

UNIVERSIDADE DO ALGARVE

*O Impacto da Integração Pós-Fusão de Empresas Municipais na Relação
Utente/Prestador de Serviço Público: Um Case-study*

Aleixo Bernardo Paiva Coelho

Dissertação para a obtenção do grau de mestre em:

Finanças Empresariais

Trabalho efetuado sob a orientação de:

Prof. Dr. Fernando Manuel Félix Cardoso

Faro 2015

UNIVERSIDADE DO ALGARVE

*O Impacto da Integração Pós-Fusão de Empresas Municipais na Relação
Utente/Prestador de Serviço Público: Um Case-study*

Aleixo Bernardo Paiva Coelho

Dissertação para a obtenção do grau de mestre em:

Finanças Empresariais

Trabalho efetuado sob a orientação de:

Prof. Dr. Fernando Manuel Félix Cardoso

Faro 2015

*O Impacto da Integração Pós-Fusão de Empresas Municipais na Relação
Utente/Prestador de Serviço Público: Um Case-study*

Declaração de autoria do trabalho

Declaro ser o autor deste trabalho, que é original e inédito. Autores e trabalhos consultados estão devidamente citados no texto e constam da listagem de referências incluída.

Copyright Aleixo Bernardo Paiva Coelho

A Universidade do Algarve tem o direito, perpétuo e sem limites geográficos, de arquivar e publicitar este trabalho através de exemplares impressos reproduzidos em papel ou de forma digital, ou por qualquer outro meio conhecido ou que venha a ser inventado, de o divulgar através de repositórios científicos e de admitir a sua cópia e distribuição com objetivos educacionais ou de investigação, não comerciais, desde que seja dado crédito ao autor e editor.

À minha pequena família

Agradecimentos

A concretização deste trabalho só foi possível graças à vontade e empenho de um grupo de pessoas.

Um profundo reconhecimento ao Professor Fernando Cardoso, pela amizade que me dedicou, disponibilidade e conselhos preciosos. O seu percurso académico e profissional constituem, para mim, uma fonte de motivação.

Ao diretor do curso de Finanças Empresariais, o Professor Luís Coelho, um agradecimento sincero, pela devoção aos alunos do mestrado e por todos os esforços e diligências que tomou para que a presente investigação se materializasse.

À Câmara Municipal de Vila Real de Santo António, ao seu presidente, Dr. Luís Gomes, à administração da SGU, nas pessoas do Dr. Pedro Alves e Dr. João Jesus, o meu total apreço e obrigado, por aceitarem prontamente o desafio levantado por estudo e cooperarem nele de forma ativa e transparente.

Resumo

Este trabalho aborda o problema das fusões e aquisições em empresas municipais, o impacto que as mesmas podem causar na relação utente/prestador de serviço público.

O seu objetivo consiste na quantificação do valor gerado, após a fusão, para o “shareholder” Câmara Municipal e para o “stakeholder” utente. Procura determinar, se o ganho para uma das entidades resultou de uma autêntica criação de valor, ou de uma simples transferência de riqueza da contraparte.

A investigação empírica não tem demonstrado que as fusões e aquisições beneficiem os acionistas das empresas adquirentes com retornos acima da média. Muitos estudos evidenciam mesmo perdas e redução do desempenho das sociedades, depois da sua compleição. No que tange aos “stakeholders” externos, trabalhos recentes enfatizam o efeito disruptivo das fusões nas relações entre os diferentes intervenientes que gravitam em torno das empresas.

Para medir o desempenho e o valor das empresas envolvidas na fusão utilizou-se uma combinação de instrumentos quantitativos baseados no *(ROI)* e no *(EVA)*. Os ganhos/perdas para o “stakeholder” utente foram determinados qualitativamente, mediante o recurso a um inquérito de satisfação.

Os resultados obtidos suportam as evidências teóricas da generalidade dos estudos. A empresa adquirente, no quinquénio que sucedeu à fusão, apresentou uma perda sustentada de valor. Os utentes capitalizaram grande parte do mesmo e foram os principais beneficiados pelo processo.

Uma integração pós-fusão bem implementada, com eliminação e rentabilização de ativos, teria contribuído para uma aumento da rendibilidade económica e criação de valor para o acionista.

A atenção a este aspeto beneficiaria a Autarquia na sua sustentabilidade futura, mantendo os níveis de bem-estar dos munícipes.

Palavras-chave: Fusões & Aquisições, *Economic Value Added (EVA)*, Setor Empresarial Local (SEL), Teoria do *Stakeholder*

Abstract

This paper addresses the problem of mergers and acquisitions in municipal companies, the impact it may have on the user relationship / public service provider. Your objective is to quantify the value generated after the merger, to the shareholder City Hall and the stakeholder user. Seeks to determine, if the gain for one of the entities resulted from a genuine creation of value, or a simple transfer of wealth from the counterparty.

Empirical research has not shown that mergers and acquisitions will benefit the shareholders of acquiring companies with above average returns. Many studies show the same loss or reduced performance of the company after his complexation. With respect to external stakeholders, recent studies emphasize the disruptive effect of mergers in the relationships between the different actors that gravitate around the companies.

To measure performance and value of companies involved in the merger, we used a combination of quantitative-based instruments (ROI) and (EVA). Gains / losses for the stakeholder user were determined qualitatively, through the use of a satisfaction survey.

The results support the theory of evidence most studies. The acquiring company in the five years that followed the merger, showed a sustained loss of value. Users capitalized on much of the same and were the main beneficiaries of the process.

A well implemented post-merger integration, disposal and monetization of assets, have contributed to increased economic profitability and value creation for share. The attention to this benefit the Municipality in its future sustainability, keeping the welfare of citizens levels holders.

Keywords: Mergers & Acquisitions, Economic Value Added (EVA), Stakeholder Theory, Municipal Enterprises, Local Governments

ÍNDICE GERAL

Dedicatória.....	iv
Agradecimentos	v
Resumo.....	vi
Abstract	vii
ÍNDICE GERAL.....	viii
Índice de Figuras.....	xi
Índice de Gráficos	xii
Índice de Tabelas	xiii
Lista de Abreviaturas, Siglas e Acrónimos	xvi
CAPÍTULO I.....	1
INTRODUÇÃO	1
1.1- O enquadramento legal das empresas municipais.....	1
1.2- O objeto da investigação e os seus objetivos	3
1.3- A problemática das fusões e aquisições	5
CAPÍTULO II	8
REVISÃO DE LITERATURA	8
2.1- Resenha histórica, definição, tipos e motivos das fusões e aquisições	8
2.1.1- Resenha histórica	8
2.1.2- Definição.....	9
2.1.3- Principais tipos de fusões e aquisições	10
2.1.4- Motivações.....	11
2.2-As fusões e aquisições na ótica dos “ <i>stakeholders</i> ” internos (acionistas)	16
2.2.1- A “Teoria do <i>Stakeholder</i> ” e a maximização do valor do acionista.....	16
2.2.2- A medição do desempenho das fusões e aquisições	17
2.2.3- As evidências dos estudos de evento	18
2.2.4- Fatores moderadores do desempenho	21
2.3- As fusões e aquisições à luz da gestão estratégica.....	26
2.3.1- Aquisições e tipo de mais-valias transferidos:.....	27
2.3.2- Aquisições e regeneração corporativa	28
2.3.3- Aquisições e estratégia de negócio	30
2.3.4- Fusões e aquisições de empresas relacionadas <i>versus</i> não relacionadas.....	32
2.3.5- Fusões e aquisições <i>versus</i> crescimento orgânico.....	34

2.4- O ajuste organizacional e o processo de integração.....	36
2.4.1- O conceito de integração e os seus diferentes níveis	36
2.4.2- Principais obstáculos ao processo de integração.....	40
2.4.3- Problemas decorrentes da integração.....	41
2.4.4- A escolha entre autonomia e integração	43
2.5- As fusões e aquisições na ótica dos “ <i>stakeholders</i> ” externos.....	44
2.5.1- O papel dos clientes nas fusões e aquisições	45
2.5.2- As redes de negócios, “ <i>Network Pictures</i> ”	46
2.5.3- A importância da confiança na manutenção das redes de negócio	48
CAPÍTULO III.....	50
METODOLOGIA	50
3.1- O estudo de caso	50
3.1.1- O desenho do estudo de caso	52
3.2- Medição do desempenho das empresas envolvidas no processo de fusão.....	52
3.2.1- A Rendibilidade dos Capitais Investidos (ROI).....	53
3.2.1.1- Vantagens dos indicadores baseados no (ROI).....	55
3.2.1.2- Limitações dos indicadores baseados no (ROI).....	55
3.2.2- Instrumentos tradicionais complementares de medição de desempenho.....	57
3.2.2.1- A Rendibilidade dos Capitais Próprios (RCP).....	58
3.2.2.2- A Rendibilidade Operacional das Vendas (ROV)	59
3.2.3- O “ <i>Economic Value Added</i> ” (EVA) como instrumento de medida do desempenho das empresas envolvidas no processo de fusão.....	59
3.2.3.1- Definição e cálculo do (EVA).....	60
3.2.3.2- Interpretação do valor do (EVA)	62
3.2.3.3- Vantagens da utilização do (EVA)	63
3.2.3.4- Limitações do uso do (EVA)	63
3.2.4- O modelo “ <i>Market Value Added</i> ” (MVA)	64
3.3- O inquérito de satisfação.....	65
3.4- Procedimento	66
CAPÍTULO IV.....	69
RESULTADOS.....	69
4.1- O inquérito de satisfação.....	69
4.2- Rendibilidade dos Capitais Investidos (ROI)	69
4.2.1- A Rendibilidade Económica do Ativo (REA)	69

4.2.2- A Rendibilidade Operacional do Capital Investido	70
4.3- Instrumentos Complementares de Rendibilidade	71
4.3.1- A Rendibilidade do Capital Próprio (RCP)	71
4.3.2- A Rendibilidade Operacional das Vendas (ROV)	72
4.4- O “Economic Value Added” (EVA) e “Market Value added” (MVA)	73
4.5- Análise de Indicadores Contabilísticos	75
4.5.1- Rácios de Liquidez	75
4.5.2- Estrutura Financeira	76
4.5.3- Rácios Económicos/Rendibilidade	79
4.5.4- Outros Indicadores	81
CAPÍTULO V	85
DISCUSSÃO	85
5.1- Considerações preliminares	85
5.2- Discussão dos resultados à luz dos retornos para o “ <i>stakeholder</i> ” interno	87
5.3- Discussão dos resultados no prisma da gestão estratégica	90
5.4- Discussão dos resultados na ótica do ajuste organizacional	96
5.5- Discussão dos resultados à luz dos retornos para os “ <i>stakeholders</i> ” externos	98
CAPÍTULO VI	101
CONCLUSÕES	101
6.1- Conclusões gerais	101
6.2- Limitações e sugestões de futuros estudos	103
Bibliografia de base:	105
Anexos	114
Anexo A- Taxas de Rendibilidade das O.T a 10 anos e dos C.A.	114
Anexo B- Notícia da Fusão da SGU com a SRU	116
Apêndices	117
Apêndice 1- Balanços e Demonstrações de Resultados Históricos	118
Apêndice 2- Rácios das Sociedades	131
Apêndice 3- Rácios de Rendibilidade dos Capitais e das Vendas	136
Apêndice 4- Custo Médio do Capital e Evolução do Valor das Sociedades	138
Apêndice 5- Valores Críticos de Ativo Bruto e de <i>EBIT</i>	141
Apêndice 6- Relação Volume de Negócios e Custos Operacionais	143
Apêndice 7- Questionários de Satisfação	145

Índice de Figuras

Figura 1.1- Pirâmide Invertida- Ciclo de Prioridade.....	Pág. 4
Figura 1.2- Mapa Conceptual do Processo de Fusão.....	Pág. 7
Figura 3.1- Sistema “ <i>Du-Pont</i> ”.....	Pág.54
Figura 3.2- Modelo do “ <i>Economic Value Added</i> ”.....	Pág.61
Figura 4.1- Quadro Síntese da Evolução dos Indicadores de Desempenho da Sociedade SGU+SRU após a Fusão.....	Pág.84

Índice de Gráficos

Gráfico 3.1- Evolução da Taxa de Rendibilidade das Obrigações do Tesouro a 10 anos (1999 a 2013).....	Pág.114
Gráfico 4.1- Evolução do (EVA) da SGU no Período que Antecedeu a Fusão..	Pág.73
Gráfico 4.2- Evolução do (EVA) da SRU no Período que Antecedeu a Fusão...	Pág.74
Gráfico 4.3- Evolução do (EVA) da SGU+SRU Após a Fusão.....	Pág.74
Gráfico 5.1- Relação Volume de Negócios e Custos Operacionais Totais da SGU.....	Pág.91
Gráfico 5.2- Relação Volume de Negócios e Gastos Operacionais Totais da SGU+SRU.....	Pág.92
Gráfico 5.3- Evolução do Número de Efetivos da SGU.....	Pág.93
Gráfico 5.4- Relação entre o Ativo Bruto e o Resultado Operacional Líquido de Imposto da SGU+SRU.....	Pág.97
Gráfico 5.5- Evolução do Número de Clientes da SGU.....	Pág.98

Índice de Tabelas

Tabela 1.1-	O Universo SEL em 2009.....	Pág.3
Tabela 3.1-	Taxas de Rendibilidade das O.T a 10 anos.....	Pág.114
Tabela 3.2-	Taxas de Rendibilidade dos C.A Período de Emissão (07/1986 a 05/1989) e (06/1989 a 01/2008).....	Pág.115
Tabela 3.3-	Taxas de Rendibilidade dos C.A Período de Emissão (01/2008 a 01/2015).....	Pág.115
Tabela 4.1-	Balanços Históricos da Sociedade SGU.....	Pág.118
Tabela 4.2-	Balanços Históricos da Sociedade SRU.....	Pág.119
Tabela 4.3-	Balanços Históricos da Sociedade SGU+SRU.....	Pág.120
Tabela 4.4-	Balanços Históricos da Sociedade X.....	Pág.122
Tabela 4.5-	Balanços Históricos da Sociedade Y.....	Pág.124
Tabela 4.6-	Demonstração de Resultados da Sociedade SGU.....	Pág.126
Tabela 4.7-	Demonstração de Resultados da Sociedade SRU.....	Pág.127
Tabela 4.8-	Demonstração de Resultados da Sociedade SGU+SRU.....	Pág.128
Tabela 4.9-	Demonstração de Resultados da Sociedade X.....	Pág.129
Tabela 4.10-	Demonstração de Resultados da Sociedade Y.....	Pág.130
Tabela 4.11-	Rácios da Sociedade SGU.....	Pág.131
Tabela 4.12-	Rácios da Sociedade SRU.....	Pág.132
Tabela 4.13-	Rácios da Sociedade SGU+SRU.....	Pág.133
Tabela 4.14-	Rácios da Sociedade X.....	Pág.134
Tabela 4.15-	Rácios da Sociedade Y.....	Pág.135
Tabela 4.16-	Rácios de Rendibilidade dos Capitais da Sociedade SGU...	Pág.136

Tabela 4.17-	Rádios de Rendibilidade dos Capitais da Sociedade SRU...	Pág.136
Tabela 4.18-	Rádios de Rendibilidade dos Capitais da Sociedade SGU+SRU.....	Pág.136
Tabela 4.19-	Evolução das Somas Individuais das Rendibilidades Operacionais das Vendas.....	Pág.136
Tabela 4.20-	Média Ponderada da Rendibilidade Operacional das Vendas.....	Pág.136
Tabela 4.21-	Rádios de Rendibilidade dos Capitais da Sociedade X.....	Pág.137
Tabela 4.22-	Rádios de Rendibilidade dos Capitais da Sociedade Y.....	Pág.137
Tabela 4.23-	Evolução do Custo Médio do Capital (<i>WACC</i>) da Sociedade SGU.....	Pág.138
Tabela 4.24-	Evolução do Custo Médio do Capital (<i>WACC</i>) da Sociedade SRU.....	Pág.138
Tabela 4.25 a)-	Evolução do Custo Médio do Capital (<i>WACC</i>) da Sociedade SGU+SRU Calculado Usando para Taxa de Juro Sem Risco as Obrigações do Tesouro a 10 anos.....	Pág.138
Tabela 4.25 b)-	Evolução do Custo Médio do Capital (<i>WACC</i>) da Sociedade SGU+SRU Calculado Usando para Taxa de Juro Sem Risco os Certificados de Aforro.....	Pág.139
Tabela 4.26-	Evolução do <i>EVA</i> e Valor do <i>MVA</i> do Triénio da Sociedade SGU (Valores em Euros).....	Pág.139
Tabela 4.27-	Evolução do <i>EVA</i> e Valor do <i>MVA</i> do Triénio da Sociedade SRU (Valores em Euros).....	Pág.139
Tabela 4.28 a)-	Evolução do <i>EVA</i> e valor do <i>MVA</i> do Quinquénio da Sociedade SGU+SRU Calculados Usando para Taxa de Juro Sem Risco as Obrigações do Tesouro a 10 anos (Valores em Euros)	Pág.139

Tabela 4.28 b)-	Evolução do <i>EVA</i> e valor do <i>MVA</i> do Quinquénio da Sociedade SGU+SRU Calculados Usando para Taxa de Juro Sem Risco os Certificados de Aforro (Valores em Euros).....	Pág.140
Tabela 5.1-	Valores Críticos de Ativo Bruto, $EBIT \times (1-t)$ e <i>EBIT</i> da Sociedade SGU (em Euros).....	Pág.141
Tabela 5.2-	Valores Críticos de Ativo Bruto, $EBIT \times (1-t)$ e <i>EBIT</i> da Sociedade SRU (em Euros).....	Pág.141
Tabela 5.3-	Valores Críticos de Ativo Bruto, $EBIT \times (1-t)$ e <i>EBIT</i> da Sociedade SGU+SRU (em Euros).....	Pág.142
Tabela 5.4-	Relação Volume de Negócios e Custos Operacionais da Sociedade SGU (em Euros).....	Pág.143
Tabela 5.5-	Relação Volume de Negócios e Custos Operacionais da Sociedade SGU+SRU (em Euros).....	Pág.143
Tabela 5.6-	Relação Custos Operacionais e Custos Operacionais Totais da Sociedade SGU.....	Pág.143
Tabela 5.7-	Relação Custos Operacionais e Custos Operacionais Totais da Sociedade SGU+SRU.....	Pág.144

Lista de Abreviaturas, Siglas e Acrónimos

- 1- BP- Banco de Portugal
- 2- C.A- Certificados de Aforro
- 3- *CAPM- Capital Asset Pricing Model*
- 4- *CAR- Cumulative Abnormal Return*
- 5- C.M.V.M.C- Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas
- 6- *EBIT- Earnings Before Interest and Taxes*
- 7- *EBITDA- Earnings Before Interest, Taxes, Depreciations and Amortizations*
- 8- EM- Empresa Municipal
- 9- *EVA- Economic Value Added*
- 10- F&A- Fusões e Aquisições
- 11- F.S.E- Fornecimentos e Serviços Externos
- 12- G.F.F- Gastos Financeiros de Financiamento
- 13- IGCP- Agência de Gestão da Tesouraria e Dívida Pública
- 14- *MVA- Market Value Added*
- 15- N.F.M.EX- Necessidades de Fundo de Maneio de Exploração
- 16- *NPM- New Public Management*
- 17- O.T- Obrigações do Tesouro
- 18- RCI- Rendibilidade do Capital Investido
- 19- RCP- Rendibilidade do Capital Própria
- 20- REA- Rendibilidade Económica do Ativo
- 21- ROCI- Rendibilidade Operacional do Capital Investido
- 22- *ROI- Return on Investment*
- 23- ROV- Rendibilidade Operacional das Vendas
- 24- SA- Sociedade Anónima
- 25- SEL- Setor Empresarial Local
- 26- SGU- VRSA, Sociedade de Gestão Urbana, EM SA
- 27- SRU- VRSA Sociedade de Reabilitação Urbana, EM SA
- 28- VAL- Valor Atual Líquido

CAPÍTULO I

INTRODUÇÃO

1.1- O enquadramento legal das empresas municipais

As empresas locais (municipais, intermunicipais e de áreas metropolitanas), assim designadas, por estarem sujeitas à influência dominante de entidades públicas participantes (administração local) e servirem propósitos de prossecução do interesse público, surgiram da necessidade de agilizar os serviços locais. Contribuíram para a sua desburocratização e aperfeiçoamento técnico, tornando-os mais eficientes e económicos (Mafrá, 2013).

Desde 1999, ano da sua criação jurídica, foram ganhando popularidade, no seio da administração local. As virtudes que a este modelo podem ser imputadas não foram, no entanto, suficientes para evitar a desnaturação dos seus objetivos iniciais.

A lei nº 53-F/2006 de 29 de Dezembro aprovou o regime jurídico do setor empresarial local e revogou a Lei nº 58/98, de 18 de Agosto. Com a sua entrada em vigor, deu-se início a uma nova fase no desenvolvimento das empresas de iniciativa e âmbito autárquico (Livro Branco do SEL, 2011). Esta lei, veio regulamentar e disciplinar o setor, clarificando situações ambíguas, aumentando também a exigência das condições jurídicas sobre as entidades públicas que pretendiam criar empresas locais. Na sua elaboração, foram tidos em conta pontos sensíveis do meio empresarial local, nomeadamente, a transparência e imparcialidade das relações entre empresas e entidades participantes, bem como, externamente, a imparcialidade e publicidade da contratação e a sujeição às regras gerais da livre concorrência. Deu-se especial atenção ao equilíbrio das contas das sociedades, responsabilizando as entidades participantes pela sua manutenção. Os empréstimos contraídos pelas mesmas e o seu endividamento líquido passaram a contar para o cálculo do endividamento líquido das entidades autárquicas participantes.

Contudo, padecia ainda de lacunas, levantando equívocos e problemas que obrigaram à sua revisão, no fim de 2006.

O livro Branco do Setor Empresarial local, documento que resultou da reflexão sobre a realidade empresarial local e sobre os seus dois diplomas legislativos, concluiu relativamente à sua viabilidade que, embora os indicadores globais de equilíbrio económico e financeiro do setor não revelassem um problema global de insustentabilidade, existiam claramente casos que mereciam a atenção imediata face aos níveis elevados de fragilidade financeira detetados.

As generalidades tecidas por este documento vieram evidenciar as limitações da legislação vigente e necessidade de um novo quadro regulamentar.

A Lei nº. 50/2012 de 31 de Agosto que aprovou o regime jurídico da atividade empresarial local e das participações locais e revogou as Leis nº. 53-F/2006, de 29 de Dezembro, e 55/2011, de 15 de Novembro, veio preencher a necessidade jurídica que se vinha fazendo sentir relativamente a este assunto.

Demarcou-se da anterior, sendo substancialmente diversa da configuração jurídica do “Setor Empresarial Local” (PLMJ, 2012). De entre diversos ajustamentos e atualizações salienta-se a obrigação imposta pelos artigos nº 61 e 62 de dissolução das empresas locais no prazo de seis meses, sempre que se verifique uma das seguintes situações:

- a) As vendas e prestações de serviços realizados durante os últimos três anos não cobrem, pelo menos, 50% dos gastos totais dos respetivos exercícios;
- b) Quando se verificar que, nos últimos três anos, o peso contributivo dos subsídios à exploração é superior a 50% das suas receitas;
- c) Quando se verificar que, nos últimos três anos, o valor do resultado operacional subtraído ao mesmo o valor correspondente às amortizações e às depreciações é negativo.
- d) Quando se verificar que, nos últimos três anos, o resultado líquido é negativo.

Como alternativa à dissolução, o artigo nº 64 veio preconizar a integração e fusão de empresas locais.

A nova legislação contemplou também a imposição de não despiciendos deveres de informação institucional e deveres económico-financeiros das entidades públicas participantes, à Direcção-Geral das Autarquias Locais. O não cumprimento dos mesmos, passou a constituir objeto de sanção, com retenção de 10% do duodécimo das transferências correntes do Fundo Geral Municipal (PLMJ, 2012).

Tendo em conta o quadro legal vigente da atividade empresarial local e o número substancial de empresas locais no território nacional (ver tabela 1.1, abaixo), é previsível a ocorrência de um maior número de dissoluções e fusões em empresas públicas, passando tais processos a fazer parte da realidade autárquica.

Tabela 1.1- O Universo SEL em 2009

Tipo de Entidade	Número de Empresas
Total de Empresas que Integram o SEL	392
Empresas em Forma de Sociedade Comercial	242
Municipais	211
Intermunicipais/Metropolitanas	31
Entidades Empresariais Locais	123
Municipais	116
Intermunicipais/Metropolitanas	7
Empresas sob Influência Dominante Indireta	27

Fonte: Livro Branco do Sector Empresarial Local, (2011, p. 9)

Assim, julgou-se relevante a existência de um trabalho académico que se debruçasse sobre a problemática das fusões de empresas municipais, explorasse as suas consequências para as entidades públicas participantes e para os principais beneficiários dos seus serviços, os utentes. Espera-se que, o mesmo, sirva de acervo informativo às autarquias e público em geral e possa nortear a ação das empresas envolvidas, ou que planeiem entrar neste tipo de reorganização.

1.2- O objeto da investigação e os seus objetivos

A VRSA Sociedade de Gestão Urbana EM SA é uma empresa municipal da região Algarve. Esta entidade foi criada em 2007, propondo-se melhorar os índices de qualidade de vida dos munícipes de Vila Real de Santo António, restringindo-se a sua área de atuação ao próprio concelho.

Os seus capitais são maioritariamente públicos. Goza de personalidade jurídica, sendo dotada de autonomia administrativa, financeira e patrimonial. O seu âmbito é a gestão de serviços de interesse geral e a promoção do desenvolvimento local e regional, nos

termos definidos pelos artigos 18º e 21º da Lei 53-F/2006 de 29 de Dezembro e o acompanhamento e prossecução das políticas urbanísticas.

Na sua génese, estruturou-se em seis unidades de negócio (VRSA, SGU EM SA, 2008):

- i) Gestão de espaços públicos;
- ii) Eventos culturais;
- iii) Habitação social;
- iv) Ordenamento do território;
- v) Equipamentos coletivos;
- vi) Obras municipais

Citando a missão da própria Empresa, a sua existência está alicerçada no serviço à população, representando este, a sua máxima prioridade (ver figura 1.1, abaixo).

Figura 1.1- Pirâmide Invertida- Ciclo de Prioridade



Fonte: Relatório de Gestão e Contas 2007, VRSA, Sociedade de Gestão Urbana, EM SA, p.8

A VRSA, SRU-Sociedade de Reabilitação Urbana, EM SA era uma empresa municipal de capitais públicos. À semelhança da sua homóloga, a SGU EM, foi criada no ano de 2007, pelo município de Vila Real de Santo António. Tinha como competências principais, o acompanhamento das intervenções no centro histórico da cidade, a

preparação de um novo regulamento da ocupação do espaço público e a elaboração de propostas de intervenção no espaço público, a par de outras ações de natureza urbanística (VRSA, SRU EM SA, 2008).

No início de 2010, no intuito de se extinguir serviços administrativos duplicados, de forma a se reduzir custos e conseguir uma maior eficiência na gestão de recursos, foi empreendida a fusão das duas empresas municipais; VRSA, Sociedade de Gestão Urbana e VRSA, SRU- Sociedade de Reabilitação Urbana, EM SA, extinguindo-se a segunda (ver notícia sobre a fusão, Anexo B). Em consequência desta fusão o Capital de VRSA, Sociedade de Gestão Urbana, EM SA, registou a quantia de 15 014 980,00 Euros.

Constitui a razão da presente investigação e o seu objeto de estudo, a fusão entre as duas empresas municipais acima referidas (ver figura 1.2, no final deste capítulo).

Tem por objetivo geral analisar o seu impacto na relação utente/prestador de serviço público, nomeadamente, o seu efeito sobre a satisfação global do utente.

Tem como objetivos específicos quantificar o ganho de valor para o “*shareholder*” Câmara Municipal e para o “*stakeholder*” utente, resultante do processo.

Aferir se o incremento de valor para o acionista resultou de uma transferência de riqueza do utente.

Sintetizando procura responder às seguintes questões:

- i) A fusão entre as duas empresas públicas levou ao ganho de valor para o acionista “Câmara Municipal”?
- ii) A fusão entre as duas empresas públicas levou ao ganho de valor para o “*stakeholder*” Utente?
- iii) Verificando-se o ganho de valor para uma das partes, exclusivamente, o mesmo, terá resultado de uma genuína criação de valor ou terá sido uma mera transferência de riqueza?

1.3- A problemática das fusões e aquisições

A literatura especializada acerca da temática das fusões e aquisições (F&A) não tem evidenciado o benefício das mesmas para as empresas adquirentes (King *et al.*, 2004; Lubatkin, 1983).

De facto, segundo Agrawal, Jaffe e Mandelker, (1992), os acionistas das empresas adquirentes experimentam perdas estatisticamente significativas, da ordem dos dez por cento, nos cinco anos que sucedem à fusão.

Será, então, legítimo levantar a questão: Se as fusões e aquisições não se revelam claramente vantajosas para as empresas adquirentes, que motivo as leva a recorrer a esta estratégia corporativa de forma continuada e crescente? (Brouthers, van Hastenburg e van den Ven, 1998).

A resposta a esta pergunta poderá encontrar-se na ineficácia das métricas adotadas na medição do seu desempenho (Zollo e Meier, 2008; Schoenberg, 2006; King *et al.*, 2004), ou o seu motivo não se prender exclusivamente com os ganhos imediatos (ganhos em carteira) para o acionista.

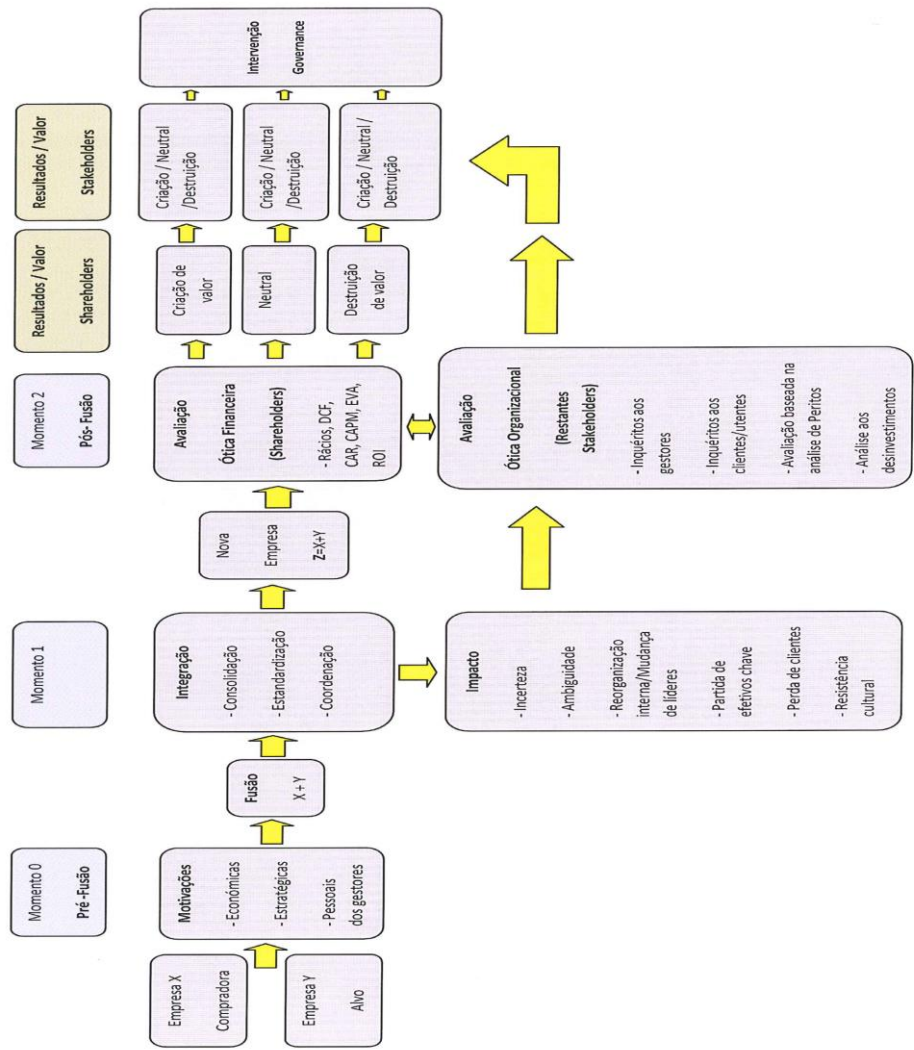
Poderão ser encetadas por muitas outras razões: economias de escala, economias de integração vertical, busca de recursos complementares, aplicação de fundos excedentários, eliminação de ineficiências, consolidação no ramo de atividade, diversificação, aumento do lucro por ação ou obtenção de custos financeiros mais baixos (Brealey, Myers e Allen, 2007).

Uma resposta alternativa ao motivo que as impulsiona poderá passar pela mudança do enfoque no seu sujeito principal, o acionista. A “Teoria do *Stakeholder*” advoga que o desempenho de um negócio será mais bem entendido se forem tidas em conta e analisadas todas as relações entre esse mesmo negócio e os grupos que o influenciam, ou que por ele são afetados (Parmar *et al.*, 2010).

No entanto, a maioria dos estudos empíricos tem-se concentrado no papel dos fatores internos das sociedades, o que gerou considerável compreensão no impacto das fusões e aquisições nos “*stakeholders*” internos, mas pouco conhecimento do seu efeito sobre “*stakeholders*” externos tais como clientes (Kato e Schoenberg, 2014; Öberg e Anderson, 2002).

Espera-se que o presente trabalho de investigação possa, com o seu modesto contributo, ajudar a colmatar esta lacuna na teoria.

Figura 1.2- Mapa Conceptual do processo de Fusão



Fontes: (Lubatkin, 1983; Brouthers, van Hattenburg e van den Ven, 1998; Schweiger e Vey, 2003; Schoenberg, 2006)

CAPÍTULO II

REVISÃO DE LITERATURA

2.1- Resenha histórica, definição, tipos e motivos das fusões e aquisições

2.1.1- Resenha histórica

As fusões e aquisições não constituem um fenômeno recente. Historicamente, têm acontecido sob a forma de vagas, em vários setores econômicos, condicionadas pela legislação sobre concorrência.

A primeira grande vaga ocorrida nos Estados-Unidos da América, no fim do Século XIX, (1897-1904), verificou-se num meio em rápida expansão, o dos caminhos-de-ferro, responsável pela ligação de regiões e mercados remotos desse país. O ambiente corporativo, debilmente regulado pela parca legislação, permitiu que fossem concluídas inúmeras fusões horizontais, levando a situações de quase monopólio. Viria a acabar alguns anos mais tarde devido ao encrudescer das leis anti-monopolistas do Supremo Tribunal. Seguiram-se lhe outras, das quais se destaca a terceira (1965-1969), que deu origem aos grandes conglomerados e viria a sucumbir pela aplicação de leis destinadas a garantir a livre concorrência (Chang e Moore, 2008).

Hoje, volvidos mais de cem anos destes acontecimentos, as fusões e aquisições continuam na ordem do dia, constituindo uma forma muito popular de expansão corporativa. Representaram, em 2012, um valor de negociação mundial superior a mil bilhões de dólares americanos, isto, num contexto de recessão das economias ocidentais (Kato e Schoenberg, 2014). Alguns autores qualificam mesmo esta recente onda de “fusão- Mania”, tal a popularidade desta alternativa estratégica (Lubatkin, 1983).

Do ponto de vista acadêmico, o fenômeno, tem suscitado o interesse de muitos investigadores das mais variadas disciplinas da gestão, nas últimas quatro décadas. Os estudos desta matéria seguem três correntes principais: a financeira, que se foca essencialmente na criação de riqueza para os acionistas, a gestão estratégica, que se concentra nas opções estratégicas e nos fatores que permitem explicar individualmente a variação de resultados entre tipos de fusões e a corrente relativa ao processo “*per-si*”,

que se dedica a analisar os problemas levantados pela integração das empresas. As últimas duas conceções reforçam a ideia de que, más decisões estratégicas, insuficientes negociações e displicência na integração podem conduzir a menores resultados para os “*stakeholders*” (Cartwright e Schoenberg, 2006).

Não obstante os múltiplos trabalhos acerca deste tema e do esforço nele concentrado, a relação entre fusões, aquisições e consequências para as empresas e “*stakeholders*” não está ainda bem clarificada. Tal facto, poderá ser explicado se entendermos este problema como complexo e multidimensional (Bowman e Singh, 1993).

2.1.2- Definição

As ações de combinação entre empresas são usualmente englobadas na expressão geral, fusões e aquisições, que deriva da equivalente anglo-saxónica “*mergers and acquisitions*” (*M&A*). Embora a mesma, seja usada de forma indiscriminada na literatura científica, em nome do rigor, será útil fazer-se a distinção das diferentes situações agregadas pelo termo. Deve ser tido em conta o facto das diferentes aceções na terminologia fiscal, contabilística e dos negócios não serem forçosamente coincidentes (Ferreira, 2002).

A aquisição de uma empresa consiste na compra total ou parcial do capital de uma empresa. Poderá ser minoritária ou de controlo. A utilização do termo fusões e aquisições (*F&A*) refere-se, usualmente, às aquisições que levam ao ganho do controlo do capital da empresa alvo (Silva, 2015). A aquisição pode também passar pela compra de ativos, compra de um segmento de negócio ou subsidiária (Chang e Moore, 2008).

Por sua vez, uma fusão resulta da reunião numa só entidade de duas ou mais sociedades, as quais juntam os seus patrimónios, deixando de existirem individualmente (Silva, 2015). É comum, que a mais pequena seja fundida na maior, no entanto, o inverso também pode acontecer. Os intervenientes são designados por sociedade adquirente e sociedade alvo, correspondendo o adquirente à compradora e o alvo à comprada (Chang e Moore, 2008).

2.1.3- Principais tipos de fusões e aquisições

A “*Federal Trade Commission*” distingue cinco categorias mutuamente exclusivas de fusões e aquisições, tendo em atenção a relação económica entre a empresa adquirente e a alvo (Montgomery e Wilson, 1986; Lubatkin, 1983).

- 1- Concentração Horizontal- as empresas envolvidas produzem bens ou serviços semelhantes, no mesmo mercado geográfico, frequentemente como concorrentes, resultando numa sobreposição de recursos existentes.
- 2- Combinação Vertical- as empresas exploram atividades afins, ou complementares, dentro da cadeia de valor da mesma indústria.
- 3- Extensão de Produto- as empresas envolvidas apresentam processos de produção e distribuição semelhantes, no entanto, os produtos não competem diretamente entre si (*e.g.* um produtor de pasta dentífrica que adquire uma unidade de produção de sabonetes)
- 4- Extensão de mercado- as empresas contratantes produzem o mesmo produto, ou serviço, mas comercializam-no em diferentes mercados geográficos.
- 5- Conglomerados- as empresas dedicam-se a atividades com diferentes objetos, ou posicionadas em indústrias não relacionadas.

Montgomery e Wilson, no seu trabalho de 1986 sobre fusões e Aquisições adotam esta classificação. Ferreira (2002) propõe categorias semelhantes, não distinguindo a extensão de mercado.

