanço entre o objetivo da nossa pesquisa, a falta de estudos que comprovem os resultados positivos prometidos à data de fusão, e os vários métodos de desenvolvimento de um trabalho científico, optamos pela técnica de investigação cujo o foco está na compreensão e interpretação da realidade – o método do estudo de caso – e pela realização de um *accounting study*, como técnica de avaliação do desempenho.

Neste sentido, recorrendo aos Relatórios e Contas de 2012 a 2016 das entidades envolvidas na fusão, foi recolhida a informação contabilística necessária para a avaliação do desempenho através da aplicação de indicadores económico-financeiros. Posteriormente, os resultados obtidos por meio destes indicadores são comparados com o valor apurado para o setor (divulgados pelo Banco de Portugal), de modo a perceber qual a situação da IP, S.A. face à média do setor em que se insere. Por fim, observamos a evolução de alguns índices de qualidade e segurança (divulgados nos Relatórios de Gestão e Relatórios de Governo Societário), que nos permitem perceber se a fusão produziu algum efeito ao nível do grau de cumprimento dos serviços prestados.

Através da análise dos resultados obtidos nos indicadores económico-financeiros, à semelhança das conclusões alcançadas por (por exemplo) Gugler *et al.* (2003), Lau *et al.* (2008) e Espert *et al.* (2012), podemos constatar que, de um modo geral, apesar de os

progressos ainda não serem muito notórios, a fusão contribuiu positivamente para a melhoria de desempenho. Ainda assim, estes resultados estão muito abaixo da média registada no setor, pelo que é expectável que a implementação de medidas de reestruturação continue.

Os indicadores de avaliação da rendibilidade demonstram, de um modo geral, um aumento nos níveis de eficiência após a fusão, denotando um aumento gradual da margem obtida através das vendas e serviços prestados. Para tal contribui (entre outros fatores) a diminuição do peso da rubrica “juros e gastos similares suportados”, graças à mudança de política de financiamento que, desde 2014, se tem baseado em múltiplas injeções de capital. Apesar desta alteração de política, os resultados do ROE indicam que a IP, S.A. ainda apresenta uma baixa atratividade para possíveis novos investidores e uma reduzida capacidade de autofinanciamento (no entanto, note-se que estes resultados são superiores aos registados no período pré-fusão).

Ao nível da liquidez foram obtidos resultados mistos. Por um lado, o índice de liquidez geral registou uma leve quebra, no entanto, como os valores são superiores a 1, podemos concluir que a IP, S.A. ainda possui liquidez suficiente para responder aos seus compromissos de curto prazo. Por outro lado, embora tenha sido apurada uma evolução positiva do índice de liquidez imediata, os seus valores são baixos, o que poderá ser justificado, por exemplo, pela aposta no reinvestimento de fundos. Posto isto, podemos concluir que a fusão teve um impacto positivo (ou pelo menos não negativo), possibilitando que a IP, S.A. continue a assegurar o seu equilíbrio financeiro mínimo.

Por fim, os dois últimos grupos de indicadores económico-financeiros têm como objetivo avaliar a estrutura financeira e o endividamento. Os resultados obtidos reforçam a ideia da necessidade da(s) entidade(s) ter(em) de recorrer a fontes externas para financiar os elevados montantes de investimento que as suas atividades requerem. Contudo, a evolução dos resultados obtidos também reflete a adoção de uma nova política de financiamento, espelhando a partir de 2014, a gradual diminuição da dependência de capitais alheios, e a diminuição do peso dos juros e outros encargos similares suportados. Assim sendo, concluímos igualmente que, ao nível da estrutura financeira e do endividamento, a fusão produziu efeitos positivos.

Observando a evolução do grau de cumprimento dos serviços ferroviário e rodoviário verificamos que, apesar da possibilidade de um melhor planeamento e afetação de recursos, a operação não afetou muito a qualidade dos serviços prestados, mantendo-se a evolução positiva que já se fazia sentir desde 2012. Assim, fruto da aposta em disponibilizar infraestruturas com cada vez mais qualidade, fiabilidade e segurança, destacam-se os bons níveis de qualidade das redes, a pontualidade dos comboios, a melhoria dos índices de segurança, a diminuição do número de pontos negros e de vítimas mortais.

Relativamente às notícias publicadas na imprensa nacional, constatámos que estas, de um modo geral, têm servido de meio de divulgação de algumas das medidas já implementadas (como a venda de instalações, a reorganização interna e eliminação de sobreposições, a renegociação de PPP's, ...), e de alguns dos resultados já obtidos, contribuindo assim para um aumento da transparência em torno desta operação. Adicionalmente, alguns artigos ainda nos dão conta de um processo de fusão com contornos semelhantes ocorrido na Suécia, em 2010, o qual terá servido de modelo à fusão entre a REFER, E.P.E. e a EP, S.A.. Contudo, tendo em atenção que se trata de duas realidades diferentes (quer em termos de extensão das redes, quer em termos de solidez financeira dos dois países) e que a fusão ocorrida em Portugal ainda é relativamente recente, não estão reunidas condições para efetuar a comparação do caso da Trafikverket com o da IP, S.A., servindo assim apenas como referência.

Em suma, após as três análises efetuadas, podemos concluir que, apesar de os resultados ainda não serem muito notórios, e de ter sido apurada uma evolução negativa em alguns indicadores logo após a fusão (das quais a entidade já está a recuperar), o número de indicadores que apontam para melhorias de desempenho é superior, pelo que podemos afirmar que a IP, S.A. já se encontra a cumprir os objetivos traçados à data da fusão. Destes objetivos destacamos, por exemplo, a maior eficiência e aproveitamento das economias de escala (fruto da melhor alocação de recursos e da partilha de conhecimentos), o planeamento e investimento integrado (que tem contribuído para a manutenção da evolução dos níveis de qualidade e segurança), e o contributo para alcançar a sustentabilidade financeira do setor em que se insere (através da renegociação das PPP's

e da conversão de dívida em capital). Quanto ao impacto que poderá ter para os contribuintes, podemos realçar o aspeto positivo da manutenção da evolução positiva dos níveis de qualidade e segurança dos serviços prestados, e outro que os poderá vir a afetar negativamente: as múltiplas injeções de capital.

## **Limitações do estudo**

Além das limitações apresentadas anteriormente relativas ao método do estudo de caso como técnica de investigação e à técnica de análise de dados com base em indicadores económico-financeiros (nos pontos 1.2. e 1.4.1. do capítulo 1, da Parte II, respetivamente), podemos acrescentar outras três limitações.

A primeira limitação está relacionada com o facto de esta pesquisa estar focada apenas numa operação, não existindo muitas operações semelhantes com as quais se possa comparar resultados.

Adicionalmente, surge como segunda limitação, o facto de a fusão entre a REFER, E.P.E. e a EP, S.A. ser muito recente, ou seja, não há dados disponíveis para uma análise a médio/longo prazo que permita apurar o verdadeiro montante da poupança alcançada (depois de implementadas e assimiladas todas as medidas necessárias de reestruturação/organização da IP, S.A.).

Por fim, como terceira limitação, deve ser tido em consideração que o desempenho económico-financeiro e a qualidade do serviço prestado pelas entidades, ao longo do período em análise, pode ter sido enviesado por fatores externos às entidades, como por exemplo a crise económica e as alterações da legislação.

## **Pistas para investigação futura**

Em relação às sugestões de investigação futura seria interessante que, tal como sugerem Cabanda e Pajara-Pascual (2007), este estudo servisse de ponto de partida a outros que investigassem esta mesma operação, mas de uma forma mais aprofundada.

Neste sentido, dando resposta a algumas das limitações apresentadas anteriormente, sugerimos que, de modo a perceber se se justificou a fusão entre a REFER, E.P.E. e a EP, S.A., seja desenvolvida uma pesquisa, por exemplo:

- com uma maior amplitude temporal, de modo a obter uma análise a médio/longo prazo;
- recorrendo a um maior número de indicadores, de modo a avaliar a globalidade do impacto da operação (por exemplo, o impacto sentido ao nível dos recursos humanos);
- recorrendo a novas fontes de informação, como entrevistas;
- que estabeleça uma comparação com o caso similar ocorrido na Suécia (por exemplo).

Outra possível sugestão seria examinar esta fusão numa perspectiva jurídica e/ou contabilística mais profunda, uma vez que não são muitos os estudos que se debruçam sobre o setor público português e respetivos regimes aplicáveis.



## Referências Bibliográficas

**Akben-Selçuk**, Elif (2008) “The impact of cross-border mon target company performance: evidence from Turkey” *Economics Bulletin*. 13(5), 1-9, [http://astonjournals.com/manuscripts/Vol2011/BEJ-22\\_Vol2011.pdf](http://astonjournals.com/manuscripts/Vol2011/BEJ-22_Vol2011.pdf) [22 de janeiro de 2015].

**Agrawal**, Anup; **Jaffe**, Jeffrey F.; **Mandelker**, Gerson N. (1992) “The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly” *The Journal of Finance*. 47(4), 1605-1621. <http://bama.ua.edu/~aagrawal/postmer.pdf> [31 de julho de 2014].

**Amel-Zadeh**, Amir (2009) “Operating Performance Improvements after Corporate Takeovers: Fact or Fallacy” University of Oxford. <https://ssrn.com/abstract=1429354> [25 de janeiro de 2017].

**Barber**, Brad. M.; **Lyon**, J. D. (1996) “Detecting abnormal operating performance: the empirical power and specification of test statistics” *Journal of Financial Economics*. 41, 359-399. <http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/BarberLyon1996.pdf> [16 de fevereiro de 2015].

**Barreira**, João F. S. (2011) *Impacto de uma fusão ou aquisição na performance das empresas: alguns casos em Portugal*. Dissertação de mestrado em Finanças. Universidade Técnica de Lisboa. <http://hdl.handle.net/10400.5/10269> [29 de janeiro de 2017].

**Barros**, Victor M. S. (2011) *Impacto da fiscalidade nas decisões de fusões e aquisições em Portugal*. Dissertação de mestrado em Finanças. Universidade Técnica de Lisboa. <http://hdl.handle.net/10400.5/3834> [21 de janeiro de 2017].

**Brealey**, Richard A.; **Myers**, Stewart C.; **Allen**, Franklin (2011) *Principles of corporate finance*. New York: McGraw-Hill/Irwin.

**Bruner**, Robert F. (2004) *Applied mergers and acquisitions*. New Jersey: John Wiley & Sons.

**Cabanda**, Emilyn; **Pajara-Pascual**, Marianne (2007) “Merger in the Philippines: evidence in the corporate performance of William, Gothong, and Aboitiz (WG&A) shipping companies”

*Journal of Business Case Studies*. 3(4), 87-100, <https://www.cluteinstitute.com/ojs/index.php/JBCS/article/view/4869/4962> [20 de agosto de 2016].

**Carneiro**, Marco A. M. (2014) *A internacionalização no mercado de fusões e aquisições e a criação de valor*. Dissertação de mestrado em Finanças. Universidade do Minho. <http://hdl.handle.net/1822/29077> [25 de setembro de 2016].

**Carvalho**, Carla M. T. (2015) *O Goodwill e o seu tratamento contabilístico pós adoção das IFRS: uma análise nas empresas da Euronext Lisbon*. Tese de doutoramento em Contabilidade. Universidade de Aveiro. <http://hdl.handle.net/10773/16511> [9 de março de 2017].

**Castro**, Denise M. F. (2010) *Criação de Valor em Fusões e Aquisições*. Tese de Mestrado em Administração de Empresas. Universidade de São Paulo. <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-03112010-194441/pt-br.php> [12 de janeiro de 2017].

**Cesar**, Ana M. R. V. (s.d.) Método do Estudo de Caso (Case Studies) ou Método do Caso (Teaching Cases)? Uma análise dos dois métodos no Ensino e Pesquisa em Administração. *Revista Eletrônica Mackenzie de Casos*, 1(1). [http://www.mackenzie.br/fileadmin/Graduacao/CCSA/remac/jul\\_dez\\_05/06.pdf](http://www.mackenzie.br/fileadmin/Graduacao/CCSA/remac/jul_dez_05/06.pdf) [05 de novembro de 2016].