Uma abordagem alternativa, usada por Silva, (2015) e Ferreira (2002), ancorada no património das empresas contratantes, distingue duas categorias de fusões:

- 1- Fusão-incorporação- o património global de uma das sociedades é transferido para a outra, designada de incorporante. Como contrapartida, a incorporante distribui aos acionistas da incorporada ações, ou quotas, representativas do seu capital social, na proporção do seu valor de património.
- 2- Fusão-concentração- O património global das sociedades contratantes é transferido para uma nova sociedade. Aos sócios e acionistas da nova empresas são disponibilizadas partes de capital, na proporção do valor atribuído em negociação, a cada uma das empresas a fundir. As empresas constituintes podem, depois de deixarem

de ter existência jurídica, constituir divisões no seio da nova empresa ou alternativamente formar empresas subsidiárias

2.1.4- Motivações

As fusões e aquisições têm por móbil a manutenção ou reforço das vantagens competitivas de uma empresa e surgem na sequência da implementação de uma estratégia que visa alcançar esse objetivo (Silva, 2015).

Halebian *et al.*, (2009), distinguem quatro grandes grupos motivacionais, antecedentes, que levam as empresas a adquirirem, ou a se fundirem.

O primeiro grupo apontado por estes autores engloba as razões relacionadas com a criação de valor, tais como: poder de mercado, eficiência, realocação de recursos, disciplinamento de gestores ineficientes.

O aumento da quota de mercado traduz-se no poder de mercado. Pode ser encarado como uma tentativa das empresas se apropriarem do valor dos clientes. A teoria financeira foi a primeira a explorar a hipótese de que, um menor número de empresas, numa determinada indústria, aumenta a capacidade de influenciar os preços. Em situações extremas, as fusões horizontais podem resultar em monopólios (Chang e Moore, 2008). Embora alguns trabalhos académicos não suportem a hipótese do poder de mercado como antecedente para as fusões e aquisições, existem evidências limitadas a favor da mesma.

A eficiência está intimamente ligada ao conceito de sinergia. De um modo geral podem ser distinguidos três tipos diferentes (Trautwein, 1990):

1- As sinergias financeiras resultam de uma redução do custo do capital. Podem ser obtidas pela redução do risco sistemático, mediante a aquisição, ou fusão com empresas de indústrias não relacionadas, ou seja, por diversificação do negócio. Aumentar a dimensão da empresa, ou criar um mercado interno de capital com o objetivo de alocá-lo mais eficientemente são formas alternativas de se alcançar este tipo de sinergias (Trautwein, 1990). A sua existência tem sido posta em causa por fortes críticas teóricas, suportadas pelo argumento da impossibilidade da sua obtenção, em contexto de eficiência dos mercados de capitais. De facto, a investigação demonstrou não haver

evidências da redução do risco sistemático, ou de um superior mercado interno de capital (Trautwein, 1990). Por outro lado, Chatterjee e Lubatkin (1990), no seu trabalho sobre alteração do risco associado às fusões, concluem que as empresas adquirentes que se fundem com empresas de outros setores, mas com as quais partilham tecnologia, reduzem a variância dos seus rendimentos “*securities*”. Globalmente, os testes paramétricos e não paramétricos apontam para que, em média, as fusões possam conduzir à criação de valor, por via da redução do risco sistemático. Tal risco, não é passível de ser reduzido na mesma magnitude por ações individuais levadas a cabo pelos acionistas (*e.g.* diversificação do portfólio de ações) (Chatterjee e Lubatkin, 1990).

2- As sinergias operacionais derivam da integração das operações de unidades individuais (Trautwein, 1990). Incidem na redução dos custos fixos, resultantes da alteração do processo físico de produção, que leva a que um mesmo nível de “*inputs*” gere maiores “*outputs*” e na redução dos custos variáveis, associados ao maior poder de compra e capacidade produtiva da empresa resultante (Schweiger e Very, 2003).

3- As sinergias de gestão são obtidas pela superior capacidade de planeamento e controlo da empresa adquirente relativamente à empresa alvo. Esta forma sinérgica tem sido alvo de crítica por se tratar de um conceito evasivo. Justificam muitas fusões, mas raramente se materializam (Kitching, 1967) cit. (Trautwein, 1990).

Schweiger e Very (2003) distinguem ainda as sinergias de rendimentos, de poder de mercado e intangíveis.

As primeiras são obtidas a partir da complementaridade das empresas fundidas, pela prática de vendas cruzadas. O conceito chave, que serve de móbil a este tipo de sinergia, é que mercados complementares procuram os mesmos produtos e serviços. Na prática, são muito difíceis de obter, dada a dificuldade em alavancar a complementaridade das empresas sem aumentar custos. As sinergias de poder de mercado permitem a um adquirente aumentar os “*cash-flows*” e margens pelo aumento dos preços e enquadram-se naquilo que foi dito anteriormente acerca do aumento da quota de mercado. Por fim, as intangíveis, constituem o tipo mais difícil de extrair e não se prestam à quantificação, daí a designação. Assentam na destreza em transferir aptidões entre duas organizações (Haspelslagh e Jemison, 1991^a).

A realocação de recursos constitui um meio para transferir ativos e competências, de modo a gerar economias de escala. As empresas adquirentes usam as fusões para aprofundar recursos conjuntos, quer pelo reforço de meios, em setores nos quais possuem clara vantagem de mercado, quer pela extensão desses meios a novas áreas, o que evidencia o uso de fusões e aquisições pelos gestores como via para a inovação (Haleblian *et al.*, 2009).

A teoria financeira sugere que as fusões e aquisições podem levar à criação de valor, quando utilizadas para disciplinar gestores ineficientes (Haleblian *et al.*, 2009). De acordo com a teoria da agência, as fusões podem proteger os acionistas de gestões ineficazes e ineficientes, constituindo uma força corretiva no mercado de capital. O mercado do controlo corporativo constitui uma arena, na qual, as equipas de gestão competem pelo direito de gerirem recursos corporativos (Jensen e Ruback, 1983). O modelo de gestão competitiva, proposto por Jensen e Ruback, coloca a ênfase nas equipas de gestão como parte ativas do processo de aquisição, cabendo ao acionistas um papel judicial, de certo modo passivo e relevante. Considerando que os acionistas não se fidelizam a nenhuma equipa de gestão, mas decidem racionalmente, a escolha recairá sobre a proposta que maximizar o seu valor, incluindo a venda a arbitragistas. Nesta ótica, a disputa das equipas de gestão pelo direito de liderarem as empresas e os seus recursos, baliza as tentativas de divergência da maximização do valor dos acionistas e providencia o mecanismo, pelo qual, economias de escala e sinergias resultantes da reorganização corporativa podem ser realizadas.

Enquanto o primeiro grande grupo de fatores motivacionais gravita em torno da criação de valor para o acionista, o segundo grupo, centra-se na realização das expectativas dos gestores. Um número substancial de estudos assume que as fusões e aquisições resultam na destruição de valor para o acionista, em consequência dos gestores procurarem maximizar os seus próprios interesses. Esta visão acaba por legitimar a teoria do mercado pelo controlo corporativo e o mecanismo de disciplina dos gestores proposto por Jensen e Ruback.

As equipas de gestão poderão encetar processos de fusão e aquisição movidos pelo montante das compensações. Estudos evidenciam a relação positiva entre o número de fusões e aquisições e o valor das compensações pós- aquisição (Haleblian *et al.*, 2009). Adicionalmente, a gestão de empresas de grande dimensão é sinónimo de “*status-quo*”

e poder, podendo entrincheirar os gestores e reduzir o risco de desemprego (Haleblian e Finkelstein, 1993).

O húbri dos gestores, que se caracteriza por uma confiança excessiva, pode também justificar o comportamento aquisitivo. Os teóricos das finanças foram os primeiros a propor este fator explicativo, demonstrando que conduz ao aumento dos prêmios pagos às empresas alvo, os quais por sua vez são responsáveis pela quebra do desempenho e do retorno das aquisições. Este efeito é agravado, caso a empresa adquirente possa recorrer ao financiamento interno (Hayward e Hambrick, 1997).

O terceiro conjunto de antecedentes proposto por Haleblian *et al.*, (2009), prende-se com a incerteza do meio corporativo e a atividade dos organismos de regulação. Os teóricos da gestão estratégica demonstraram que a incerteza exerce influência na escolha da forma de crescimento das sociedades; se por aquisição, ou por uma forma alternativa de cooperação (*e.g.*, parcerias e licenciamentos). A dificuldade das empresas em implementar modelos estratégicos alternativos, por modificações do meio envolvente, aumenta a probabilidade de ocorrerem fusões e aquisições (Thornton, 2001). Segundo Matsusaka (1996), as leis antimonopolistas não constituem um impedimento para a atividade aquisitiva. Rossi e Volpin, (2004), demonstraram que nações com elevados padrões contabilísticos e legislação protetora relativamente aos acionistas, apresentam níveis mais altos de atividade de aquisição do que as suas congéneres.

O trabalho seminal de Pferrer, (1972), acerca da dependência de recursos evidenciou que as empresas podem iniciar processos de fusão e aquisição de forma a suprirem necessidades dos mesmos. Ficou clarificado o padrão de atividade entre fusões e troca de recursos escassos entre sociedades. Esta associação de padrões poderá, segundo o autor, totalizar metade das decisões de fusões. A fusão constitui assim, uma resposta à interdependência organizacional, afigurando-se como alternativa estratégica na gestão ambiental da organização.

Os vínculos de rede ou relações corporativas são também um antecedente para as fusões e aquisições. Os gestores apresentam a tendência para seguirem os comportamentos dos seus pares, em indústrias com as quais se relacionam. A investigação levada a cabo por Haunschild e Beckman, (1998), evidenciou uma relação direta entre o número de fusões iniciadas por uma empresa e as encetadas por congéneres do seu círculo de contatos.

Resultados semelhantes foram encontrados por Westphal, Seidel e Stewart, (2001). A modificação no padrão de fusões e aquisições de um grupo de empresas numa rede corporativa induz mudanças na atividade aquisitiva das empresas relacionadas, o que constitui um argumento a favor do isomorfismo entre pares.

O quarto e último grupo de fatores motivacionais proposto por Haleblian *et al.*, (2009), engloba a experiência das empresas em fusões e aquisições e o posicionamento e estratégia das mesmas. A probabilidade de uma empresa entrar numa nova fusão aumenta em função do seu envolvimento passado em atividades do mesmo tipo. A tendência é reforçada quando resulta em ganhos (Haleblian, Kim e Rajagopalan, 2006).

A estratégia e posicionamento da empresa determinam as fusões e aquisições, na medida em que, empresas com uma estratégia de expansão global apostam em subsidiárias, enquanto as que estão orientadas para o mercado interno recorrem mais vezes a processos de fusão e aquisição (Harzing, 2002). Por outro lado, corporações que enfrentam dificuldades estratégicas estão mais sujeitas a serem adquiridas do que as que não sofrem esses constrangimentos (Graebner e Eisenhardt, 2004).

Silva, (2015), refere ainda as fusões e aquisições como forma de aplicação de fundos excedentários, quando a empresa possui montantes avultados de disponibilidades e não perspectiva formas de investimento lucrativas no seu setor de atividade. Esta estratégia poderá afigurar-se como alternativa viável à distribuição de lucros excedentários aos acionistas, ou à recompra de ações próprias.

Não obstante o principal objetivo das fusões ser a melhoria do desempenho global da empresa, o que segundo diversos trabalhos conceptuais no campo da teoria da organização industrial e da gestão estratégica é de certa forma alcançado pela empresa adquirente, a investigação empírica financeira não tem demonstrado esse ganho. De acordo com a segunda ótica, não existem evidências claras de que as fusões beneficiem o adquirente com retornos superiores ao de qualquer outro investimento com um nível de risco semelhante (Lubatkin, 1983). A taxa de insucesso das fusões e aquisições permanece consistentemente alta (Cartwright e Schoenberg, 2006). Quatro medidas de desempenho comuns nesta problemática; “*Cumulative Abnormal Returns*”, avaliação pelos gestores, avaliação por peritos e dados de desinvestimento revelam médias de sucesso para as aquisições e fusões compreendidas num intervalo de 44% a 56%, para

uma amostra constituída por empresas britânicas que levaram a cabo aquisições transfronteiriças (Schoenberg, 2006).

Será, então, legítimo perguntar: porque se mantêm as fusões tão populares entre os gestores?

Que razões levam a que empresas de diferentes dimensões continuem a recorrer a esta estratégia? (Brouthers, van hastenburg e van den Ven, 1998).

2.2-As fusões e aquisições na ótica dos “*stakeholders*” internos (acionistas)

2.2.1- A “Teoria do *Stakeholder*” e a maximização do valor do acionista

O principal papel dos gestores, segundo os economistas, deverá consistir na escolha entre as diferentes alternativas possíveis para uma empresa, com base num único critério, a maximização do valor de longo prazo. Inclui a maximização do valor do capital próprio, das garantias e ações preferenciais (Jensen, 2010).

O grande baluarte da maximização do valor no âmbito dos objetivos corporativos tem sido a “Teoria do *Stakeholder*”. Advoga que os gestores ao tomarem decisões devem ter em consideração o interesse de todos os “*stakeholders*” da empresa, isto é, de todos os indivíduos e grupos que de alguma maneira afetam, ou podem ser afetados, de forma substancial, pelo bem-estar da mesma. Tem os seus princípios enraizados na sociologia, no comportamento organizacional e na defesa dos interesses dos gestores. No entanto, apresenta falhas, na medida em que não especifica totalmente os propósitos corporativos. Enquanto a “Teoria da Maximização do Valor” providência aos gestores um objetivo único e preciso, a “Teoria do *Stakeholder*” dispersa os seus intentos por vários grupos. Sem uma definição clara de desígnios e objetivos, as empresas poderão experimentar perdas de eficiência, conflitos internos, confusão de gestão e até fracasso competitivo (Jensen, 2010). A ideia da “Teoria do *Stakeholder*” ser, antes de mais, uma teoria do “*shareholder*”, é defendida por Chakravarthy, (1986). Segundo este autor, a generalidade das medidas de performance visam direta ou indiretamente a maximização da riqueza do acionista. Reforça que, a criação de valor para o acionista não converge forçosamente com o bem-estar dos restantes “*stakeholders*” e não reflete a qualidade

das empresas. Na sua opinião, a condição de excelência, assenta sobretudo na cooperação contínua dos seus múltiplos intervenientes. Maximizar a sua satisfação deve ser o seu principal objetivo. Conclui que, as sociedades poderão estar a alienar os seus “*stakeholders*”, na ânsia de satisfazerem os acionistas e poderão comprometer a sua capacidade em se adaptarem às modificações do meio.

De acordo (Jensen, 2000; Marcoux, 2000; Sternberg,2000) cit. (Parmar *et al.*, 2010), a “Teoria do *Stakeholder*” é um pretexto para o oportunismo dos gestores”.

Trata numa primeira instância da distribuição dos resultados financeiros. Nesta ótica, procura dar resposta a quem deverá receber os recursos da empresa, levantando fortes constrangimentos entre os diferentes “*stakeholders*”, com diferentes entendimentos sobre a forma como estes devem ser distribuídos (Marcoux, 2000) cit. (Parmar *et al.*, 2010).

Para (Mandelker, 1974) cit. (Lubatkin,1983) o consenso geral entre os teóricos das finanças é de que o principal objetivo da empresa deve ser a maximização do valor do acionista.

2.2.2- A medição do desempenho das fusões e aquisições

A determinação da performance das fusões, na perspetiva financeira, assenta fundamentalmente em medidas objetivas, tais como, variação do preço das ações e medidas contabilísticas (Schoenberg, 2006).

A primeira medida, de cariz objetivo; “*Cumulative Abnormal Return*” (*C.A.R*), tem origem na teoria financeira. Avalia o impacto de um anúncio de fusão, ou aquisição sobre a cotação das ações das empresas envolvidas. Compara o retorno normal esperado das ações de uma sociedade, na ausência de fatores de perturbação, com o retorno “anormal”, proporcionado pelo anúncio de um evento desse tipo, num período de tempo à volta do mesmo (Janela de evento) (Capron e Pistre, 2002; Agrawal, Jaffe e Mandelker, 1992; Chatterjee, 1992; Jensen e Ruback, 1983). Firma-se no pressuposto da eficiência dos mercados de capitais, assumindo que as variações no valor dos títulos, refletem de forma fidedigna a avaliação dos investidores acerca dos futuros “*cash-flows*” (Agrawal, Jaffe e Mandelker, 1992). Segundo (lubatkin e Shrieves, 1986) cit. por (Schoenberg, 2006), tem como ponto forte constituir uma medida pragmática, não sendo afetada por problemas de enviesamento relativos à avaliação subjetiva dos

gestores, ou mesmo, de manipulação contabilística. A variação na cotação das ações de uma empresa é a única medida direta da criação de valor para o acionista.

Tem como principais fragilidades só poder ser usada em empresas cotadas, não refletir a performance operacional realizada, apenas as expectativas dos investidores acerca dos futuros “*cash-flows*” que possam advir da fusão (Montgomery e Wilson, 1986). Pode captar outros fatores exógenos e não apenas os diretamente relacionados com o evento (Lubatkin e Shrieves, 1986) cit. (Schoenberg, 2006).

De acordo Woo e Willard, (1983) cit. (Chakravarthy, 1986), podem ser usadas 14 medidas distintas na medição do desempenho estratégico, oriundas de quatro grupos principais de fatores: Rendibilidade, Posição de mercado relativa, variação da rendibilidade e do “*cash-flow*” e crescimento das vendas e quota de mercado. As medidas de destaque destes grupos são a Rendibilidade dos Capitais Investidos (*ROI*), Rendibilidade Operacional das vendas (*ROV*) e o “*cash-flow*” do investimento.

2.2.3- As evidências dos estudos de evento

Tal como foi referido anteriormente, as medidas objetivas de performance (financeiras e contabilísticas) não têm demonstrado evidências claras de que as fusões e aquisições beneficiem os acionistas das empresas adquirentes com retornos superiores (Lubatkin, 1983).

Ravenscraft e Scherer, (1986), verificaram que as empresas adquiridas, nos anos sessenta e início dos anos setenta, eram altamente rentáveis antes do processo de aquisição, mas invertiam a dinâmica de rendibilidade, após o mesmo. Na sua opinião, esta experiência, dificilmente pode ser reconciliada com as conjecturas do benefício para os acionistas, proporcionado pelas fusões e aquisições. No melhor dos cenários, poderão quebrar constrangimentos no racionamento de capital e melhorar o investimento.

Os autores, sugerem uma explicação alternativa para a quebra de desempenho; os gestores das empresas adquirentes selecionam empresas com lucros insustentavelmente altos, experimentando após a junção uma regressão “galtoniana”. As evidências, no entanto, demonstram que a redução dos lucros é muito maior para as empresas envolvidas em processos deste tipo, do que para as de um grupo de controlo de empresas de igual dimensão e níveis de rendibilidade, que não tomaram parte em tais intervenções.

Para Jensen e Ruback, (1983), as empresas alvo, em fusões bem-sucedidas, têm ganhos anormais significativos, no momento do anúncio da oferta e durante a sua compleição. Os alvos de ofertas abortadas perdem todos os ganhos amealhados durante o período de anúncio.

As fusões são, em média, para as empresas adquirentes, investimentos com valor atual nulo (Eckbo, 1983) cit. (Jensen e Ruback, 1983). Para Dodd, (1980) cit. (Jensen e Ruback, 1983), existem evidência de que tenham, em média, um valor atual negativo.

King *et al.*, (2004) corroboram as evidências de Dodd, (1980), de que o desempenho das empresas adquirentes não melhora em função da sua participação em fusões e aquisições, piorando mesmo em certa medida. Agrawal, Jaffe e Mandelker, (1992), quantificam a perda para as empresas adquirentes em 10%, nos cinco anos subsequentes ao processo. Segundo estes autores, as evidências de retornos negativos, nos muitos trabalhos em que se debruçaram sobre a questão são intrigantes, na medida em que, o conceito de eficiência dos mercados de capitais é paradigmático da teoria financeira. Desempenhos sistematicamente fracos, são inconsistentes com tal paradigma e põem causa os resultados investigacionais.

Segundo Lubatkin (1983), o facto da empresa adquirente não ter retornos acima do normal pode ter que ver com a legislação anti- concorrência, que impede fusões que combinem mais de 10% do mercado, restringido a amostra das empresas alvo a serem adquiridas. Alternativamente, o mercado das aquisições poderá ser perfeito para as empresas adquirentes, isto é, todos ganhos potenciais terem sido previamente antecipados pelo mercado e incorporados no valor das suas ações.

Os baixos retornos para a empresa adquirente podem ser explicados pela metodologia usada na determinação dos ganhos, tornando a escolha de uma medida de performance adequada, um problema difícil para os investigadores destas temáticas. Selecionar a medida de performance apropriada é de vital importância em áreas multidisciplinares, tais como, as fusões e aquisições (Schoenberg, 2006). O uso de medidas inconsistentes pode comprometer a pesquisa e levar a retrocessos no conhecimento (King *et al.*, 2004). Conclusões discrepantes podem muito bem resultar da escolha de métricas alternativas.

Para Zollo e Meier, (2008), o método do estudo de evento de curto prazo (*C.A.R*), usado na generalidade dos estudos financeiros sobre fusões e aquisições, não afere o desempenho das mesmas. Mede, somente, o sentimento do mercado acerca de um dado tipo de fusão. Os mercados financeiros, segundo os mesmos, não têm informação suficiente, nem capacidade preditiva, à data da ocorrência do evento (anúncio da fusão),

para determinar o resultado do processo. Recomendam que, caso os investigadores pretendam usar esse método, se refiram à variável dependente como “expectativas de mercado acerca do desempenho da empresa” e não “desempenho da fusão”. Melhor ainda, seria, que o estudo fosse acompanhado por uma análise de evento de longo prazo, de modo a dar melhor suporte às inferências.

Na tentativa de responder ao dilema sobre o interesse das fusões e aquisições (Lubatkin, 1983) avança duas proposições explicativas.

A primeira proposição parte do seguinte princípio: se as fusões não beneficiam as empresas adquirentes, tal facto, pode resultar de um erro de julgamento dos gestores sobre o potencial da empresa a adquirir, ou de uma avaliação deficiente do seu preço, para além de poder revelar erros na determinação de fatores subjetivos, tais como, o grau de complementaridade entre as duas empresas a fundir. Os gestores poderão ter como principal motivo a maximização da sua própria riqueza em detrimento da dos acionistas.

A segunda proposição advoga que, se pelo contrário, as fusões levam ao incremento de valor da empresa adquirente, três razões podem estar na origem da sua não evidência na literatura científica:

- 1- Problemas administrativos, nomeadamente; diferentes filosofias de gestão e sistemas de controlo, receios resultantes da antecipação de despedimentos, não equidade na distribuição de compensações, imposição de novas lideranças que podem estar na origem de ineficiências e impossibilitam a capitalização de ganhos (Scherer, 1980; Leibenstein, 1966) cit. (Lubatkin, 1983).
- 2- Problemas metodológicos ligados ao uso de medidas puramente contabilísticas, obtidas a partir do balanço, que sofrem de limitações várias, por exemplo; não refletirem o efeito de alavancagem (Weston e Manisingkha, 1971), ignorarem o impacto das variações de risco resultantes de uma nova estrutura (Fama, 1971) e a incapacidade em conseguirem captar os efeitos de um evento específico, como é o caso de uma fusão (Biggadike, 1979).
- 3- Os acionistas das empresas adquirentes só serem favorecidos por determinados tipos de estratégias de fusão. Havendo a possibilidade de existência de um quadro de contingência para a empresa adquirente, no qual a obtenção de sinergias depende do grau de ajuste estratégico alcançado e de diferentes formas de fusão proporcionarem diferentes níveis de ajuste e conseqüentemente diferentes níveis de ganhos.

Segundo o autor, a teoria financeira dispõe de ferramentas adequadas para a medição do desempenho das fusões, mas falha na sua estratificação do ponto de vista do ajuste estratégico. O estudo das fusões não pode partir do princípio de que estas são homogêneas. As técnicas empíricas de avaliação devem incorporar os conceitos desenvolvidos na teoria da organização industrial e na gestão estratégica.

2.2.4- Fatores moderadores do desempenho

Considerando que as fusões e aquisições não se traduzem em ganhos para as empresas adquirentes, os investigadores têm concentrado esforços no sentido de determinar as causas que influenciam a criação de valor. Foram isolados quatro níveis de análise que agrupam os múltiplos moderadores de desempenho: características do negócio (método de pagamento e tipo de negócio), características da empresa, efeitos de gestão e fatores do meio (Haleblian *et al*, 2009).

1- Características do negócio:

a) Método de pagamento

As fusões e aquisições podem ser pagas sob a forma de ações (capital próprio) ou “*cash*”. A equipa de gestão da firma adquirente financiará a transação com “*cash*”, se acreditar que as ações da sua empresa estão subavaliadas e com ações, se as mesmas estiverem sobreavaliadas pelo mercado (Travlos, 1987) cit. (King *et al.*, 2004). O uso de “*cash*” pode sinalizar os investidores de que o desempenho pós fusão será forte. Por outro lado, o método de pagamento, também afeta o registo contabilístico, o qual, por sua vez, influencia o desempenho pós aquisição. Tradicionalmente, existem, dois métodos de contabilizar uma fusão; a comunhão de interesses e a compra (King *et al.*, 2004; Lopes, 2004).

Na comunhão de interesses, os ativos da empresa alvo são contabilizados de acordo com o seu valor contabilístico, quando se consuma a fusão. Caso a empresa adquirente pague um valor mais alto pelos mesmos, a diferença será debitada à sua conta de capital próprio. Contrariamente, no método da compra, os ativos da empresa alvo são registados pelo preço efetivamente pago por eles. Caso seja pago um prémio acima do

seu valor contabilístico, os ativos serão sobrevalorizados relativamente ao seu valor pré-fusão, ou o excesso será contabilizado na conta de “*goodwill*”. Os terrenos e equipamentos que viram o seu valor incrementar, sofrem sempre depreciações nos anos subsequentes à fusão. A depreciação dos incrementos do “*goodwill*” constitui mesmo um requisito. Quando são pagos prémios de aquisição, o que em média se verifica, a rentabilidade pós-fusão das empresas que empregam o método da compra é sistematicamente inferior aquelas que usam o método dos interesses partilhados, tudo o resto constante (Lopes 2004; Ravenscraft e Scherer, 1986).

O prémio de aquisição tem sistematicamente sido ignorado pelos investigadores da gestão estratégica e da teoria das organizações. Este, constitui a referência principal, acerca do valor adicional que os gestores das empresas adquirentes conseguem extrair de uma fusão ou aquisição. Reforça a convicção de que o valor da empresa alvo e o seu potencial está incorretamente refletido no valor atual das suas ações. Uma gestão eficaz e eficiente poderia maximizar a criação de valor (Jensen, 1993) cit. (Hayward e Hambrick, 1997). Para além de ser importante na determinação do preço da empresa alvo e na expectativas dos investidores, é crucial como moderador do desempenho. Segundo (Sirower, 1994) cit. (Hayward e Hambrick, 1997), os prémios de aquisição afetam de forma inversa os retornos dos acionistas da empresa adquirente, para além de um horizonte temporal de quatro anos subsequente à data de aquisição. Assim quanto mais altos o valor dos prémios, menores os retornos de uma fusão ou aquisição, “*ceteris paribus*”. Os prémios excessivos têm por vezes consequências devastadoras para a empresa adquirente.

b) Tipo de negócio.

A investigação tem sugerido que as fusões têm um pior desempenho do que as “*tender offers*” (Haleblian *et al*, 2009). Alguns autores explicaram este facto avançando que a forma de financiamento das operações tem um efeito sinalizador (Hansen, 1987) cit. (Agrawal, Jaffe e Mandelker, 1992). O pagamento com “*cash*”, usual em “*tender offers*”, ocorre com maior probabilidade em empresas alvo subvalorizadas. Pelo contrário, o pagamento com recurso a capital próprio, característico das fusões, ocorre mais frequentemente em empresas alvo sobrevalorizadas (Agrawal, Jaffe e Mandelker, 1992).

No entanto, o trabalho de investigação levado a cabo por (Agrawal, Jaffe e Mandelker, 1992) não demonstrou evidências do maior desempenho das “*tender offer*”, relativamente às fusões.

2- Características da Empresa:

a) Dimensão das empresas.

Existem sinais de que a dimensão das empresas envolvidas no processo de fusão e aquisição tenha efeitos sobre o seu desempenho. Moeller, Schlingemann, Stulz, (2004), demonstraram que o desempenho das pequenas empresas supera o das grandes, quando estas comunicam uma decisão de fusão ou aquisição. Globalmente, os CAR ligados ao anúncio das pequenas empresas, ultrapassam os das grandes em 2.24 pontos percentuais. Os acionistas de grandes firmas sofrem perdas significativas quando estas anunciam a aquisição de empresas cotadas, independentemente da sua forma de financiamento. Não existem evidências de que o efeito associado à dimensão possa ser invertido ao longo do tempo. Na ótica destes autores, as perdas associadas às empresas de maiores dimensões prendem-se com o valor superior dos prémios pagos, o que acarreta perdas resultantes de sinergias negativas. Esta explicação é consistente com a teoria do húbri dos gestores. Por outro lado, alguns estudos apontam para que as fusões levadas a cabo por empresas de maiores dimensões resultem em desempenhos superiores, por via do aumento de produtividade (Healy *et al.*, 1992) cit. (Haleblian *et al.*, 2009), aumento do crescimento dos ativos e captação de clientes (Cornett e Tehranian, 1992) cit. (haleblian *et al.*, 2009).

Os resultados mistos dos trabalhos de investigação sobre a dimensão das empresas reforçam a necessidade de aprofundar os estudos acerca do seu efeito no desempenho das fusões e aquisições (Haleblian *et al.*, 2009).

b) Experiência de aquisição

Lubatkin, no seu trabalho de 1983, “*Mergers and the Performance of the Acquiring Firm*”, levantou a hipótese de uma relação entre a experiência de aquisição de uma empresa e o seu nível de desempenho. Observou que, um possível enviesamento da amostra poderia estar a ser introduzido no estudo sobre fusões e aquisições, ao serem sistematicamente excluídas empresas que tivessem tido experiências prévias em tais processos. Este procedimento, cujo principal objetivo, seria evitar o enviesamento consequente das múltiplas fusões, poderia ser a explicação para os baixos retornos das

empresas adquirentes. O autor sugeria assim, que fossem encetados estudos envolvendo grandes amostras de grupos homogêneos de prática em fusões, de forma a aferir a sua relação com o desempenho.

Haleblian e Finkelstein, (1999), analisaram esse efeito à luz da “Teoria da Aprendizagem Comportamental”. A mesma sugere, ao contrário da “Teoria da Curva de Aprendizagem”, que a prática não conduz automaticamente a desempenhos positivos. Existe um modelo de contingência que conduz a diferentes resultados, para o mesmo traquejo aquisitivo das empresas. Dependendo da natureza dos antecedentes (e.g., similaridade entre os tipos de aquisição), os efeitos práticos da experiência podem variar de francamente positivos a negativos.

Para a maioria dos casos, quando uma aquisição atual difere das anteriores, a experiência tem um impacto negativo sobre o seu desempenho (para adquirentes com experiência baixa a moderada). As empresas com superior desempenho são aquelas que possuem uma baixa experiência e não construíram generalizações erradas, ou aquelas que, com uma elevada experiência, souberam discriminar corretamente os diferentes tipos de aquisição. Para a restante minoria, quando a presente aquisição é idêntica às anteriores, a experiência tem influência positiva sobre o desempenho. Os resultados evidenciaram que as empresas que levaram a cabo múltiplas aquisições, dentro de um setor de atividade, beneficiaram da generalização do conhecimento passado. Desta forma, não descartando a hipótese de se aplicar inadequadamente relações passadas, os baixos retornos poderão ser evitados, se as sociedades aplicarem o seu acervo de conhecimento em fusões e aquisições similares.

c) Histórico de desempenho

Heron e Lie, (2002), investigaram a relação entre o desempenho pré e pós- fusão. Verificaram que, as empresas adquirentes que apresentavam desempenhos operacionais acima da média do setor, antes da fusão, continuavam a exibir níveis operacionais superiores, excedendo de forma clara as empresas do grupo de controlo, após a mesma. O incremento da performance era maior, quando empresas com um elevado rácio “*book-to-market*” adquiriam empresas com um baixo rácio, do mesmo setor de atividade.

Rau e Vermaelen, (1998), consideram que o mercado e as equipas de gestão extrapolam de forma excessiva os desempenhos passados das empresas adquirentes. Tal erro, pode ser a explicação para os maus resultados de longo prazo que sucedem a uma fusão. As

sociedades com baixos rácios “*book-to-market*”, designadas pelos autores de “glamorosas”, apresentam performances muito inferiores às consideradas de “valor”, com um elevado rácio “*book-to-market*”. O “*glamour*” induz erroneamente o mercado, os gestores e acionistas a sobrestimarem a capacidade dos adquirentes gerirem de forma eficaz outras companhias. Por outro lado, as sociedades de “valor”, estão associadas ao pessimismo do mercado, que desdenha das capacidades dos seus gestores. Estes últimos, não são afetados pelo húbri e enfrentam maior escrutínio dos diretores e acionistas, quando pretendem iniciar uma fusão ou aquisição. Assim, de certa forma, o mercado falha na relação de que resultados passados não são um indicador de resultados futuros, no campo das fusões e aquisições.

3- Efeitos de Gestão:

A gestão e a teoria financeira têm procurado a relação entre diferentes formas de propriedade e esquemas de compensação dos gestores com o rendimento advindo das aquisições. Na ótica da teoria da agência, a partilha da propriedade da empresa pelos gestores determina o alinhamento dos interesses dos mesmos (Haleblian *et al.*, 2009).

Datta, Iskandar- Datta e Raman, (2001) documentaram uma relação positiva forte entre as participações no capital próprio, dadas aos gestores e o desempenho bolsista das empresas que representavam, no período de tempo circundante ao evento de aquisição. Comparativamente aos gestores com baixas quotas de capital, aqueles que beneficiavam de garantias mais elevadas, pagavam prémios de aquisição substancialmente mais baixos, adquiriam empresas alvo com elevadas oportunidades de crescimento e envolviam-se em aquisições que permitiam um reajuste significativo do “risco empresa”. Registraram que, para o período pós-aquisição, as firmas com baixas participações apresentavam baixos desempenhos, verificando-se o oposto para as que premiavam os gestores com garantias generosas. Tal facto, sugeria que, a melhoria da performance dos retornos bolsistas, seguindo-se a um evento de fusão e aquisição, seria consequência direta da política de partilha de propriedade da empresa.

4- Fatores do meio:

Tem sido sugerida a possível relação entre fatores contextuais ou episódicos e o desempenho das fusões e aquisições. As diferentes vagas de eventos podem ter consequências díspares na performance dos mesmos (Haleblian *et al.*, 2009).

Matsusaka, (1993), examinou a reação do mercado de capitais aos anúncios de fusão, durante a vaga dos conglomerados, nos anos sessenta. Concluiu que, os acionistas das empresas adquirentes beneficiaram da estratégia de diversificação. Os ganhos foram particularmente altos para as sociedades que retiveram as equipas de gestão das empresas alvo, mas negativos para aquelas que as substituíram.

A análise à primeira grande vaga de fusões (1897-1903) por Banerjee e Eckard, (1998), mostrou que a consolidação levou a uma criação de valor para as empresas adquirentes, compreendida entre os 12% e os 18%. As empresas rivais sofreram perdas significativas.

Por outro lado, o estudo de Leeth e Borg, (2000), ao impacto causado pela decisão de fusão, sobre os portfólios de ações das empresas adquirentes e alvo, de 1919 a 1930, revelou resultados contrários aos dos investigadores anteriores. Os acionistas das empresas alvo obtiveram ganhos claros, com *CAR* superiores a 15%, enquanto os acionistas das firmas adquirentes não experimentaram ganhos no valor de mercado, com retornos anormais acumulados de 2,43%, estatisticamente nulos. Os ganhos de valor de mercado combinados para a adquirente e alvo revelaram-se insignificantes para todas as técnicas de estimação e janelas de evento. Similarmente ao que acontece nos tempos correntes, a empresa adquirente típica da década de 20, superava o desempenho do mercado nos anos que antecediam o evento, mas perdia valor após a compleição de uma fusão, ou aquisição.

2.3- As fusões e aquisições à luz da gestão estratégica

Na ótica da gestão, a criação de valor numa empresa é uma consequência da atividade dos gestores, ao longo do tempo e só se tornará visível após a compleição da fusão, ou da aquisição. É requerido, para a obtenção do mesmo, um especial enfoque nas capacidades que permitem a uma sociedade adquirir vantagem competitiva e distanciar-se em termos de performance financeira das restantes (Haspeslagh e Jemison, 1991).

Não obstante a motivação subjacente a todas as fusões e aquisições ser a criação de valor, as denominadas de “estratégicas”, diferenciam-se das restantes pelo tipo de mais-valias que transferem, pela relação que estabelecem com a estratégia corporativa e contribuição para a estratégia do negócio. Estas três distinções enfatizam diferentes dimensões do processo de aquisição e têm consequências diversas na tomada de

decisões acerca do mesmo e nos desafios levantados pela integração (Haspeslagh e Jemison, 1991).

2.3.1- Aquisições e tipo de mais-valias transferidos:

a) Partilha de recursos

Passa pela racionalização e realocação dos ativos operacionais das empresas. Pode implicar uma, ou mais funções, conduzindo à redução de custos que emergem das economias de escala e alcance. As economias de escala resultam numa redução do custo unitário, por sua vez, as economias de alcance têm por base o uso conjunto de um ativo, resultando num custo global mais baixo para as empresas.

Este ponto remete para o tema das sinergias operacionais desenvolvido na primeira parte desta revisão de bibliografia.

b) Transferência de aptidões funcionais

Verifica-se quando uma das sociedades melhora as suas capacidades e desempenho, importando de uma outra competências que não possuía. A título exemplificativo, processos avançados de manufatura e produção ou conhecimentos profundos de canais de distribuição.

A transferência de aptidões funcionais é muito difícil de se conseguir devido à elevada especificidade das mesmas. As aptidões estão frequentemente associadas a hábitos, atividades muito particulares e comportamentos padronizados de pessoas chave no seio da organização. Replicar as aptidões numa outra empresa, num diferente contexto, afigura-se um desafio para qualquer equipa de gestão.

Este ponto tem enquadramento no tema das sinergias intangíveis desenvolvido na primeira parte desta revisão de bibliografia.

c) Transferência de aptidões de gestão

Consiste na melhoria do desempenho de uma empresa, por via do aprofundamento das suas competências de gestão. Estas competências podem abarcar a liderança, bem como, o planeamento de controlo, planeamento financeiro, recursos humanos e estratégico.

As aptidões de gestão constituem as sinergias de gestão anteriormente abordadas na primeira parte desta revisão de bibliografia.

d) Combinação de benefícios

Não implicam a transferência formal de competências, nem a existência de um processo de gestão que as transfira entre as organizações envolvidas. Desempenham um papel crucial em certos tipos de fusões e aquisições, mas a criação de valor não constitui o seu principal objetivo, num contexto puramente estratégico.

Inclui-se neste grupo a partilha de recursos financeiros, que pode levar à redução dos custos de financiamento e maior autonomia financeira, o aumento do poder de mercado e capacidade de compra, como consequência da maior dimensão da organização resultante, o incremento da estabilidade por via da diversificação, ou melhoria da imagem e reputação, consequentes do aumento de dimensão e escala.

As fusões e aquisições representam um misto dos diferentes tipos de competências e aptidões transferidas. A escolha, por parte da equipa de gestão, em focar-se num, ou noutro tipo, depende essencialmente das motivações estratégicas que presidem às mesmas.

2.3.2- Aquisições e regeneração corporativa

Esta categoria foca-se na contribuição das fusões para a estratégia corporativa das organizações. Numa perspetiva corporativa, as empresas procuram balancear a sua ação entre a manutenção do domínio existente e a renovação das suas capacidades. Entende-se por “domínio” o conjunto de atividades e negócios nos quais a corporação é competitiva.