**Chang**, Rosita P.; **Moore**, Keith M. (2012) "Mergers and Acquisitions" in Clayman, Michelle R.; Fridson, Martin S.; Troughton, George H.; Scanlan Matthew (eds.) *Corporate Finance: A Practical Approach*. USA: Cfa Institute Investment Series, 407-462.

**Conselho das Finanças Públicas** (2015) *Glossário de termos das Finanças Públicas*. Lisboa.

**Correia**, Sandra (2014) "Qual o desempenho económico-financeiro da minha empresa?" *Revista portuguesa de contabilidade*. 16 (4º trimestre), <http://rpc.informador.pt/artigos/E199.0106/Qualodesempenhoeconomicofinanceirodaminhaempresa> [20 de março de 2017].

**Costa**, Sílvio D. (2014) *Concentração bancária em Portugal: uma análise de performance do sector bancário*. Tese de Mestrado em Economia (Economia Financeira). Universidade de Coimbra. <http://hdl.handle.net/10316/27297> [29 de janeiro de 2017].

**Direção de Planeamento; Gabinete de Controlo de Gestão e Sistemas de Informação** (2011) *Relatório de Monitorização da Rede Rodoviária Nacional – 2010*. Lisboa: Instituto de Infraestruturas Rodoviárias, IP.

**Drake**, Pamela P. (2012) “Financial statement analysis” in Clayman, Michelle R.; Fridson, Martin S.; Troughton, George H.; Scanlan Matthew (eds.) *Corporate Finance: A Practical Approach*. USA: Cfa Institute Investment Series, 347-406.

**Espert**, José L. C.; **Romero**, Fernando J. C.; **Tabuena**, Antonio G. (2012) “Size and sector in the efficiency of mergers involving unlisted companies” *Spanish Journal of Finance and Accounting*. 41(153), 51–87, <http://search.proquest.com/business/docview/1069227078/1E741832D66B420FPQ/1?accountid=39703#> [20 de maio de 2014].

**Faccio**, Mara; **Masulis**, Ronald W. (2004) “The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions” *The Journal of Finance*. 60(3), 1345-1388, <http://www.jstor.org/stable/3694929> [25 de novembro de 2016].

**Fama**, Eugene; **Fisher**, Lawrence; **Jensen**, Michael C.; **Roll**, Richard (1969) “The Adjustment of Stock Prices to New Information” *International Economic Review*. 10. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract\\_id=321524](https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=321524) [23 de janeiro de 2017].

**Ferreira**, Domingos (2002) *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas – Vol. 1 e 2*. Lisboa: Edições Sílabo, Lda.

**Gaughan**, Patrick A. (2007) *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. New Jersey: John Wiley & Sons.

**Godbole**, Prasad G. (2013) *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*. Nova Deli: Vikas Publishing House Ltd.

**Gomes**, António M. C. (2012) *Fusões & Aquisições no setor bancário em tempo de crise: Impacto na Performance Operacional dos Bancos Adquirentes*. Tese de mestrado em Finanças. Universidade do Porto. <http://hdl.handle.net/10216/74986> [05 de janeiro de 2017].

**Gugler**, Klaus; **Mueller**, Dennis C.; **Yurtoglu**, Burcin; **Zulehner**, Christine (2003) “The effects of mergers: an international comparison” *International Journal of Industrial Organization*. 21, 625-653, <http://www.wu.ac.at/iqv/mitarbeiter/gugler/ijio.pdf> [20 de agosto de 2014].

**Guimarães**, José P. R. (2012) *Fusões e aquisições no seio das PME portuguesas*. Tese de mestrado em Finanças. ISCTE Business School. <http://hdl.handle.net/10071/5053> [20 de novembro de 2014].

**Gupta**, Pradeep K. (2012) “Mergers and Acquisitions (M&A): The Strategic Concepts for the Nuptials of Corporate Sector” *Innovative Journal of Business and Management*. 1(4), 60-68. <http://innovativejournal.in/index.php/ijbm/article/viewFile/389/374> [10 de janeiro de 2017].

**Healey**, Paul M.; **Palepu**, Krishna G.; **Ruback**, Richard S. (1992) “Does corporate performance improve after mergers?” *Journal of Financial Economics*. 31, 135-175, [https://www.researchgate.net/publication/222487307\\_Does\\_Corporate\\_Performance\\_Improve\\_after\\_Mergers](https://www.researchgate.net/publication/222487307_Does_Corporate_Performance_Improve_after_Mergers) [10 de outubro de 2016].

**Heron**, Randall; **Lie**, Erik (2002) “Operating performance and the method of payment in takeovers” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 37(1), 137-155. [https://www.biz.uiowa.edu/faculty/elie/heron\\_lieJFQA.pdf](https://www.biz.uiowa.edu/faculty/elie/heron_lieJFQA.pdf) [20 de janeiro de 2017].

**Hoshino**, Yasuo; **Yeh**, Tsung-ming (2001) “Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers” *Institute of Policy and Planning Sciences*, Discussion Paper Series nº 924. Tsukuba, Japão. [https://tsukuba.repo.nii.ac.jp/?action=pages\\_view\\_main&active\\_action=repository\\_view\\_main\\_item\\_detail&item\\_id=22765&item\\_no=1&page\\_id=13&block\\_id=83](https://tsukuba.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=22765&item_no=1&page_id=13&block_id=83) [12 de agosto de 2014].

**Ismail**, Tariq H.; **Abdou**, Abdulati A.; **Annis**, Radwa M. (2011) “Exploring improvements of post-merger corporate performance: the case of Egypt” *IUP Journal of Business Strategy*. 8(1), 7-24, <http://search.proquest.com/business/docview/861323296/fulltextPDF/F6627B4C02164A44PQ/1?accountid=39703#> [10 de agosto de 2014].

**Jensen**, Michael C. (1986) “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers” *The American Economic Review*. 76(2), 323-329. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=99580](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=99580) [19 de janeiro de 2007].

**Jovanovic**, Boyan; **Rousseau**, Peter L. (2002) “The Q-Theory of mergers”, *The American Economic Review*. 92(2), 198–204. [http://homepage.univie.ac.at/besim.yurtoglu/papers/p\\_8.pdf](http://homepage.univie.ac.at/besim.yurtoglu/papers/p_8.pdf) [19 de janeiro de 2017].

**Kumar**, Raj (2009) “Post-merger corporate performance: an Indian perspective” *Management Research News*. 32(2), 145-157, <http://search.proquest.com/docview/223530870/fulltextPDF/66AD7A519A034F89PQ/1?accountid=39703#> [11 de agosto de 2014].

**Lau**, Ben; **Proimos**, Alex; **Wright**, Sue (2008) “Accounting measures of operating performance outcomes for Australian mergers” *Journal of Applied Accounting Research*. 9(3), 168–180, <http://search.proquest.com/business/docview/233303426/A9023630B9CC4290PQ/1?accountid=39703#> [23 de maio de 2014].

**Markides**, Constantinos C. (1997) “To Diversify or Not to Diversify” *Harvard Business Review*. Edição novembro-dezembro, 79-99.

**Marques**, Elda; **Guiné**, Orlando V. (2011) “Capítulo IX – Fusão de Sociedades” in Abreu, Jorge M. Coutinho (Ed.) *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Coimbra: Almedina.

**Martín**, Luis Á. G.; **López**, José E. N. (2008) *La dirección estratégica de la empresa: teoría y aplicaciones*. Madrid: Thomson/Civitas.

**Martynova**, Marina; **Renneboog**, Luc D. R. (2005) “Takeover Waves: Triggers, Performance and Motives”. Tilburg University and European Corporate Governance Institute Discussion Paper, Vol. 2005-029. Tilburg. <https://pure.uvt.nl/portal/files/776197/2005-029.pdf> [05 de janeiro de 2017].

**Martynova, Marina; Renneboog, Luc; Oosting, Sjoerd** (2006). “The long-term operating performance of European mergers and acquisitions”. *European Corporate Governance Institute. Working Paper, 137/2006*. [http://ssrn.com/abstract\\_id=944407](http://ssrn.com/abstract_id=944407) [15 de janeiro de 2015].

**Martynova, Marina; Renneboog, Luc D. R.** (2008) “A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?” *Journal of Banking & Finance*. 32(10), 2148-2177. <https://ssrn.com/abstract=820984> [21 de janeiro de 2017].

**Matos, Pedro L. P. V.** (1994) *Fusões & aquisições: Tipos, motivações e efeitos: Uma aplicação ao caso da fusão da FPVA com a Cerexport*. Tese de mestrado em Gestão de Empresas. Universidade Nova de Lisboa. <http://hdl.handle.net/10362/9692> [11 de janeiro de 2017].

**McNamara, Gerry; Haleblan, Jerayr J.; Dykes, Bernadine J.** (2008) “The performance implications of participating in an acquisition wave: early mover advantages, bandwagon effects, and the moderating influence of industry characteristics and acquirer tactics” *Academy of Management Journal*. 51(1), 113-130. [https://media.terry.uga.edu/socrates/publications/2013/07/Feb. McNamara et al. zoi001082884p.pdf](https://media.terry.uga.edu/socrates/publications/2013/07/Feb._McNamara_et_al._zoi001082884p.pdf) [24 de janeiro de 2017].

**Ministério da Economia** (2014) *Plano Estratégico dos Transportes e Infraestruturas: Horizonte 2014-2020*. Lisboa: Ministério da Economia.

**Montravadi, Pramod; Reddy, Vidyadhar** (2007) “Relative size in mergers and operating performance: Indian experience” *Economic and Political Weekly*. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1082787](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1082787) [4 de janeiro de 2015].

**Neves, João C.** (2004) *Análise financeira – técnicas fundamentais*. Lisboa: Texto Editora.

**Pazarskis, Michail; Vogiatzoglou, Manthos; Christodoulou, Petros; Drogalas, George** (2006) “Exploring the improvement of corporate performance after mergers – the case of Greece” *International Research Journal of Finance and Economics*. 6, 184-191,

[http://www.drogalas.gr/uploads/publications/Exploring the improvement of corporate performance after mergers - the case of Greece.pdf](http://www.drogalas.gr/uploads/publications/Exploring_the_improvement_of_corporate_performance_after_mergers_-_the_case_of_Greece.pdf) [24 de janeiro de 2015].

**Pereira**, Alfredo M.; **Pereira**, Rui M. (2016) *Investimentos em Infraestruturas em Portugal*. Lisboa: Fundação Francisco Manuel dos Santos.

**Pervan**, Maja; **Višić**, Josipa; **Barnjak**, Kristina (2015) “The impact of M&A on company performance: evidence from Croatia” *Procedia Economics and Finance*. 23, 1451-1456. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567115003512> [29 de janeiro de 2017].

**Powell**, Ronan G.; **Stark**, Andrew W. (2005) “Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks” *Journal of Corporate Finance*. <https://ssrn.com/abstract=622123> [31 de janeiro de 2014].

**Ramaswamy**, K.P.; **Waagelein**, James F. (2003) “Firm financial performance following mergers” *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 20, 115-126, <http://search.proquest.com/abiglobal/docview/210343601/89A6EEF21A164784PQ/1?accountid=39703#> [23 de janeiro de 2015].

**Rhodes-Kropf**, Matthew; **Viswanathan** S. (2004) “Market valuation and merger waves” *The Journal of Finance*. 59(6), 2685-2718. <https://pdfs.semanticscholar.org/8d36/bbe18e0126430ccfa3721cb21a9b904773bb.pdf> [19 de janeiro de 2017].

**Rodrigues**, Ana M. G. (2006) *O goodwill nas contas consolidadas*. Coimbra: Coimbra Editora.

**Rodrigues**, Andreia I. S. (2015) *Setor ferroviário em Portugal: regulação e eficiência*. Dissertação de mestrado em Economia. Universidade do Porto. <http://hdl.handle.net/10216/81043> [29 de dezembro de 2016].

**Roll**, Richard (1986) “The hubris hypothesis of corporate takeovers” *Journal of Business*. 59(2), 197-216. [http://www1.american.edu/academic.depts/ksb/finance\\_realestate/rauswald/fin673/673mat/Roll%20\(1986\),%20Hubris%20Hypothesis,%20JB.pdf](http://www1.american.edu/academic.depts/ksb/finance_realestate/rauswald/fin673/673mat/Roll%20(1986),%20Hubris%20Hypothesis,%20JB.pdf) [19 de janeiro de 2017].