Para Trautwein, 1990, a estratégia corporativa está ligada à extensão do binómio produto-mercado de uma corporação e das inter-relações das suas unidades de negócio. As aquisições podem contribuir para o processo de regeneração por três diferentes vias, reforço de domínio, extensão de domínio e exploração de domínio (Haspeslagh e Jemison, 1991).

a) Reforço de domínio

Visa aumentar, ou renovar as capacidades subjacentes a uma posição competitiva, num determinado domínio de negócio. Pode constituir uma resposta de defesa, num contexto de reestruturação do setor, ou uma atitude proactiva de antecipação. A sua essência é o

desejo de defender, ou fortificar uma posição, num setor onde já se possui vantagens (Haspeslagh e Jemison, 1991).

Quando a organização persegue este objetivo, a sua principal meta será a aquisição de rivais no mesmo mercado geográfico. Dependendo da natureza do mesmo, poderá incluir uma região, um país, um continente ou até o mundo. As fontes potenciais de sinergias nesta estratégia comportam a redução dos custos das matérias-primas, por via do aumento do poder sobre fornecedores, redução dos custos fixos, pela supressão de funções redundantes e aumento da eficiência na utilização de ativos fixos, aumento dos preços de venda, por redução de competidores e economias de alcance, obtidas pela reorganização das vendas mediante partilha de serviços das empresas fundidas. O reforço de domínio através da consolidação de mercado implica elevados níveis de standardização e coordenação, o que significa que diferenças de cultura, identidade e práticas de gestão têm de ser resolvidas (Schweiger e Very, 2003).

b) Extensão de domínio

As empresas procuram aplicar as suas aptidões em negócios novos e relacionados, ou então trazer novas competências para o seu negócio. O desafio principal das empresas combinadas passa por estabelecer a ligação entre o que é uma nova capacidade para uma delas com o que é uma nova oportunidade de negócio para a outra (Haspeslagh e Jemison, 1991).

Existe a possibilidade de aumentar a competitividade no mercado pela aquisição de novos produtos e serviços, aptidões e tecnologias, ou acesso a canais de distribuição complementares. As sinergias principais oriundas desta estratégia incluem a redução dos custos variáveis, por via do aumento do poder de compra, redução de custos fixos, por eliminação de tarefas duplicadas e melhor utilização dos ativos, aumento do rendimento, como consequência da partilha de produtos e serviços desenvolvidos por cada uma das organizações. A extensão de domínio exige níveis médios de consolidação organizacional e standardização, mas elevados níveis de coordenação são necessários, no que concerne às vendas cruzadas. A implementação efetiva desta estratégia exige cuidados na gestão das diferenças de identidade e de cultura empresarial, políticas e operacionais (Schweiger e Very, 2003).

c) Exploração de domínio

As fusões e aquisições deste tipo envolvem a entrada em áreas de negócio, ou setores alternativos, que requerem novas capacidades da parte da empresa adquirente. São usualmente encetadas com o objetivo de reduzir a exposição ao risco, ou aplicar fundos excedentários. Levam à criação de valor por duas vias: aquisição de novas competências, ou de novos negócios para a organização e aplicação de competências gerais de gestão em setores não relacionados. O primeiro caminho visa captar aptidões, ou negócios que, embora não imediatamente incorporáveis na lógica corrente da empresa, possam em certa medida ser importantes nas atividades futuras. O segundo tem como propósito acelerar o crescimento, ou disciplinar a equipa de gestão das empresas alvo.

Para algumas organizações, a exploração de domínio implica a aquisição de várias empresas alvo num setor emergente e posterior agregação das mesmas, obtendo-se um novo domínio de negócio. Frequentemente, procura alavancar o conhecimento nas especificidades de uma nova indústria e a sua credibilidade, fatores essenciais numa eventual sucessão de aquisições que conduzam a uma posição de maior visibilidade no seio de um setor (Haspelslagh e Jemison, 1991).

As fontes potenciais de sinergias, nesta estratégia, incluem redução dos custos fixos, por via da supressão de funções redundantes, ganhos intangíveis por, aumento do “*Know-how*” e redução do custo de capital, por via da redução do risco associado à diversificação. Na exploração de domínio, as funções e atividades não são consolidadas à exceção da tesouraria, gestão de disponibilidades e gestão financeira. Tradicionalmente, a empresa alvo opera como divisão da adquirente ou subsidiária. A duplicação de tarefas, redundância da gestão e conseqüente dispensa de força laboral é pouco provável. No entanto, deverá ser dada especial atenção às diferentes práticas de gestão, cultura e identidade distintas entre as organizações. As possíveis desavenças entre as equipas seniores de gestão podem constituir um óbice ao sucesso da fusão (Schweiger e Very, 2003).

2.3.3- Aquisições e estratégia de negócio

A terceira e última categoria, que distingue as aquisições estratégicas, proposta por Haspelslagh e Jemison, (1991), relaciona-se com a contribuição das fusões e aquisições

para uma estratégia de negócio específica. Os autores discriminam três tipos principais de estratégias de negócio: aquisição de uma competência específica, aquisição de uma plataforma de negócio e aquisição de uma posição existente.

a) Aquisição de uma competência

A organização empreende uma seleção criteriosa na aquisição de uma aptidão específica, necessária à implementação da estratégia do negócio. Este é o caso, para uma empresa que compra pequenas firmas altamente especializadas em determinadas áreas de um setor e as agrega numa estrutura única.

b) Aquisição de uma plataforma

A organização compra uma pequena empresa, especializada num determinado setor, que exige elevadas competências. Procede a investimentos generosos dando-lhe a necessária visibilidade. Usa o “*Know-how*” e a credibilidade derivados do negócio para adquirir empresas de maiores dimensões, referenciais do segmento de atividade.

c) Aquisição de uma posição

A aquisição de uma posição de negócio constitui, por si própria, a implementação da estratégia.

As três categorias descritas constituem desafios distintos para as equipas de gestão, com implicações no processo decisório, anterior à aquisição e no processo de integração. A escolha entre cada uma delas, na implementação da estratégia de negócio, exige um conhecimento profundo das mesmas.

Trautwein, (1990), considera que a temática da estratégia nas fusões e aquisições pode ser dividida em três tópicos principais: A escolha de fusões e aquisições entre empresas relacionadas, ou não relacionadas, a opção entre desenvolvimento interno e aquisições e por último, a decisão entre integração e manutenção da autonomia (esta situação será desenvolvido em detalhe no ponto 4.2.2).

2.3.4- Fusões e aquisições de empresas relacionadas *versus* não relacionadas

A investigação sobre diversificação corporativa é uma área importante da gestão estratégica. Tem sido sugerido uma relação entre a estratégia de diversificação e variação do desempenho, após a mesma (Singh e Montgomery, 1987). Segundo Lubatkin, (1983), o usufruto dos benefícios atribuído às sinergias, pelas empresas envolvidas num processo de fusão, é contingente do nível de ajuste estratégico conseguido entre estas. Diferentes tipos de fusão proporcionam diferentes graus de ajuste. As fusões são consideradas relacionadas quando as empresas envolvidas comercializam os mesmos bens, ou produtos afins, operam em mercados similares, ou verticalmente ligados (Chatterjee, 1986) cit. (Flanagan, 1996), (Blackburn, Lang e Johnson, 1990). Fusões e aquisições não relacionadas são arranjos que não se enquadram nos requisitos anteriormente enunciados e são, por vezes, denominadas de conglomerados puros (Flanagan, 1996). Postula-se que as fusões entre empresas relacionadas superam a performance dos conglomerados (Park, 2003; Flanagan, 1996; Blackburn, Lang e Johnson, 1990). As primeiras beneficiam de um maior ajuste estratégico, que permite a criação de sinergias e leva à melhoria do seu desempenho (Flanagan, 1996). Os ganhos nos conglomerados resultam de uma redução dos custos de financiamento (por redução do risco de bancarrota, ou mercado financeiro interno), do incremento da eficiência administrativa, ou de superiores recursos humanos, não específicos de um produto, ou negócio. Estes ganhos deverão ser, “*ceteris paribus*”, inferiores aos verificados nas aquisições relacionadas (Singh e Montgomery, 1987). Consequentemente as motivações dos gestores para encetarem fusões não relacionadas têm vindo a ser progressivamente questionada (Weidenbaum e Vogt, 1987) cit. (Blackburn, Lang e Johnson, 1990). A sua contínua popularidade tem a ver com o aumento do valor das compensações aos gestores (Mueller, 1969; Reid, 1968) cit. (Blackburn, Lang e Johnson, 1990), ou redução do risco de desemprego (Aaker e Jacobson, 1987) cit. (Blackburn, Lang e Johnson, 1990). Nesta ótica, as fusões relacionadas constituem uma forma superior, senão mesmo única, de aumentar o valor do acionista.

No entanto, a investigação empírica não tem demonstrado de forma clara a vantagem das mesmas, em termos de retornos, relativamente aos conglomerados. Alguns estudos, apontam mesmo para evidências contrárias de que, a diversificação, seja a melhor

alternativa para os acionistas (Aggarwal e Baxamusa, 2013; Srivastava e Kim, 2009; Matsusaka, 1993; Blackburn, Lang e Johnson, 1990).

Este paradoxo pode ser explicado pela dificuldade em distinguir e classificar as fusões de forma dicotómica, dado que, evidenciam características de ambos os tipos. Algumas empresas laboram em mais do que um setor de atividade. A investigação tem tentado solucionar este problema, classificando as fusões “mistas” segundo os seus aspetos mais salientes, dependendo das relações julgadas mais significativas. Este procedimento pode, no entanto, obscurecer a relação entre tipo de fusão e desempenho. Acresce o facto de ser muito difícil distinguir possíveis relações entre organizações. Investigadores pouco familiarizados com as empresas em estudo podem facilmente sobrestimar ou até mesmo negligenciar sinergias (Flanagan, 1996).

Park, (2003), considera a hipótese do desempenho pré-fusão, refletido na estrutura da indústria, ter implicações na estratégia de diversificação. Estudos anteriores ao deste investigador evidenciaram que as empresas que levavam a cabo diversificações relacionadas pertenciam a setores de atividade mais atrativos. Assim, as fusões relacionadas seriam mais lucrativas do que as restantes, não pela superioridade da estratégia em si mesmo, mas simplesmente pelo facto de ocorrerem em indústrias estruturalmente mais atrativas e conseqüentemente mais competitivas. O diferencial de performance entre os dois tipos de diversificação, após a fusão, seria o reflexo sistemático da diferença de desempenho “*ex ante*”, não uma consequência direta da estratégia escolhida.

Capron e Pistre, (2002), argumentam que a estratégia de diversificação relacionada não é condição suficiente para garantir aos acionistas retornos anormais mais elevados. Em muitos casos, mesmo que a fusão conduza a criação de valor, fruto de um bom ajuste estratégico, o mercado desvia a totalidade dos ganhos sinérgicos para a empresa alvo. A criação de valor não garante a sua apropriação pela empresa adquirente, quando a competição entre múltiplos licitantes conduz ao escalar do preço da empresa alvo, até que o seu valor atual líquido seja nulo (*i.e.*, o valor descontado das sinergias iguala o prémio pago). Conseqüentemente, só haverá retornos anormais quando o mercado pelo controlo corporativo for imperfeito. Tal imperfeição poderá ocorrer quando existir, entre duas organizações, sinergias únicas e irrepetíveis, ou seja, especificidade entre as mesmas. Nesta situação, a sociedade alvo terá mais valor para um potencial adquirente

do que para todos os outros e o vencedor poderá capitalizar os ganhos sinérgicos. Se o alvo tiver o mesmo valor para duas empresas, inicia-se o processo de competição e os ganhos reverterem para a empresa licitada. A existência de um ajuste singular depende da contribuição dos recursos de cada uma das partes. Quando os ganhos sinérgicos têm origem nos recursos detidos pela sociedade alvo, esta é valorizada de igual forma pelo mercado. Em contrapartida, se as sinergias resultarem de recursos detidos pelo alvo, mas específicos de um único adquirente, a apreciação dos restantes intervenientes será mais baixa. Os retornos serão ainda mais elevados caso a sociedade adquirente transfira os seus próprios recursos para o alvo.

2.3.5- Fusões e aquisições *versus* crescimento orgânico

A forma de entrada num determinado setor, ou atividade constitui uma parte importante da estratégia de desenvolvimento de uma empresa. Uma organização pode penetrar num novo negócio de forma orgânica, por via do desenvolvimento interno, ou alternativamente, adquirindo sociedades estabelecidas nesse setor. O sucesso do processo depende em larga medida do modo de entrada, uma vez que, diverge relativamente aos custos, risco e rapidez (Lee e Lieberman, 2010).

A teoria estratégica tem destacado a importância das fusões e aquisições como mecanismo eficaz na apropriação de recursos das empresas alvo. Uma organização pode não ser capaz de desenvolver internamente, por si só, novos recursos, por constrangimentos diversos, tais como, limitações no processamento da informação, ou pressões internas de inércia. Os recursos estão por norma enraizados numa determinada estrutura organizacional, de modo que, a compra dos mesmos, sem a correspondente envolvente contextual, pode revelar-se infrutífera. A transferência de ativos intangíveis, subjacentes a uma dada linha de negócio, ou produto, pode não ser viável, se não se adquirir conjuntamente os recursos humanos da empresa alvo (Karim e Mitchell, 2004).

As aquisições permitem uma entrada rápida num novo segmento, quando comparadas com o desenvolvimento interno de novos negócios e produtos, que podem demorar anos (Lee e Lieberman, 2010; Claude-Gaudillat e Quélin, 2006). A capitalização dos lucros é mais célere, assim como, o alcance de economias de escala e captura de quota de mercado. Levam à redução de participantes numa dada atividade, aliviando a pressão da

competição e concorrência, o que tem um impacto positivo nos lucros (Lee e Lieberman, 2010).

Este método de entrada também apresenta limitações, face ao desenvolvimento orgânico, resultantes da forma de apropriação e coordenação dos recursos. Patentes e direitos de propriedade intelectual, definidos mais claramente no desenvolvimento interno, podem levantar problemas legais. Antecipam-se dificuldades na coordenação do uso dos múltiplos recursos, dada a falta de ligação ao desenvolvimento do processo e sinergias associadas ao mesmo. Deve haver especial cautela no uso das aquisições, sem o devido cuidado em explorar os recursos internos e construir novas rotinas (Karim e Mitchell, 2004).

Hitt, Hoskisson e Ireland, (1990), debruçaram-se sobre o estudo da relação entre aquisições e inovação. Sugeriram a existência de um “*trade-off*” entre crescimento via aquisições e compromisso da gestão com a inovação. O processo de aquisição revela-se muito absorvente para a equipa de gestão, requerendo elevados níveis de energia. A propensão para os gestores encetarem projetos inovadores, que dependem da aprovação dos líderes de topo é por consequência menor. O peso da dívida, necessária ao financiamento das aquisições, causa contingências na execução de novos projetos, na medida em que, o maior poder dos credores inviabiliza opções que impliquem riscos acrescidos (Williamson, 1988; Smith e Warner, 1979) cit. (Hitt, Hoskisson e Ireland, 1990).

A forma de gestão de uma organização sofre mudanças, após um processo de fusão e aquisição. Certos atributos, tais como, dimensão, nível de diversificação e sistemas de controlo são alterados. O compromisso com a inovação pode ser secundarizado pelo sobredimensionamento da empresa e dificuldade de controlo dos gestores sobre a mesma (Hitt e Hoskisson, 1987) cit. (Hitt, Hoskisson e Ireland, 1990).

Os custos de entrada num negócio associados ao desenvolvimento interno são, por norma, inferiores aos das aquisições. A soma do prémio de aquisição, custos de transação e integração podem representar uma parte considerável do valor do negócio. No entanto, o custo global pode ser minimizado, se a empresa adquirente apresentar um elevado valor de capital próprio (elevada cotação das ações). Por esta razão, a aquisição é usualmente preferida pelas empresas com elevados recursos financeiros incorporados no seu valor bolsista.

O risco associado ao desenvolvimento orgânico, como forma de entrada num novo setor, por sua vez, é também menor do que o método alternativo. O crescimento interno resulta de investimentos por incremento, diluídos em várias transações ao longo de um projeto. As aquisições e fusões típicas envolvem pagamentos únicos, de montante elevado. As perdas associadas a uma fusão são geralmente mais elevadas do que as atribuídas ao crescimento orgânico (Lee e Lieberman, 2010).

As assimetrias de informação entre as empresas adquirentes e candidatas a alvo elevam o risco, não sendo de descartar a compra de um “limão”(Akerlof, 1970) cit. (Lee e Lieberman, 2010). Muitas vezes as aquisições falham no propósito da criação de valor, podendo eventualmente prejudicar as capacidades de inovação da firma adquirente (Hitt *et al.*, 1991) cit. (Lee e Lieberman, 2010).

Na perspectiva da “Teoria da Dependência de Recursos”, empresas que pretendam ingressar num mercado, no qual, as valias necessárias são próximas das que possuem, optarão pelo desenvolvimento interno. Caso os recursos indispensáveis não se encontrem no seio da organização, a alternativa deverá ser a aquisição. Esta ideia, atrativa do ponto de vista conceptual, não tem recebido suporte empírico por parte dos investigadores (Lee e Lieberman, 2010; Karim e Mitchell, 2000). As evidências mostram que as empresas adquirentes usam as fusões, quer para reforço de competências internas, quer para apropriação de valências em novos setores (Karim e Mitchell, 2000).

2.4- O ajuste organizacional e o processo de integração

2.4.1- O conceito de integração e os seus diferentes níveis

A explicação para as diferenças de desempenho entre os diferentes tipos de fusões e aquisições tem-se centrado no fator estratégico da “relação” e sinergias que dele resultam (economias de escala e de alcance, poder de mercado e redução do custo de financiamento). O processo de implementação tem sido, de certa forma, negligenciado pelos investigadores, apesar da sua importância para a concretização das sinergias (Datta e Grant, 1990). Para Haspeslagh e Jemison, (1991), o processo de integração constitui a chave para o sucesso das aquisições. Apenas após a junção das organizações

e início da atividade conjunta, poderá haver lugar para a criação de valor. No entanto, esta etapa constitui aquela em que os gestores se sentem menos à vontade, levantando incerteza e receios associados ao risco da sua execução.

A investigação tem mostrado que, em média, o desempenho das empresas alvo sofre reduções após uma aquisição, sugerindo que dificuldades de implementação desempenham um papel crítico sobre a sua performance (Datta, 1991). Estima-se que, a taxa de insucesso das fusões e aquisições, esteja compreendida entre os 50% e 66%, atribuindo-se à má integração, um terço do total desse fracasso (Shrivastava, 1986).

A integração é definida como um processo interativo e gradual, no qual, indivíduos de duas organizações aprendem a trabalhar em conjunto e cooperam na transferência de aptidões e recursos estratégicos (Haspelagh e Jemison, 1991).

A integração organizacional revela-se complexa, na medida em que é influenciada por um vasto conjunto de variáveis apenas parcialmente controláveis, tais como, o meio que envolve a empresa, a tecnologia e a dimensão de organização. Valores da gestão de topo, normas sociais e culturais têm um peso importante. A mudança de mercados e envolvente tecnológica cria incerteza, a qual, deverá ser enfrentada atribuindo tarefas específicas a cada um dos diferentes grupo funcionais da empresa; desenvolvimento, produção, contabilidade, compras e vendas. A integração destes departamentos envolve a coordenação das suas atividades, de forma a se atingir os objetivos da organização, o seu controlo e monitorização, para se assegurar a complementaridade e qualidade da produção e a resolução de conflitos resultante da fragmentação de interesses (Shrivastava, 1986).

O processo de integração deve ocorrer em vários níveis. O nível inicial e o mais simples de se alcançar é o dos procedimentos. Atinge-se com a combinação dos sistemas contabilísticos das duas empresas, que conduz a uma entidade legal única. O segundo nível envolve a integração dos ativos físicos, sistemas de produção, tecnologias e linhas de produtos. Por último, aquele no qual residem a maioria dos problemas, a integração cultural, que envolve a gestão e os recursos humanos (Shrivastava, 1986).

a) Integração de procedimentos

O seu objetivo central centra-se na homogeneização e standardização das tarefas. Visa facilitar a comunicação entre adquirente e adquirido, melhorar a produtividade e reduzir

os custos de processamento da informação. O primeiro passo da integração de procedimentos passa pela unificação das entidades legais, transferência do título de propriedade e uniformização dos sistemas contabilísticos. A empresa poderá optar por uma das duas modalidades de fusão, método da compra ou da comunhão de interesses.

Para além da integração contabilística a empresa deverá proceder à integração funcional, isto é, à transferência de sistemas de gestão de controlo de uma empresa, para a outra. Se uma das organizações possui sistemas claramente superiores e efetivos para o desempenho de determinadas funções, estes, deverão ser partilhados pela sua congénere (*e.g.*, controlo de inventários, mapas de produção, análise de vendas, processamento de encomendas, controlo de custos, etc.). Esta etapa é por vezes disruptiva, dado que, implica ajustamentos estruturais, reconfiguração de procedimentos e até mudanças nos recursos humanos.

b) Integração física

Implica incorporar e consolidar tecnologias, linhas de produção, projetos de I&D, equipamentos, ativos e instalações. Constitui uma etapa dispendiosa do ponto de vista temporal e bastante laboriosa. A realocação de recursos supérfluos tais como, ativos físicos (máquinas, linhas de produção, matérias-primas), ativos financeiros (créditos, “*cash-flows*”, reservas) e capital humano (equipas de gestão, equipas técnicas, trabalhadores especializados) pode ser problemática, exigindo coordenação, controlo e resolução de conflitos.

A integração das linhas de produção e das tecnologias constitui um ponto sensível desta etapa. A primeira envolve a avaliação dos produtos da empresa alvo, numa ótica estratégica para a adquirente. Poderão ser descontinuadas linhas que já estejam a ser produzidas a um baixo custo, ou em quantidades suficientes. Os produtos que não se encaixam na estratégia definida pela adquirente também poderão ser descartados.

A consolidação tecnológica revela-se mais difícil de alcançar. Pode passar pelo desinvestimento em instalações e equipamentos redundantes, ou pela transferência de sistemas de produção entre divisões da empresa.

c) Integração Sociocultural e dos recursos humanos

Envolve uma complexa teia de problemas que advêm das mudanças na estrutura das empresas, transferência de gestores, desenvolvimento de uma nova cultura corporativa, modificação do quadro de referência para as decisões estratégicas e substituição da liderança.

A transferência de gestores da empresa adquirente para a alvo destina-se a implementar o controlo sobre a segunda. Pretende-se assegurar a tranquilidade do desenrolar das operações e a facilidade de transferência dos sistemas e procedimentos para a nova organização. Poderão ser destacados gestores de diferentes níveis, inclusive pessoal orientado para as operações a executivos de topo. Este processo pode revelar-se muito complicado, na medida em que, a transferência de competências de gestão e experiências nem sempre é passível de ser aplicada em contextos díspares (diferentes departamentos ou empresas).

Neste quadro, alguns gestores poderão ser incentivados a deixar a organização, outros, pelas suas valências singulares, serão aliciados a permanecer. A retenção de pessoal chave, vital aos objetivos estratégicos da organização, passa por uma comunicação clara e atribuição de um grau adequado de autonomia, evitando-se interferências inoportunas nas operações da empresa alvo.

No entanto, a transferência de pessoal entre empresas, por si só, não garante a integração do processo estratégico de decisão na empresa alvo. Deverá ser complementada por uma correta consolidação das normas sociais e culturais das empresas envolvidas na fusão.

A integração sociocultural depende, por sua vez, da socialização e do reajuste mental dos gestores a um novo quadro de referência organizacional. Demora muito tempo a ser conseguida e pode mesmo nunca ser alcançada, na medida em que, os gestores têm que aprender a aceitar as diferentes perspetivas dos seus pares até que se consiga pensar em uníssonos sobre a empresa.

2.4.2- Principais obstáculos ao processo de integração

Jemison e Sitkin, (1986), reconheceram a importância da integração como determinante chave do sucesso das fusões e aquisições e consideraram quatro impedimentos principais para a sua correta implementação:

1- Segmentação da atividade

As fusões e aquisições revestem-se de elevada complexidade técnica e de uma panóplia de tarefas e papéis associados às mesmas. O processo de segmentação conduz a uma multiplicidade de pontos de vista conceptuais e operacionais, desviando a atenção para o ajuste estratégico em detrimento do organizacional. O excesso de segmentação, na ótica destes autores, é responsável pelo empobrecimento da análise sobre a integração, levando ao incremento da influência das opiniões de “*outsiders*” sobre a condução da estratégia da organização. Estes especialistas apresentam um interesse mínimo no processo de integração. Por outro lado, os analistas destacados para se debruçarem sobre o ajuste organizacional têm, por norma, um estatuto e influência menor do que os seus congéneres.

2- Escalada de compromisso

Um dos principais desejos e objetivos dos executivos, aquando de uma de fusão, ou aquisição é, tudo o resto constante, completarem a mesma com a maior celeridade possível. As forças que conduzem ao evento, neste tipo de processo, são, por norma, superiores às que a ele se opõem. A rapidez, neste caso, pode não ser sinónima de eficácia, resultando em decisões prematuras, desconsideração dos problemas e redução da probabilidade de sucesso.

O seu andamento é caracterizado por períodos de espera ou de atividade intensa. Gera-se tensão, no seio das equipas de gestão, à medida que se este se desenvolve. As emoções podem sobrepor-se ao processo racional, fundamental num ato estratégico.

3- Ambiguidade de expectativas

A ambiguidade de expectativas, na fase de negociação de uma fusão, é intencional. Tem como objetivo criar o espaço de manobra para a concretização do negócio, ajudando no estabelecimento de um denominador comum entre as empresas, necessário a um entendimento mínimo, ou permitindo salvar a face em comunicados públicos. Esta ambiguidade, até certo ponto útil, na fase inicial do processo revela-se contraproducente, na integração. Por este motivo, concluído o negócio, as partes

deverão concentrar-se na clarificação dos pontos dúbios. Divergências na interpretação dos mesmos poderão pôr em causa as ténues ligações criadas, na fase inicial. A quebra de confiança entre gestores terá como resultado uma escalada de conflito que, em última instância, será a causa do insucesso da integração e conseqüentemente da própria fusão.

4- Má aplicação dos sistemas de gestão

A empresa adquirente pretende, com sua experiência, ajudar a empresa alvo no cumprimento dos objetivos estratégicos inicialmente delineados. No entanto, a confiança excessiva nas suas próprias competências, aliada à inabilidade em implementá-las, leva a que imponha a sua visão à subsidiária. Este tipo de comportamento conduz a frustrações para ambas as partes. A empresa mãe pretende de facto ajudar, mas falha na forma de o fazer. Por outro lado, os gestores da sociedade alvo temem reconhecer as suas limitações, com o receio de serem penalizados. Em suma, quanto maior a insegurança da adquirente, relativamente à capacidade de ajudar a subsidiária, maior a probabilidade de impor o seu sistema de gestão e por conseguinte mais elevada a probabilidade de insucesso na sua implementação.

2.4.3- Problemas decorrentes da integração

Para Schweiger e Very, (2003), a fase de integração é a fonte de inúmeros problemas, nas fusões. Para além de obstáculos de ordem técnica, tais como, incompatibilidades de “*Software*” e “*Hardware*” dos sistemas de informação, referem dificuldades de ordem humana, como fator crítico para o fracasso de todo o processo. Os autores identificaram cinco tipos principais de constrangimentos levantados pela integração:

1- Incerteza individual e ambiguidade

A incerteza ocorre quando os empregados não recebem informação suficiente. Esta situação poderá ser minimizada com a reunião de dados adicionais, ou complementares. A ambiguidade é caracterizada pela inconsistência da informação proporcionada. O acréscimo de elementos informativos poderá, por si só, não ser suficiente para superar situações deste tipo (Larsson e Risberg, 1998) cit. (Schweiger e Very, 2003).

A incerteza e a ambiguidade explicam parte do comportamento reativo dos empregados, após o anúncio de fusão. Tal comportamento nasce da preocupação sobre o futuro dos seus postos na organização combinada e leva à perda de produtividade, absentismo,

baixo moral, problemas de segurança e resistência à implementação de alterações (Hubbard, 1999; Marks e Mirvis, 1998; Cartwright e Cooper, 1997) cit. (Schweiger e Very, 2003).

2- Política organizacional

A mudança de propriedade resultante das fusões e aquisições conduz frequentemente à substituição de lideranças e alterações nas práticas de gestão. À medida que tal acontece, a instabilidade vai surgindo. Alguns empregados acabam por ser beneficiados e outros claramente prejudicados. Cria-se o cenário ideal para a intriga, conveniência, controlo de informação, manipulação de pessoal e surgimento de bodes-expiatórios. Cada um luta pelos seus interesses, ou sobrevivência, dentro da organização, o que aumenta a probabilidade do desempenho global se deteriorar. Um dos principais desafios dos executivos passa, assim, por desvanecer o estado de sítio entre o pessoal e evitar “favoritismos” entre as equipas de gestão. Bons líderes devem ser capazes de contornar a política organizacional.

3- Saída voluntária de pessoas chave

A retenção de pessoal chave é fundamental para a criação de valor e sucesso das fusões e aquisições. O pessoal chave é tido como necessário na retenção de valor (*e.g.*, relação com clientes preferenciais) e realização de sinergias (*e.g.*, conhecimento tecnológico). A saída de recursos humanos competentes reduzirá o valor intrínseco da organização e diminuirá a probabilidade da obtenção de sinergias e concretização de “*cash-flows*”.

4- Perda de clientes

Nem só os acionistas e gestores são afetados pelas fusões e aquisições. Clientes, credores, fornecedores e competidores também sofrem as consequências deste processo (Schweiger, 2002; Csiszar e Schweiger, 1994) cit. (Schweiger e Very, 2003). A investigação tem dado muito pouca relevância aos “*stakeholders*” externos, centrando-se essencialmente no impacto das fusões sobre os acionistas. A perda de clientela é um dos principais problemas resultantes da integração. A mudança das “*regras do jogo*” pode beneficiar os concorrentes. Os clientes podem pôr de parte um fornecedor habitual, quando pressentem incerteza ou ambiguidade no futuro da relação que com ele mantêm (Csiszar e Schweiger, 1994) cit. (Schweiger e Very, 2003). A perda de clientes

pode afetar a concretização de sinergias potenciais, tais como, as que resultam das vendas cruzadas, essenciais ao crescimento dos “*cash-flows*” e lucros.

5- Resistência cultural

O problema da resistência cultural, durante a integração, tem sido identificado por inúmeros investigadores e gestores como uma causa principal do insucesso das fusões e aquisições. Em organizações com incompatibilidades culturais, a resistência dos recursos humanos à mudança é mais evidente, os gestores enfrentam maiores dificuldades na implementação do plano de integração e conseqüentemente, por desmotivo, abandonam a organização. O impacto na realização de sinergias é negativamente afetado, não se verificando o aumento dos “*cash-flows*” e dos resultados.

Ressalva-se, no entanto, que alguns estudos recentes sugerem o oposto, a distância cultural poderá não estar diretamente associada aos fracos desempenhos das organizações envolvidas em tais processos (Larsson e Finkelstein, 1999; Morosini, *et al.*, 1998) cit. (Schweiger e Very, 2003).

2.4.4- A escolha entre autonomia e integração

A integração firma-se em decisões chave, que incluem o nível de autonomia a atribuir aos gestores das empresas alvo, no período pós-aquisição. No contexto de uma aquisição, a autonomia pode ser vista como o grau de liberdade disponibilizado aos gestores da empresa alvo, na orientação do negócio. Esta, não significa no entanto, que o destino da adquirida esteja por completo nas suas próprias mãos, mas pelo contrário, pressupõe a cooperação íntima das respetivas equipas de gestão na prossecução dos objetivos e metas pós-fusão (Datta e Grant, 1990). A autonomia tem sido descrita, pelos especialistas da teoria das organizações, como uma fonte de motivação e satisfação dos recursos humanos (Stubbart, 1983; Khandwalla, 1977) cit. (Datta e Grant, 1990). Está, também, associada a uma maior flexibilidade organizacional e funciona como facilitadora da capacidade de resposta às contingências do meio. Apesar dos seus benefícios claros, os custos a ela associados, não podem ser ignorados. Um dos principais objetivos das fusões e aquisições relacionadas é a concretização de sinergias, por via do processo de integração. Nestes casos, poderá revelar-se contraproducente

atribuir autonomia, correndo-se o risco de reduzir o desempenho da organização. Em suma, por um lado, os argumentos contra a autonomia consideram que o seu grau de atribuição deverá ser tanto menor, quanto mais relacionadas forem as empresas na sua atividade. Por outro lado, as aquisições não relacionadas, como é o caso dos conglomerados, terão provavelmente maiores ganhos se a consolidação das operações for mínima. Para além disso, neste tipo de fusões, a baixa familiarização da equipa de gestão da empresa adquirente com as atividades e mercado da empresa alvo, dificultam a integração favorecendo a autonomia. Datta e Grant, (1990), concluem no seu estudo que existe um “*trade-off*” entre os benefícios da integração e os da autonomia, nas fusões não relacionadas. Recomendam, por isso, uma ponderação cuidada de todos os fatores pertinentes na aquisição, tais como, grau potencial de sinergias e facilidade na sua obtenção, moral e motivação dos recursos humanos e custos consequentes da sua deterioração por via da diminuição da autonomia.

2.5- As fusões e aquisições na ótica dos “*stakeholders*” externos

A investigação em fusões e aquisições tem-se centrado na comparação entre a empresa adquirente e a “alvo”, nas sinergias que entre elas se estabelecem, no grau de ajuste estratégico e organizacional, nas diferentes fases do processo e no seu impacto sobre os “*stakeholders*” internos. No entanto, os seus efeitos sobre os “*stakeholders*” externos (*e.g.*, clientes, fornecedores, parceiros de negócio) têm sido menosprezados ou totalmente esquecidos (Kato e Schoenberg, 2014; Anderson, Havila e Holtström, 2003; Öberg e Anderson, 2002; Anderson, Havila e Salmi, 2001).

A “Teoria do *Stakeholder*” advoga que, o desempenho de uma organização só é totalmente compreendido quando se tem em consideração todas as relações entre os diferentes intervenientes que nela participam e por ela são afetados (Parmar *et al.*, 2010).

Segundo Anderson, Havila e Salmi, (2001), o enfoque da pesquisa neste assunto, falha no reconhecimento da importância da interdependência, entre o meio envolvente e a organização. Grande parte da literatura considera apenas a ação dos gestores, como principal influência no sucesso das aquisições mas, a “Teoria da Dependência dos Recursos” argumenta que o fluir das operações depende em larga medida dos fatores

externos, nomeadamente das relações comerciais. Por este motivo, deve ser dado especial atenção a este tipo de fatores, quer na fase anterior à fusão, quer na fase de integração.

2.5.1- O papel dos clientes nas fusões e aquisições

O interesse dos clientes é muitas vezes referido como o pretexto, ou a justificação para as fusões e aquisições. As organizações, supostamente, encetam processos deste tipo com base na procura de mais-valias para os mesmos, acabando, em última análise, por serem os principais beneficiados. Apesar disto, quando as autoridades reguladoras se referem a este grupo, fazem-no de forma agregada, sem que tenha qualquer peso nas relações com outros atores do mercado. Estas duas perspetivas são claramente antagónicas (Öberg e Anderson, 2002).

De acordo Öberg e Anderson, (2002), os clientes são referidos, com poucas exceções, como “O Mercado”, atribuindo-se-lhes automaticamente um carácter de agregado. Para estes autores os clientes podem ser retratados na literatura da especialidade de três formas diferentes: instrumental, como objeto e como sujeito.

1) O cliente “Instrumento”

Nesta ótica, os clientes constituem um ativo transacionável que não é passível de ser afetado pela fusão ou aquisição. A empresa adquirente, pela compra de um rival, espera aumentar a sua quota de mercado. O mesmo é expectável para a aquisição de um fornecedor, entrada num novo mercado, ou compra de uma empresa estrangeira. Quando se procede à avaliação do desempenho da fusão, o mercado é usualmente referido como descritivo das empresas envolvidas e da forma como estas se relacionam (*e.g.*; relacionadas, não relacionadas, vertical, horizontal, conglomerado). Quando se conclui que diferentes “*mix*” de clientes têm um impacto negativo sobre o desempenho de uma aquisição, este facto, é explicado pelas diferentes estratégias adotadas pelas empresas intervenientes e não pelo fator cliente.

2) O cliente “Objeto”

Neste quadro, o cliente pode ser influenciado pela fusão ou aquisição. A teoria do monopólio prevê que os clientes possam ser afetados de duas formas diferentes: a)

redução da liberdade de escolha e b) transferência de riqueza dos clientes para os acionistas por via da subida de preços (Trautwein, 1990).

3) O cliente “Sujeito”

O cliente é visto como elemento ativo do processo, capaz de influenciar o seu resultado. Espera-se, naturalmente, que, quando um dos principais parceiros de negócio é afetado por alterações na relação, tenha um comportamento reativo.

A compra de um rival pode não conduzir necessariamente ao aumento do poder de mercado, por via do ganho de quota de mercado, quando os restantes competidores se apressam a desenvolver melhores produtos, ou captam clientes insatisfeitos devido ao processo de integração (Tetenbaum, 1999) cit. (Öberg e Anderson, 2002).

Anderson, Havila e Salmi, (2001), argumentam que, apesar de se assumir implicitamente que através de uma fusão se pode tomar o controlo da posição de mercado da empresa alvo, tal, pode não ser possível, devido à dificuldade em se conquistar a relação fornecedor-cliente. A desconsideração deste aspeto, no estudo das fusões e aquisições, leva a que estes autores tenham um forte teor crítico sobre o mesmo. De facto, o efeito disruptivo das fusões nas relações de negócio, segundo estes, cai no campo da investigação sobre a interação entre organizações. O seu principal propósito deverá ser a compreensão dos resultados que advêm da atividade entre as partes envolvidas numa rede de negócio.

2.5.2- As redes de negócios, “*Network Pictures*”

As organizações do futuro deverão ter potencialidades para servir um elevado número de clientes, afigurando-se abertas e estáveis do ponto de vista dinâmico, capazes de responder às exigências da introdução de novos produtos e serviços, mas também, em paralelo, construir competências, capacidades e conhecimento coletivo. Esta conceção conduziu ao conceito de rede “*Network*”. Negócios e organizações em rede caracterizadas por comunicações, transações em rede, por parcerias e alianças substituindo as tradicionais estruturas formais, ou de proximidade física. Este tipo de estrutura permite aumentar a flexibilidade, reconfigurando automaticamente novas cadeias de recursos, com possibilidade de acompanhar novas oportunidades. A

expressão “*Network*” entrou para o vocabulário dos negócios através da associação à renovação das organizações (Ferreira, 2002).

Anderson, Holström e Öberg, (2003), observaram, na sua investigação, relações de interação fornecedor-cliente capazes de manter unidas as empresas. Foi possível, em cada organização, identificar um fornecedor importante, com um papel fundamental na rede. O mesmo pôde ser feito relativamente aos clientes. Concluíram que, neste tipo de relações, são transferidas abundantes quantidades de conhecimento e informação. Decisões relevantes e riscos são tomados, negociações são encetadas e novas tecnologias são desenvolvidas.

A metáfora da “Rede de Negócios”, como forma de descrever estruturas relacionais, formadas por intervenientes conectados e interativos, tem vindo a tornar-se popular, nos últimos anos. As relações negociais raramente são definitivas, pelo contrário, vão evoluindo no tempo, consumindo recursos de forma intensiva. Constituem um ativo importante das empresas, no qual, estas realizam investimentos de forma diferenciada. No que concerne às fusões e aquisições, a transferência de tais relações, constitui um problema fulcral no seu sucesso (Anderson, Havila e Holtström, 2003).