**Scharfstein**, David S.; **Stein**, Jeremy C. (1990) "Herd behavior and investment" *The American Economic Review*. 80(3), 465-479. [http://www.people.hbs.edu/dscharfstein/HERD\\_BEHAVIOR\\_90.pdf](http://www.people.hbs.edu/dscharfstein/HERD_BEHAVIOR_90.pdf) [19 de janeiro de 2017].

**Shaked**, Israel; **Michel**, Allen; **McClain**, David (1991) "The foreign acquirer bonanza: myth or reality?" *Journal of Business Finance & Accounting*, 18(3), 431-447. <http://eds.b.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=5&sid=3274cd4a-214d-4f3a-bf2e-d715b62636f2%40sessionmgr120&hid=126> [25 de janeiro de 2017].

**Sharma**, Divesh; **Ho**, Jonathan (2002) "The impact of acquisitions on operating performance: some Australian evidence" *Journal of Business Finance & Accounting*. 29, 155-200, [https://www.researchgate.net/publication/4911184\\_The\\_Impact\\_of\\_Acquisitions\\_on\\_Operating\\_Performance\\_Some\\_Australian\\_Evidence](https://www.researchgate.net/publication/4911184_The_Impact_of_Acquisitions_on_Operating_Performance_Some_Australian_Evidence) [13 de outubro de 2016].

**Shleifer**, Andrei; **Vishny**, Robert W. (2003) "Stock market driven acquisitions" *Journal of Financial Economics*. 70(3), 295–311. <http://homepage.univie.ac.at/Dennis.Mueller/shleifer-vishny-03.pdf> [19 de janeiro de 2017].

**Silva**, Nelson R. (2013) *Fusões: uma análise multidisciplinar*. Dissertação de mestrado em Contabilidade e Finanças. Universidade de Coimbra. <http://hdl.handle.net/10316/24550> [20 de outubro de 2016].

**Stake**, Robert E. (1978) "The Case Study Method in Social Inquiry" *University of Illinois*.

**Sudarsanam**, Sudi (2003) *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges: an Integrated and International Perspective*. Harlow: Pearson Education, [https://books.google.pt/books?id=ycxPOp2UuUwC&dq=Creating+Value+From+Mergers+and+Acquisitions:+The+Challenges+pdf&lr=&hl=pt-PT&source=gbs\\_navlinks\\_s](https://books.google.pt/books?id=ycxPOp2UuUwC&dq=Creating+Value+From+Mergers+and+Acquisitions:+The+Challenges+pdf&lr=&hl=pt-PT&source=gbs_navlinks_s) [10 de janeiro de 2017].

**Trautwein** F. (1990) "Merger Motives and Merger Prescriptions" *Strategic Management Journal*. 11 (4), 283-295. <http://drhasanrizvi.org/extras/2486680.pdf> [11 de janeiro de 2017].

Yin, Robert K. (2001) Estudo de caso: planejamento e métodos. Porto Alegre: Bookman (2ª Edição).

Zeff, Stephen A. (2014). “A Evolução do IASC para o IASB e os Desafios Enfrentados” *Revista Contabilidade & Finanças – USP*. 25, 300-320, <http://dx.doi.org/10.1590/1808-057x201400040> [30 de novembro de 2016].

## WEBGRAFIA

Banco de Portugal – [www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários – <http://www.cmvm.pt/>

Comissão de Normalização Contabilística - <http://www.cnc.min-financas.pt/>

Diário Económico – <http://www.dn.pt/tag/diario-economico.html>

Direção-Geral do Tesouro e Finanças – <http://www.dgtf.pt/>

Exame | Expresso – <http://expresso.sapo.pt/economia/exame>

Infraestruturas de Portugal – <http://www.infraestruturasdeportugal.pt/>

*Institute for mergers, acquisitions & alliances* – <https://imaa-institute.org/>

Instituto da Mobilidade e dos Transportes – <http://www.imt-ip.pt>

Jornal de Negócios – <http://www.jornaldenegocios.pt/>

*KPMG Insights* – <https://home.kpmg.com/xx/en/home/insights.html>

Lusa – Agência de Notícias de Portugal – <http://www.lusa.pt/>

O Jornal Económico – <http://www.jornaleconomico.sapo.pt/>

Trafikverket - Administração de transportes da Suécia – <http://www.trafikverket.se/>

Transportes em Revista – <http://www.transportesemrevista.com>



Autor	Período	País	Dimensão da amostra	Objetivo da pesquisa	Medida utilizada	Outras conclusões:
<i>Estudos que documentaram incrementos no desempenho pós-operação</i>						
<b>Healy et al. (1992)</b>	1979 a 1984	EUA	50	Examinar o desempenho pós-fusão das 50 maiores operações levadas a cabo por empresas industriais públicas nos EUA (entre 1979 e 1984).	- Produtividade ativo; - Fluxos de caixa operacional; - Rotação Ativo; - % I&D.	Os resultados indicam que, após a fusão, as empresas fusionadas têm uma melhoria significativa na produtividade, relativamente às restantes entidades do seu setor, o que leva a maiores valores de fluxos de caixa pós-fusão. Além disso, mantêm as suas despesas de capital e taxas de I&D, indicando que estas não reduzem os seus investimentos de longo prazo.
<b>Heron e Lie (2002)</b>	1985 a 1997	EUA	859	Investigar a relação entre os métodos de pagamento e desempenho operacional.	- Rendibilidade operacional das vendas	Os resultados são significativamente superiores quando a adquirida pertence ao mesmo setor de atividade da adquirente. Não foi encontrada qualquer evidência de relação entre o método de pagamento e o desempenho obtido pós-fusão.
<b>Gugler et al. (2003)</b>	1981 a 1998	Mundial	2753	Determinar se as fusões aumentam o poder de mercado e/ou a eficiência, examinando o impacto de cada operação nas vendas e nos lucros da empresa resultante da fusão (e tendo em conta o país e tipo de fusão).	- EBIT; - Vendas.	Foram relatados aumentos nos lucros e redução nas vendas, sendo que nas fusões de tipo conglomerado a redução das vendas é maior. Os resultados apurados de acordo com o país foram semelhantes, pelo que se concluiu que o país das entidades não tem qualquer influência nos resultados.