As fusões têm o condão de modificar as relações negociais de forma pungente, reconfigurando as construções cognitivas dos gestores acerca das mesmas. Em consequência de um processo deste tipo, os líderes de diferentes hierarquias, devem adaptar as suas representações da rede à nova realidade, muitas vezes de forma radical. A emergência de novas estruturas organizacionais e inter-organizacionais, o aparecimento de novos protagonistas, a instalação de novos fluxos de recursos e a procura de novas oportunidades de negócio, confronta as gestões e as suas organizações com novos cenários, os quais, constituem produtos de rede (*Network Outcomes*). Este novo contexto, nem sempre é acompanhado da necessária e atempada mudança na representação das redes negociais (Öberg, Henneberg e Mouzas, 2006).

Havila e Salmi, (1999), também partilham da opinião de que as fusões e aquisições constituem um evento crítico, que causa mudanças profundas na díade composta pelas empresas participantes. Este tipo de processos tem o poder de romper a rede de negócios envolvente e provocar alterações incrementais, ou mesmo radicais. Por modificações radicais, os autores entendem, o aparecimento de novas relações negociais, ou o desaparecimento de antigas. A nova entidade globalmente, ou uma

pessoa a ela ligada, pode ser percebida pelos diversos atores da rede à qual pertence como ofensiva, ou amigável, levando ao início de uma nova relação, ou cessação da antiga parceria. Neste caso, a modificação radical na rede foi iniciada pelos intervenientes “secundários”, mesmo que, a razão subjacente tenha sido a fusão. Em outras situações, as mudanças radicais na rede de negócios, poderão ser o resultado esperado, isto é, a intenção principal dos executivos poderá mesmo ser quebrar vínculos antigos, de forma a restabelecer novos. No entanto, os gestores devem ter sempre presente que a modificação de uma rede de negócios envolve vários atores interligados. Enquanto uma relação pode ser terminada unilateralmente, é pouco provável que se possam estabelecer novas parcerias na perseguição de objetivos estratégicos da mesma forma.

2.5.3- A importância da confiança na manutenção das redes de negócio

Doney e Cannon, (1997), concentraram-se no estudo da importância da confiança na manutenção das redes negociais. No contexto das organizações, a confiança pode ser definida como: a percepção de credibilidade e de benevolência emanada por um determinado alvo (Kumar, Scheer e Steenkamp, 1995; Ganesan; 1994) cit. (Doney e Cannon, 1997). A credibilidade num parceiro deve ser entendida como a expectativa da sua palavra, ou acordos escritos serem honrados (Lindsfold, 1978) cit. (Doney e Cannon, 1997). A benevolência constitui a medida em que uma entidade está genuinamente interessada no bem-estar do seu parceiro de negócios, procurando a obtenção de vantagens mútuas. Uma empresa compradora, no papel de cliente, enfrenta riscos numa situação de compra, o que a motiva a centrar-se num fornecedor, ou vendedor nos quais acredite serem capazes de cumprir o seu papel de forma segura e eficaz (credibilidade), na satisfação dos seus melhores interesses (benevolência).

O desenvolvimento da confiança assenta na formação de expectativas sobre as motivações e comportamentos no depositário da mesma. Devido à sua natureza geral e às várias raízes conceptuais, podem ser distinguidos cinco diferentes processos de desenvolvimento da mesma, nas relações de negócio:

- 1- O processo de cálculo- a literatura económica sugere que a confiança envolve um processo calculista, na medida em que, uma pessoa, ou organização contabiliza os custos e prémios associados à permanência, ou interrupção de uma relação.

Considerando que os benefícios da rutura não superam os da fidelidade, uma das partes, inferirá que é contrário aos interesses da outra a desvinculação, podendo nela depositar o seu crédito (Akerlof, 1970) cit. (Doney e Cannon, 1997).

- 2- O processo de predição- o desenvolvimento da confiança recai na capacidade de uma das partes prever o comportamento da outra. Requer a justa avaliação da credibilidade e benevolência, o que implica a posse de informação passada sobre o cumprimento de promessas e contratos. A interação contínua permite que as organizações envolvidas ajuízem de forma mais certa os comportamentos futuros dos parceiros de negócio.
- 3- O processo de capacidade- envolve a destreza de determinar a capacidade da outra parte cumprir as suas obrigações, focando-se assim primariamente na componente da credibilidade.
- 4- O processo de intencionalidade- o depositante da confiança interpreta os comportamentos e palavras do depositário com a finalidade de determinar as suas intenções de contrapartida (Lindskold, 1978) cit. (Doney e Cannon, 1997).
- 5- O processo de transferência- uma terceira parte beneficia da confiança granjeada pelo depositário relativamente ao depositante, verificando-se a extensão do seu padrão. Tal facto, evidencia a possibilidade desta ser transferida de uma entidade fiduciariamente comprovada para outras, mesmo havendo um limitado conhecimento prévio das últimas (Strub e Priest, 1976) cit. (Doney e Cannon, 1997).

Algumas relações podem envolver múltiplos processos de construção. Cada um deles é representativo de diferentes formas prováveis de aferição da confiança.

Segundo Doney e Cannon, (1997), empresas que se foquem exclusivamente na componente dos preços poderão nem sequer ser consideradas como possíveis fornecedoras, se não tiverem estabelecido previamente uma relação de confiança. Por outro lado, o crédito numa organização potencia a antecipação de interações futuras. Deste modo, as organizações devem apostar no desenvolvimento e manutenção da confiança dos seus clientes. O valor de tal esforço torna-se evidente, quando elevados níveis de fidúcia conduzem a resultados mais favoráveis.

CAPÍTULO III

METODOLOGIA

3.1- O estudo de caso

Tendo em conta a relativa novidade do fenómeno das fusões em empresas municipais e dada a sua singularidade, adotou-se para a presente investigação o método do estudo de caso.

Esta estratégia de pesquisa assenta na compreensão das dinâmicas inerentes à particularidade do objeto em análise (Eisenhardt, 1989). É indicada para situações em que o investigador pretende deliberadamente apreender as condições contextuais, por acreditar que estas possam ser de extrema pertinência no entendimento do fenómeno, em estudo (Yin, 2003).

Contribui para a criação de conhecimento sobre indivíduos, organizações, meio social e político, sendo frequentemente usada como estratégia de investigação na psicologia, sociologia, ciências políticas, gestão e planeamento (Yin, 1983) cit. (Eisenhardt, 1989). Adapta-se, igualmente bem, ao estudo de fenómenos económicos, nos quais a estrutura de uma dada indústria, economia de uma região ou cidade possam ser “dissecados”. Resumidamente, o estudo de caso, possibilita a retenção total do significado e das características de eventos reais, tais como, processos organizacionais e de gestão, relações internacionais e maturação de indústrias (Yin, 2003).

Apesar de se afigurar como uma forma distinta de investigação empírica, tem sido alvo de críticas por parte de inúmeros académicos. Assenta, este preconceito, na falta de rigor por parte de alguns dos investigadores que o adotam como método de investigação. Tal facto, poderá contribuir, para a criação de falsas evidências, passíveis de conduzirem a resultados e conclusões erradas. Será, no entanto, importante relembrar que, o enviesamento por falta de precisão também poder ocorrer em outras estratégias de pesquisa. O problema, sendo em substância o mesmo, pode ser mais evidente e menos vezes corrigido nos estudos de caso.

A forma de ultrapassar esta limitação passa pela auto exigência imposta pelos investigadores no reporte meticoloso dos factos associados ao fenómeno em estudo (Yin, 2003).

Outra fragilidade apontada ao método em causa reside na dificuldade em extrapolar generalizações, a partir de um caso singular. De que forma se poderá generalizar a partir de um evento único?

Tal como no método experimental, os estudos de caso, são passíveis de generalização a proposições teóricas e não a populações, ou universos. Não representam uma amostra e o objetivo do investigador passa pela expansão e generalização de teorias (generalizações analíticas) e não pela enumeração de frequências (generalização estatística) (Yin, 2003).

Os casos escolhidos não necessitam sequer de ser seleccionados aleatoriamente. Considerando o reduzido número que se presta à investigação, recomenda-se a preferência por aqueles que representem situações extremas, polarizadas, nas quais os processos em análise sejam observados de forma transparente (Pettigrew, 1988) cit. (Eisenhardt, 1989).

Stake, 1995, partilha o ponto de vista de Pettigrew sobre a seleção de acontecimentos para estudo. Segundo este autor, "...Poderá ser útil tentar seleccionar casos que sejam típicos ou representativos de outros, mas uma amostra de um, ou uma amostra de apenas alguns, terá poucas probabilidades de ser fortemente representativa. A investigação com estudo de caso não é uma investigação por amostragem. Não estudamos um dado facto com o objetivo primário de entender outros. A nossa primeira obrigação é compreender esse facto específico..." pag. 20.

A terceira limitação, comumente apontada ao método prende-se com a sua morosidade e extensa produção de documentos de difícil leitura e interpretação. No entanto, não há qualquer justificação para o caso de estudo ser um processo longo e enfadonho, dado que existem formas de contornar a narrativa tradicional e as suas imperfeições (Yin, 2003).

3.1.1- O desenho do estudo de caso

Os estudos de caso podem recorrer a dados qualitativos, a dados quantitativos, ou a ambos, se tal se revelar oportuno (Yin, 1984) cit. (Eisenhardt, 1989). A sua combinação pode mostrar-se de alto valor sinérgico. Os elementos quantitativos apontam para relações não imediatamente patentes aos olhos dos investigadores e evitam que estes possam ser ludibriados por falsas impressões, oriundas dos dados qualitativos. Podem, igualmente, corroborar as evidências resultantes destes últimos.

Por sua vez, os dados qualitativos afiguram-se úteis para a compreensão de aspetos teóricos, subjacentes aos dados quantitativos, podendo mesmo sugerir novas teorias (Jick, 1979) cit. (Eisenhardt, 1989).

Segundo Mintzberg, 1979, cit. (Eisenhardt, 1989), enquanto os dados sistemáticos fundamentam as teorias, a singularidade dos dados qualitativos, permite aos investigadores a sua construção. A criação de teorias carece de descrições detalhadas, as quais, derivam da particularidade do objeto em estudo e do “incidente”, que constitui a sua natureza. Os teóricos deslindam inúmeras relações nos seus dados, mas somente os dados qualitativos permitem a sua explicação.

3.2- Medição do desempenho das empresas envolvidas no processo de fusão.

A avaliação do desempenho das empresas envolvidas no processo de fusão assentou no uso de instrumentos financeiros de medição de performance: Rendibilidade do Capital Próprio (RCP), Rendibilidade Capitais Investidos (ROCI), Rendibilidade Económica do Ativo (REA) e Rendibilidade Operacional das Vendas (ROV).

Foram tidas em consideração, as conclusões do trabalho de Chakravarthy, (1986), segundo as quais, as medidas quantitativas de desempenho tais como a Rendibilidade dos Capitais e a Rendibilidade das Vendas, embora essenciais e determinantes no apuramento da performance das sociedades, sofrerem de limitações inerentes à sua natureza contabilística e, por este motivo, deverem ser propriamente complementadas com a utilização de indicadores adicionais que permitam ultrapassar três problemas fundamentais:

- 1- O pressuposto de que um único instrumento de medição de desempenho é, por si só, suficiente para aferir a excelência de uma sociedade.
- 2- O enfoque exclusivo nos resultados e conseqüente esquecimento do processo de transformação, no seio da empresa em análise.
- 3- O facto destas medidas refletirem principalmente os interesses dos acionistas ignorando os restantes “*stakeholders*”.

De forma a seguir as recomendações do autor, acima referido, recorreu-se ao “*Economic Value Added*” (EVA) e “*Market Value Added*” (MVA,) para determinar os ganhos de valor para o acionista. Estes dois indicadores constituem os principais instrumentos para a medição do desempenho das empresas analisadas, neste trabalho de investigação.

Para Stern, Shiely e Ross, (2001), o seu uso, apesar de não providenciar os critérios extra financeiros para a avaliação da pertinência de uma aquisição e não se afigurar como um guia na escolha de potenciais alvos, constitui um método de excelência no cálculo do impacto originado por um processo deste tipo, determinando se o mesmo conduziu à criação de valor.

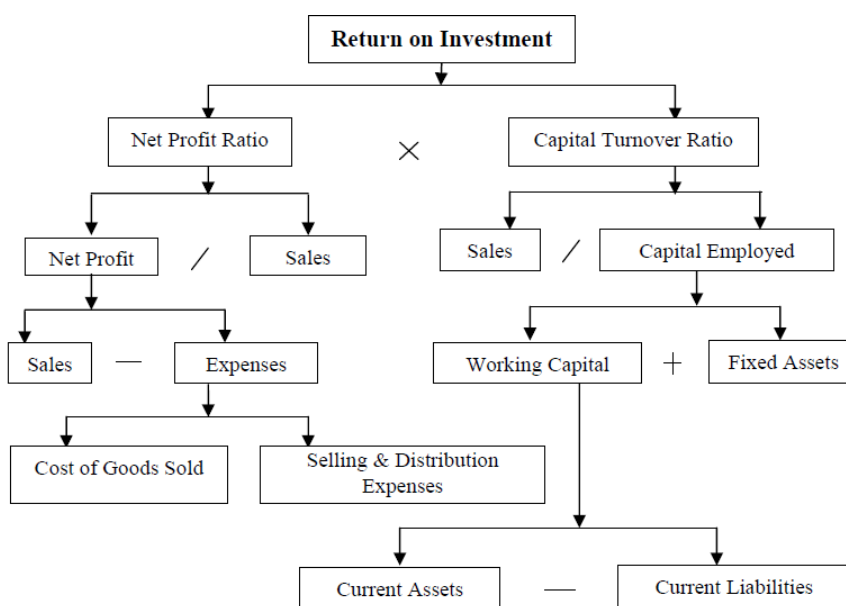
Os ganhos, ou perdas para os utentes, resultantes do processo de fusão entre as duas empresas, foram estabelecidos mediante um inquérito de satisfação aos serviços prestados.

3.2.1- A Rendibilidade dos Capitais Investidos (ROI)

Dependendo da forma de definição do investimento, existem várias expressões para designar a sua rendibilidade (*ROI* na terminologia anglo-saxónica): rendibilidade do ativo, rendibilidade do ativo económico, rendibilidade do investimento e rendibilidade dos capitais investidos (Neves, 2012).

A utilização destes indicadores de desempenho, como ferramentas de controlo de gestão para avaliar a performance dos lucros, tem sido adotada de forma generalizada por inúmeras companhias (Dearden, 1969). Este método é também conhecido por “Sistema Du- Pont”, por ter sido pioneiramente desenvolvido pela empresa com o mesmo nome, para avaliar as suas operações descentralizadas (Dearden, 1969) (ver figura 3.1).

Figura 3.1- Sistema “Du- Pont”



Fonte: Rakshit (2006, p.45)

Tem como ponto de partida o lucro da empresa, no caso do REA e do ROCI, o seu *EBIT* “*Earnings Before Interest and Taxes*”, para ser mais preciso.

O *EBIT* é o resultado operacional que resulta da subtração das amortizações ao *EBITDA*. Constitui o remanescente, depois de se considerar todos os custos de produção do que é vendido e a parte destinada à constituição de capital fixo (amortizações do ativo imobilizado).

Dado que as amortizações não são gastos desembolsáveis e conseqüentemente não se refletem nos meios monetários, deveria ser o *EBITDA* e não o *EBIT* a ser tido em conta. No entanto, a necessidade de continuidade da empresa implica o reinvestimento em ativo imobilizado de exploração, o que justifica o seu uso como meio principal para se aferir o estado de saúde da atividade principal da sociedade (Mota *et al.*, 2013).

Representa o “motor” da empresa, pelo seu caráter de dependência recorrente relativamente à estratégia adotada, à sua concretização e execução. Caso se revele insuficiente, a sociedade incorrerá em risco, vendo dificultado o acesso a boas condições de financiamento dos credores, a vantagens fiscais do estado e à benevolência dos investidores. Em suma, o principal objetivo da empresa deverá ser a obtenção de um *EBIT* que permita cobrir a estrutura de financiamento, os impostos ao estado e a rentabilidade exigida pelos acionistas (Mota *et al.*, 2013).

3.2.1.1- Vantagens dos indicadores baseados no (*ROI*)

O seu uso generalizado deriva de vários atributos:

- 1- Afigura-se como uma medida simples de fácil interpretação, influenciada pelos fatores que afetam o “*status*” financeiro de uma divisão (Dearden, 1969).
- 2- Permite o estabelecimento de analogias e comparações com o que à primeira vista parece incomparável. Por se tratar de um rácio, possibilita a normalização entre divisões de uma empresa, ou entre empresas que diferem pela dimensão do investimento. A título de exemplo, o *ROI* de uma grande empresa metalúrgica, pode ser comparado com o de uma homóloga de pequena dimensão (Reece e Cool, 1978).
- 3- Traduz-se numa percentagem, o que, possibilita a sua comparação com o custo de capital da empresa. Exemplificando, uma empresa com um *ROI* de 8% terá uma baixa rendibilidade do seu capital, se o custo do mesmo for de 10% (Reece e Cool, 1978). Desta forma, mede a destreza de um gestor em gerar lucros a partir dos ativos da empresa. Consequentemente, só poderá haver investimento adicional, se os novos ativos servirem para aumentar o retorno do investimento. Constitui, também, uma maneira automática de aferir o interesse económico de novas propostas de investimento. No caso de um novo projeto apresentar um desempenho inferior ao da sua proposta, o rácio de retorno da empresa, será afetado negativamente (Dearden, 1969).
- 4- Permite a sua utilização por analistas externos à empresa. Ao contrário do método do rendimento residual, pode ser calculado por analistas independentes que pretendam apurar o desempenho económico da empresa e procederem a comparações posteriores com outras sociedades. Muitos executivos de topo, conscientes da sua utilização pelos investidores como bitola das suas decisões de investimento, recomendam-no aos seus gestores de divisão (Reece e Cool, 1978).

3.2.1.2- Limitações dos indicadores baseados no (*ROI*)

Dearden, (1969), considera que o método *ROI*, apesar de usado de forma generalizada no controlo de gestão, sofre de limitações técnicas e limitações de implementação.

- 1- Limitações técnicas- são responsáveis pela tomada de decisões que resultam em conflito, entre os objetivos de uma divisão da empresa e os seus objetivos gerais, gerando perdas económicas.

O exemplo mais significativo prende-se com, o facto, do *ROI* simplificar de forma excessiva processos de decisão complexos. A utilização de um rácio, na avaliação do desempenho de uma divisão, circunscreve o processo de tomada de decisões a um mero modelo económico. Nesta ótica, qualquer alteração da base de investimento de uma empresa pode ser justificada por um acréscimo de lucro previamente determinado pela taxa de retorno da sociedade.

Uma decisão que permita um aumento do *ROI*, para uma dada divisão da empresa, pode em contrapartida reduzir a sua solidez económica. Exemplificando, um departamento com um *ROI* de 25%, poderá melhorar este valor se desinvestir num ativo cujo *ROI* seja apenas 20%, no entanto, se o seu custo for inferior a 20%, o ganho absoluto deverá diminuir (Reece e Cool, 1978).

- 2- Limitações de implementação

Adicionalmente, às limitações técnicas, têm sido atribuídas ao *ROI* críticas à sua implementação. Estabelecer metas de lucro, para cada uma das divisões de uma companhia, e monitorizar as suas performances periodicamente, de forma disciplinada, pode não se revelar uma tarefa facilmente exequível.

Segundo Dearden, (1969), existem três grandes dificuldades na adoção deste conceito de medição, na generalidade das sociedades:

- a) Afigura-se extremamente complicado estabelecer os objetivos anuais no que tange aos lucros. Dado o complexo ambiente económico que envolve um centro de lucros (divisão ou departamento), é praticamente impossível prever com exatidão a taxa de rendibilidade que deverá apresentar, isto, apesar da integridade do processo assentar nessa mesma previsão.
- b) A contabilização anual dos lucros pode não refletir o que verdadeiramente aconteceu e se alcançou nesse período. A título de exemplo, a sociedade pode ter levado a cabo uma intensa política de desenvolvimento, criando novos produtos que irão afetar desempenhos futuros, ou ter procedido a uma reorganização com implicações na sua futura rendibilidade.

- c) Dificilmente se consegue apurar a responsabilidade pelos desvios relativamente aos objetivos inicialmente delineados. A multiplicidade de causas, algumas parcialmente conhecidas, outras totalmente desconhecidas, que impedem a concretização das metas traçadas, não permite a sua imputação aos gestores de divisão. Mesmo que se parta, inicialmente, com objetivos realistas, pode não ser exequível a avaliação do desempenho com base nos mesmos, devido à modificação das condições assumidas ao longo do período.

Neves, (2011), acrescenta ainda, relativamente às fusões e aquisições em concreto, que, os instrumentos baseados na rendibilidade do capital são afetados pelos critérios contabilísticos adotados. No método da compra registam-se os ativos e passivos da sociedade alvo na sociedade incorporante ao seu justo valor. O “*goodwill*”, sendo positivo é registado no ativo e amortizado no período de cinco anos. Por este motivo, os ativos têm tendência a apresentar valores mais altos do que no método da comunhão de interesses, em que a sua inscrição é feita ao valor contabilístico. Os resultados operacionais são tendencialmente menores, o que origina uma rendibilidade do capital investido à partida mais baixa, ainda que se mantenha constante o nível de eficiência. O autor refere, ainda, outro problema do método da compra. No ano da fusão, não inclui os resultados operacionais da empresa-alvo relativos a todo o período, ao contrário do método da comunhão de interesses em que são registados os resultados dos 12 meses, ainda que a fusão ocorra a meio do ano.

3.2.2- Instrumentos tradicionais complementares de medição de desempenho

Para além dos instrumentos baseados no *ROI* (REA e ROCI), utilizou-se para a avaliação da performance das empresas envolvidas no processo de fusão, a rendibilidade dos capitais próprios (RCP) e a rendibilidade operacional das vendas (ROV).

3.2.2.1- A Rendibilidade dos Capitais Próprios (RCP)

Para Neves, (2012), a rendibilidade do capital próprio constitui a medida privilegiada de eficiência dos acionistas e investidores. Este rácio define-se como o quociente entre os resultados líquidos e o capital próprio.

No entanto, o nível de rendibilidade obtido a partir deste instrumento, não pode ser visto de forma absoluta. Deverá ser balanceado pelo custo de oportunidade do capital próprio (Mota *et al.*, 2013).

O *CAPM* constitui um modelo financeiro que permite avaliar a adequabilidade da rendibilidade do capital próprio. Possibilita a determinação do nível ótimo de RCP necessário à remuneração do risco enfrentado pelos investidores, ao colocarem os seus capitais à disposição da empresa. O risco assumido depende da estrutura de capitais fixos na atividade e da estrutura de financiamento dos recursos.

Desta forma, os acionistas esperam uma remuneração do seu capital que inclua um prémio de risco, devido, pela sua cedência e possibilidade de perda. Caso a rendibilidade do capital não seja suficiente, dificilmente se conseguirá atrair o interesse dos investidores (Mota *et al.*, 2013).

Neves, (2011), por outro lado, alerta para a falibilidade deste rácio na determinação da performance das fusões, devido às distorções que advêm do método contabilístico adotado no seu registo. Refere ainda que, a avaliação do desempenho da fusão não se pode limitar, exclusivamente, à análise da evolução deste instrumento, uma vez que poderão ter ocorrido factos económicos externos capazes de o influenciar. Recomenda que se proceda a comparações do rácio de rendibilidade dos capitais próprios entre empresas concorrentes.

3.2.2.2- A Rendibilidade Operacional das Vendas (ROV)

A rendibilidade das vendas é o rácio que estabelece a relação entre os resultados e a vendas (Neves, 2012). Constitui uma ferramenta utilizada pelos analistas para avaliar o desempenho do processo de fusão. Estes procedem à comparação do rácio operacional das vendas das empresas fusionadas com a média ponderada da rendibilidade operacional das vendas das empresas antes da fusão, segundo a fórmula:

$$ROV = \frac{RO_A + RO_O}{V_A + V_O} \quad (1)$$

Representando o índice (A), a empresa alvo e o (O) a empresa oferente.

(MeeKs e Meeks, 1981), cit. (Neves, 2011) alertam para o problema das relações comerciais no seio das empresas fusionadas, situação bastante relevante nas aquisições de integração vertical. Após a conclusão do processo de fusão, as vendas entre as duas empresas deixam de ser consideradas como tal, passando a ser registadas como transferências internas entre divisões. Propõem a correção da fórmula definida anteriormente para:

$$ROV' = \frac{RO_A + RO_O}{V_A + V_O - V_n} \quad (2)$$

Representando o índice (Vn) as vendas de uma empresa à outra antes da fusão.

3.2.3- O “*Economic Value Added*” (EVA) como instrumento de medida do desempenho das empresas envolvidas no processo de fusão

Considerando as limitações dos indicadores tradicionais de medição de performance, e tendo em conta as vantagens do *EVA* na determinação do nível de desempenho das fusões e aquisições, adotou-se o método como instrumento de eleição para o apuramento da criação de valor.

O “Economic Value Added” (*EVA*) é um termo registado pela empresa Stern Stewart & Co. De Nova- York e constitui uma metodologia específica de cálculo do resultado económico.

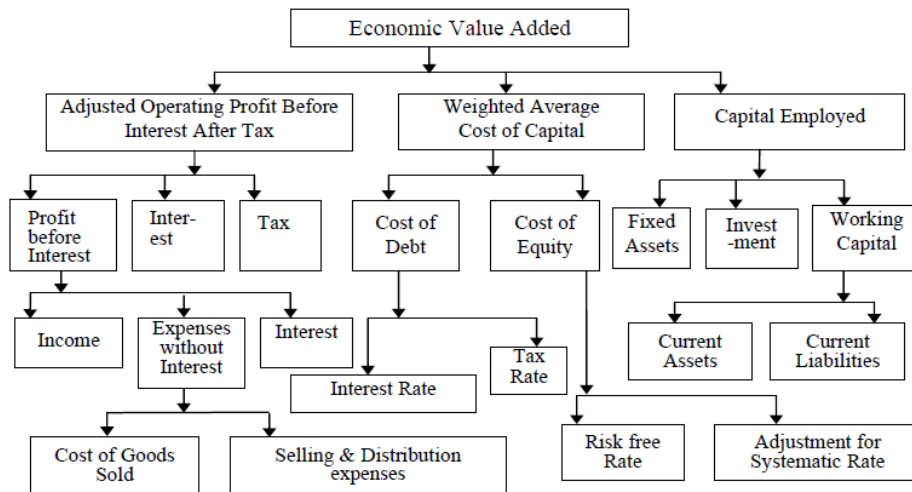
Embora, outros autores tenham feito alusão a métodos análogos- Peter Drucker reclamava a sua discussão, em 1961, numa obra da sua autoria- só viria a tornar-se popular após publicação, em 1991, por parte da firma citada (Rakshit, 2006).

Segundo Ryan, (2011), uma boa medida de desempenho deve ter a capacidade de aferir em que grau os objetivos inicialmente delineados são concretizados. A maximização do valor, para o acionista, afigura-se como um dos mais importantes objetivos de uma organização comercial. Tradicionalmente, as empresas têm confiado nos instrumentos baseados nos lucros, para avaliarem o grau em que alcançam as suas metas. No entanto, para além das lacunas já referidas, os métodos clássicos ignoram o custo do capital e não refletem com exatidão os ganhos de valor. A criação de riqueza por uma dada sociedade, só se verificará, se conseguir gerar retornos acima do exigido pelos detentores de capital (dívida e capital próprio). O *EVA*, como sistema de medição, propõe-se vencer estas fraquezas.

3.2.3.1- Definição e cálculo do (*EVA*)

O *EVA* de uma sociedade define-se como uma medida do valor incremental gerado por um dado investimento em capital, acima das taxas de rendibilidade proporcionadas pelo mercado. De forma simples, pode-se dizer que mede a rendibilidade do investimento, líquida do custo do capital (Reddy, Rajesh e Reddy, 2011) (ver figura 3.2, na página seguinte).

Figura 3.2- Modelo do “Economic Value Added”



Fonte: Rakshit (2006, p.46)

O conceito é representado matematicamente pela seguinte fórmula:

$$EVA = (Taxa\ de\ Rendibilidade - Custo\ do\ Capital) \times Capital \quad (3)$$

(Stewart, 1999)

Equivalentemente:

$$EVA = (REA - WACC) \times CAPITAL \quad (4)$$

Onde:

$$REA = EBIT \times (1 - t) / Ativo \quad (Neves, 2007) \quad (5)$$

E:

$$WACC = K_e \times \frac{Cap.\ Próprio}{Ativo\ Bruto} + K_d \times \frac{Passivo}{Ativo\ Bruto} \times (1 - t) \quad (6)$$

(Mota e Custódio, 2007)

Onde:

$$K_d = \text{Custo do Capital Alheio} = G.F.F / \text{Passivo Total} \quad (7)$$

E:

(K_e) = Custo do Capital Próprio (determinado pelo modelo *CAPM*)

$$K_e = R_f + \text{Prémio de Risco} \times \beta \text{ (Neves, 2012)} \quad (8)$$

(R_f) = Rendibilidade do investimento sem risco. Utilizaram-se a taxa das Obrigações do Tesouro a 10 anos e os Certificados de Aforro, (ver tabelas 3.1, 3.2, 3.3 e gráfico 3.1 em Anexo A).

Prémio de Risco de Portugal = Prémio exigido acima do rendimento do investimento sem risco. Usaram-se os valores calculados por (Damodaran, 2015), para Portugal.

(β) = Nível de risco do setor do investimento =

$$\beta_\mu \times [1 + (1 - t) \times \text{Passivo}/C.\text{Próp.}] \text{ (Neves, 2012)} \quad (9)$$

(β_μ) = Nível de risco do setor do investimento não alavancado. Usaram-se os valores calculados por (Damodaran, 2015), para o setor “*Real Estate Development*”.

3.2.3.2- Interpretação do valor do (EVA)

- 1- Um valor positivo implica que, a empresa em análise originou uma rendibilidade superior ao custo do capital disponibilizado pelos investidores. Em suma, pode-se afirmar que houve criação de riqueza.
- 2- Mesmo que a sua evolução seja decrescente, registando-se uma tendência negativa, se este se mantiver positivo, a empresa terá tido um desempenho satisfatório.

- 3- O ciclo de vida de uma empresa deve ser tido em conta, na sua análise. No período inicial de um projeto, os custos financeiros poderão ser mais elevados, conduzindo a um menor valor. Para projetos com maior maturidade, o inverso também se verifica (Ryan, 2011).

3.2.3.3- Vantagens da utilização do (EVA)

- 1- O custo do capital constitui a pedra basilar do modelo, portanto os gestores não o podem ignorar. Divisões de uma companhia, ou empresas que sistematicamente destruam valor, terão objetivamente de ser liquidadas, ainda que tendencialmente os gestores se oponham, por motivos emocionais, a este tipo de ações. O pragmatismo do método não deixa grande margem para dúvidas (Ross, Westerfield e Jaffe, 2012).
- 2- Apresenta-se como uma clara evolução, comparativamente às medidas tradicionais de medição de desempenho (Ross, Westerfield e Jaffe, 2012). Os gastos de longo prazo são passíveis de atualização, no seu cálculo, o que minimiza a miopia dos gestores relativamente aos projetos futuros (Ryan, 2011).
- 3- Projetos com um valor atual líquido positivo também originarão um *EVA* positivo (Ryan, 2011).

3.2.3.4- Limitações do uso do (EVA)

Para Ross, Westerfield e Jaffe, (2012), o “calcanhar de Aquiles” do método, tem que ver com a sua visão de curto prazo, centrada nos retornos presentes. O método do valor atual líquido (VAL), por contraste, usa projeções dos futuros “*cash-flows*”, por norma diferentes dos atuais. Concluem estes autores que, a análise pelo VAL apresenta uma riqueza inerente que não se encontra no *EVA*. Acresce o facto de que o VAL, à semelhança do instrumento em causa, usa o custo médio ponderado do capital como fator de atualização.

Uma segunda objeção, levantada por estes investigadores, passa pela compensação aos gestores avaliados com base neste instrumento. Ganhos do período proporcionam-lhes ganhos imediatos, enquanto perdas futuras não lesam os seus interesses, na medida em

que é provável não desempenharem o mesmo cargo, por promoção ou saída da empresa. Tal facto, incentiva a uma gestão preferencialmente orientada para o curto-prazo. No entanto, convém lembrar que, os instrumentos de medida tradicionais padecem do mesmo problema.

Ryan, (2011), salienta que, estimar o custo do capital através do *CAPM* não constitui uma metodologia universalmente aceite pelos analistas financeiros. Acrescenta ainda que, o *EVA*, sendo uma medida de valor absoluto, não pode ser usada para comparar empresas de diferentes dimensões.

3.2.4- O modelo “Market Value Added” (MVA)

Para Ehrbar, (1998), o modelo “*Market Value Added*”, (*MVA*), constitui a derradeira medida de criação de valor. É superior aos restantes indicadores, uma vez que ilustra as diferenças entre as entradas e saídas de “*cash*”. Traduz o investimento em capital na empresa e o retorno por este gerado, em valores atuais. Matematicamente, expressa-se pela diferença entre o valor total de mercado da empresa (capital próprio e passivo) e o capital total empregue:

$$MVA = \text{Valor de mercado} - \text{Capital total} \text{ (Stewart, 1999)} \quad (10)$$

Alternativamente:

$$MVA = \text{Valor Presente dos EVA} \text{ (Stewart, 1999)} \quad (11)$$

Equivalentemente:

$$MVA = \sum EVA_n \times \prod (1 + K_{mn}) \quad (12)$$

Ehrbar, (1998), complementa que é a melhor medida externa de medição de desempenho, porque consegue avaliar a eficiência dos gestores no uso dos recursos escassos e reflete as suas capacidades em posicionar adequadamente as empresas no

longo prazo, dado que valor de mercado incorpora os valores atuais dos recebimentos futuros.

Ajusta-se espontaneamente ao risco, uma vez que, o valor de mercado também compreende a percepção dos investidores, face ao mesmo. Tal facto, implica que possa ser usado como instrumento de medida para comparar diretamente empresas de diferentes setores e de diferentes países.

A sua interpretação é muito simples, a companhia que apresentar maior valor para este indicador terá sido a que criou maior riqueza.

3.3- O inquérito de satisfação

No intuito de se apurar o impacto da fusão sobre a qualidade e o preço dos serviços prestados pela SGU, foi elaborado um inquérito de satisfação aos utentes da empresa. Construiu-se um questionário geral, inspirado no “*Modelo Servqual*” (ver inquérito I, em apêndice 7). Este instrumento de 22 itens, ou questões padrão, para as cinco dimensões da qualidade no setor dos serviços e retalho (aspetos tangíveis, empatia, segurança, responsabilidade e confiabilidade), permite medir a diferença, “*gap*”, entre as expectativas acerca de um serviço e a percepção efetiva sobre a qualidade do mesmo (Parasuraman, Zeithaml e Berry,1988). Ao questionário associou-se uma escala “*Likert*” de 6 pontos. Procedeu-se à sua segmentação, destinando, para cada uma das principais divisões da SGU, um questionário específico complementar (ver inquéritos II a V, em apêndice 7).

O calendário eleitoral de 2015, dessincronizado com o calendário escolar, impossibilitou a aplicação dos inquéritos no tempo útil da presente dissertação.

Por este motivo, recorreu-se aos resultados do inquérito de satisfação levado a cabo pela própria empresa, após a fusão, em 2011.

3.4- Procedimento

1- Determinação do desempenho da fusão através do uso da Rendibilidade dos Capitais Investidos (*ROI*)

Para determinar o desempenho da empresa que resultou da fusão utilizou-se a REA e a ROCI.

- a) Calculou-se, para cada ano do triénio que antecedeu à fusão (2007/2008/2009) e para cada uma das empresas (SRU e SGU) os indicadores referidos.
- b) Procedeu-se à análise da sua evolução, ao longo do triénio. Estabeleceu-se a comparação entre as duas empresas.
- c) Calculou-se, para a empresa fusionada (SGU+SRU) e para cada ano do quinquénio que sucedeu à fusão (2010/2011/2012/2013/2014), os rácios mencionados. Analisou-se a sua evolução ao longo do período.
- d) Comparou-se o desempenho das empresas individuais com o da empresa fusionada.
- e) Adicionalmente, comparou-se, o desempenho da empresa fusionada com duas empresas externas (Sociedade X e Y). As sociedades X e Y são empresas locais de capitais maioritariamente autárquicos. Pertencem a uma outra Câmara da região do Algarve e o âmbito é o mesmo da SGU. O seu uso destina-se a servir de controlo neste trabalho.

2- Determinação do desempenho da fusão através do uso complementar de instrumentos tradicionais.

Para além dos instrumentos baseados no *ROI*, utilizou-se para a avaliação da performance das empresas, a rendibilidade dos capitais próprios (RCP) e a rendibilidade operacional das vendas (ROV).

- a) Calculou-se para cada ano do triénio e para cada uma das empresas (SGU e SRU) os indicadores acima referidos.
- b) Procedeu-se à análise da evolução destes rácios para o período que antecedeu a fusão. Estabeleceu-se a comparação entre as duas empresas.

- c) Calculou-se, para a empresa fusionada (SGU+SRU) e, para cada ano do quinquénio que sucedeu à fusão, os rácios supracitados. Analisou-se a sua evolução, ao longo do período.
- d) Comparou-se o desempenho das empresas individuais com o da empresa fusionada.
- e) Determinou-se a rendibilidade operacional conjunta das vendas das empresas SRU e SGU, para o triénio que antecedeu à fusão. Designou-se este rácio por ROV´ de forma a distingui-lo das ROV individuais.
- f) Calculou-se a rendibilidade média ponderada das vendas conjuntas, para o triénio que antecedeu à fusão. Efetuou-se o mesmo cálculo para a empresa fusionada. Estabeleceu-se a comparação entre os dois valores.
- g) Compararam-se os rácios obtidos para a empresa em estudo com os da Sociedades X e Y.

3- Determinação do desempenho da fusão através do método do *EVA*

- a) Calculou-se o *EVA* para cada uma das empresas (SGU e SRU) e para cada ano do triénio que antecedeu a fusão.
- b) Procedeu-se à análise da sua evolução, para o período em causa. Estabeleceu-se a comparação do desempenho das duas empresas, com base neste indicador.
- c) Determinou-se este instrumento de medição para a empresa (SGU+SRU), para cada ano do quinquénio que sucedeu à fusão. Analisou-se a sua evolução ao longo do período.
- d) Compararam-se os resultados pós-fusão com os valores apresentados para este indicador pelas empresas SGU e SRU.
- e) Usando a fórmula do *EVA* procedeu-se à determinação do ativo bruto crítico anual: valor de ativo que, para um dado nível de *EBIT*, permite que a REA igual o Custo Médio Ponderado do Capital e origine um *EVA* nulo. Calculou-se o ativo bruto ocioso (valor de ativo bruto em excesso, responsável pela marca negativa do *EVA*). Realizou-se este cálculo para cada uma das empresas e para cada ano dos dois períodos em análise.

- f) Determinou-se o *EBIT* crítico anual. De forma análoga, este valor constitui o nível de *EBIT* que, para um dado valor de ativo bruto, permite que a REA igual o Custo Médio Ponderado do Capital e origine um *EVA* nulo.
- g) Calculou-se, para cada ano o *EBIT* “*LACK*” (valor de *EBIT* inferior ao *EBIT* crítico, necessário à obtenção de um *EVA* nulo).