<b>Autor</b>	<b>Período</b>	<b>País</b>	<b>Dimensão da amostra</b>	<b>Objetivo da pesquisa</b>	<b>Medida utilizada</b>	<b>Outras conclusões:</b>
<b>Ramaswamy e Waegelien (2003)</b>	1970 a 1990	EUA	162	Examinar o desempenho financeiro pós-fusão (a longo prazo) e identificar a relação entre o desempenho obtido e o método de pagamento, tamanho da empresa e setor.	Diversos indicadores de rentabilidade dos fluxos de caixa.	Existe uma relação negativa entre o tamanho da empresa e o desempenho financeiro pós-fusão. As empresas com planos de compensação de longo prazo têm um desempenho financeiro pós-fusão mais positivo. Fusões entre empresas de diferentes setores (conglomerados) tiveram melhor desempenho pós-fusão do que empresas em setores semelhantes. Não foi encontrada qualquer relação significativa entre o desempenho e o método de pagamento.
<b>Powell e Stark (2005)</b>	1985 a 1993	Reino Unido	191	Determinar se, no caso inglês, as aquisições conduzem a aumentos do desempenho operacional.	- Fluxos de caixa/valor temp. dinheiro; - Fluxos de caixa/Valor contabilístico; - Fluxos de caixa/vendas.	Não foram detetados grandes indícios de que a forma de pagamento, o setor e o tamanho das empresas (adquirida e da adquirente) ajudem a explicar os valores apurados.
<b>Lau et al. (2008)</b>	1999 a 2004	Austrália	72	Analisar o sucesso das fusões australianas e reavaliar os resultados de estudos australianos (anteriores a este) que contrastam com os de outros países.	- ROE; - ROA; - EBIT; - Rotação do ativo; - Dívida/capital próprio; - Crescimento da receita e do resultado líquido.	No período pós-fusão, foi registado um aumento na rentabilidade, nos fluxos de caixa, na eficiência e na alavancagem. Este estudo permitiu ainda apurar uma diminuição da rentabilidade e fluxos de caixa relacionada com o pagamento em <i>stock</i> .
<b>Espert et al. (2012)</b>	2001 a 2003	Espanha	2252	Avaliar o efeito das fusões (efetuadas por empresas não cotadas) em termos de eficiência e criação de valor para os acionistas, tendo em conta o tamanho e setor das empresas participantes.	- Produtividade; - Rentabilidade económica; - Rentabilidade financeira; - EBITDA/Total do ativo; (entre outros).	O trabalho desenvolvido demonstra a existência de um efeito positivo, ou pelo menos não negativo, na eficiência e criação de valor, nas empresas envolvidas nos processos de fusão, no entanto, não é certo que esse impacto dependa da dimensão e do setor a que pertencem as empresas.

Autor	Período	País	Dimensão da amostra	Objetivo da pesquisa	Medida utilizada	Outras conclusões:
<i>Estudos que documentaram mudanças não significativas no desempenho pós-operação</i>						
<b>Sharma e Ho (2002)</b>	1986 a 1991	Austrália	36	Examinar, pela primeira vez, o desempenho operacional obtido após uma operação de concentração no mercado australiano.	- ROA; - ROE; - Margem de lucro; - Fluxos de caixa.	O tipo de aquisição (conglomerado versus não-conglomerado), a forma de pagamento, e o tamanho das empresas envolvidas na fusão não influenciaram significativamente o desempenho pós-operação.
<b>Akben-Selçuk (2008)</b>	2003 a 2006	Turquia	41	Este estudo investiga as mudanças no desempenho das empresas turcas que foram alvo de aquisições, por parte de empresas estrangeiras.	- ROA; - ROE; - ROS.	Os resultados são uniformes entre os três indicadores que demonstram diminuições (não significativas), pelo que os autores concluíram que as F&A transfronteiriças, examinadas neste estudo, não geraram sinergias nem melhoraram o desempenho das empresas-alvo.
<b>Kumar (2009)</b>	1999 a 2002	Índia	30	Identificar a (possível) criação de sinergias resultantes do processo de fusão.	- Rendibilidade do capital investido; - Rotatividade do ativo; - Rácio entre dívida e capital próprio.	A rendibilidade pós-fusão, a rotatividade do ativo e a solvabilidade das empresas adquirentes, em média, não mostram melhoras em relação aos valores pré-fusão, o que significa que as fusões não afetam o desempenho operacional da empresa adquirente.
<b>Pervan et al. (2015)</b>	2008 a 2011	Croácia	116	Analisar a influência das F&A na rendibilidade e custos suportados da entidade resultante do processo.	- ROA; - ROE; - Margem de lucro; - Custos.	Os custos das empresas adquiridas não foram inferiores após as F&A; mesmo quando as medidas de rendibilidade das empresas da amostra foram confrontadas com as das empresas suas semelhantes (mas que não passaram por operações de F&A), os resultados permaneceram os mesmos.

Autor	Período	País	Dimensão da amostra	Objetivo da pesquisa	Medida utilizada	Outras conclusões:
<i>Estudos que documentaram diminuições de desempenho pós-operação</i>						
<b>Hoshino e Yeh (2002)</b>	1970 a 1994	Japão	86	Testar o efeito de uma operação de fusão no desempenho operacional e financeiro da entidade resultante da operação.	- ROA; - ROE; - Crescimento das vendas; - Número de trabalhadores.	Foi registada uma mudança negativa na produtividade (embora insignificante), uma significativa tendência de queda na rentabilidade, um significativo efeito negativo sobre a taxa de crescimento das vendas e uma redução da força de trabalho após as fusões.
<b>Mantravadi e Reddy (2007)</b>	1991 a 2003	Índia	96	Estudar o impacto das fusões sobre o desempenho da empresa e investigar o efeito do tamanho das entidades sobre esse desempenho.	- Margem de lucro operacional; - Margem de lucro bruta; - Património líquido; - Rentabilidade do capital investido; - Alavancagem.	O tamanho da empresa adquirida influencia o desempenho obtido pós-fusão (aquisição de pequenas empresas: ↓ na margem de lucro líquida, ↓ no retorno sobre o capital investido, ↑ no nível de alavancagem; aquisição de médias e grandes empresas: não houve diferença nos indicadores de desempenho operacional; quando a adquirida é maior do que a adquirente: ↓ significativa no património líquido, ↓ significativa no retorno sobre o capital investido, ↑ na alavancagem financeira). <sup>110</sup>
<b>Pazarskis et al. (2006)</b>	1998 a 2002	Grécia	50	Avaliar o impacto no desempenho operacional das empresas que realizaram, pelo menos uma fusão ou aquisição entre 1998 e 2002, na Grécia.	- ROA; - Margem de lucro bruta; - Rácio de liquidez reduzida; - Rácio de liquidez geral; - Património líquido/ativos totais; - Dívida total/património líquido.	Todos os indicadores registaram uma diminuição no período pós-operação, sendo esta estatisticamente significativa no caso do ROA, «Património líquido/ativos totais», e «Dívida total/património líquido».