4- Determinação do desempenho da fusão através do método do “*Market Value Added*” (*MVA*)

- a) Determinou-se, no final do triénio, o *MVA* de cada uma das empresas envolvidas no processo de fusão. Utilizou-se para o efeito a fórmula (12). Compararam-se os valores registados.
- b) Procedeu-se à sua soma.
- c) Calculou-se, pelo mesmo processo, o *MVA* da empresa fusionada (*SGU+SRU*), para o quinquénio 2010-2014.
- d) Comparou-se o valor da empresa fusionada com a soma do das empresas individuais.

5- Análise de rácios

A análise de rácios, neste estudo, teve como objetivo determinar que outras variáveis, para além da criação de valor, foram afetadas pelo processo de fusão. Procurou-se, por via deste exame, encontrar motivações secundárias, extra valor, que poderão ter estado na origem da tomada de decisão de fundir as duas empresas. Foram observados os rácios de liquidez, de estrutura financeira, o fundo de maneo líquido, as necessidades de fundo de maneo de exploração, a capacidade de auto financiamento, a tesouraria líquida, entre outros, julgados necessários para o efeito.

Observou-se a evolução destes indicadores, para cada uma das empresas, no triénio que antecedeu à fusão. Repetiu-se o processo para a empresa fusionada, no quinquénio que sucedeu à reestruturação. Estabeleceu-se a comparação entre os seus valores, para os dois períodos. Adicionalmente foi feita a comparação com as sociedades de controlo X e Y.

CAPÍTULO IV

RESULTADOS

4- Os resultados obtidos derivam da aplicação dos instrumentos preconizados na metodologia, para a determinação da criação de valor, ou de outros benefícios para o acionista. Podem ser divididos em três categorias principais: Rendibilidade dos Capitais Investidos (*ROI*), “*Economic Value Added*” (*EVA*) e “*Market Value Added*” (*MVA*) e Indicadores Contabilísticos. Os cálculos tiveram por base a informação contabilística, balanços e demonstração de resultados, disponibilizada pelas empresas estudadas nos seus relatórios de gestão contas (ver tabelas 4.1 a 4.10 em apêndice 1).

Privilegiou-se a análise dinâmica dos mesmos, dado que, o estudo compreendeu um intervalo de oito anos, segmentado em dois subperíodos: pré-fusão, correspondente ao triénio 2007-2009 e pós-fusão, quinquénio 2010-2014.

A divisão do período em dois momentos permitiu o estabelecimento de comparações, necessárias à determinação do impacto do processo de fusão no “*stakeholder*” acionista.

Complementarmente, no intuito de avaliar o efeito da fusão sobre o “*stakeholder*” utente, recorreu-se a um inquérito de satisfação aos munícipes de V.R.S.A que utilizam os serviços prestados pela SGU, nas suas diferentes divisões.

4.1- O inquérito de satisfação

A auscultação ao grau de satisfação dos utentes dos serviços prestados pela SGU apurou que, setenta e seis por cento dos inquiridos apresentam uma satisfação muito boa e boa. Três por cento revelam uma satisfação muito má (ver relatório de gestão e contas da SGU, 2011, pág.6).

4.2- Rendibilidade dos Capitais Investidos (ROI)

4.2.1- A Rendibilidade Económica do Ativo (REA)

A REA da empresa SGU, no triénio 2007-2008, apresentou valores muito baixos (ver tabela 4.16 em apêndice 3). Não chegou em nenhum dos anos a atingir 1%, ficando

sempre abaixo do custo médio ponderado de capital (ver tabela 4.23 em apêndice 4). Em 2009, o seu registo foi negativo (-3,06%).

A SRU iniciou o mesmo período com uma REA de (1,08%) (ver tabela 4.17 em apêndice 3). Este valor assinalou uma melhoria substancial, em 2008, para (3,13%). Acima dos (1,05%) do custo médio ponderado de capital (ver tabela 4.24 em apêndice 4). Em 2009, baixou para (1,42%), registo inferior ao WACC (2,19%). Comparativamente à SGU, a SRU obteve rendibilidades do ativo sistematicamente superiores, no período pré-fusão.

A fusão das duas empresas, em 2010, não teve um efeito positivo sobre este rácio (ver tabela 4.18 em apêndice 3). O quinquénio 2010-2014 começou com uma REA negativa (-3,88%). O ano de 2011 acabou por ser o melhor (1,76%). Ao longo do período, a rendibilidade do ativo nunca foi superior ao seu custo (ver tabela 4.25 a) em apêndice 4).

Estabelecendo a comparação com as empresas de controlo X e Y, verifica-se que, a empresa fusionada (SGU+SRU), apresentou rendibilidades significativamente inferiores às das suas congéneres. A empresa X alcançou a rendibilidade mais elevada em 2013 (16,4%), ano em que a SGU+SRU se ficou por (0,26%). A empresa Y, nesse mesmo ano, à semelhança da X, também registou o melhor valor (9%) (ver tabelas 4.21 e 4.22 em apêndice 3).

4.2.2- A Rendibilidade Operacional do Capital Investido

A **ROCI** da SGU, no triénio 2007-2009, evidenciou uma tendência negativa. O ano da criação desta empresa, 2007, registou o valor mais elevado, (7,16%), superior ao apresentado pela SRU (2,99%) (tabelas 4.16 e 4.17). Os dois anos seguintes foram marcados pela sua quebra (1,80%), em 2008 e (-4,97%), em 2009.

A SRU teve um desempenho mais negativo para este rácio do que a SGU, na etapa que antecedeu à fusão. Tal como referido, em 2007, foi inferior ao da congénere e a sua deterioração foi muito superior (-118,51%), em 2008 e (-297,04), em 2009 (tabela 4.17).

Após a fusão das duas empresas, assistiu-se à melhoria deste instrumento. No ano em que ocorreu o processo, (2010), o registo ainda foi negativo (-6,28%) (tabela 4.18). Nos

restantes, os valores foram positivos, sendo o máximo alcançado em 2013 (25,94%). Em 2014, observou-se uma diminuição acentuada da ROCI. Ainda assim, manteve-se positiva (4,5%) (tabela 4.18).

Comparando a ROCI da empresa fusionada com as das empresas de controlo, verifica-se que, o comportamento deste indicador é melhor do que o da REA. Em 2011, o seu registo (3,24%) foi superior ao das empresas X (2,7%) e Y (1,9%) (tabelas 4.18, 4.21 e 4.22). Em 2012, deteriorou-se para (0,92%), ficando muito abaixo das suas homólogas X (11,3%) e Y (24,8%). 2013, constituiu um ano de franca recuperação, apresentando a SGU fusionada valores em linha com os dos seus pares (25,94% face a 22,4% da X e 20% da Y). Em 2014, assistiu-se a uma quebra acentuada deste rácio, que se fixou em (4,5%). O mesmo se observou para as empresas de controlo X (7,6%) e Y (4,9%) (tabelas 4.21 e 4.22).

Concluindo, excetuando 2012, a ROCI da SGU, nos restantes anos, manteve-se em linha com a das empresas de controlo.

4.3- Instrumentos Complementares de Rendibilidade

4.3.1- A Rendibilidade do Capital Próprio (RCP)

No triénio 2007-2009, a **rendibilidade dos capitais próprios** da SGU foi sempre muito reduzida (abaixo do custo do capital) e apresentou uma tendência negativa (tabela 4.16). No ano de início da atividade, o seu valor foi de (0,76%), baixando para (0,22%) em 2008. O período terminou com uma RCP negativa (-31,28%).

A SRU, comparativamente à sua congénere, teve um melhor desempenho dos capitais próprios (tabela 4.17). Embora 2007 fosse marcado por um valor muito pequeno (0,35%), verificou-se no ano seguinte uma franca recuperação, fixando-se em (38,13%). O triénio terminou com um registo baixo (1,4%), ainda assim positivo e melhor do que o da SGU.

A fusão das empresas não teve um efeito visível sobre este indicador (tabela 4.18). De facto, em 2010, a SGU fusionada apresentou ainda um valor negativo (-13,21%). Os restantes anos do quinquénio nunca chegaram a (0,5%), registando-se, em 2014, a marca mais baixa do período (0,082%).

Quando se compara a RCP da SGU+SRU com a das empresas de controlo verifica-se que os seus registos eram significativamente inferiores. Excetuando 2011, em que X apresentou um valor negativo (-5,1%), os restantes anos caracterizaram-se por números sempre acima de (1%). Em 2014, alcançou (9%) (tabela 4.21).

A empresa Y conseguiu ainda melhores desempenhos do capital próprio do que a X (tabela 4.22). Em 2012 e 2013 ultrapassou os (10%). Em 2014, reduziu-se para (3,1%), inferior aos (9%) registados por X, mas substancialmente superior aos (0,082%) da SGU fusionada.

4.3.2- A Rendibilidade Operacional das Vendas (ROV)

A **rendibilidade operacional das vendas** da SGU, no triénio 2007-2009, foi melhor do que a rendibilidade dos capitais próprios (tabela 4.16). No ano de criação da empresa, o valor foi de (3,24%), crescendo para (6,85%), no ano seguinte. O período terminou com um registo negativo (-29,57%).

A SRU apresentou números, para este indicador, muito superiores aos da SGU (tabela 4.17). Em 2007, aproximou-se dos (20%), aumentando para (95,81%) no ano seguinte. Embora o triénio terminasse com um valor inferior, (11,3%), afigurou-se um melhor registo do que o da sua homóloga, para o mesmo ano.

Após a fusão, a rendibilidade das vendas da SGU melhorou. Apesar de, em 2010, este indicador ter registado um valor extremamente negativo (-209,56%), os anos seguintes, excetuando 2012 (7,76%), testemunharam rendibilidades mais elevadas. O quinquénio terminou com (17,7%) (ver tabela 4.18).

Estabelecendo o paralelo com as empresas de controlo verifica-se que a SGU+SRU apresentou melhores rendibilidades do que a empresa Y, mas piores do que a X (tabelas 4.21 e 4.22). No seu melhor ano, 2011 (24,65%), a SGU fusionada superou a empresa Y com (1,1%), sendo excedida pela X com (45,2%). Em 2012, a distância da sociedade X relativamente à SGU aumentou (202,7% contra 7,76% respetivamente).

Comparando a **rendibilidade conjunta das vendas** (ROV') da SGU e da SRU do triénio 2007-2009, com a rendibilidade das vendas (ROV) da empresa fusionada, verifica-se uma melhoria deste indicador, no quinquénio 2010-2014. A ROV média

ponderada para o período pós-fusão (6,19%) foi superior ao valor negativo do período que antecedeu o processo (-6,32%) (ver tabelas 4.19 e 4.20 em apêndice 3).

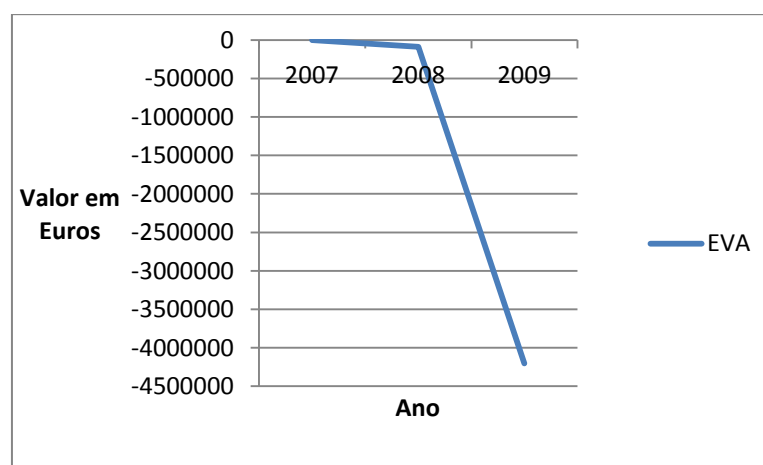
Relativamente às empresas de controlo, verifica-se que a ROV média ponderada da empresa X, foi superior ao da SGU fusionada (81,5% contra 6,19%) (tabelas 4.20 e 4.21). A empresa Y apresentou um valor próximo da empresa em análise (6,30% contra 6,19% respetivamente) (tabelas 4.20 e 4.22).

Concluindo, após a fusão da SGU com a SRU, verificou-se um progresso na rendibilidade das vendas. Este indicador apresentou melhores registos para a SGU fusionada do que para a sociedade de controlo Y, mas piores do que para a empresa X.

4.4- O “Economic Value Added” (EVA) e “Market Value added” (MVA)

No triénio 2007-2009, o *EVA* da SGU, apresentou uma evolução negativa (ver gráfico 4.1 abaixo). Em 2008, o diferencial entre a rendibilidade económica do ativo e o custo médio ponderado do capital era negativo (-1,25%) (ver tabela 4.26 em apêndice 4). Consequentemente, o *EVA*, teve também ele um resultado negativo de (-86.145 Euros) (tabela 4.26), o que significou uma destruição de riqueza num montante equivalente. Em 2009, o *EVA* da empresa, deteriorou-se para (-4.204.662 Euros), fruto do crescimento do diferencial entre a REA e o *WACC* (-5,94%). O *MVA* do período registou um valor de (-4.293.287 Euros) (tabela 4.26).

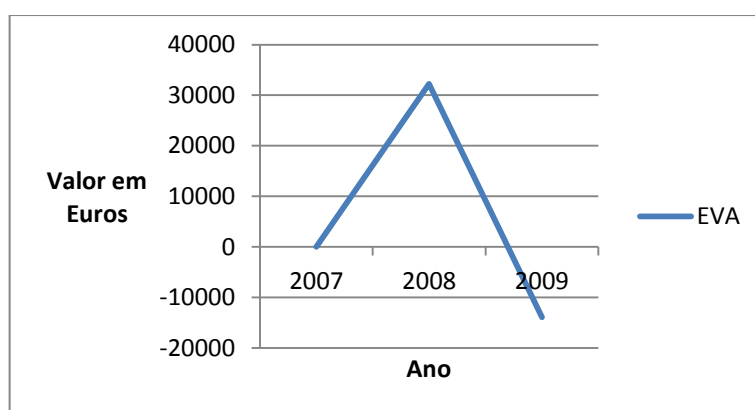
Gráfico 4.1- Evolução do (*EVA*) da SGU no período que antecedeu a fusão



Contrariamente à sua homóloga, em 2008, a SRU, apresentou um *EVA* positivo de (32.219 Euros), consequente de um diferencial REA e WACC positivo (2,08%) (ver tabela 4.27 em apêndice 4). No ano seguinte, verificou-se um declínio acentuado do mesmo para (-0,77%), o que originou uma destruição de valor, (-13.943 Euros). Globalmente, no triénio 2007-2009, a evolução do *EVA* da SRU foi melhor do que a da congénere (ver gráfico 4.2 abaixo).

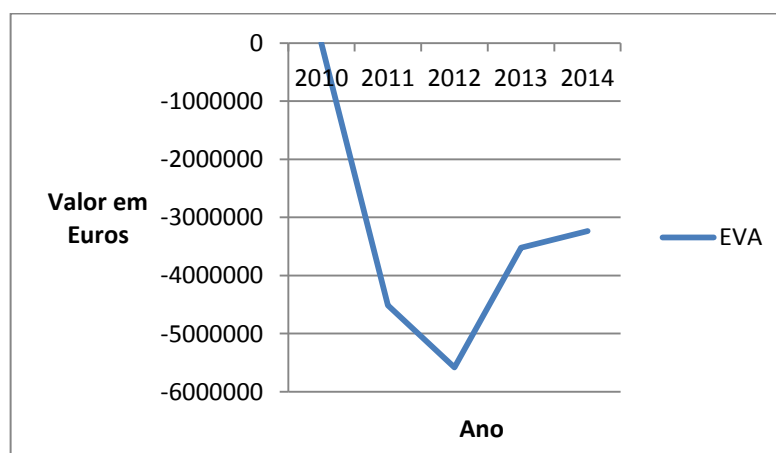
O *MVA* da SRU, no triénio 2007-2009, foi positivo (18.982 Euros) (tabela 4.27).

Gráfico 4.2- Evolução do (*EVA*) da SRU no período que antecedeu a fusão



A fusão entre a SGU e SRU não se traduziu numa melhoria dos indicadores da criação de valor (ver gráfico 4.3 abaixo). A empresa fusionada continuou, ao longo de todo o quinquénio 2010-2014, a destruir valor (ver tabela 4.28 a) em apêndice 4). O diferencial entre a REA e o WACC foi sempre negativo, alcançando os valores mais baixos em 2010 e 2012 (-7,63% e -6,17% respetivamente). O ano de 2012 afigurou-se o de pior desempenho (-5.585.285 Euros). O *MVA*, que depende dos *EVA* anuais registou o valor (-18.106.189 Euros) (tabela 4.28 a)).

Gráfico 4.3- Evolução do (*EVA*) da SGU+SRU após a fusão



4.5- Análise de Indicadores Contabilísticos

4.5.1- Rácios de Liquidez

Os rácios de liquidez permitem analisar a capacidade da empresa para satisfazer os seus compromissos de curto prazo. Em conjunto, os rácios de liquidez geral, liquidez reduzida e imediata, possibilitam aferir a evolução relativa do fundo de maneiio (Carrilho *et al.*, 2008).

No triénio (2007-2009), a sociedade SGU, apresentou uma evolução geral negativa destes indicadores. A liquidez imediata, utilizada para determinar o grau de cobertura do passivo circulante pelas disponibilidades (Neves, 2007), passou de um valor de 263%, em 2007, para 6%, no ano seguinte. Melhorou para 23%, em 2009 (ver tabela 4.11 em apêndice 2). A liquidez reduzida, também conhecida por “*acid test*”, usada para determinar a capacidade de reembolso da dívida de curto prazo, pressupondo que as existências não podem ser transformadas de imediato em dinheiro (Neves, 2007), diminuiu ao longo do triénio. Em 2007, este indicador tinha um valor de 341%, descendo para 64%, em 2008 e recuperando para 141%, em 2009. O resultado garantia o equilíbrio financeiro mínimo da empresa. A liquidez geral, para o mesmo período, evidenciou um comportamento idêntico ao da liquidez reduzida (tabela 4.11).

A liquidez imediata da SRU regrediu, ao longo do período analisado. Sofreu uma quebra acentuada, em 2009, registando apenas 1% (ver tabela 4.12 em apêndice 2). A liquidez reduzida e a geral partiram de um patamar elevado, em 2007, (536%), decrescendo para (160%), em 2008 e (134%), em 2009 (tabela 4.12).

No quinquénio (2010-2014), depois da fusão da sociedade SGU com a SRU, os valores do indicador de liquidez imediata foram baixos, nomeadamente nos anos 2010, 2011 e 2013, em que não atingiram (10%) (ver tabela 4.13 em apêndice 2). A liquidez reduzida apresentou resultados satisfatórios para o biénio 2012 e 2013, acima de 100%. A liquidez geral registou números semelhantes aos da liquidez reduzida, durante o quinquénio. Globalmente, verifica-se que, os indicadores de liquidez das empresas de controlo foram melhores do que a empresa em análise (ver tabelas 4.14 e 4.15 em apêndice 2).

De uma forma geral, pode-se dizer que a fusão não veio beneficiar os rácios de liquidez. As empresas, em separado, apresentavam valores mais robustos do que os verificados em conjunto.

4.5.2- Estrutura Financeira

No triénio (2007-2009), a empresa SGU, apresentava uma **autonomia financeira** reduzida (18% 2007, 21% 2008, 16% 2009) (tabela 4.11), muito abaixo dos 35% recomendados para este indicador, o que sugeria uma elevada dependência relativamente aos credores e aumento do risco financeiro (Carrilho *et al.*, 2008).

A **solvabilidade** mostrava também valores reduzidos no triénio (21% 2007, 27% 2008, 19% 2009) (tabela 4.11), o que implicava dificuldades na solvência dos compromissos de médio e longo prazo (Carrilho *et al.*, 2008).

A SRU apresentava, no triénio, valores para a autonomia financeira e solvabilidade muito baixos. Nenhum destes rácios, ao longo do período, superou os 10% (tabela 4.12).

A fusão da SGU com a SRU, em 2010, veio beneficiar estes dois indicadores. O aumento dos capitais próprios da SGU, por incorporação dos capitais da SRU (tabelas 4.1, 4.2 e 4.3), permitiu que a sua autonomia financeira melhorasse substancialmente. Passou para registos da ordem dos 40%, no quinquénio (2010-2014). A solvabilidade ficou próxima dos 70% (ver tabela 4.13). Comparando estes valores com os das empresas de controlo, verifica-se que, eram similares nos anos de 2011 e 2012, para a autonomia financeira. No entanto, este rácio, na sociedade X, ultrapassou os (50%) em 2013 e 2014 e os (70%) na sociedade Y. A solvabilidade das empresas de controlo também foi muito superior à da SGU fusionada, em 2013 e 2014 (tabelas 4.13,4.14 e 4.15).

A **cobertura do imobilizado**, estabelece a relação entre o imobilizado e os capitais permanentes, sendo complementar da liquidez geral (Carrilho *et al.*, 2008). Teve, ao longo do triénio, uma evolução negativa na SGU, passando de 220%, em 2007, para 97%, em 2008 e 101%, em 2009 (tabela 4.11).

A SRU, embora apresentasse uma cobertura do imobilizado muito inferior à da SGU, em 2007, não sofreu uma quebra tão significativa quanto o da sua congénere. Manteve-

se, para a primeira, sempre acima dos 100% durante o triénio, (119% em 2007, 110% em 2008 e 106% em 2009) (tabela 4.12).

A **cobertura do ativo não corrente pelos capitais próprios** registou, no quinquénio subsequente à fusão, uma tendência de crescimento, passando de 42%, em 2010, para 56%, em 2013. Quedou-se nos 51%, em 2014 (tabela 4.13). Convém destacar que, no que tange a este indicador, as empresas, por si só, apresentarem um desempenho superior. As sociedades de controlo demonstraram maior eficiência, para este rácio (tabelas 4.14 e 4.15).

O **Debt to Equity** estabelece a relação entre os capitais alheios e os capitais próprios e mede a importância da dívida no financiamento da empresa (Neves, 2007). A sociedade SGU, após uma melhoria, em 2008, de (372%) para (276%), registou um agravamento para os 455%, em 2009 (tabela 4.11).

A SRU, em 2007, apresentava um valor para este indicador muito superior ao da sua homóloga, (1380% face a 372%). Apesar da sua redução e consequente melhoria ao longo do triénio, (824%) em 2009, manteve-se, comparativamente, extremamente elevado (tabela 4.12).

No quinquénio (2010-2014), após a fusão, este rácio apresentou uma evolução progressiva e significativa. Passou de 127%, no início do período, para 87%, em 2014 (tabela 4.13). Neste aspeto também, a SGU fusionada, não foi melhor do que a empresa de controlo X (tabela 4.14).

O **endividamento bancário** é um indicador que resulta da ponderação entre os empréstimos bancários e o ativo. Determina o grau com que a empresa emprega os capitais alheios no financiamento das suas atividades (Neves, 2007). Registou, ao longo do triénio, uma evolução favorável. A SGU apresentava, para este rácio, em 2007, um valor de 79%, que caiu para 47%, em 2009 (tabela 4.11).

A SRU tinha, em 2007, um endividamento superior ao da SGU, que se manteve quase constante ao longo do triénio (93% no primeiro ano, 89% em 2008 e 90% em 2009) (tabela 4.12).

Após a fusão, observou-se uma evolução positiva desta grandeza. Em 2010, o seu registo era de 37%, descendo tendencialmente até aos 34%, em 2014 (tabela 4.13). Ficou aquém dos valores apresentados pelas empresas de controlo (tabelas 4.14 e 4.15).

Os **empréstimos bancários/financiamentos obtidos sobre os capitais próprios** evidenciaram um comportamento análogo ao endividamento bancário, no triénio (2007-2009). A SGU reduziu progressivamente o peso dos empréstimos bancários relativamente aos seus capitais, passando de um valor de 452% para 290% (tabela 4.11). Em 2007, a SRU, apresentava um valor muito elevado, para este rácio. Apesar de baixar significativamente, em 2008, de 1435% para 991%, continuou muito próximo dos 1000%, em 2009 (tabela 4.12). Esta situação refletia o elevado peso dos credores (instituições financeiras) no passivo da empresa.

Depois da fusão, este aspeto melhorou consideravelmente (tabela 4.13). Em 2010, o indicador foi reduzido para 94,50%, decrescendo progressivamente ao longo do quinquénio (2010-2014). Fixou-se nos 81%, em 2014. Neste ponto também, a SGU fusionada, foi pior do que as sociedades de controlo (tabelas 4.14 e 4.15).

A **cobertura dos encargos financeiros** (Resultado Operacional + Proveitos Financeiros/Juros) mede a extensão com que a exploração cobre os encargos financeiros (Neves, 2007). Teve no biénio (2007-2008), para a SGU, uma redução ligeira de 115% para 110%. Em 2009, este rácio foi negativo, em consequência de resultados operacionais negativos (tabela 4.11).

Para a SRU, em 2008, verificou-se uma melhoria evidente da cobertura dos encargos financeiros, fruto do crescimento do resultado de exploração face aos juros. No entanto, este indicador voltou para valores próximos dos de 2007, em 2009 (tabela 4.12).

No quinquénio (2010-2014), a **cobertura dos juros e gastos** (E.B.I.T + juros + rendimentos/ juros pagos + gastos) (tabela 4.13), apresentou uma leve deterioração. Passou de 104%, em 2011, para 103 %, em 2014. Também neste ponto, a SGU fusionada, registou valores inferiores aos das empresas de controlo (tabelas 4.14 e 4.15).

4.5.3- Rácios Económicos/Rendibilidade

A **rentabilidade líquida das vendas** (resultados líquidos/volume de negócios) analisa a relação entre os resultados (lucro ou prejuízo) e as vendas (Neves, 2007). A empresa SGU, ao longo do triénio (2007-2009), apresentou uma evolução negativa deste rácio, baixando de 0,38%, em 2007, para 0,33%, em 2008. No ano 2009, registou um valor negativo (-47,7%), fruto de um resultado líquido negativo (tabela 4.11).

A SRU, apesar de desempenhos muito baixos para este indicador, em 2007 e 2009 (0,21% e 0,53% respetivamente), registou, em 2008, um valor discrepante de 92%. Esta “marca” ficou a dever-se a um resultado líquido elevado, bem como, a um volume de negócios inferior aos de 2007 e 2009 (tabela 4.12).

Após a fusão, não se assistiu à melhoria da rentabilidade líquida das vendas. Em 2010, apresentou um valor negativo (-282%). 2012, constituiu o melhor registo para este rácio (2,25%), que se degradou posteriormente para 0,18%, em 2013 e 0,45%, em 2014 (tabela 4.13). As empresas de controlo evidenciaram rentabilidades superiores às da SGU fusionada (tabelas 4.14 e 4.15).

A **rentabilidade das vendas (resultado de exploração (EBIT) /Volume de negócios)**, não mostrou, ao longo do triénio, para a sociedade SGU, uma tendência definida (tabela 4.11). Em 2007, ano de início da atividade, era positiva (3,24%), duplicando em 2008 para 6,85%, o que evidenciou uma melhoria do desempenho da empresa no sentido do aumento dos seus proveitos e redução dos seus custos. Em 2009, a rentabilidade das vendas, em consequência de um resultado de exploração negativo, apresentou o valor (-29%).

A SRU evidenciou um desempenho substancialmente superior ao da sua congénere, em todo o triénio. Em 2007, registou 19%. Em 2008, subiu para 96%, baixando para os 11%, em 2009 (tabela 4.12).

A indefinição deste rácio manteve-se, ao longo do quinquénio, apesar da fusão (tabela 4.13). Em 2010, um *EBIT* negativo implicou o valor (-210%). Verificou-se uma recuperação no ano seguinte (25%), fruto de um resultado francamente positivo, que não se manteve em 2012. O período terminou com números mais favoráveis para a SGU

fusionada (20%), em 2013 e (18%), em 2014. Valores melhores do que os da sociedade Y, mas inferiores aos da X (tabelas 4.14 e 4.15).

Os Custos de Estrutura (FSE+Custos de Pessoal/Produção) da sociedade SGU, ao longo do triénio, apresentaram valores elevados, rondando (100%) (tabela 4.11). Em 2008, assistiu-se a uma melhoria deste rácio, que desceu para (87,38%). No entanto, no ano seguinte passou para (117,06%).

A SRU, no mesmo período, teve um pior desempenho deste indicador do que a sua homóloga (tabela 4.12). Em 2008, cresceu de (75,40%) para (612,72%). Embora 2009 evidenciasse uma franca recuperação, o seu valor manteve-se ainda alto (170,11%).

Após a fusão, assistiu-se a uma redução substancial dos custos de estrutura, que passaram de (280,66%), em 2010, para (65,46%), no ano seguinte. Até 2014 o seu valor manteve-se sempre próximo de (60%) (tabela 4.13).

Comparativamente às empresas de controlo, a SGU fusionada teve um desempenho análogo ao da sociedade X (tabela 4.14), mas melhor do que o da sociedade Y, com valores na ordem de 90% (tabela 4.15).

A **margem bruta/volume de negócios** da SGU e da SRU manteve-se, ao longo do triénio, constante (100%), dado que os F.S.E foram nulos durante o período (tabelas 4.11 e 4.12).

No quinquénio que sucedeu à fusão, situou-se no intervalo (77%-90%) (tabela 4.13). O valor máximo, alcançado em 2014, revela uma redução dos custos variáveis nesse ano. Estes números são muito inferiores aos das sociedades de controlo X e Y (tabelas 4.14 e 4.15).

Os **custos financeiros (juros + gastos financeiros) / Resultado de exploração (E.B.I.T)**, da SGU afiguraram-se elevados durante o triénio (2007-2009): 96% em 2007, 101% em 2008 e, fruto de um resultado de exploração negativo, (-68%), em 2009 (tabela 4.11).

A SRU, ao longo do triénio, apresentou valores elevados consequentes de custos de financiamento altos face ao resultado de exploração. A exceção foi o ano de 2008, em que, este indicador caiu para 11%, devido ao aumento significativo do resultado de exploração e retração dos custos de financiamento (tabelas 4.7 e 4.12).

Após a fusão, este rácio não sofreu alterações de relevo. A melhor “marca” foi atingida em 2012 (83%), voltando depois para os 101%, em 2014 (tabela 4.13). Estes valores, são piores do que os custos financeiros das sociedades de controlo: (0,68%) para X e (0,01%) para Y, em 2014 (tabelas 4.14 e 4.15).

4.5.4- Outros Indicadores

O **fundo de manei**o é o resultado da diferença entre os capitais permanentes e o ativo fixo, depois das necessárias reclassificações do balanço. Quando positivo, reflete a parte do financiamento estável destinado a custear o ciclo de exploração. Quando negativo, evidencia a parte dos financiamentos de curto prazo que se destinam ao financiamento do ativo fixo, expondo a fraqueza da estrutura financeira e conseqüente aumento do risco financeiro (Neves, 2012).

A SGU, ao longo do triénio, registou dois anos de fundo manei o positivos (2007 e 2009). O ano da constituição da empresa saldou-se no melhor registo deste indicador, (3.063.556 Euros). Em 2008, o seu valor foi negativo, o que significou um aumento do risco financeiro (tabela 4.11).

A SRU, ao longo de todo o período (2007-2009), apresentou um fundo de manei o positivo, no entanto, verificou-se uma gradual e significativa diminuição do mesmo, o que refletiu uma quebra da solidez da estrutura financeira (tabela 4.12).

A fusão das duas empresas, em 2010, no curto prazo, não beneficiou o fundo de manei o líquido, dado que este apresentou até 2011 um valor negativo. O melhor desempenho para este indicador observou-se em 2013, (5.429.071 Euros), no entanto, em 2014, voltou a ser negativo (tabela 4.13). A empresa Y registou entre 2011 e 2014, fundos de manei o positivos, contrariamente à X, com números negativos em 2013 e 2014 (tabelas 4.14 e 4.15).

As **necessidades de fundo de manei o de exploração (N.F.M. EX.)** prendem-se com as necessidades de financiamento do ciclo de exploração, que necessita de um conjunto de meios financeiros necessários à execução dos pagamentos das despesas operacionais. Quando são positivas, representam as necessidades de financiamento desse ciclo. Um valor negativo significa um excedente financeiro do mesmo. O nível das Necessidades de Fundo de manei o está relacionado com o setor em que a empresa está inserida, das

práticas de gestão, tecnologia, volume de negócios e da gestão global do ciclo de exploração (Neves, 2012).

A sociedade SGU apresentou, ao longo do triénio, necessidades de fundo de maneiio positivas, o que evidenciou necessidades cíclicas de exploração superiores aos recursos cíclicos. O registo mais elevado das N.F.M.EX. verificou-se em 2008, (9.489.104 Euros). Em 2009, este indicador reduziu-se para 42% do seu valor de 2008 (3.981.536 Euros) (tabela 4.11).

A SRU também teve ao longo da sua existência N.F.M.EX. positivas. Em 2008, sofreram uma redução face ao ano anterior, no entanto, a tendência não se manteve e, em 2009, fixaram-se no valor mais alto do triénio (365.724 Euros) (tabela 4.12).

Nos anos de 2010 e 2011, o valor das N.F.M.EX foi negativo, o que significou um excesso dos recursos de exploração face às necessidades de exploração e consequentes excedentes financeiros. Em 2012 e 2013, este indicador voltou a apresentar números positivos, mas acabou o quinquénio com um saldo negativo entres as necessidades e recursos cíclicos de exploração (-7.382.442 Euros) (tabela 4.13).

A **tesouraria líquida** reflete a relação que se estabelece entre o fundo de maneiio e o fundo de maneiio necessário (Carrilho *et al.*, 2008). É um indicador fundamental da situação financeira da empresa, na medida em que permite determinar o equilíbrio estrutural. Este equilíbrio será alcançado quando a tesouraria for igual ou superior a 0. Assim, uma empresa será financeiramente equilibrada quando o nível de capital permanente for, pelo menos, igual ao somatório do imobilizado total líquido com o fundo de maneiio necessário (Carrilho *et al.*, 2008). Esta relação define o equilíbrio financeiro: investimentos permanentes devem ser financiados por fontes permanentes e investimentos temporários por fontes temporárias, (Neves, 2012).

A empresa SGU iniciou o triénio com uma tesouraria líquida positiva. No entanto, este estado não se manteve, em 2008 e 2009. Nesses anos o indicador foi negativo, (-11.134.438 Euros e -3.255.057 Euros respetivamente), o que evidenciou o desequilíbrio financeiro da empresa (tabela 4.11). A tesouraria líquida da SRU foi negativa, em 2009, conservando-se equilibrada nos dois anos anteriores (tabela 4.12).

A fusão das empresas não resolveu este problema, no curto prazo. Nos dois anos imediatamente seguintes, (2010 e 2011), a tesouraria líquida da empresa fundida

manteve-se negativa. Tal situação voltou a verificar-se, em 2013, após uma melhoria, em 2012. Em 2014, a empresa voltou ao equilíbrio estrutural (tabela 4.13). A empresa de controlo X apresentou entre 2011 e 2014 tesourarias líquidas positivas. O mesmo aconteceu com Y, excetuando 2012 (tabelas 4.14 e 4.15).

O “*Cash-Flow*” Operacional está relacionado com o Fluxo líquido de Exploração. Se subtrairmos ao “*Cash-Flow*” de Exploração o Investimento em Imobilizado chega-se ao “*Cash-Flow*” Operacional, que mede o total dos meios libertos em termos operacionais por uma dada empresa (Carrilho *et al.*, 2008).

A SGU, em 2007 e 2008, obteve “*cash-flows*” operacionais negativos, verificando-se uma recuperação em 2009 (3.988.293 Euros) (tabela 4.11).

A SRU só apresentou um “*cash-flow*” positivo em 2008 (188.402 Euros), o que significa que nos outros anos os investidores não puderam ser remunerados (tabela 4.12).

A fusão das duas empresas não se revelou benéfica para a empresa, no que toca a este parâmetro. Embora no ano de concretização do processo, 2010, o “*cash-flow*” fosse positivo, nos restantes, excetuando 2014, (em que se registou um valor exceccionalmente alto de 17.656.824 Euros) foi negativo (tabela 4.13).

Concluindo, a evolução dos valores dos rácios da empresa fundida (SGU+SRU) mostra que, após a fusão, se assistiu a uma melhoria da sua estrutura financeira (solvabilidade, autonomia financeira, debt/equity, endividamento bancário e financiamentos obtidos/capitais próprios). Os indicadores de liquidez pioraram e os económicos não sofreram alterações substanciais na sequência do processo (ver Quadro 4.1 na página seguinte).

Quadro 4.1- Evolução dos indicadores de desempenho da Sociedade SGU+SRU após a fusão

	Indicadores	Evolução pós-fusão dos Indicadores SGU+SRU
Rendibilidade dos Capitais Investidos	REA	=
	ROCI	+
Indicadores Complementares de Rendibilidade.	RCP	=
	ROV	+
Criação de Valor	EVA	-
	MVA	-
Rácios de Liquidez	Imediata	-
	Reduzida	-
	Geral	-
Rácios de Estrutura Financeira	Solvabilidade	+
	Autonomia Financeira	+
	Cobertura A.N.C	-
	Debt/Equity	+
	Endivida. Bancário	+
	Financia./Cap. Próprio	+
	Cobertura Juros e Gastos	=
Rácios Económicos	Renta. Líquida Vendas	=
	Renta. Vendas	+
	Custos Estrutura	+
	Margem Bruta/Vol. Neg.	-
Outros Rácios	Custos Fin./Res.Explor.	=
	Fundo Maneio Líquido	-
	N.F.M.Ex	+
	Tesouraria Líquida	=
	Cash-Flow	=

Fonte: Elaboração própria

CAPÍTULO V

DISCUSSÃO

5.1- Considerações preliminares

O presente capítulo tem como objetivo a interpretação dos resultados obtidos, à luz das teorias e considerações explanadas na revisão de bibliografia. Pretende-se, através desta análise, reunir ferramentas para responder às principais questões deste trabalho de investigação: qual o impacto da fusão sobre os acionistas e os utentes dos serviços prestados pela empresa e qual a dimensão do valor gerado para os “*stakeholders*”.

Para um correto entendimento do caso e justeza das relações, convém, antes de mais, distinguir a sua natureza singular. As entidades envolvidas na fusão são sociedades públicas. Possuem uma natureza marcadamente social, vocacionada para o serviço à população, no intuito de melhorar os seus índices de qualidade de vida. As prioridades destas empresas estão nitidamente patentes nas suas missões. Veja-se a pirâmide invertida do ciclo de prioridades da SGU (figura 1.1) que materializa esta orientação.

A “Teoria do *Stakeholder*” assume aqui um papel chave, na medida em que permite a justificação dos resultados. De acordo (Parmar *et al.*, 2010), a mesma, constitui uma nova narrativa para a compreensão da criação e distribuição do valor, para a ligação entre ética e o capitalismo e para a forma dos gestores resolverem conflitos entre os diferentes atores que gravitam em torno de uma organização comercial. Antes de se pensar sobre a distribuição da riqueza, importa especificar as obrigações morais que as empresas devem ter para com os seus “*stakeholders*”. Numa lógica puramente económica, procuram maximizar os seus lucros, no entanto, questões sociais e éticas têm vindo a atenuar esta conceção. O papel dos utentes, fornecedores, colaboradores, credores e comunidade no geral tem vindo a ganhar importância na tomada de decisões que influem nos destinos das sociedades. Uma empresa de excelência não pode almejar apenas a criação de valor para o acionista, deverá procurar a maximização da satisfação dos restantes “*stakeholders*” (Chakravarthy, 1986), por via de uma hábil negociação de “*trade-offs*” entre aspetos financeiros e sociais (Parmar *et al.*, 2010).

Não obstante, a sustentabilidade de qualquer empresa, seja pública ou privada, depende grandemente dos lucros conseguidos pelos acionistas. Os economistas financeiros são consensuais em atribuir aos “*shareholders*” a primazia sobre os restantes intervenientes. A gestão das sociedades deverá ter como principal móbil a garantia dos seus interesses e a maximização da sua riqueza (Wallace, 2003). Neste quadro, deduz-se a importância de se obterem resultados consistentes e da necessária implementação de políticas baseadas no equilíbrio das contas e na medição de desempenho. Tal, tem sido o paradigma da administração pública, a nível global, nas últimas quatro décadas.

O “*New Public Management*” (*NPM*) é um modelo de gestão da administração, oriundo das nações anglo-saxónicas. Atingiu o seu expoente durante o mandato de “*Thatcher*”, na Grã-Bretanha e de “*Reagan*”, nos Estados Unidos, dirigentes de nações fortemente embebidas de um espírito neoliberal. Propagou-se a partir destas nações para outros países de índole capitalista: Austrália, Áustria, Canadá, Dinamarca, França, Alemanha, Itália e Portugal (veiculado pela Grandes Opções do Plano, de 1992) (Haque, 2009).

O pretexto que serve de justificação à sua implementação é a fragilidade, ou falência da burocracia administrativa clássica, nomeadamente, no que respeita à sustentabilidade da sua excessiva dimensão, natureza monopolista, ineficiência, inércia económica, clientelismo, corrupção e dificuldades de acesso.

A solução para este elenco de problemas, nesta ótica, passa pela replicação da lógica empresarial ao setor público, que se crê por natureza mais competitiva, produtiva, eficiente e próxima das necessidades dos clientes (Haque, 2009).

Este desiderato poderá ser alcançado por via de cortes orçamentais, em tempos de dificuldades financeiras, aplicação do princípio do utilizador-pagador, introdução de competição no seio dos departamentos, contabilidade baseada no desempenho, planeamento e gestão estratégica (orientada para os resultados) e o uso das tecnologias da informação (Gruening, 2001).

Concretamente, no que concerne à análise desta fusão, é importante referir que o “*NPM*” se encontra consubstanciado na Lei nº 50/2012 de 31 de Agosto, que regula o funcionamento da atividade empresarial local e preconiza a sua reestruturação.

Em suma, é com base no espírito destas duas correntes teóricas e no equilíbrio do seu uso que se procurará interpretar os resultados obtidos e responder às questões desta investigação.

5.2- Discussão dos resultados à luz dos retornos para o “*stakeholder*” interno

Após a fusão, não se assistiu a uma melhoria da RCP nem da REA. Os *EVA* ao longo do quinquénio permaneceram negativos, registando valores inferiores aos da empresa SGU individualmente. O *MVA* da sociedade fusionada, em 2014, foi de (-18.106.189 Euros) (tabela 4.28-a)).

Estes resultados sugerem destruição de valor para o acionista. Tal facto, está de acordo com as conclusões de King *et al.*, (2004); Agrawal, Jaffe e Mandelker, (1992); Ravenscraft e Scherer, (1983), segundo os quais, o desempenho das empresas adquirentes não melhora depois da sua participação numa fusão, ou aquisição, degradando-se mesmo em certa medida. Suportam, também, as evidências dos trabalhos de Lubatkin, (1983), de que os “*shareholders*” das empresas adquirentes não beneficiam de retornos superiores, depois de entrarem num processo desta natureza.

No caso em análise, a perda de valor não resultou da disputa de múltiplas empresas adquirentes pela sociedade alvo. O acionista único (Câmara Municipal) detinha a totalidade do capital da SGU e da SRU. A fusão consistiu num processo interno de reestruturação, fechado a entidades terceiras, não havendo lugar ao pagamento de qualquer prémio. Excluída a possibilidade de competição entre licitantes, a escalada do preço pago e conseqüente anulação de ganhos de sinergia, efeito descrito no trabalho de Capron e Pistre, (2002), não se verificou.

Por outro lado, empresas detidas pela mesma entidade, atuando no mesmo setor, partilhando conhecimentos, recursos e objetivos comuns, beneficiam de uma elevada complementaridade. Esta especificidade de acordo Mandelker, (1974) cit. Lubatkin, (1983) é responsável pela criação de um mercado pelo controlo corporativo imperfeito, que gera elevados ganhos sinérgicos. A SGU, enquanto licitante único reforçava a distorção, devendo gerar, segundo os autores retornos positivos. Problemas na fase de integração são a causa mais provável para a não materialização dos mesmos.

A estagnidade da fusão também impediu que o mercado exercesse a sua ação fiscalizadora e reguladora. Ao ser vedado o acesso a equipas de gestão externas, nomeadamente empresas privadas, o acionista ficou limitado na escolha de uma alternativa que lhe maximizasse o seu valor. O conceito de luta pelo controlo corporativo, proposto por Jensen e Ruback, (1983), deriva da teoria da agência e fundamenta que as aquisições podem levar à criação de valor, se usadas com o objetivo de substituir gestões menos eficientes.

A dimensão das empresas envolvidas no processo de fusão é outro importante fator a ter em conta no seu desempenho. Healy *et al.*, (1992) e Cornett e Tehranian, (1992) cit. Haleblan *et al.*, (2009), defendem que aquisições encetadas por grandes sociedades induzem um aumento de produtividade na empresa alvo, crescimento dos seus ativos e reforço da sua posição por via da captação de novos clientes, o que se traduz num ganho de valor para os acionistas. A SGU, comparativamente a SRU, em 2009, podia ser considerada uma empresa de grande dimensão. O seu capital próprio, à data, era aproximadamente setenta vezes superior ao da congénere (11.458.619 Euros, contra 164.495 Euros, respetivamente) (tabelas 4.1 e 4.2). No entanto, a dinamização da performance e a criação dos ganhos prevista pelos autores não teve lugar. A explicação para esta ausência de resultados recai sobre o carácter autárquico das empresas em causa, cuja ação está circunscrita a um município, o que limita o crescimento por via da conquista de novos mercados. Uma integração deficiente dos recursos conjuntos, aspeto abordado detalhadamente no ponto 5.4 desta discussão, comprometeu os aumentos de produtividade e eficiência.

O histórico de desempenho da SGU deve ser considerado para compreender a destruição de valor. A sociedade apresentava, no triénio que antecedeu a fusão, baixas rendibilidades económicas do ativo e do capital próprio (tabela 4.16). O custo médio do capital (*WACC*), em nenhum dos anos, foi coberto pela *REA*. O diferencial entre os dois indicadores, nunca foi positivo (tabela 4.26). Consequentemente, a empresa exibiu *EVA* negativos, em 2008 e 2009, e um *MVA* de (-4.293.287 Euros).

A SRU, relativamente à sua homóloga, demonstrou uma performance superior. A *RCP* e *REA* foram positivas, ao longo do triénio (tabela 4.17). Em 2008, a rendibilidade económica do ativo excedeu o custo médio do capital, possibilitando um *EVA* de (32.219 Euros). Este valor foi suficientemente elevado para compensar a perda, no ano

seguinte, no montante de (13.943 Euros). O *MVA*, no final do período, teve um saldo positivo de (18.982 Euros) (tabela 4.27).

Segundo Heron e Lie, (2002), empresas adquirentes com elevados desempenhos operacionais, antes da fusão, tenderiam a mantê-los após a compleição da mesma. O incremento na prestação das sociedades seria tanto maior, quando companhias de elevado “*book-to-market*” adquirissem companhias de baixo “*book-to-market*”.

No caso em análise, verifica-se a situação inversa. A SGU, empresa adquirente de baixa performance fundiu-se com uma sociedade de desempenho superior. Nesta ordem de ideias, a aceção dos autores, justifica a destruição de riqueza verificada.

O desempenho pós-fusão da SGU foi influenciado negativamente pelo contexto político e económico. 2009, ano de junção das duas empresas marca também o início da instabilidade financeira. A crise das dívidas soberanas teve, neste caso, um impacto substancial. Parte do valor destruído, ao longo do quinquénio, pode ser diretamente atribuído à subida das taxas de juro das Obrigações do Tesouro a dez anos (ver tabela e gráfico 3.1 em Anexo A).

O cálculo do *EVA* assenta na determinação do custo médio do capital (*WACC*), que, por sua vez, depende do custo do capital próprio (*Ke*). No período em análise, as taxas de juro da dívida pública mantiveram-se permanentemente acima dos 3% (tabelas 4.23, 4.24 e 4.25-a)) atingindo os valores máximos em 2011 e 2012 (10,3% e 10,5%) (tabela 4.25- a)). A perda de riqueza, em consequência deste facto, agravou-se em (8.011.064 Euros). O apuramento do custo do capital próprio, usando para taxa de juro sem risco os certificados de aforro, com um retorno constante de 3% (tabela 4.25- b)), origina um *MVA* de (-10.095.125 Euros) (tabela 4.28-b)). A repetição deste cômputo usando como alternativa as obrigações do tesouro a 10 anos reduz o *MVA* para (-18.106.189 Euros).

Tal facto, espelha o efeito e a magnitude que o meio envolvente pode ter sobre a performance das empresas fusionadas. A crise financeira desencadeou, aliás, um role de reestruturações e de fusões em vários setores da economia portuguesa.

Estes resultados confirmam as evidências de Leeth e Borg, (2000), de acordo os quais, empresas que tomam parte em grandes vagas de fusões não premeiam os seus acionistas com retornos positivos.

A experiência de aquisição é outro fator a ter em consideração, quando se procura explicar a perda de valor ocorrida. A relação entre performance e prática em fusões foi apontada por Lubatkin, (1983).

Os resultados observados, no entanto, não põem em causa a teoria da curva de aprendizagem. Haleblan e Finkelstein, (1999), defendem a tese que a entrada de uma empresa em sucessivas fusões, não lhe garante uma maior probabilidade de sucesso. No caso em estudo, a equipa de gestão não possuía experiência prévia em processos deste tipo e verificou-se uma efetiva destruição de riqueza.

5.3- Discussão dos resultados no prisma da gestão estratégica

O *EVA* depende de três grandezas: da rentabilidade económica do ativo, do custo médio ponderado do capital e do nível de capital investido (Stewart,1999). O seu valor é tanto maior, quanto mais baixo o custo de capital e mais elevada a rentabilidade.

Em 2009, a perda de riqueza totalizou (-4.204.662 Euros) (tabela 4.26). Este montante resultou de uma quebra da rentabilidade económica face a 2008 e de um aumento do custo de capital (tabelas 4.16 e 4.23). O diferencial *REA* e *WACC* tornou-se mais negativo verificando-se, simultaneamente, um grande crescimento do ativo bruto face a 2007 (tabelas 4.1 e 4.26).

Após a fusão, não se assistiu a uma inversão desta tendência. A *SGU* continuou a destruir valor. O custo médio ponderado do capital ao longo do quinquénio (2010-2014) superou sempre a rentabilidade da empresa (tabela 4.28-a)).

Este problema pode ser explicado pelos baixos resultados operacionais da empresa antes e após a fusão. Partindo da definição matemática do *EVA*, depreende-se que, não haverá criação nem destruição de riqueza quando a *REA* igualar o *WACC*. É assim possível determinar, para um dado volume de capital, o montante de resultados operacionais a partir dos quais poderá haver criação de valor, pois de acordo (5):

$$REA = EBIT \times (1 - t) / Ativo$$

Exemplificando, em 2008, para um ativo bruto de (70.766.549 Euros), o “*break-event point*” em *EVA* seria alcançado quando os resultados operacionais *EBIT* atingissem

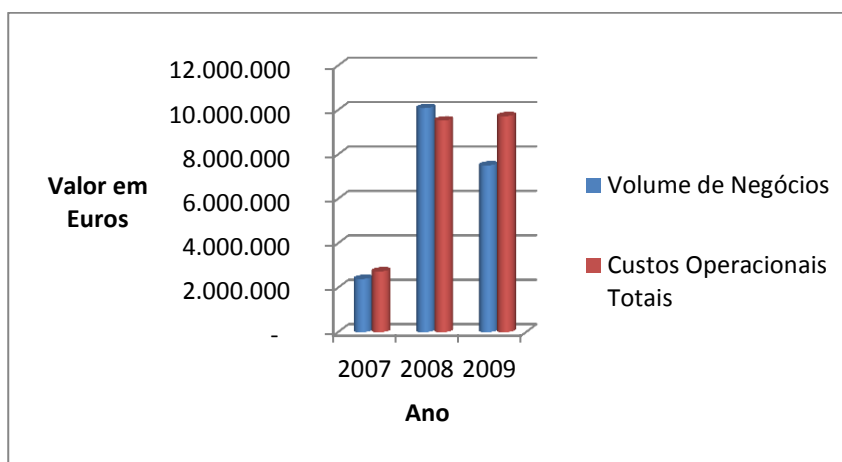
(1.787.740 Euros) (ver tabela 5.1 em apêndice 5). Para que tal situação se verificasse, a SGU, deveria aumentar o seu *EBIT* em (1.096.398 Euros) (tabela 5.1).

Comparativamente, a SRU, no mesmo ano, para um capital de (1.811.050 Euros) teria que apresentar um *EBIT* crítico de (21.675 Euros) (ver tabela 5.2 em apêndice 5), para atingir o “*break-event point*” em *EVA*. Neste caso, a empresa ultrapassou o *EBIT* crítico em (43.000 Euros) e, por isso, conseguiu criar valor no montante de (32.219 Euros) (tabela 4.27).

No quinquénio que sucedeu à fusão, os resultados operacionais estiveram sempre abaixo do *EBIT* crítico necessário para que se conseguisse criar valor (ver tabela 5.3 em apêndice 5). Em 2013, a SGU fusionada, apresentava resultados operacionais (21.998.072 Euros) inferiores a esse ponto (tabela 5.3). Em 2014, a situação melhorou. A empresa necessitava de aumentar o *EBIT* em “apenas” (4.505.929 Euros).

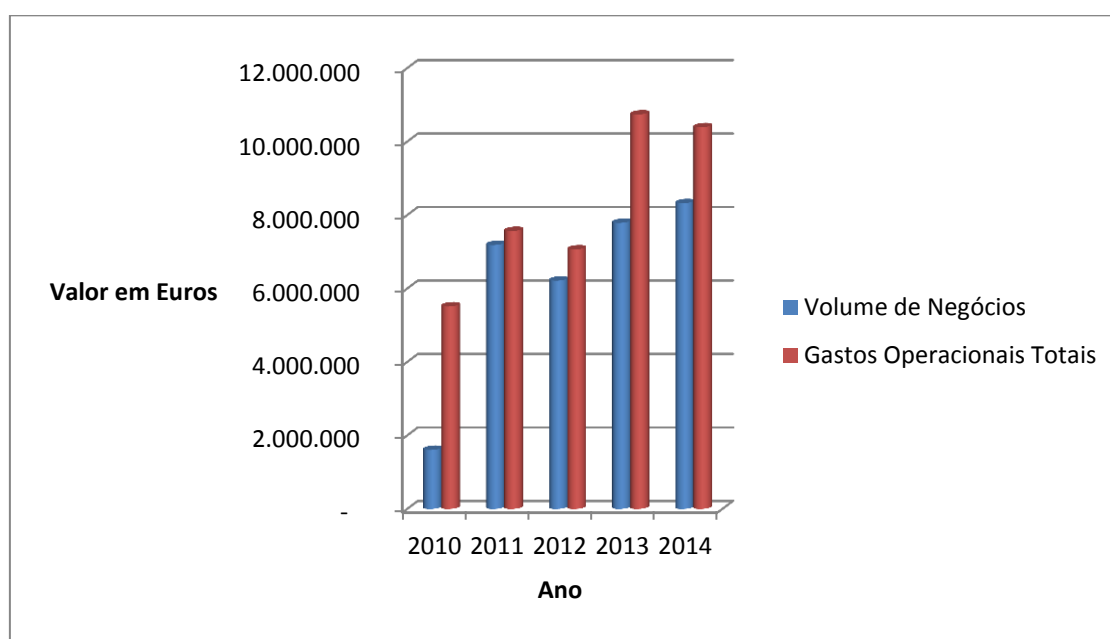
Os resultados operacionais podem ser aumentados, por via do crescimento das receitas, ou por via da redução dos custos. No triénio que antecedeu a fusão, a SGU, conseguiu dilatar o volume de negócios (ver tabela 5.4 em apêndice 6). Em 2008, mais do que quadruplicou esse valor, relativamente ao ano anterior, conseguindo que o mesmo superasse os custos operacionais totais (ver tabela 5.6 em apêndice 6). Em 2009, observou-se uma quebra nas vendas e prestação de serviços, sendo inferiores aos custos operacionais totais, à semelhança do que acontecera em 2007. A relação entre o volume de negócios e os custos operacionais totais, ao longo do triénio, está representada no gráfico 5.1 (abaixo).

Gráfico 5.1- Relação Volume de Negócios e Custos Operacionais Totais da SGU



A fusão da SGU com a SRU, não contribuiu para o aumento das receitas operacionais. De facto, após a mesma, em 2010, verificou-se uma redução do volume de negócios, relativamente ao ano anterior (ver tabelas 5.4 e 5.5 em apêndice 6). Esta grandeza, só voltaria a registar valores comparáveis aos do período pré-fusão em 2011 (tabela 5.5). Ao longo de todo o quinquénio, os gastos operacionais totais foram sempre maiores do que o volume de negócios (ver gráfico 5.2 abaixo).

Gráfico 5.2- Relação Volume de Negócios e Gastos Operacionais Totais da SGU+SRU



Os resultados não corroboram a tese da apropriação do valor dos clientes devido ao aumento de poder de mercado e reforço de domínio, avançada por Chang e Moore, (2008) e Haspeslagh e Jemison, (1991). Considerando que a SGU se fundiu com uma empresa de um sector análogo, a laborar no mesmo mercado geográfico, tratando-se portanto de uma concentração horizontal, seria de esperar um aumento das receitas operacionais por via de uma subida dos preços de venda, ou por ganho de quota de mercado. Tal, pode não se ter verificado por duas ordens de razões: A SGU, sendo uma empresa autárquica, não conseguiu capitalizar o reforço do seu domínio, conquistando mais utentes, porque está confinada ao seu município, afigurando-se impossível o seu crescimento. Por outro lado, a sua natureza pública impele-a a praticar preços “justos” para os utentes, não se fazendo valer da sua capacidade de influenciar preços, enquanto

empresa monopolista. Esta última asserção está, de resto, em linha com os postulados da “Teoria do *Stakeholder*”.

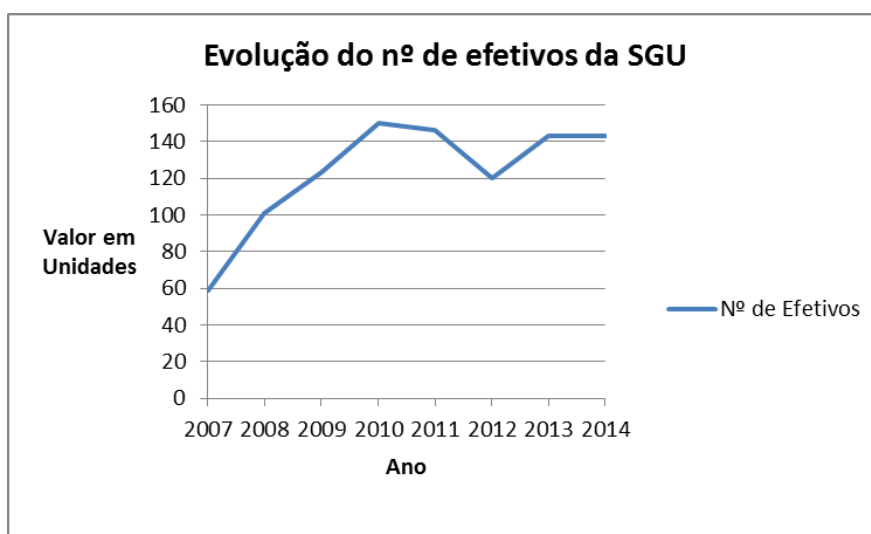
O aumento dos resultados operacionais, necessário à obtenção de *EVA* positivos e conseqüente criação de valor, poderia ser alcançado, de forma alternativa, mediante uma redução dos custos/gastos operacionais.

No triénio (2007-2009), os custos operacionais totais da SGU sofreram um aumento substancial. Em 2008 cresceram 348%, passando de (2.735.872 Euros) para (9.528.305 Euros) (tabela 5.6).

Na sequência da fusão, verificou-se uma redução, no curto prazo, dos gastos operacionais totais. Em 2010, baixaram para (5.511.911 Euros) (ver tabela 5.7 em apêndice 6), correspondendo a uma diminuição de 43%, face ao ano anterior. Após esta melhoria inicial, assistiu-se a um novo crescimento. No final do quinquénio, superaram os valores registados no período pré-fusão (tabelas 5.6 e 5.7) e (gráficos 5.1 e 5.2).

Uma das principais motivações para a fusão entre a SGU e a SRU assentava na procura da redução dos custos com o pessoal (ver notícia sobre a fusão, em Anexo B). De facto, logo após esta acontecer, assistiu-se a uma redução do número de efetivos, mas no final do período, a quantidade de funcionários ao serviço da SGU fusionada estava praticamente equiparada com a da SGU pré-fusão (ver gráfico 5.3 abaixo).

Gráfico 5.3-Evolução do Nº de Efetivos da SGU



É importante referir que a diminuição do número de funcionários, na sequência da fusão, não desagravou o volume dos gastos com pessoal. A SGU e a SRU, em 2009, gastavam em conjunto (2.118.193 Euros) (tabelas 4.6 e 4.7). Este valor subiu para (2.425.596 Euros), em 2010, atingindo o valor máximo, em 2011, (2.456.797 Euros) (tabela 4.8).

A redução dos gastos operacionais totais, logo após a fusão, ficou a dever-se à diminuição dos fornecimentos e serviços externos. Em 2009, o seu montante era de (6.908.676 Euros), para a SGU e (502.706 Euros), para a SRU, (tabelas 4.6 e 4.7), totalizando (7.411.382 Euros). Em 2010, baixaram para (2.034.846 Euros). No final do período registaram (3.110.568 Euros), valor ainda assim, muito menor do que o de 2009 (tabela 4.8).

Analisando a estrutura dos gastos/custos rubrica a rubrica observa-se que, o peso dos custos com pessoal, ao longo do triénio (2007-2009), apresentou um aumento de 4%, passando de 15%, em 2007, para 19%, em 2009. Contrariamente, a proporção dos fornecimentos e serviços externos diminuiu de 80%, no início do período para 71%, no final do mesmo (tabela 5.6).

Após a fusão, o peso dos gastos com pessoal nos gastos totais aumentou, passando de 19% em 2009, para 44%, em 2010. Nos anos seguintes, assistiu-se a uma redução da proporção de gastos com pessoal. Voltaram para valores próximos do período pré-fusão (tabela 5.7). Os fornecimentos e serviços externos, depois da fusão, reduziram substancialmente o seu peso, ao contrário das amortizações, outros gastos e custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas que incrementaram o seu ónus (tabela 5.7).

A diminuição dos gastos/custos operacionais, verificada na sequência da fusão, está de acordo com os ganhos de eficiência resultantes da criação de sinergias entre as empresas intervenientes, previstos por autores como Schweiger e Very, (2003) e Trautwein, (1990). De igual forma, suporta a tese de Park, (2003); Flanagan (1996) e Lubatkin, (1983), de que o grau de sinergias alcançado é contingente do nível de ajuste estratégico entre as sociedades. A complementaridade verificada entre a SGU e a SRU permitiu a transferência de aptidões funcionais e aptidões de gestão, que vieram colmatar défices de competências necessárias. A redução dos fornecimentos e serviços externos, que contribuiu em grande medida para o abatimento dos custos, foi o reflexo da aquisição de

novas capacidades no seio da SGU. Tarefas e procedimentos anteriormente delegados a fornecedores e operadores externos puderam ficar a cargo dos recursos humanos da própria empresa. Adicionalmente, o reforço de domínio de posição, cujo efeito sobre os clientes não se fez sentir, pelas razões anteriormente descritas, teve sobre os fornecedores um impacto considerável.

Todavia, tratando-se de uma fusão relacionada, dever-se-ia, na ótica de alguns autores (Park, 2003; Flanagan, 1996; Blackburn, Lang e Johnson, 1990; Singh e Montgomery, 1987), esperar uma performance superior.

Tal, pode não ter acontecido devido ao baixo volume de negócios, problema já discutido, ou pela diluição da redução dos gastos operacionais, ao longo do quinquénio. Embora se tenha assistido à redução do peso dos gastos com fornecimentos e serviços externos, verificou-se o incremento paralelo das amortizações, o que constitui um indício de excesso de capital, e observou-se também um aumento da rubrica (outros custos) relativamente ao período pré-fusão (tabelas 5.6 e 5.7).

Uma explicação alternativa para este baixo desempenho passa pela classificação que se atribui à fusão.

Flanagan, (1996), realça a dificuldade em distinguir e categorizar as fusões, propondo a existência de fusões mistas, matizadas por diferentes graus de relação e de diversificação.

Considerando que a SGU possui no mesmo mercado diversas valências, consubstanciadas nas suas múltiplas divisões especializadas (águas e saneamento, urbanismo, eventos culturais, complexo desportivo, apoio social), a aquisição de uma empresa de reabilitação urbana, (SRU), pode ser vista como uma diversificação que levou à criação de um conglomerado.

Neste quadro, as sinergias obtidas deveriam resultar da redução do risco sistemático por via da diminuição da variância dos rendimentos (Chatterjee e Lubatkin, 1990).

Na prática, o principal benefício deste tipo de fusões deveria traduzir-se no menor custo do capital (Flanagan, 1996; Trautwein, 1990). Ora, verifica-se que ao longo do quinquénio (2010-2014), o custo do capital alheio sofreu um aumento do seu valor médio, relativamente ao período pré-fusão.

Este agravamento, em conjunto com a oneração do custo do capital próprio, devido à subida dos juros das obrigações do tesouro a dez anos, elevaram por sua vez o custo médio ponderado de capital.

O elevado WACC registado durante o período analisado é uma das causas determinantes para a perda de valor da SGU, na sequência da fusão.

5.4- Discussão dos resultados na ótica do ajuste organizacional

O processo de integração, de acordo Datta e Grant, (1990), desempenha um papel de primordial importância para a materialização das sinergias. Haspeslagh e Jemison, (1991), têm um parecer idêntico, considerando que constitui a chave no sucesso das aquisições. Datta, (1991), associou as dificuldades de implementação aos problemas de performance das empresas alvo, após a fusão, e Shrivastava, (1986) quantificou em um terço, as fusões que fracassam devido a uma integração deficiente.

Os resultados obtidos nesta investigação apontam no mesmo sentido, dando suporte às alegações dos autores referidos.

O valor crítico de ativo, responsável pelo “*break-even-point*” de EVA pode ser determinado pelo mesmo procedimento, usado anteriormente, para calcular o nível crítico de resultados operacionais.

Segundo a definição do EVA (Stewart,1999), não haverá criação, nem destruição de valor quando a REA igualar o WACC, o que se traduz matematicamente por:

$$\frac{RO \times (1 - t)}{Ativo\ Bruto} = WACC \quad (13)$$

Assim, para um determinado nível de resultados operacionais, é possível apurar o montante de ativo a partir do qual haverá destruição de valor, ou, reciprocamente, abaixo do qual haverá criação de riqueza.

Exemplificando, a SGU, em 2008, perdeu (86. 145 Euros), em valor (tabela 4.26). Nesse ano, para um EBIT = (691.342 Euros), (tabela 4.6), o valor crítico de ativo bruto necessário para se alcançar o “*break-even-point*” de EVA, era de (27. 366. 325

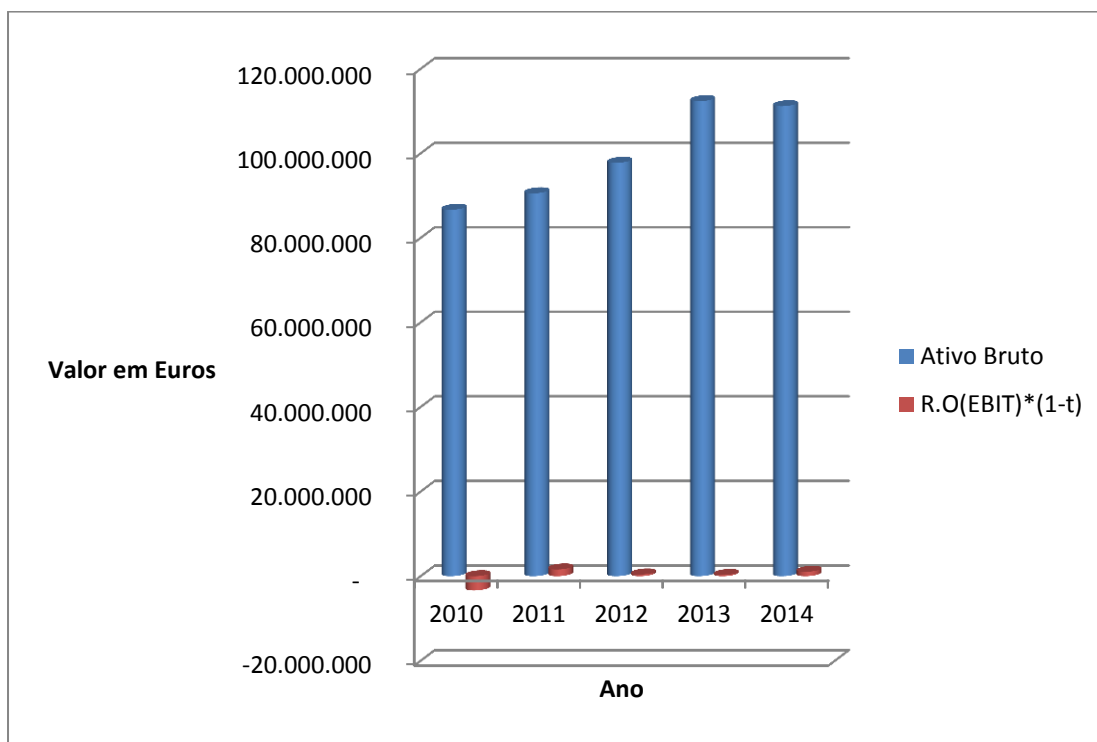
Euros) (tabela 5.1). A empresa possuía um excesso de ativo de (43. 400. 224 Euros) (tabela 5.1).

Comparativamente, a SRU, no mesmo ano, apresentou um *EVA* positivo de (32.219 Euros) (tabela 4.27). Para um *EBIT* = (64.675 Euros), (tabela 4.7), o valor crítico de ativo bruto necessário para se alcançar o “*break-even-point*” de *EVA*, totalizava (5.403.990 Euros) (tabela 5.2). A empresa possuía um ativo bruto inferior ao valor crítico em (3.592.940 Euros) e, por esse motivo, conseguiu criar riqueza.

Depois da fusão, a SGU, continuou a apresentar *EVA* negativos (tabela 4.28-a)). Esta perda de riqueza, tendo em conta os resultados operacionais obtidos, ao longo do período (tabela 4.8), resultou de ativos excessivamente altos, face aos valores críticos (tabela 5.3). Em 2013, o ativo bruto ocioso da SGU fusionada atingiu o valor mais elevado do quinquénio, (104.907.081 Euros) (tabela 5.3).

O desfasamento entre resultados operacionais líquidos de impostos e o ativo bruto foi muito acentuado durante todo o período analisado (ver gráfico 5.4 abaixo) e explica em grande parte a perda de valor após a fusão.

Gráfico 5.4- Relação entre o Ativo Bruto e o Resultado Operacional Líquido de Imposto da SGU+SRU



Os sinais de uma insuficiente integração, nomeadamente, a nível da combinação física dos recursos, são convincentes.

Não se colocando o obstáculo da integração sociocultural dos recursos humanos, que constitui a etapa mais difícil do processo (Schweiger e Very, 2003), uma vez que a empresa alvo era detida pelo mesmo acionista da adquirente e possuía a mesma gestão, a SGU deveria ter concentrado os seus esforços na realocação física dos seus ativos, incorporando tecnologias, equipamentos e instalações (Shrivastava,1986).

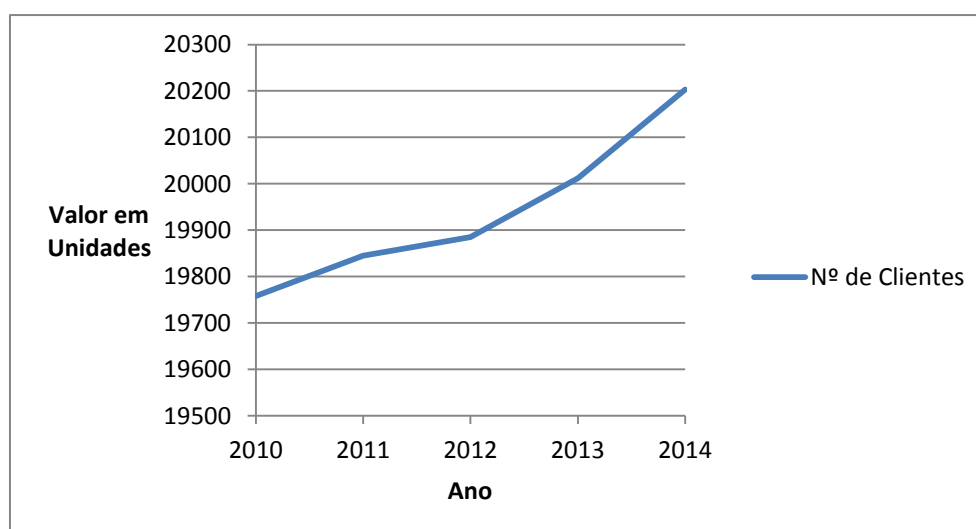
A eliminação de ativos supérfluos teria contribuído para o “alívio” do balanço, permitindo maiores rendibilidades económicas e *EVA* mais altos. Tal ação resolveria o problema da criação de valor, pondo de parte, a necessidade de aumentar os resultados operacionais por via da subida das receitas e consequente penalização dos utentes.

5.5- Discussão dos resultados à luz dos retornos para os “*stakeholders*” externos

Os resultados indiciam que o valor perdido pela SGU foi transferido para os seus utentes.

Embora a possibilidade de crescimento da SGU seja limitada, pelas razões anteriormente referidas, assistiu-se, após a fusão, a um aumento do número de clientes (ver gráfico 5.5 abaixo).

Gráfico 5.5- Evolução do Nº de Clientes da SGU



Este aumento, contudo, não foi acompanhado de uma subida do valor da prestação de serviços (tabela 4.8). Em 2010, assistiu-se mesmo a uma quebra substancial do total da produção: (1.589.295 Euros) face a (7.508.909 Euros), registados em 2009 (tabelas 4.6 e 4.8). Nos restantes anos do quinquénio, a prestação da SGU fusionada, no que tange a volume de negócios, não se afastou das marcas apresentadas pela empresa antes da fusão (tabelas 4.6 e 4.8).

Os números mostrados pela empresa foram manifestamente escassos, tendo em atenção a necessidade de criação de riqueza. Partindo dos cálculos efetuados para a determinação do *EBIT* crítico, em 2011, para o nível de ativo bruto detido, os resultados operacionais deveriam ter sido superiores em (5.242.314 Euros) (tabela 5.3). Em 2013, esse montante elevava-se para (21.998.072 Euros), quedando-se nos (4.505.929 Euros), em 2014 (tabela 5.3).

Tais valores poderiam, eventualmente, ser obtidos se a SGU tivesse optado pelo aumento dos preços dos serviços, ou pela redução do custo dos mesmos (fornecendo-os em menor quantidade e qualidade).

O inquérito levado a cabo pela sociedade, em 2011, apurou que setenta e seis por cento dos utentes tinham um grau de satisfação muito bom ou bom, contra três por cento muito mau. Este nível de satisfação reforça a perceção de que o valor perdido pelo acionista “Câmara Municipal” foi transferido para outros “*stakeholders*”, nomeadamente, os munícipes.

As fusões e aquisições, de acordo Havila e Salmi, (1999), constituem eventos críticos para a “rede de negócios” de uma empresa. Öberg, Henneberg e Mouzas, (2006), no mesmo sentido, consideram que têm o poder de afetar de forma profunda as relações comerciais. Criam novas realidades a partir de diferentes estruturas organizacionais com novos protagonistas.

No caso em apreço, o impacto na relação fornecedor-utente foi minimizado pela seguinte ordem de razões:

- 1- A SGU afigura-se uma empresa monopolista, não existe no mercado (município) uma empresa concorrente para o fornecimento dos seus serviços. A migração dos clientes para um fornecedor alternativo está à partida vedada.

- 2- A SGU sendo uma sociedade pública, responsável pelo suprimento de bens e serviços de primeira necessidade, ocupa na vida dos utentes uma posição indispensável. Existe um elevado compromisso da empresa, junto dos munícipes, no sentido de manter a confiança depositada. Tal confiança é responsável pela manutenção da coesão da relação fornecedor/cliente (Doney e Cannon, 1997).

O sentido de missão da empresa é, neste caso, muito mais do que uma simples estratégia de marketing. A devoção ao utente, consubstanciada na pirâmide invertida do ciclo de prioridade (ver figura 1.1), impele-a a tomar ações no sentido de salvaguardar os interesses do mesmo em detrimento dos seus. Justifica-se assim, a prática de preços abaixo do preço de custo e o vasto leque de serviços oferecidos.

- 3- A empresa alvo SRU era detida pela autarquia. Na prática, não houve mudança de titularidade. Contornou-se, desta forma, o impacto que um novo acionista poderia causar na rede de negócios existente, devido à introdução de novos paradigmas, definição de novas prioridades ou filosofias de gestão.

No entanto, os resultados apontam para um impacto substancial da fusão sobre os fornecedores. O reforço do domínio da SGU evidenciou-se na redução considerável dos fornecimentos e serviços externos que, tal como anteriormente se referiu, passaram de (6.908.676 Euros), em 2009, para (2.034.846 Euros), no ano seguinte (tabelas 4.6 e 4.8). Esta componente registou a maior diminuição nos gastos totais (tabelas 5.6 e 5.7), descendo de um peso de 71%, em 2009, para 37%, em 2010. Verifica-se, relativamente a este aspeto que, em simultâneo, ocorreu um aumento dos gastos com o pessoal (subiram para 2.425.596 Euros, em 2010). Tal facto, evidencia modificações na rede comercial da empresa, que reverteu o processo de “*outsourcing*”, internalizando serviços e competências, pondo fim a relações negociais anteriormente verificadas. A fusão beneficiou, desta forma, os funcionários da empresa em detrimento dos seus fornecedores.

CAPÍTULO VI

CONCLUSÕES

6.1- Conclusões gerais

Do presente estudo, conclui-se que, a fusão das empresas municipais SGU e SRU não levou à criação de valor para o acionista “Câmara Municipal”.

Nos cinco anos que sucederam ao processo, assistiu-se a uma perda de valor sustentada da empresa adquirente SGU. Em 2014, o seu *MVA*, totalizava (-18.106.189 Euros) (tabela 4.28-a)). A rendibilidade do capital próprio e rendibilidade económica do ativo, também não registaram progressos após a fusão.

Os resultados estão de acordo com a alegação defendida pela generalidade dos autores, de não existirem evidências das fusões e aquisições premiarem os acionistas das empresas adquirentes com retornos superiores à média. Suportam, no mesmo sentido, a ideia que o desempenho destas empresas não melhora depois da sua participação neste tipo de reestruturação.