Autor	Período	País	Dimensão da amostra	Objetivo da pesquisa	Medida utilizada	Outras conclusões:
<i>Estudos que documentaram resultados mistos no desempenho pós-operação</i>						
<b>Cabanda e Pajara-Pascual (2007)</b>	1996	Filipinas	1	Determinar os efeitos (em termos de desempenho operacional e financeiro) das fusões levadas a cabo pelas empresas de navegação.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Rotação do ativo;</li> <li>- ROA;</li> <li>- ROS</li> <li>- Margem de lucro líquida;</li> <li>- Despesas de capital/Vendas;</li> <li>- Despesas de capital/Total do ativo.</li> </ul>	Após a operação, as medidas de rentabilidade, as despesas com investimento e as medidas de alavancagem apresentaram resultados fracos, principalmente no curto prazo. Contudo, foram apuradas melhorias significativas nas medidas de solvabilidade, rotação do ativo e na receita líquida, em especial, no longo prazo.
<b>Ismail et al. (2010)</b>	1996 a 2003	Egipto	9	Examinar a evolução do desempenho operacional de uma amostra de empresas egípcias (dos setores da construção e tecnológico) envolvidas em processos de F&A.	Vários indicadores para avaliar a: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Rentabilidade;</li> <li>- Eficiência;</li> <li>- Liquidez;</li> <li>- Solvabilidade;</li> <li>- Fluxos de caixa.</li> </ul>	As F&A contribuíram para melhorar a rentabilidade das empresas no sector da construção, tendo impacto negativo no setor tecnológico. Em ambos os sectores, as fusões e aquisições não conseguiram melhorar a eficiência, liquidez, solvabilidade e fluxos de caixa.
<i>Estudos que documentam os resultados obtidos por entidades portuguesas, em Portugal</i>						
<b>Barreira (2011)</b>		Portugal	5	Efetuar uma análise comparativa do desempenho de empresas, antes e após uma fusão ou aquisição.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ROA;</li> <li>- ROE;</li> <li>- ROS.</li> </ul>	Foram obtidos impactos positivos, negativos, não significativos e mistos sobre a performance das empresas entre o período anterior e o período posterior à operação.
<b>Costa (2014)</b>		Portugal	várias F&A	Aferir sobre os efeitos da concentração no desempenho do sector bancário português, nomeadamente através de indicadores de eficiência e indicadores de rentabilidade.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ROA;</li> <li>- ROE;</li> <li>- <i>Cost-to-income</i>;</li> <li>- Crédito e depósitos por empregado;</li> <li>- Número de empregados por balcão.</li> </ul>	Verificou-se uma melhoria no resultado de todos os indicadores avaliados, ou seja, os resultados sugerem que as operações de concentração possam aumentar o desempenho do sector bancário português.

## Anexo 2 - Informação financeira complementar

### 1. Volume de negócios

*un: milhares de euros*

	2012	2013	2014	2015	2016
Grupo REFER	126 381	124 654	126 750	-	-
EP, S.A.	1 673 070	1 100 003	941 354	-	-
<b>Total</b>	<b>1 799 451</b>	<b>1 224 657</b>	<b>1 068 104</b>	-	-
Grupo IP	-	-	-	1 352 393	1 192 767
<b>Evolução</b>	<b>1 799 451</b>	<b>1 224 657</b>	<b>1 068 104</b>	<b>1 352 393</b>	<b>1 192 767</b>
<i>Var. absoluta</i>		-574 795	-156 553	284 289	-159 626

### 2. Resultados antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos (EBITDA)

*un: milhares de euros*

	2012	2013	2014	2015	2016
Grupo REFER	-23 835	-35 618	1 345	-	-
EP, S.A.	577 353	553 988	538 701	-	-
<b>Total</b>	<b>553 518</b>	<b>518 370</b>	<b>540 046</b>	-	-
Grupo IP	-	-	-	660 343	630 563
<b>Evolução</b>	<b>553 518</b>	<b>518 370</b>	<b>540 046</b>	<b>660 343</b>	<b>630 563</b>
<i>Var. absoluta</i>		-35 148	21 676	120 297	-29 780

### 3. Resultado Operacional

*un: milhares de euros*

	2012	2013	2014	2015	2016
Grupo REFER	-31 525	-41 265	-4 070	-	-
EP, S.A.	365 598	350 702	355 891	-	-
<b>Total</b>	<b>334 073</b>	<b>309 437</b>	<b>351 821</b>	-	-
Grupo IP	-	-	-	396 431	356 637
<b>Evolução</b>	<b>334 073</b>	<b>309 437</b>	<b>351 821</b>	<b>396 431</b>	<b>356 637</b>
<i>Var. absoluta</i>		-24 635	42 384	44 610	-39 794

### 4. Resultado antes de impostos

*un: milhares de euros*

	2012	2013	2014	2015	2016
Grupo REFER	-94 032	-97 010	-76 126	-	-
EP, S.A.	54 433	26 080	23 419	-	-
<b>Total</b>	<b>-39 599</b>	<b>-70 930</b>	<b>-52 707</b>	-	-
Grupo IP	-	-	-	33 758	59 322
<b>Evolução</b>	<b>-39 599</b>	<b>-70 930</b>	<b>-52 707</b>	<b>33 758</b>	<b>59 322</b>
<i>Var. absoluta</i>		-31 330	18 223	86 465	25 564

## 5. Resultado Líquido

*un: milhares de euros*

	2012	2013	2014	2015	2016
Grupo REFER	-94 883	-92 287	-52 464	-	-
EP, S.A.	36 687	14 765	16 511	-	-
<b>Total</b>	<b>-58 196</b>	<b>-77 522</b>	<b>-35 953</b>	-	-
Grupo IP	-	-	-	16 863	37 643
<b>Evolução</b>	<b>-58 196</b>	<b>-77 522</b>	<b>-35 953</b>	<b>16 863</b>	<b>37 643</b>
<i>Var. absoluta</i>		-19 326	41 569	52 816	20 780

## 6. Resultado Financeiro

*un: milhares de euros*

	2012	2013	2014	2015	2016
Grupo REFER	-62 507	-55 745	-72 056	-	-
EP, S.A.	-311 165	-324 622	-332 472	-	-
<b>Total</b>	<b>-373 672</b>	<b>-380 367</b>	<b>-404 528</b>	-	-
Grupo IP	-	-	-	-362 673	-297 315
<b>Evolução</b>	<b>-373 672</b>	<b>-380 367</b>	<b>-404 528</b>	<b>-362 673</b>	<b>-297 315</b>
<i>Var. absoluta</i>		-6 695	-24 161	41 855	65 358

## 7. Financiamentos obtidos

*un: milhares de euros*

	2012	2013	2014	2015	2016
Grupo REFER	6 962 837	7 184 272	6 503 542	-	-
EP, S.A.	2 963 705	3 203 093	2 539 489	-	-
<b>Total</b>	<b>9 926 542</b>	<b>10 387 365</b>	<b>9 043 031</b>	-	-
Grupo IP	-	-	-	8 421 046	8 355 519
<b>Evolução</b>	<b>9 926 542</b>	<b>10 387 365</b>	<b>9 043 031</b>	<b>8 421 046</b>	<b>8 355 519</b>
<i>Var. absoluta</i>		460 822	-1 344 334	-621 985	-65 527

## 8. Aumentos de capital

	Data	Valor
Aumento de capital EP	2014	1 521 595 000
Aumento de capital REFER	2014	1 034 800 000
<b>Capital Social (DL n.º 91/2015)</b>	<b>01/jun/15</b>	<b>2 555 835 000</b>
<b>Aumentos:</b>		
	jul/15	90 000 000
	ago/15	80 000 000
	out/15	220 000 000
	nov/15	13 000 000
	dez/15	136 540 000
	mar/16	210 000 000
	abr/16	190 000 000
	jul/16	200 000 000
	ago/16	200 000 000
	dez/16	150 000 000
	fev/17	460 000 000
	abr/17	140 000 000
<b>Capital Social atual</b>		<b>4 645 375 000</b>
<b>Total dos aumentos pós-fusão:</b>		<b>2 089 540 000</b>

## 9. Rendibilidade do capital próprio – Análise DuPont

$$RCP = \underbrace{\frac{Res. Operacional}{Ativo}}_{Política de investimento} \times \underbrace{\frac{Ativo}{Cap. Próprio}}_{Política financeira} \times \underbrace{\frac{RAI}{Res. Operacional}}_{Efeito fiscal} \times \frac{Res. Líquido}{RAI}$$

	2012	2013	2014	2015	2016
REFER+EP	0,014	0,012	0,013	-	-
Grupo IP	-	-	-	0,015	0,013
<b>Pol. de investimento</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>
REFER+EP	3,19	5,89	-2,54	-	-
Grupo IP	-	-	-	0,73	1,10
<b>Política financeira</b>	<b>3,19</b>	<b>5,89</b>	<b>-2,54</b>	<b>0,73</b>	<b>1,10</b>
REFER+EP	1,47	1,09	0,68	-	-
Grupo IP	-	-	-	0,50	0,63
<b>Efeito fiscal</b>	<b>1,47</b>	<b>1,09</b>	<b>0,68</b>	<b>0,50</b>	<b>0,63</b>
<b>Evolução</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>-2%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>

**Anexo 3 - Rácios económico-financeiros para o setor de gestão de infraestruturas de transportes terrestres**

	2012	2013	2014	2015
	Média do agregado (1)			
<b>Liquidez</b>				
Liquidez geral (%)	205,21	196,95	195,13	164,37
Liquidez reduzida (%)	204,9	196,7	194,96	164,2
<b>Estrutura financeira</b>				
Autonomia financeira (%)	5,53	5,09	-3,13	-3,86
Taxa de endividamento (%)	1807,99	1963,79	-	-
Solvabilidade geral (%)	5,86	5,37	-3,03	-3,72
Cobertura dos ativos não correntes (%)	130,97	144,22	179,89	158,25
<b>Financiamento</b>				
Peso do passivo remunerado (%)	84,01	84,92	80,93	82,22
Custo dos financiamentos obtidos (%)	4,5	4,92	4,87	4,44
Juros suportados / EBITDA	0,56	0,8	0,58	0,45
<b>Rendibilidade</b>				
Rendibilidade dos capitais próprios (%)	-18,36	-49,77	-	-
- Efeito da atividade de exploração	-	-	-	-
- Efeito da atividade de financiamento	-	-	-	-
- Efeito das restantes atividades financeiras	-	-	-	-
- Efeito fiscal	-	-	-	-
Rendibilidade do ativo (%)	6,32	4,98	6,99	8,35
Rendibilidade das vendas (%)	38,7	34,05	58,89	75,96
VAB em percentagem da produção (%)	41,47	60,29	60,29	58,68
EBITDA em percentagem do volume de negócios (%)	59,08	49,01	80,43	97,88
Necessidades (+) / Recursos (-) de fundo de maneo em % do vol. de negócios (%)	-16,42	-14,42	-18,78	-24,34
<b>Obs.</b>				
<b>(1)</b> Média do agregado - corresponde ao rácio do agregado, ou seja, ao rácio entre o valor do somatório dos resultados das empresas para o numerador e o valor do somatório dos resultados das empresas para o denominador.				

**Fonte:** adaptado dos Quadros do Setor disponibilizados pelo Banco de Portugal .