Não obstante, na sequência da fusão, observou-se uma melhoria dos rácios de estrutura financeira, nomeadamente da solvabilidade, autonomia financeira e endividamento bancário.

Os utentes foram os principais beneficiários da junção das duas sociedades. O valor perdido pelo acionista “Câmara Municipal” foi transferido para os seus munícipes. Embora este trabalho não quantifique o montante exato desse valor, estabelece um limite máximo que poderá ter revertido a favor dos mesmos.

Mediante manipulação algébrica da fórmula do *EVA* é possível determinar um nível crítico de resultados operacionais (*EBIT*) para o qual não existe criação, nem destruição de riqueza, “*break-even-point*” em *EVA*.

A SGU fusionada apresentou, ao longo de todo o período observado, resultados operacionais abaixo desse ponto crítico. Este “*EBIT LACK*” afigurou-se o montante máximo de apropriação de valor possível pelos utentes, para um dado nível de ativo bruto e gastos operacionais.

A situação ficou a dever-se a insuficientes volumes de negócios, consequentes dos baixos preços praticados. Caso a sociedade pretendesse criar valor para o acionista deveria aumentar as vendas e prestações de serviços num montante superior ao “*EBIT LACK*”, o que implicaria a cobrança de tarifas acima do preço de custo e perda direta de bem-estar para os utentes. Tal medida, não se enquadraria no espírito de serviço público preconizado pela empresa.

Uma integração adequada teria permitido que o acionista da SGU também tivesse beneficiado da fusão. Para os resultados operacionais registados, seria possível originar *EVA* positivos reduzindo o ativo bruto.

A técnica do “*break-even-point*” em *EVA* possibilita a determinação do ponto crítico de ativo, abaixo do qual, para um dado nível de resultados operacionais, é possível criar valia. A empresa, após a fusão, apresentou, ao longo de todo o período estudado, ativos acima desse ponto. Este ativo bruto “ocioso” foi responsável pela baixa rendibilidade económica verificada. Para além disso, as elevadas amortizações e os gastos que acarretaram, diluíram os efeitos positivos das sinergias oriundas da redução dos fornecimentos e serviços externos.

A fusão deveria ter servido de pretexto a uma integração efetiva dos recursos físicos. Esta lacuna afigurou-se o seu principal problema. Poderia ter sido ultrapassada mediante a realocação de ativos subaproveitados entre divisões, eliminação de ativos supérfluos (instalações, máquinas ou equipamentos) e partilha de recursos comuns.

Este processo, por vezes problemático - faz um apelo total à capacidade de gestão, necessária para resolver problemas de controlo, de coordenação e de conflitos entre pessoal (Jemison e Sitkin, 1986) – é, no entanto, fulcral para a sustentabilidade e independência financeira da sociedade. Recomenda-se, assim, que a SGU tenha este ponto em consideração.

6.2- Limitações e sugestões de futuros estudos

O presente estudo, tem como ponto forte abordar uma temática amplamente estudada à luz de uma diferente perspectiva.

A generalidade da literatura sobre fusões e aquisições está centrada nos retornos das empresas privadas e cotadas para os seus acionistas. Na problemática da ausência de ganhos, acima da média, para as partes intervenientes, bem como, nas razões que estão na sua génese. Recorre-se aos fundamentos da gestão estratégica e da integração de empresas na ânsia de responder ao paradoxo - Se as fusões não geram ganhos evidentes para os “*shareholders*” porque constituem uma forma tão popular de estratégia empresarial?

A resposta poderá residir na escolha do sujeito de estudo. Tal como alguns autores observaram, os “*stakeholders*” *externos*, nomeadamente, clientes, fornecedores, colaboradores, credores e outros grupos com interesse na atividade das empresas têm sido sistematicamente afastados da investigação. No entanto, a “*Teoria do Stakeholder*” é clara quanto à importância destes intervenientes na determinação da performance das empresas e grau de excelência das mesmas.

As limitações da investigação derivam da própria originalidade da abordagem. De facto, foi possível determinar o valor perdido pelo acionista “Câmara”, após a fusão, mediante o uso da metodologia *EVA*. O mesmo não pôde ser feito, relativamente ao utente, com igual exatidão. A falta de uma ferramenta de medição de valor exclusivamente destinada ao cliente, obrigou à utilização do *EVA*, instrumento de medição de performance vocacionado para as empresas. O montante ganho pelos utentes na sequência da fusão, foi obtido por defeito – o “*EBIT LACK*” necessário para a empresa atingir o “Break-Even point” de (*EVA*), corresponderá ao valor máximo possível de apropriação de riqueza por parte do “*stakeholder*” cliente, para um dado ativo e nível de custos.

Procurou-se colmatar este óbice através da implementação de métodos qualitativos de medição da apropriação de valor, designadamente através do inquérito de satisfação aos

utentes. A perceção de qualidade na prestação de serviços constitui um indicador representativo da transferência de valor para os mesmos.

Seria útil, para a compreensão desta temática, o desenvolvimento de ferramentas que permitissem quantificar os ganho ou perdas de riqueza para os utentes na sequência das fusões, à semelhança do que o *EVA* permite para as empresas.

Outra limitação desta investigação deriva do facto das suas conclusões não poderem ser extrapoladas ao universo das empresas municipais. Tratando-se de um estudo de caso, as elações retiradas só ao mesmo dizem respeito. No entanto, as suas evidências vão ao encontro do que preconiza a teoria das fusões e aquisições.

Tendo em conta o elevado número de empresas municipais e a Lei nº. 50/2012 de 31 de Agosto abrir a possibilidade das fusões como alternativa à sua extinção, um estudo de âmbito nacional, sobre esta matéria impõe-se. As suas conclusões poderiam ser importantes para se perceber, se as empresas autárquicas se comportam do mesmo modo que as privadas, relativamente a esta matéria.

Recomenda-se ainda, dada a escassez de trabalhos sobre o impacto das fusões e aquisições nos “*stakeholders*” externos, investigações adicionais neste campo, nomeadamente, no que concerne aos fornecedores.

Bibliografia de base:

- 1- Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública (2015) IGCP. Disponível em www.igcp.pt (acedido em 18/05/2015).
- 2- Aggarwal, R. K. & Baxamusa, M. (2013) Unrelated Acquisitions. Paper Presented at *AFA 2013 San Diego Meetings*.
- 3- Agrawal, A., Jaffe, J. F. & Mandelker G. N. (1992) The Post- Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. *The Journal of Finance*, Vol. XLVII, nº 4, 1605-1621.
- 4- Anderson, H., Havila, V. & Salmi, A. (2001) Can You Buy a Business Relationship? On The Importance of Customer and Supplier Relationships in Acquisitions. *Industrial Marketing Management* 30, 575-586.
- 5- Anderson, H., Havila, V. & Holtström, J. (2003) Are Customers and Suppliers part(icipants) of a Merger or an Acquisition?- A literature review. Paper submitted to the “19th Annual IMP Conference”, Lugano, 4th.- 6th September 2003.
- 6- Anderson, H., Holtström, J. & Öberg, C. (2003) Are Mergers or Acquisitions expected to Affect Customer and Supplier Relationships?. Paper submitted to the “19th Annual IMP Conference”, Lugano, 4th -6th September 2003.
- 7- Banerjee, A. & Eckard, W. E. (1998) Are Mega-Mergers Anticompetitive? Evidence from the First Great Merger Wave. *Rand Journal of Economics* Vol., 29, Nº. 4, 803-827.
- 8- Biggadike, R. (1979) The Risky Business of Diversification. *Harvard Business Review*, Vol. 57(3), 103-111.
- 9- Blackburn, V. L., Lang J. R. & Johnson K. H. (1990) Mergers and Shareholder Returns: The Roles of Acquiring Firm’s Ownership and diversification Strategy. *Journal of Management*, Vol. 16, Nº 4, 769-782.
- 10- Bowman, E. H. & Singh, H. (1993) Corporate Restructuring: Reconfiguring the Firm. *Strategic Management Journal*, Vol. 14, 5-14.
- 11- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2007) *Princípios de Finanças Empresariais* (Oitava edição), traduzido por Figueira, M.C & Carvalho, N. Lisboa, Mc Graw-Hill. ISBN: 978-84-481-6085-2
- 12- Brouters, K. D., van Hastenburg, P. & van den Ven, J. (1998) If Most Mergers Fail Why Are They so Popular?. *Long Range Planning*, Vol.31, nº 3, 347-353.

- 13- Capron, L. & Pistre, N. (2002) When do Acquirers Earn Abnormal Returns? *Strategic Management Journal*, Vol.23, 781-794.
- 14- Carrilho, J. M, Laureano, L., Pimentel L. V. & Prates, M. L. (2008) *Elementos de Análise Financeira: Casos Práticos*. 2ª Edição. Lisboa: Publisher Team,. ISBN 978-989-601-041-6
- 15- Cartwright, S. & Schoenberg, R. (2006) 30 Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities. *British Journal of Management*, Vol. 17 Issue S1, S1-S5.
- 16- Chakravarthy, B. S. (1986) Measuring Strategic Performance. *Strategic Management Journal*, Vol. 7, 437-458.
- 17- Chang, R. P. & Moore, K. M. (2008) Mergers and Acquisitions. In *Corporate Finance: A Practical Approach*. CFA Institute Investment Books, Cap. 10, p. 407-461.
- 18- Chatterjee, S. & Lubatkin, M. (1990) Corporate Mergers, Stockholder Diversification, and Changes in Systematic Risk. *Strategic Management Journal*, Vol. 11, 255-268.
- 19- Chatterjee, S. (1992) Sources of Value in Takeovers: Synergy or Restructuring – Implications for Target and Bidder Firms. *Strategic Management Journal*, Vol.13, 267-286.
- 20- Claude-Gaudillat, V. & Quélin, B. V. (2006) Mode of Entry into a New Market: Does the Timing of Entry and/or Effect of Innovation on Competences Matter? *XV Conférence Internationale de Management Stratégique*, Annecy/Genève 13-16 Juin 2006.
- 21- Comissão de Acompanhamento da Elaboração do Livro Branco do Sector Empresarial Local (2011). *Livro Branco do Sector Empresarial Local*. Lisboa. (CA) SEL.
- 22- Damodaran, A. (2015) Damodaran Online. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (acedido a 18/05/2015).
- 23- Datta, D. K. & Grant, J. H. (1990) Relationships Between Type of Acquisition, The Autonomy Given to the Acquired Firm, and Acquisition Success: An Empirical Analysis. *Journal of Management*, Vol. 16, nº 1, 29-44.
- 24- Datta, D. K. (1991) Organizational Fit and Acquisition Performance: Effects of Post- Acquisition Integration. *Strategic Management Journal*, Vol. 12, 281-297.
- 25- Datta, S., Iskandar-Datta, M. & Raman, K. (2001) Executive Compensation and Corporate Acquisition decisions. *The Journal of Finance*, Vol. LVI, Nº. 6, 2299-2336.

- 26- Dearden, J. (1969) The Case Against ROI Control. *Financial Management, Harvard Business Review*, May 1969 Issue.
- 27- Doney, P. M. & Cannon, J. P. (1997) An Examination of the Nature of Trust in Buyer-Seller Relationships. *Journal of Marketing*, Vol.61, 35-51.
- 28- Ehrbar, A. (1998) *EVA: The Real Key to Creating Wealth*. New York: John Wiley & Sons, Inc. ISBN 0-471-29860-3.
- 29- Eisenhardt, K. M. (1989) Building Theories from Case Study Research. *Academy of Management Review*, Vol.14, Nº 4, 532-550.
- 30- Fama, E. F. (1971) Risk, Return and Equilibrium. *Journal of Political Economy*, Vol.23, 30-55.
- 31- Ferreira, D. (2002) *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas, Vol. I*. 1ª Edição. Lisboa: Edições Sílabo, LDA, ISBN 972-618- 281- 6.
- 32- Flanagan, D. J. (1996) Announcements of Purely Related and Purely Unrelated Mergers and Shareholder Returns: Reconciling the Relatedness Paradox. *Journal of Management*, Vol. 22, Nº. 6, 823-835.
- 33- Fundação Francisco Manuel dos Santos (2015) Pordata. Disponível em www.pordata.pt (acedido em 18/05/2015).
- 34- Graebner, M. E. & Eisenhardt, K.M. (2004) The Seller's Side of the Story: Acquisitions as Courtship and Governance as Syndicate in Entrepreneurial Firms. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 49, Nº.3, 366-403.
- 35- Gruening, G. (2001) Origin and Theoretical Basis of New Public Management. *International Public Management Journal*, 4, 1-25.
- 36- Haleblian, J. & Finkelstein, S. (1993) Top Management Team Size, CEO Dominance, and Firm Performance: The Moderating Roles of Environmental Turbulence and Discretion. *Academy of Management Journal*, Vol. 36, Nº4, 844-863.
- 37- Haleblian, J. & Finkelstein, S. (1999) The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective. *Administrative Science Quarterly*, 44, 29-56.
- 38- Haleblian, J. J., Kim, J. J. & Rajagopalan, N. (2006) The Influence of Acquisition Experience and Performance on Acquisition Behavior: Evidence from the U.S Commercial Banking Industry. *Academy of Management Journal*, Vol.49, Nº.2, 357-370.

- 39- Haleblian, J., Devers, C. E., McNamara, G., Carpenter, M & Davison, R. B. (2009) Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda. Forthcoming in *Journal of Management*.
- 40- Haque, S. M. (2009) New Public Management: Origins, Dimensions, and Critical Implications. *Public Administration and Public Policy- Vol.I*. Encyclopedia of Life Support Systems (EOLSS). 378pp. ISBN 13: 978-1-84826-064-1.
- 41- Harzing, A. W. (2002) Acquisitions versus Greenfield Investments: International Strategy and Management of Entry Modes. *Strategic Management Journal*. Vol.23, 211-227.
- 42- Haspeslagh, P. & Jemison, D. (1991^a) Making Acquisitions Work. *INSEAD AND THE UNIVERSITY OF TEXAS*.
- 43- Haspeslagh, P. & Jemison, D. (1991) *Managing acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal*. New York: The Free Press. 416pp. ISBN 13: 9780029141656.
- 44- Haunschild, P. R. & Beckman, C. M. (1998) When do Interlocks Matter?: Alternate Sources of Information and Interlock Influence. *Administrative Science Quarterly*, 43, 815-844.
- 45- Havila, V. & Salmi, A. (1999) Spread of Change in Business Networks: An Empirical Study of Mergers and Acquisitions in the Graphic Industry. Proceedings of the "15th Annual IMP Conference", University College, Dublin 1999.
- 46- Hayward, M. L. A & Hambrick, D. C. (1997) Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris. *Administrative Science Quarterly*, 42, 103-127.
- 47- Heron, R. & Lie, E. (2002) Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 37, N^o. 1, 137-155.
- 48- Hitt, M. A., Hoskisson, R. E. & Ireland, D. R. (1990) Mergers and Acquisitions and Managerial Commitment to Innovation in M-Form Firms. *Strategic Management Journal*, Vol.11, Special Issue: Corporate Entrepreneurship, 29-47.
- 49- Jemison, D. B. & Sitkin, S. B (1986) Corporate Acquisitions: A process Perspective. *Academy of Management Review*, Vol. 11, N^o. 1, 145-163.
- 50- Jensen, M. C. & Ruback, R. S. (1983) The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.

- 51- Jensen, M. C. (2010) Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 22, Nº 1, 32-42.
- 52- Karim, S. & Mitchell, W. (2000) Path-Dependent and Path-Breaking Change: Reconfiguring Business Resources Following Acquisitions in the U.S Medical Sector, 1978-1995. *Strategic Management Journal*, Vol.21, 1061-1081.
- 53- Karim S. & Mitchell, W. (2004) Innovating through Acquisition and Internal development: A Quarter- century of Boundary Evolution at Johnson & Johnson. *Long Range Planning Journal*, Vol. 37, 525-547.
- 54- Kato, J. & Schoenberg, R. (2014) The Impact of Post- Merger Integration on the Customer- Supplier relationship. *Industrial Marketing Management*, Vol.43, 335-345.
- 55- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M. & Covin, J. G. (2004) Meta-Analyses of Post- Acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators. *Strategic Management Journal*, Vol.25, 187-200.
- 56- Lee, G. K. & Lieberman, M. B. (2010) Acquisition VS. Internal Development as Modes of Market Entry. *Strategic Management Journal*, 31, 140-158.
- 57- Leeth, J. D. & Borg, R. J. (2000) The Impact of Takeovers on Shareholder Wealth During the 1920s Merger Wave. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, Nº.2, 217-238.
- 58- Lopes, C. A. (2004) *Consolidação de Contas e Fusões & Aquisições (F.&A.)*. 1ª Edição. Lisboa. Rei dos Livros. ISBN 972-51-1069-2.
- 59- Lubatkin, M. (1983) Mergers and the Performance of the Acquiring Firm. *Academy of Management Review*, Vol.8, nº2, 218-225.
- 60- Mafra, J. M. R. (2013) O Regime Jurídico da Atividade Empresarial Local e das Participações Locais- a Função de Fiscalização. *Revisores e auditores*, Julho- setembro, 2013.
- 61- Matsusaka, J. G. (1993) Takeover Motives during the Conglomerate Merger Wave. *Rand Journal of Economics*, Vol.24, Nº. 3, 357-379.
- 62- Matsusaka, J. G. (1996) Did Tough Antitrust Enforcement Cause the Diversification of American Corporations? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.31, Nº. 2, 283-294.
- 63- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. & Stulz, R. M. (2004) Firm Size and the Gains from Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, 201-228.

- 64- Montgomery, C. A. & Wilson, V. A. (1986) Mergers that Last: a Predictable Pattern? *Strategic Management Journal*, Vol.7, 91-96.
- 65- Mota, A. G. & Custódio, C. (2007) *Finanças da Empresa 2ª Edição* Booknomics. ISBN 978-989-8020-16-1.
- 66- Mota, A. G., Barroso, C., Soares, H. & Laureano, L. (2013) *Introdução às Finanças- Fundamentos de Finanças com Casos Práticos Resolvidos e Propostos*. 1ª Edição. Lisboa: Edições Sílabo, Lda.. ISBN 978-972-618-713-4.
- 67- Neves, J. C. das (2007) *Análise Financeira: Técnicas Fundamentais*. 1ª Edição. Lisboa: Texto Editores. ISBN 978-972-47-2597-0.
- 68- Neves, J. C. das (2011) *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa*. 1ª Edição. Lisboa: Texto Editores, Lda.. ISBN 978-972-47-4297-7.
- 69- Neves, J. C. das (2012) *Análise e Relato Financeiro: Uma Visão Integrada de Gestão*. 5ª Edição. Lisboa: Texto Editores, Lda.. ISBN 978-972-47-4326-4.
- 70- Öberg, C., Henneberg, S. C. & Mouzas, S. (2006) Changing Network Pictures: The Evidence from Mergers and Acquisitions. *Competitive Paper to the 22 Annual IMP Conference*, September 7-9, (2006).
- 71- Öberg, C. & Anderson, H. (2002) Do Customers Matter in Mergers' & Acquisitions' (Literature)? . Paper to the Nordic Workshop On Interorganizational Research in Kolding.
- 72- Parasuraman, A., Zeithaml, V. A. & Berry, L. L. (1988) SERVQUAL: A Multiple-Item Scale for Measuring Consumer Perceptions of Service Quality. *Journal of Retailing*. Vol.64, Nº 1, 12-40.
- 73- Park, C. (2003) Prior Performance Characteristics of Related and Unrelated Acquirers. *Strategic Management Journal*, Vol. 24, 471-480.
- 74- Parmar, B. L, Freeman, R.E., Harrison, J.S, Wicks, A.C, Colle, S & Purnell, L. (2010) Stakeholder Theory: The State of the Art. *Cambridge University Press*.
- 75- Pfeffer, J. (1972) Merger as a Response to Organizational Interdependence. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 17, Nº. 3, 382- 394.
- 76- PLMJ, Sociedade de advogados, RL (2012) Nova Lei da Atividade Empresarial Local. Nota Informativa, Direito Público Grupo de Trabalho-Projetos. Setembro 2012.
- 77- Rakshit, D. (2006) EVA Based Performance Measurement: A Case Study of Dabur India Limited. *Vidyasagar University Journal of Commerce*, Vol.11, 40-59.
- 78- Rau, R. P. & Vermaelen T. (1998) Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, 49, 223-253.

- 79- Ravenscraft, D. J. & Scherer F. M. (1986) The Profitability of Mergers. *Bureau of Economics Federal Trade Commission*, Working paper n° 136.
- 80- Reddy, R. N., Rajesh M. & Reddy, N. T. (2011) Valuation through EVA and Traditional Measures an Empirical Study. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, Vol.2, N° 1. 19-23.
- 81- Reece, J. S. & Cool, W. R. (1978) Measuring Investment Center Performance. *Harvard Business Review*, May-June (1978).
- 82- Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jaffe, J. (2012) *Corporate Finance*. 10 th. Edition. McGraw-Hill/Irwin. ISBN 978-00 780 34770.
- 83- Rossi, S. & Volpin, P. F. (2004) Cross- Country Determinants of Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74, 277-304.
- 84- Ryan, N. (2011) Economic Value Added Versus Profit-Based Measures of Performance: Part 2. ACCA, *Student Accountant Technical*.
- 85- Schoenberg, R. (2006) Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics. *British Journal of Management*, Vol.17, 361-370.
- 86- Schweiger, D. M. & Very, P. (2003) Creating Value Through Merger and Acquisition Integration. *Advances in Mergers and Acquisitions*, Vol. 2, 1-26.
- 87- Shrivastava, P. (1986) Postmerger Integration. *Journal of Business Strategy*, Vol. 7, Issue: 1, 65-76.
- 88- Silva, E. S. (2015) *Fusões e Aquisições: Abordagem Contabilística, Financeira e Fiscal*. 1ª Edição. Porto: Vida Económica, S.A. ISBN 978-989-768-059-5.
- 89- Singh, H. & Montgomery, C. A. (1987) Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance. *Strategic Management Journal*, Vol.8, 377-386.
- 90- Srivastava, A. & Kim, S. (2009) Risk- Return Performance of Related Versus Unrelated Acquisitions. *Journal of International Management Studies*, Vol. 4, N°. 2.
- 91- Stake, R. E. (1995) *A Arte da Investigação com estudos de Caso*. 3ª Edição, traduzido por Chaves A. M. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian. ISBN 978-972-31-1187-3.
- 92- Stern, J. M., Shiely, J. S. & Ross, Irwin (2001) *The EVA Challenge: Implementing Value-Added Change in an Organization*. New York: John Wiley & Sons, Inc, (2001). ISBN 0 471 40555 8.
- 93- Stewart, G. B. III (1999) *The Quest for Value: a guide for senior managers*. New York: Harper Collins Publishers. ISBN 0-88730-418-4.

- 94- Thornton, P. H. (2001) Personal Versus Market Logics of Control: A Historically Contingent Theory of the Risk of Acquisition. *Organization Science*, Vol.12, Nº. 3, 294-311.
- 95- Trautwein, F. (1990) Merger Motives and Merger Prescriptions. *Strategic Management Journal*, Vol. 11, 283-295.
- 96- VRSA, Sociedade de Gestão Urbana, EM SA (2008) *Relatório de Gestão e Contas 2007*. V.R.S.A. SGU EM SA.
- 97- VRSA, Sociedade de Gestão Urbana, EM SA (2009) *Relatório de Gestão e Contas 2008*. V.R.S.A. SGU EM SA.
- 98- VRSA, Sociedade de Gestão Urbana, EM SA (2010) *Relatório de Gestão e Contas 2009*. V.R.S.A. SGU EM SA.
- 99- VRSA, Sociedade de Gestão Urbana, EM SA (2011) *Relatório de Gestão e Contas 2010*. V.R.S.A. SGU EM SA.
- 100- VRSA, Sociedade de Gestão Urbana, EM SA (2012) *Relatório de Gestão e Contas 2011*. V.R.S.A. SGU EM SA.
- 101- VRSA, Sociedade de Gestão Urbana, EM SA (2013) *Relatório de Gestão e Contas 2012*. V.R.S.A. SGU EM SA.
- 102- VRSA, Sociedade de Gestão Urbana, EM SA (2014) *Relatório de Gestão e Contas 2013*. V.R.S.A. SGU EM SA.
- 103- VRSA, Sociedade de Gestão Urbana, EM SA (2015) *Relatório de Gestão e Contas 2014*. V.R.S.A. SGU EM SA.
- 104- VRSA, Sociedade de Reabilitação Urbana, EM SA (2008) *Relatório de Gestão e Contas 2007*. V.R.S.A SRU EM SA.
- 105- VRSA, Sociedade de Reabilitação Urbana, EM SA (2009) *Relatório de Gestão e Contas 2008*. V.R.S.A SRU EM SA.
- 106- VRSA, Sociedade de Reabilitação Urbana, EM SA (2010) *Relatório de Gestão e Contas 2009*. V.R.S.A SRU EM SA.
- 107- Wallace, J. S. (2003) Value Maximization and Stakeholder Theory: Compatible or Not? *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15, nº 3, 119-128.
- 108- Weston, F. J. & Mansinghka, S. K. (1971) Tests of Efficiency Performance of Conglomerate Firms. *Journal of Finance*, 919-936.
- 109- Westphal, J. D., Seidel, M. D L. & Stewart, K. J. (2001) Second-Order Imitation: Uncovering Latent Effects of Board Network Ties. *Administrative Science Quarterly*, 46, 717-747.

110- Yin, R. K. (2003) *Case Study Research: Design and Methods*. Applied Social Research Methods Series. Volume 5. Second Edition. London. Sage Publications. ISBN 978 076 192 552 1.

111- Zollo, M. & Meier, D. (2008) What is M&A Performance? *Academy of Management Perspectives*, 55-77.

Anexos

Anexo A- Taxas de Rendibilidade das O.T a 10 anos e dos C.A

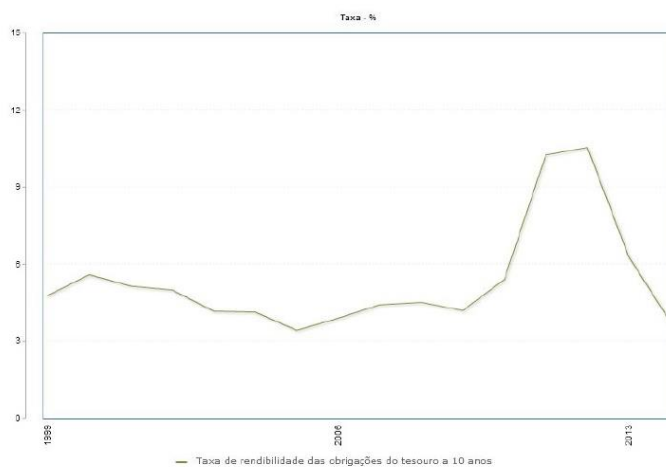
Tabela 3.1- Taxas de Rendibilidade das Obrigações do Tesouro a 10 anos.

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

Fontes/Entidades: BP, PORDATA

www.pordata.pt/Portugal/taxas+de+obriga%C3%A7%C3%B5es+do+tesouro-2803

Gráfico 3.1- Evolução da Taxa de Rendibilidade das Obrigações do Tesouro a 10 anos (1999-2013)



Fontes/Entidades: BP, PORDATA

www.pordata.pt/Portugal/taxas+de+obriga%C3%A7%C3%B5es+do+tesouro-2803

Tabela 3.2- Taxas de Rendibilidade dos Certificados de Aforro, Períodos de Emissão (07/1986 a 05/1989) e (06/1989 a 01/2008)

SÉRIE B			
As taxas constantes desta tabela passam a vigorar a partir do dia em que o Certificado capitaliza.			
Certificados Remunerados à Taxa Líquida (Subscrições anteriores a 1 de junho de 1989)			
Período de Emissão	Mês de Emissão dos Certificados de Aforro	Taxa de Juro Anual dos Certificados de Aforro em vigor no trimestre corrente de contagem de juros	
Julho de 1986 a maio de 1989	Janeiro, abril, julho e outubro	desde abril de 2015	3,00000%
	Fevereiro, maio, agosto e novembro	desde maio de 2015	3,00000%
	Março, junho, setembro e dezembro	desde junho de 2015	3,00000%
Certificados Remunerados à Taxa Bruta (Subscrições emitidas após 1 de Junho de 1989)			
Período de Emissão	Mês de Emissão dos Certificados de Aforro	Taxa de Juro Anual dos Certificados de Aforro em vigor no trimestre corrente de contagem de juros	
Junho de 1989 a janeiro de 2008	Janeiro, abril, julho e outubro	desde abril de 2015	3,00000%
	Fevereiro, maio, agosto e novembro	desde maio de 2015	3,00000%
	Março, junho, setembro e dezembro	desde junho de 2015	3,00000%

As taxas incluem as novas condições de remuneração

Fonte: IGCP

www.Igcp.pt/gca/?id=64

Tabela 3.3- Taxas de Rendibilidade dos Certificados de Aforro, Período de Emissão (01/2008 a 01/2015)

SÉRIE C			
As taxas constantes desta tabela passam a vigorar a partir do dia em que o Certificado capitaliza.			
Certificados Remunerados à Taxa Bruta			
Período de Emissão	Mês de Emissão dos Certificados de Aforro	Taxa de Juro Anual dos Certificados de Aforro em vigor no trimestre corrente de contagem de juros	
Janeiro de 2008 a janeiro de 2015	Janeiro, abril, julho e outubro	desde abril de 2015	3,020%
	Fevereiro, maio, agosto e novembro	desde maio de 2015	3,001%
	Março, junho, setembro e dezembro	desde junho de 2015	2,990%

As taxas incluem as novas condições de remuneração

Fonte: IGCP

www.Igcp.pt/gca/?id=64

Anexo B- Notícia da Fusão da SGU com a SRU

Economia

Câmara de Vila Real de Santo António poupa meio milhão de euros com fusão de empresas municipais



Filipe Antunes

[Ver Fotos »](#)

Luís Gomes

jurídico obrigava a ter uma empresa específica para a Reabilitação Urbana e agora foi possível passar essa área para "uma empresa municipal com um carácter mais geral".

O autarca frisou que, "como se está num período de contenção, em que é preciso criar formas de gestão que tenham em vista a operacionalização de meios e custos, decidiu-se fundir as duas empresas e assim baixar custos globais de funcionamento".

"Naturalmente que numa altura de dificuldades económicas e financeiras do país não mandámos ninguém (funcionário) para a rua, mas há custos que têm a ver com a administração que antes tínhamos e agora já não temos", respondeu o autarca quando questionado sobre se tinha havido cortes no pessoal.

As dificuldades de financiamento e de contração de dívida por parte da autarquia foram razões invocadas pelo autarca para justificar a passagem da gestão e exploração dos Sistemas de Abastecimento de Água e Saneamento de Águas Residuais do concelho para a empresa municipal Sociedade de Gestão Urbana (SGU).

Luís Gomes disse à Lusa que esta passagem "tem repercussões em termos de maior capacidade de resposta para se executar intervenções e obras que a câmara, por si, com a limitação dos níveis de endividamento que existem hoje, não tem possibilidade de fazer".

O autarca frisou também que "é importante ter uma componente empresarial da gestão das próprias águas, de forma a que se consiga ter uma gestão mais controlada em termos de custos e receitas específicos no setor".

"Esta é uma maneira de, por ora, o sistema funcionar de igual forma, com as mesmas pessoas, apenas mudando a entidade de gestão, que passa a ser a empresa municipal, totalmente detida pela câmara", afirmou.

Sobre os funcionários, Luís Gomes disse ainda não estar nada decidido, mas há várias hipóteses em cima da mesa, como a sua "passagem para a empresa municipal, sem perderem vínculo à Administração pública" ou a "a câmara prestar um serviço à empresa com esse funcionários".

2 de Julho de 2010 | 10:08
agência lusa

Fonte: Barlavento – Jornal de Informação Regional Do Algarve

www.barlavento.online.pt/index.php/noticia?id=43086&tnid=2

acedido em 05/07/2015

Apêndices

Apêndice 1- Balanços e Demonstrações de Resultados Históricas

Tabela 4.1- Balanços históricos da Sociedade SGU

BALANÇOS HISTÓRICOS	S.G.U 2007			S.G.U 2008			S.G.U 2009		
		%	Var %		%	Var %		%	Var %
1. IMOBILIZADO	2 549 861	37,6		58 231 129	82,9	2183,7	62 878 372	88,4	8,0
1.1 Incorpóreo	9 808	0,1		10 824 258	15,4	110258,6	10 889 355	15,3	0,6
1.2 Corpóreo	2 586 298	38,1		47 884 127	68,2	1751,5	48 654 140	68,4	1,6
1.3 Financeiro	49 170	0,7		79 473	0,1	61,6	4 597 489	6,5	5.685,0
1.4 Amortizações (-)	95 416	1,4		556 728	0,8	483,5	1 262 612	1,8	126,8
2. DIVIDAS DE TERCEIROS - M/L Prazo									
2.1 Sócios									
2.3 Outros									
TOTAL ACTIVO FIXO (1+2)	2 549 861	37,6		58 231 129	82,9	2183,7	62 878 372	88,4	8,0
3. EXISTÊNCIAS									
3.1 Mat. primas + mat. subsidiárias									
3.2 Prod. acabados e em curso									
3.3 Mercadorias									
3.4 Provisões (-)									
4. DIVIDAS DE TERCEIROS - Curto Prazo	747 477	11,0		7 416 773	10,6	892,2	6 829 159	9,6	-7,9
4.1 Clientes - C/C	747 477	11,0		7 319 513	10,4	879,2	6 623 480	9,3	-9,5
4.2 Clientes Cobrança duvidosa									
4.3 Provisões (-)									
4.4 Adiantamentos a Fornecedores									
4.5 Sócios e accionistas									
4.6 Estado e outros entes públicos				91 820	0,1		24 910	0,0	-72,9
4.7 Outros devedores				5 439	0,0		180 770	0,3	3.223,5
5. DISPONIVEL	2 520 220	37,1		758 053	1,1	-69,9	1 341 520	1,9	77,0
TOTAL ACTIVO CIRCULANTE (3+4+5)	3 267 697	48,2		8 174 825	11,6	150,2	8 170 680	11,5	-0,1
6. ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS	967 891	14,3		3 803 867	5,4	293,0	73 919	0,1	-98,1
TOTAL ACTIVO	6 785 450	100,0		70 209 822	100,0	934,7	71 122 971	100,0	1,3
7. Capital	1 181 000	17,4		15 000 000	21,4	1170,1	15 000 000	21,1	
8. Prest. suplem. - Acções próprias									
9. Reservas				9 077	0,0		42 436	0,1	367,5
9.1 Reavaliação									
9.2 Outras reservas				9 077	0,0		42 436	0,1	367,5
10.Resultados transitados									
11.Resultados líquidos	9 077	0,1		33 359	0,0	267,5	-3 583 816	-5,0	-10.843,1
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO (7+8+9+10+11)	1 190 077	17,5		15 042 436	21,4	1164,0	11 458 619	16,1	-23,8
12.Provisões outros riscos e encargos									
13.DIVIDAS A TERCEIROS - M/L Prazo	4 423 340	65,2		41 543 359	59,2	839,2	52 146 231	73,3	25,5
13.1 Instituições de crédito	4 423 340	65,2		41 543 359	59,2	839,2	29 648 664	41,7	-28,6
13.2 Sócios e accionistas									
13.3 Outros credores							22 497 567	31,6	
14.DIVIDAS A TERCEIROS - Curto Prazo	959 289	14,1		12 826 289	18,3	1237,1	5 791 262	8,1	-54,8
14.1 Instituições de crédito (inc.letras desc.)	959 289	14,1		10 808 128	15,4	1026,7	3 634 369	5,1	-66,4
14.2 Fornecedores				868 198	1,2		828 523	1,2	-4,6
14.3 Fornecedores de Imobilizado				929 674			951 997		2,4
14.4 Adiantamentos de Clientes									
14.5 Sócios e accionistas									
14.6 Estado e outros entes públicos				60 161	0,1		185 392	0,3	208,2
14.7 Outros credores				160 127	0,2		190 981	0,3	19,3
15.ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS	212 744	3,1		797 737	1,1	275,0	1 726 858	2,4	116,5
TOTAL PASSIVO (12+13+14+15)	5 595 373	82,5		55 167 386	78,6	885,9	59 664 352	83,9	8,2

Fonte: VRSA, Sociedade de Gestão Urbana, EM SA (Relatórios de Gestão e Contas SGU 2007/2008/2009)

Tabela 4.2- Balanços históricos da Sociedade SRU

BALANÇOS HISTÓRICOS	S.R.U 2007			S.R.U 2008			S.R.U 2009		
		%	Var %		%	Var %		%	Var %
1. IMOBILIZADO	1 250 368	80,8		1 456 387	80,8	16,5	1 436 420	78,4	-1,4
1.1 Incorpóreo	552	0,0		4 360	0,2	690,1	6 469	0,4	48,4
1.2 Corpóreo	1 250 000	80,7		11 698	0,6	-99,1	349 174	19,1	2.885,0
1.3 Financeiro				1 447 890	80,3		1 114 551	60,8	-23,0
1.4 Amortizações (-)	184	0,0		7 560	0,4	4010,3	33 774	1,8	346,7
2. DIVIDAS DE TERCEIROS - M/L Prazo									
2.1 Sócios									
2.3 Outros									
TOTAL ACTIVO FIXO (1+2)	1 250 368	80,8		1 456 387	80,8	16,5	1 436 420	78,4	-1,4
3. EXISTÊNCIAS									
3.1 Mat. primas + mat. subsidiárias									
3.2 Prod. acabados e em curso									
3.3 Mercadorias									
3.4 Provisões (-)									
4. DIVIDAS DE TERCEIROS - Curto Prazo	198 440	12,8		30 296	1,7	-84,7	379 826	20,7	1.153,7
4.1 Clientes - C/C	198 440	12,8		30 296	1,7	-84,7	379 826	20,7	1.153,7
4.2 Clientes Cobrança duvidosa									
4.3 Provisões (-)									
4.4 Adiantamentos a Fornecedores									
4.5 Sócios e accionistas									
4.6 Estado e outros entes públicos									
4.7 Outros devedores									
5. DISPONIVEL	98 612	6,4		246 474	13,7	149,9	3 083	0,2	-98,7
TOTAL ACTIVO CIRCULANTE (3+4+5)	297 052	19,2		276 770	15,3	-6,8	382 909	20,9	38,3
6. ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS	638	0,0		70 332	3,9	10930,2	13 480	0,7	-80,8
TOTAL ACTIVO	1 548 057	100,0		1 803 490	100,0	16,5	1 832 809	100,0	1,6
7. Capital	100 000	6,5		100 000	5,5		100 000	5,5	
8. Prest. suplem. - Acções próprias									
9. Reservas				348	0,0		62 189	3,4	17.777,6
9.1 Reavaliação									
9.2 Outras reservas				348	0,0		62 189	3,4	17.777,6
10. Resultados transitados									
11. Resultados líquidos	348	0,0		61 841	3,4	17677,6	2 306	0,1	-96,3
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO (7+8+9+10+11)	100 348	6,5		162 189	9,0	61,6	164 495	9,0	1,4
12. Provisões outros riscos e encargos									
13. DIVIDAS A TERCEIROS - M/L Prazo	1 384 530	89,4		1 434 411	79,5	3,6	1 354 740	73,9	-5,6
13.1 Instituições de crédito	1 384 530	89,4		1 434 411	79,5	3,6	1 354 740	73,9	-5,6
13.2 Sócios e accionistas									
13.3 Outros credores									
14. DIVIDAS A TERCEIROS - Curto Prazo	55 440	3,6		172 532	9,6	211,2	285 993	15,6	65,8
14.1 Instituições de crédito (inc. letras desc.)	55 440	3,6		172 532	9,6	211,2	285 993	15,6	65,8
14.2 Fornecedores									
14.3 Fornecedores de Imobilizado									
14.4 Adiantamentos de Clientes									
14.5 Sócios e accionistas									
14.6 Estado e outros entes públicos									
14.7 Outros credores									
15. ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS	7 740	0,5		34 357	1,9	343,9	27 581	1,5	-19,7
TOTAL PASSIVO (12+13+14+15)	1 447 709	93,5		1 641 301	91,0	13,4	1 668 314	91,0	1,6

Fonte: VRSA, SRU- Sociedade de Reabilitação Urbana, EM SA (Relatórios de Gestão e Contas 2007/2008/2009)

Tabela 4.3- Balanços Históricos da Sociedade SGU+ SRU

BALANÇOS HISTÓRICOS	S.G.U+S.R.U 2010			S.G.U+S.R.U 2011			S.G.U+S.R.U 2012			S.G.U+S.R.U 2013			S.G.U+S.R.U 2014		
		%	Var %		%	Var %		%	Var %		%	Var %		%	Var %
1. ACTIVO NÃO CORRENTE	80 994 625	93,5		81 518 167	90,0	0,6	81 331 891	83,2	-0,2	81 210 548	72,3	-0,1	89 978 536	80,9	10,8
1.1. Activos Fixos Tangíveis	51 589 774	59,5		52 902 688	58,4	2,5	52 933 420	54,1	0,1	16 093 413	14,3	-69,6	25 357 181	22,8	57,6
1.2. Propriedades de Investimento	4 651 823	5,4		4 579 903	5,1	-1,5	4 507 983	4,6	-1,6	45 091 463	40,1	900,3	45 020 053	40,5	-0,2
1.3. Goodwill															
1.4. Activos Intangíveis	21 952 522	25,3		21 229 431	23,4	-3,3	20 591 502	21,1	-3,0	20 025 671	17,8	-2,7	19 599 180	17,6	-2,1
1.5. Activos Biológicos															
1.6. Participações Financeiras - Método Custo e Equiv. Patrim.	2 800 506	3,2		2 798 243	3,1	-0,1	3 286 433	3,4	17,4			-100,0			
1.7. Accionistas / Sócios															
1.8. Outros Activos Financeiros				7 902	0,0		12 552	0,0	58,8			-100,0	2 122	0,0	
1.9. Activos por Impostos Diferidos															
TOTAL ACTIVO NÃO CORRENTES	80 994 625	93,5		81 518 167	90,0	0,6	81 331 891	83,2	-0,2	81 210 548	72,3	-0,1	89 978 536	80,9	10,8
2. INVENTÁRIOS E ACTIVOS BIOLÓGICOS	137 544	0,2		149 846	0,2	8,9	124 277	0,1	-17,1	110 402	0,1	-11,2	115 536	0,1	4,7
2.1. Mercadorias	137 544	0,2		149 846	0,2	8,9	124 277	0,1	-17,1	110 402	0,1	-11,2	115 536	0,1	4,7
2.2. Mat. Primas, Subsidiárias e de Consumo															
2.3. Prod. Acabados e Intermediários															
2.4. Subprodutos															
2.5. Produtos e Trab em Curso															
2.6. Activos Biológicos															
2.7. Regularizações															
2.8. Adiantamentos por conta de compras															
3. CONTAS A RECEBER	5 358 039	6,2		8 750 533	9,7	63,3	11 557 665	11,8	32,1	29 049 043	25,9	151,3	16 040 712	14,4	-44,8
3.1. Clientes	5 134 232	5,9		7 774 694	8,6	51,4	10 538 552	10,8	35,5	14 137 811	12,6	34,2	5 981 824	5,4	-57,7
3.2. Pessoal															
3.3. Adiantamentos a Fornecedores															
3.4. Estado e Outros Entes Públicos	149 902	0,2		40 693	0,0	-72,9	125 600	0,1	208,7	696 525	0,6	454,6	1 012 722	0,9	45,4
3.5. Accionistas / Sócios	2 500	0,0				-100,0									
3.6. Outras Contas a Receber	28 215	0,0		900 934	1,0	3093,1	852 992	0,9	-5,3	14 177 408	12,6	1562,1	9 014 519	8,1	-36,4
3.7. Diferimentos	43 190	0,0		34 212	0,0	-20,8	40 520	0,0	18,4	37 299	0,0	-7,9	31 647	0,0	-15,2
3.8. Activos financeiros detidos para negociação															
3.9. Outros Activos Financeiros															
3.10. Activos não Correntes Detidos para Venda															
4. MEIOS FINANCEIROS LÍQUIDOS	178 320	0,2		141 543	0,2	-20,6	4 767 850	4,9	3.268,5	1 992 386	1,8	-58,2	5 041 568	4,5	153,0
TOTAL ACTIVO CORRENTES(2+3+4)	5 673 902	6,5		9 041 923	10,0	59,4	16 449 791	16,8	81,9	31 151 831	27,7	89,4	21 197 817	19,1	-32,0

Tabela 4.3- Balanços Históricos da Sociedade SGU+SRU (continuação)

TOTAL ACTIVO	86 668 527	100,0		90 560 090	100,0	4,5	97 781 682	100,0	8,0	112 362 378	100,0	14,9	111 176 353	100,0	-1,1
5. Capital - Acções (Quotas) Próprias	36 620 980	42,3		36 620 980	40,4		36 620 980	37,5		36 620 980	32,6		36 620 980	32,9	
6. Prest. suplem. + Out. Inst. Cap. Próprio															
7. Prémios de Emissão															
8. Reservas	109 043	0,1		109 043	0,1		145 120	0,1	33,1	283 754	0,3	95,5	285 172	0,3	0,5
8.1. Legais	10 463	0,0		10 463	0,0		16 839	0,0	61,0	30 853	0,0	83,2	32 271	0,0	4,6
8.2. Outras reservas	98 580	0,1		98 580	0,1		128 281	0,1	30,1	252 901	0,2	97,1	252 901	0,2	
9. Resultados transitados	- 22 446	0,0		- 27 692	0,0	23,4	1 500	0,0	-105,4	-4 585 342	-4,1	-305789,5	-4 559 141	-4,1	-0,6
10. Ajustamentos em Activos Financeiros	657 911	0,8		657 911	0,7		1 150 758	1,2	74,9	1 150 758	1,0		1 150 758	1,0	
11. Excedentes de Revalorização															
12. Outras variações no Cap. Próprio	1 450 101	1,7		1 367 023	1,5	-5,7	2 149 353	2,2	57,2	12 346 480	11,0	474,4	12 270 058	11,0	-0,6
13. Resultado Líquido do Período	-4 528 178	-5,2		63 769	0,1	-101,4	140 134	0,1	119,8	14 183	0,0	-89,9	37 772	0,0	166,3
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO (5 a 13)	34 287 411	39,6		38 791 034	42,8	13,1	40 207 845	41,1	3,7	45 830 813	40,8	14,0	45 805 599	41,2	-0,1
14. PASSIVOS NÃO CORRENTES	43 463 151	50,1		39 222 667	43,3	-9,8	42 747 508	43,7	9,0	40 808 806	36,3	-4,5	39 822 337	35,8	-2,4
14.1 Provisões				53 609	0,1		53 609	0,1		53 609	0,0		53 609	0,0	
14.2 Financiamentos Obtidos	30 963 151	35,7		30 869 891	34,1	-0,3	34 750 732	35,5	12,6	33 312 030	29,6	-4,1	35 268 675	31,7	5,9
14.3.. Passivos por Impostos Diferidos													53	0,0	
14.3. Outras Contas a Pagar	12 500 000	14,4		8 299 167	9,2	-33,6	7 943 167	8,1	-4,3	7 443 167	6,6	-6,3	4 500 000	4,0	-39,5
15. PASSIVOS CORRENTES	8 917 966	10,3		12 546 390	13,9	40,7	14 829 329	15,2	18,2	25 722 759	22,9	73,5	25 548 417	23,0	-0,7
15.1. Financiamentos Obtidos	1 437 180	1,7		1 919 737	2,1	33,6	3 866 482	4,0	101,4	6 630 852	5,9	71,5	2 009 726	1,8	-69,7
15.2. Fornecedores	1 564 331	1,8		3 853 743	4,3	146,4	6 610 760	6,8	71,5	9 966 317	8,9	50,8	13 227 859	11,9	32,7
15.3. Adiantamentos de Clientes															
15.4. Accionistas / Socios															
15.5. Estado e Out. Entes Públicos	67 976	0,1		75 738	0,1	11,4	76 777	0,1	1,4	125 382	0,1	63,3	64 213	0,1	-48,8
15.6. Outras Contas a Pagar	5 824 309	6,7		6 673 003	7,4	14,6	4 250 221	4,3	-36,3	8 931 818	7,9	110,1	10 178 651	9,2	14,0
15.7. Passivos financeiros detidos para negociação															
15.7. Outros Passivos Financeiros															
15.8. Passivos não correntes detidos para venda															
15.9. Diferimentos	24 169	0,0		24 169	0,0		25 089	0,0	3,8	68 391	0,1	172,6	67 968	0,1	-0,6
TOTAL PASSIVO (12+13+14+15)	52 381 117	60,4		51 769 056	57,2	-1,2	57 576 837	58,9	11,2	66 531 565	59,2	15,6	65 370 754	58,8	-1,7

Fonte: VRSA, Sociedade de Gestão Urbana, EM SA (Relatórios de Gestão e Contas 2010/2011/2012/2013/2014)

Tabela 4.4 - Balanços históricos da sociedade X

BALANÇOS HISTÓRICOS	2011			2012			2013			2014		
		%	Var %		%	Var %		%	Var %		%	Var %
1. ACTIVO NÃO CORRENTE	22 411 192	59,3		22 579 604	59,6	0,8	3 954 738	62,4	-82,5	4 008 011	65,0	1,3
1.1. Activos Fixos Tangíveis	22 273 938	58,9		22 305 499	58,8	0,1	3 759 365	59,3	-83,1	3 728 516	60,4	-0,8
1.2. Propriedades de Investimento												
1.3. Godwill												
1.4. Activos Intangíveis												
1.5. Activos Biológicos												
1.6. Participações Financeiras - Método Custo e Equiv. Patrim.	137 254	0,4		274 105	0,7	99,7	195 373	3,1	-28,7	279 495	4,5	43,1
1.7. Accionistas / Sócios												
1.8. Outros Activos Financeiros												
1.9. Activos por Impostos Diferidos												
TOTAL ACTIVO NÃO CORRENTES	22 411 192	59,3		22 579 604	59,6	0,8	3 954 738	62,4	-82,5	4 008 011	65,0	1,3
2. INVENTÁRIOS E ACTIVOS BIOLÓGICOS												
2.1. Mercadorias												
2.2. Mat. Primas, Subsidiárias e de Consumo												
2.3. Prod. Acabados e Intermédios												
2.4. Subprodutos												
2.5. Produtos e Trab em Curso												
2.6. Activos Biológicos												
2.7. Regularizações												
2.8. Adiantamentos por conta de compras												
3. CONTAS A RECEBER	15 226 943	40,3		15 169 719	40,0	-0,4	2 006 407	31,6	-86,8	1 321 885	21,4	-34,1
3.1. Clientes	5 272	0,0		314 281	0,8	5861,0	4 907	0,1	-98,4	9 205	0,1	87,6
3.2. Pessoal												
3.3. Adiantamentos a Fornecedores				348 095	0,9				-100,0			
3.4. Estado e Outros Entes Públicos	434 282	1,1		272 010	0,7	-37,4	43 966	0,7	-83,8	11 093	0,2	-74,8
3.5. Accionistas / Sócios												
3.6. Outras Contas a Receber	14 459 384	38,2		13 895 524	36,7	-3,9	1 953 910	30,8	-85,9	1 296 783	21,0	-33,6
3.7. Diferimentos	328 006	0,9		339 809	0,9	3,6	3 623	0,1	-98,9	4 804	0,1	32,6
3.8. Activos financeiros detidos para negociação												
3.9. Outros Activos Financeiros												
3.10. Activos não Correntes Detidos para Venda												
4. MEIOS FINANCEIROS LÍQUIDOS	181 764	0,5		155 866	0,4	-14,2	380 084	6,0	143,9	839 567	13,6	120,9
TOTAL ACTIVO CORRENTES(2+3+4)	15 408 707	40,7		15 325 586	40,4	-0,5	2 386 490	37,6	-84,4	2 161 452	35,0	-9,4

Tabela 4.4 - Balanços históricos da sociedade X (continuação)

TOTAL ACTIVO	37 819 899	100,0		37 905 189	100,0	0,2	6 341 228	100,0	-83,3	6 169 462	100,0	-2,7
5. Capital - Acções (Quotas) Próprias	4 919 624	13,0		4 919 624	13,0		2 555 342	40,3	-48,1	2 555 342	41,4	
6. Prest. suplem. + Out. Inst. Cap. Próprio												
7. Prémios de Emissão												
8. Reservas	9 032	0,0		9 032	0,0		22 432	0,4	148,4	41 868	0,7	86,6
8.1. Legais	9 032	0,0		9 032	0,0		22 432	0,4	148,4	41 868	0,7	86,6
8.2. Outras reservas												
9. Resultados transitados	57 588	0,2		- 742 740	-2,0	-1389,7	- 488 146	-7,7	-34,3	- 324 695	-5,3	-33,5
10. Ajustamentos em Activos Financeiros												
11. Excedentes de Revalorização												
12. Outras variações no Cap. Próprio	10 913 954	28,9		10 193 954	26,9	-6,6	995 892	15,7	-90,2	1 201 838	19,5	20,7
13. Resultado Líquido do Período	- 770 494	-2,0		267 994	0,7	-134,8	264 041	4,2	-1,5	343 881	5,6	30,2
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO (5 a 13)	15 129 704	40,0		14 647 863	38,6	-3,2	3 349 560	52,8	-77,1	3 818 233	61,9	14,0
14. PASSIVOS NÃO CORRENTES	17 876 714	47,3		17 309 030	45,7	-3,2	79 537	1,3	-99,5	44 064	0,7	-44,6
14.1 Provisões												
14.2 Financiamentos Obtidos	17 876 714	47,3		17 309 030	45,7	-3,2	79 537	1,3	-99,5	44 064	0,7	-44,6
14.3. Passivos por Impostos Diferidos												
14.3. Outras Contas a Pagar												
15. PASSIVOS CORRENTES	4 813 481	12,7		5 948 296	15,7	23,6	2 912 130	45,9	-51,0	2 307 165	37,4	-20,8
15.1. Financiamentos Obtidos												
15.2. Fornecedores	520 060	1,4		94 700	0,2	-81,8	104 451	1,6	10,3	16 188	0,3	-84,5
15.3. Adiantamentos de Clientes							53 500	0,8		45 472	0,7	-15,0
15.4. Accionistas / Socios												
15.5. Estado e Out. Entes Públicos	10 878	0,0		23 548	0,1	116,5	28 879	0,5	22,6	24 312	0,4	-15,8
15.6. Outras Contas a Pagar	4 001 103	10,6		5 549 187	14,6	38,7	2 493 079	39,3	-55,1	1 878 651	30,5	-24,6
15.7. Passivos financeiros detidos para negociação												
15.7. Outros Passivos Financeiros												
15.8. Passivos não correntes detidos para venda												
15.9. Diferimentos	281 441	0,7		280 860	0,7	-0,2	232 222	3,7	-17,3	342 542	5,6	47,5
TOTAL PASSIVO (12+13+14+15)	22 690 195	60,0		23 257 326	61,4	2,5	2 991 668	47,2	-87,1	2 351 229	38,1	-21,4

Fonte: Relatórios de Gestão e Contas da Sociedade X (2011/2012/2013/2014)

Tabela 4.5 - Balanços históricos da sociedade Y

BALANÇOS HISTÓRICOS	Y 2011			Y 2012			Y 2013			Y 2014		
		%	Var %		%	Var %		%	Var %		%	Var %
1. ACTIVO NÃO CORRENTE	402 886	44,5		375 052	42,6	-6,9	352 821	51,0	-5,9	330 416	49,1	-6,4
1.1. Activos Fixos Tangíveis	402 886	44,5		375 052	42,6	-6,9	352 821	51,0	-5,9	330 416	49,1	-6,4
1.2. Propriedades de Investimento												
1.3. Godwill												
1.4. Activos Intangíveis												
1.5. Activos Biológicos												
1.6. Participações Financeiros - Método Custo e Equiv. Patrim.												
1.7. Accionistas / Sócios												
1.8. Outros Activos Financeiros												
1.9. Activos por Impostos Diferidos												
TOTAL ACTIVO NÃO CORRENTES	402 886	44,5		375 052	42,6	-6,9	352 821	51,0	-5,9	330 416	49,1	-6,4
2. INVENTÁRIOS E ACTIVOS BIOLÓGICOS	3 659	0,4		4 047	0,5	10,6	3 135	0,5	-22,5	3 430	0,5	9,4
2.1. Mercadorias	3 659	0,4		4 047	0,5	10,6	3 135	0,5	-22,5	3 430	0,5	9,4
2.2. Mat. Primas, Subsidiárias e de Consumo												
2.3. Prod. Acabados e Intermédios												
2.4. Subprodutos												
2.5. Produtos e Trab em Curso												
2.6. Activos Biológicos												
2.7. Regularizações												
2.8. Adiantamentos por conta de compras												
3. CONTAS A RECEBER	489 331	54,1		494 825	56,2	1,1	199 868	28,9	-59,6	137 999	20,5	-31,0
3.1. Clientes	165 695	18,3		369 567	42,0	123,0	161 416	23,3	-56,3	23 244	3,5	-85,6
3.2. Pessoal												
3.3. Adiantamentos a Fornecedores												
3.4. Estado e Outros Entes Públicos	8 086	0,9		11 433	1,3	41,4	12 078	1,7	5,6	15 338	2,3	27,0
3.5. Accionistas / Sócios												
3.6. Outras Contas a Receber	313 518	34,6		111 617	12,7	-64,4	22 077	3,2	-80,2	97 937	14,5	343,6
3.7. Diferimentos	2 032	0,2		2 208	0,3	8,6	4 298	0,6	94,6	1 480	0,2	-65,6
3.8. Activos financeiros detidos para negociação												
3.9. Outros Activos Financeiros												
3.10. Activos não Correntes Detidos para Venda												
4. MEIOS FINANCEIROS LÍQUIDOS	9 345	1,0		6 681	0,8	-28,5	136 411	19,7	1.941,8	201 541	29,9	47,7
TOTAL ACTIVO CORRENTES(2+3+4)	502 335	55,5		505 554	57,4	0,6	339 414	49,0	-32,9	342 970	50,9	1,0

Tabela 4.5 - Balanços históricos da sociedade Y (continuação)

TOTAL ACTIVO	905 221	100,0		880 606	100,0	-2,7	692 235	100,0	-21,4	673 386	100,0	-2,7
5. Capital - Acções (Quotas) Próprias	50 000	5,5		50 000	5,7		50 000	7,2		50 000	7,4	
6. Prest. suplem. + Out. Inst. Cap. Próprio												
7. Prémios de Emissão												
8. Reservas	6 955	0,8		7 607	0,9	9,4	14 221	2,1	86,9	14 221	2,1	
8.1. Legais	6 955	0,8		7 607	0,9	9,4	14 221	2,1	86,9	14 221	2,1	
8.2. Outras reservas												
9. Resultados transitados	53 104	5,9		60 784	6,9	14,5	150 059	21,7	146,9	213 536	31,7	42,3
10. Ajustamentos em Activos Financeiros												
11. Excedentes de Revalorização												
12. Outras variações no Cap. Próprio	310 164	34,3		269 141	30,6	-13,2	228 117	33,0	-15,2	204 739	30,4	-10,2
13. Resultado Líquido do Período	6 514	0,7		66 139	7,5	915,3	60 908	8,8	-7,9	15 499	2,3	-74,6
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO (5 a 13)	426 738	47,1		453 670	51,5	6,3	503 304	72,7	10,9	497 995	74,0	-1,1
14. PASSIVOS NÃO CORRENTES												
14.1 Provisões												
14.2 Financiamentos Obtidos												
14.3. Passivos por Impostos Diferidos												
14.3. Outras Contas a Pagar												
15. PASSIVOS CORRENTES	478 483	52,9		426 936	48,5	-10,8	188 931	27,3	-55,7	175 392	26,0	-7,2
15.1. Financiamentos Obtidos	7 799	0,9		10 231	1,2	31,2			-100,0			
15.2. Fornecedores	55 555	6,1		62 607	7,1	12,7	48 689	7,0	-22,2	62 911	9,3	29,2
15.3. Adiantamentos de Clientes												
15.4. Accionistas / Socios												
15.5. Estado e Out. Entes Públicos	27 224	3,0		23 779	2,7	-12,7	31 063	4,5	30,6	18 728	2,8	-39,7
15.6. Outras Contas a Pagar	387 905	42,9		330 098	37,5	-14,9	108 749	15,7	-67,1	93 753	13,9	-13,8
15.7. Passivos financeiros detidos para negociação												
15.7. Outros Passivos Financeiros												
15.8. Passivos não correntes detidos para venda												
15.9. Diferimentos				221	0,0		430	0,1	94,2			-100,0
TOTAL PASSIVO (12+13+14+15)	478 483	52,9		426 936	48,5	-10,8	188 931	27,3	-55,7	175 392	26,0	-7,2

Fonte: Relatórios de Gestão e Contas da Sociedade Y (2011/2012/2013/2014)

Tabela 4.6 - Demonstração de Resultados da Sociedade SGU

DEMONSTRAÇÃO RESULTADOS	S.G.U 2007			S.G.U 2008			S.G.U 2009		
		%	Var %		%	Var %		%	Var %
1. Vendas líquidas									
2. Prestação serviços	2 394 201	100,0		10 089 355	100,0	321,4	7 508 909	100,0	-25,6
3. Variação da produção									
4. Trabalhos própria empresa									
TOTAL PRODUÇÃO A=(1+2+3+4)	2 394 201	100,0		10 089 355	100,0	321,4	7 508 909	100,0	-25,6
5. Custo exist. vendidas e consumidas									
MARGEM BRUTA B=A-(5)	2 394 201	100,0		10 089 355	100,0	321,4	7 508 909	100,0	-25,6
6. Fornecimentos e serviços externos	2 190 130	91,5		7 197 494	71,3	228,6	6 908 676	92,0	-4,0
VALOR ACRESCENTADO BRUTO C=B-(6)	204 072	8,5		2 891 861	28,7	1317,1	600 233	8,0	-79,2
7. Outros proventos operacionais	419 269	17,5		130 292	1,3	-68,9	61 347	0,8	-52,9
8. Custos com pessoal	420 120	17,5		1 618 817	16,0	285,3	1 880 906	25,0	16,2
9. Amortizações	95 416	4,0		461 775	4,6	384,0	639 752	8,5	38,5
10. Provisões									
11. Impostos	30 207	1,3		250 219	2,5	728,4	294 093	3,9	17,5
12. Outras despesas e encargos									
RES. EXPLORAÇÃO D=C+(7-8-9-10-11-12)	77 598	3,2		691 342	6,9	790,9	-2 153 171	-28,7	-411,4
13. Proventos financeiros	8 383	0,4		76 745	0,8	815,5	27 486	0,4	-64,2
14. Custos financeiros	74 967	3,1		699 502	6,9	833,1	1 500 473	20,0	114,5
RES. FINANCEIROS E=(13-14)	- 66 584	-2,8		- 622 756	-6,2	835,3	-1 472 987	-19,6	136,5
RES. CORRENTES F=D+E	11 015	0,5		68 585	0,7	522,7	-3 626 158	-48,3	-
15. Proventos extraordinários	513	0,0		7	0,0	-98,6	60 173	0,8	-
16. Custos extraordinários	6	0,0		27 309	0,3	-	10 975	0,1	-59,8
RES. EXTRAORDINÁRIOS G=(15-16)	508	0,0		- 27 302	-0,3	-	49 197	0,7	-280,2
RES. ANTES IMPOSTOS H=F+G	11 523	0,5		41 284	0,4	258,3	-3 576 960	-47,6	-
17. Imposto s/ rendimento	2 446	0,1		7 924	0,1	224,0	5 856	0,1	-26,1
RES. LÍQUIDO I=H-(17)	9 077	0,4		33 359	0,3	267,5	-3 582 816	-47,7	-

Fonte: VRSA, Sociedade de Gestão Urbana, EM, SA (Relatórios de Gestão e Contas da SGU 2007/2008/2009)

Tabela 4.7- Demonstração de Resultados da Sociedade SRU

DEMONSTRAÇÃO RESULTADOS	S.R.U 2007			S.R.U 2008			S.R.U 2009		
		%	Var %		%	Var %		%	Var %
1. Vendas líquidas									
2. Prestação serviços	164 000	100,0		67 500	100,0	-58,8	435 000	100,0	544,4
3. Variação da produção									
4. Trabalhos própria empresa									
TOTAL PRODUÇÃO A=(1+2+3+4)	164 000	100,0		67 500	100,0	-58,8	435 000	100,0	544,4
5. Custo exist. vendidas e consumidas									
MARGEM BRUTA B=A-(5)	164 000	100,0		67 500	100,0	-58,8	435 000	100,0	544,4
6. Fornecimentos e serviços externos	47 317	28,9		208 075	308,3	339,7	502 706	115,6	141,6
VALOR ACRESCENTADO BRUTO C=B-(6)	116 683	71,1		- 140 575	-208,3	-220,5	- 67 706	-15,6	-51,8
7. Outros proventos operacionais				421 921	625,1		365 491	84,0	-13,4
8. Custos com pessoal	76 339	46,5		205 509	304,5	169,2	237 287	54,5	15,5
9. Amortizações	184	0,1		7 376	10,9	3910,3	9 495	2,2	28,7
10.Provisões									
11.Impostos	8 475	5,2		3 786	5,6	-55,3	1 923	0,4	-49,2
12.Outras despesas e encargos									
RES. EXPLORAÇÃO D=C+(7-8-9-10-11-12)	31 684	19,3		64 675	95,8	104,1	49 080	11,3	-24,1
13.Proveitos financeiros	2 678	1,6		13 364	19,8	399,1	13 038	3,0	-2,4
14.Custos financeiros	33 704	20,6		7 287	10,8	-78,4	57 920	13,3	694,8
RES. FINANCEIROS E=(13-14)	- 31 026	-18,9		6 077	9,0	-119,6	- 44 882	-10,3	-838,6
RES. CORRENTES F=D+E	658	0,4		70 751	104,8	-	4 199	1,0	-94,1
15.Proveitos extraordinários				0	0,0		152	0,0	-
16.Custos extraordinários	0	0,0		195	0,3	-	73	0,0	-62,4
RES. EXTRAORDINÁRIOS G=(15-16)	0	0,0		- 195	-0,3	-	78	0,0	-140,2
RES. ANTES IMPOSTOS H=F+G	658	0,4		70 557	104,5	-	4 277	1,0	-93,9
17.Imposto s/ rendimento	310	0,2		8 716	12,9	2708,3	1 971	0,5	-77,4
RES. LÍQUIDO I=H-(17)	348	0,2		61 841	91,6	-	2 306	0,5	-96,3

Fonte: VRSA, SRU- Sociedade de Reabilitação Urbana, EM SA (Relatórios de Gestão e Contas 2007/2008/2009)

4.8 - Demonstração de Resultados da Sociedade SGU+ SRU

DEMONSTRAÇÃO RESULTADOS	S.G.U+ S.R.U 2010			S.G.U+ S.R.U 2011			S.G.U+ S.R.U 2012			S.G.U+ S.R.U 2013			S.G.U+ S.R.U 2014		
		%	Var %		%	Var %		%	Var %		%	Var %		%	Var %
1. Vendas															
2. Prestação serviços	1 606 700	101,1		7 184 878	100,0	347,2	6 215 156	100,1	-13,5	7 787 414	100,0	25,3	8 321 998	93,0	6,9
3. Ganhos/ Perdas de Subs., Assoc e Emp. Conjuntos	- 17 405	-1,1		- 2 263	0,0	-87,0	- 3 157	-0,1	39,5			-100,0			
4. Variação nos inventários da produção															
5. Trabalhos própria empresa													622 106	7,0	
TOTAL PRODUÇÃO A=(1+2+3+4+5)	1 589 295	100,0		7 182 615	100,0	351,9	6 212 000	100,0	-13,5	7 787 414	100,0	25,4	8 944 104	100,0	14,9
5. Custo Merc. Vendidas e Mat. Consumidas	182 837	11,5		1 510 636	21,0	726,2	1 449 451	23,3	-4,1	1 432 526	18,4	-1,2	1 452 980	16,2	1,4
MARGEM BRUTA B = A-(5)	1 406 458	88,5		5 671 979	79,0	303,3	4 762 549	76,7	-16,0	6 354 888	81,6	33,4	7 491 124	83,8	17,9
6. Fornecimentos e Serviços Externos	2 034 846	128,0		2 244 620	31,3	10,3	2 119 367	34,1	-5,6	2 693 060	34,6	27,1	3 110 568	34,8	15,5
VALOR ACRESCENTADO BRUTO C=B-(6)	- 628 389	-39,5		3 427 358	47,7	-645,4	2 643 181	42,5	-22,9	3 661 828	47,0	38,5	4 380 556	49,0	19,6
7. Outros Rendimentos e Ganhos	538 193	33,9		2 151 433	30,0	299,8	1 330 720	21,4	-38,1	4 513 564	58,0	239,2	2 917 287	32,6	-35,4
8. Gastos com pessoal	-2 425 596	152,6		-2 456 797	-34,2	1,3	-1 893 404	-30,5	-22,9	-2 264 359	-29,1	19,6	-2 250 875	-25,2	-0,6
9. Gastos/ Reversões de Depreciações e Amortizações	- 821 253	-51,7		-1 081 741	-15,1	31,7	-1 131 977	-18,2	4,6	-1 293 547	-16,6	14,3	-1 460 170	-16,3	12,9
10. Imparidades (perdas/reversões)				- 25 984	-0,4				-100,0	- 691 291	-8,9		- 64 940	-0,7	-90,6
11. Aumentos/Reduções de justo valor				- 53 609	-0,7				-100,0				252	0,0	
12. Provisões (aumentos / reduções)															
13. Outros gastos e perdas	- 29 972	-1,9		- 189 448	-2,6	532,1	- 466 332	-7,5	146,2	-2 362 885	-30,3	406,7	-2 048 855	-22,9	-13,3
RAEFI D = C-(7+8+9+10+11+12+13)	-3 367 018	211,9		1 771 212	24,7	-152,6	482 188	7,8	-72,8	1 563 309	20,1	224,2	1 473 254	16,5	-5,8
14. Juros e rendimentos similares obtidos	3 468	0,2		10 118	0,1	191,8	82 087	1,3	711,3	120 123	1,5	46,3	68 080	0,8	-43,3
15. Juros e gastos similares suportados	1 155 914	72,7		1 710 450	23,8	48,0	399 370	6,4	-76,7	1 606 332	20,6	302,2	1 488 235	16,6	-7,4
RES. FINANCEIROS E=(13-14)	-1 152 446	-72,5		-1 700 332	-23,7	47,5	- 317 284	-5,1	-81,3	-1 486 208	-19,1	368,4	-1 420 155	-15,9	-4,4
RES. ANTES IMPOSTOS H=F+G	-4 519 464	284,4		70 880	1,0	-101,6	164 905	2,7	132,7	77 101	1,0	-53,2	53 099	0,6	-31,1
16. Imposto s/ rendimento	8 714	0,5		7 110	0,1	-18,4	24 771	0,4	248,4	62 917	0,8	154,0	15 327	0,2	-75,6
RES. LÍQUIDO I=H-(17)	-4 528 178	284,9		63 769	0,9	-101,4	140 134	2,3	119,8	14 183	0,2	-89,9	37 772	0,4	166,3

Fonte: VRSA, Sociedade de Gestão Urbana, EM SA (Relatórios de Gestão e Contas 2010/2011/2012/2013/2014)

Tabela 4.9 - Demonstração de Resultados da Sociedade X

DEMONSTRAÇÃO RESULTADOS	X 2011			X 2012			X 2013			X 2014		
		%	Var %		%	Var %		%	Var %		%	Var %
1. Vendas												
2. Prestação serviços	706 805	16,6		729 952	15,7	3,3	1 192 343	30,0	63,3	1 281 902	48,4	7,5
3. Ganhos/ Perdas de Subs., Assoc e Emp. Conjuntos	3 484 224	81,8		3 840 298	82,5	10,2	2 780 019	69,9	-27,6	1 364 778	51,6	-50,9
4. Variação nos inventários da produção												
5. Trabalhos própria empresa	65 917	1,5		87 038	1,9	32,0	2 904	0,1	-96,7			-100,0
TOTAL PRODUÇÃO A=(1+2+3+4+5)	4 256 947	100,0		4 657 288	100,0	9,4	3 975 265	100,0	-14,6	2 646 680	100,0	-33,4
5. Custo Merc. Vendidas e Mat. Consumidas												
MARGEM BRUTA B = A-(5)	4 256 947	100,0		4 657 288	100,0	9,4	3 975 265	100,0	-14,6	2 646 680	100,0	-33,4
6. Fornecimentos e Serviços Externos	2 914 413	68,5		2 789 533	59,9	-4,3	2 277 222	57,3	-18,4	1 794 221	67,8	-21,2
VALOR ACRESCENTADO BRUTO C=B-(6)	1 342 533	31,5		1 867 754	40,1	39,1	1 698 044	42,7	-9,1	852 459	32,2	-49,8
7. Outros Rendimentos e Ganhos	88 742	2,1		587 337	12,6	561,8	27 485	0,7	-95,3	86 052	3,3	213,1
8. Gastos com pessoal	- 334 159	-7,8		- 218 709	-4,7	-34,5	- 284 105	-7,1	29,9	- 352 308	-13,3	24,0
9. Gastos/ Reversões de Depreciações e Amortizações	- 708 860	-16,7		- 699 752	-15,0	-1,3	- 164 123	-4,1	-76,5	- 193 349	-7,3	17,8
10. Imparidades (perdas/reversões)												
11. Aumentos/Reduções de justo valor												
12. Provisões (aumentos / reduções)												
13. Outros gastos e perdas	- 69 014	-1,6		- 57 205	-1,2	-17,1	- 246 052	-6,2	330,1	- 34 339	-1,3	-86,0
RAEFI D = C-(7+8+9+10+11+12+13)	319 242	7,5		1 479 426	31,8	363,4	1 031 250	25,9	-30,3	358 515	13,5	-65,2
14. Juros e rendimentos similares obtidos	65 740	1,5		87	0,0	-99,9			-100,0			
15. Juros e gastos similares suportados	1 152 731	27,1		1 198 863	25,7	4,0	826 956	20,8	-31,0	2 455	0,1	-99,7
RES. FINANCEIROS E=(13-14)	-1 086 990	-25,5		-1 198 775	-25,7	10,3	- 826 956	-20,8	-31,0	- 2 455	-0,1	-99,7
RES. ANTES IMPOSTOS H=F+G	- 767 748	-18,0		280 651	6,0	-136,6	204 293	5,1	-27,2	356 059	13,5	74,3
16. Imposto s/ rendimento	2 745	0,1		12 657	0,3	361,0	9 938	0,2	-21,5	12 178	0,5	22,5
RES. LÍQUIDO I=H-(17)	- 770 494	-18,1		267 994	5,8	-134,8	194 356	4,9	-27,5	343 881	13,0	76,9

Fonte: Relatórios de Gestão e Contas da Sociedade X (2011/2012/2013/2014)

Tabela 4.10 - Demonstração de Resultados da Sociedade Y

DEMONSTRAÇÃO RESULTADOS	Y 2011			Y 2012			Y 2013			Y 2014		
		%	Var %		%	Var %		%	Var %		%	Var %
1. Vendas												
2. Prestação serviços	650 706	52,5		653 836	56,3	0,5	645 684	55,8	-1,2	663 606	56,4	2,8
3. Ganhos/ Perdas de Subs., Assoc e Emp. Conjuntos	588 014	47,5		508 308	43,7	-13,6	511 118	44,2	0,6	513 038	43,6	0,4
4. Variação nos inventários da produção												
5. Trabalhos própria empresa												
TOTAL PRODUÇÃO A=(1+2+3+4+5)	1 238 719	100,0		1 162 144	100,0	-6,2	1 156 802	100,0	-0,5	1 176 644	100,0	1,7
5. Custo Merc. Vendidas e Mat. Consumidas	1 918	0,2		701	0,1	-63,5	893	0,1	27,3	488	0,0	-45,3
MARGEM BRUTA B = A-(5)	1 236 801	99,8		1 161 443	99,9	-6,1	1 155 909	99,9	-0,5	1 176 156	100,0	1,8
6. Fornecimentos e Serviços Externos	563 289	45,5		580 491	50,0	3,1	603 176	52,1	3,9	648 558	55,1	7,5
VALOR ACRESCENTADO BRUTO C=B-(6)	673 512	54,4		580 952	50,0	-13,7	552 733	47,8	-4,9	527 598	44,8	-4,5
7. Outros Rendimentos e Ganhos	55 891	4,5		55 393	4,8	-0,9	49 335	4,3	-10,9	40 724	3,5	-17,5
8. Gastos com pessoal	- 662 755	-53,5		- 492 770	-42,4	-25,6	- 467 564	-40,4	-5,1	- 482 411	-41,0	3,2
9. Gastos/ Reversões de Depreciações e Amortizações												
10. Imparidades (perdas/reversões)	- 47 107	-3,8		- 46 367	-4,0	-1,6	- 47 276	-4,1	2,0	- 50 719	-4,3	7,3
11. Aumentos/Reduções de justo valor												
12. Provisões (aumentos / reduções)												
13. Outros gastos e perdas	- 12 250	-1,0		- 24 452	-2,1	99,6	- 19 343	-1,7	-20,9	- 17 366	-1,5	-10,2
RAEFI D = C-(7+8+9+10+11+12+13)	7 291	0,6		72 756	6,3	897,9	67 886	5,9	-6,7	17 827	1,5	-73,7
14. Juros e rendimentos similares obtidos				472	0,0		385	0,0	-18,5	1 541	0,1	300,7
15. Juros e gastos similares suportados	630	0,1		1 313	0,1	108,3	2 024	0,2	54,2	2	0,0	-99,9
RES. FINANCEIROS E=(13-14)	- 630	-0,1		- 841	-0,1	33,4	- 1 639	-0,1	94,9	1 539	0,1	-193,9
RES. ANTES IMPOSTOS H=F+G	6 661	0,5		71 915	6,2	979,7	66 246	5,7	-7,9	19 365	1,6	-70,8
16. Imposto s/ rendimento	146	0,0		5 775	0,5	3842,5	5 339	0,5	-7,6	3 866	0,3	-27,6
RES. LÍQUIDO I=H-(17)	6 514	0,5		66 139	5,7	915,3	60 908	5,3	-7,9	15 499	1,3	-74,6

Fonte: Relatórios de Gestão e Contas da Sociedade Y (2011/2012/2013/2014)

Apêndice 2- Rácios das Sociedades

Tabela 4.11 - Rácios da Sociedade SGU

INDICADORES	S.G.U 2007	SGU 2008	S.G.U 2009
LIQUIDEZ			
Liquidez imediata=Disp./Pass cp	2,63	0,06	0,23
Liquidez reduzida=(Act. Circ-Exist.)/Pass cp	3,41	0,64	1,41
Liquidez geral=Act. Circ./Pass cp	3,41	0,64	1,41
ECONÓMICOS/RENDIBILIDADE			
Rentab.Líquida Vendas=Res. Líquidos/Vol. Neg.	0,38%	0,33%	-47,71%
Crescimento volume de negócios	-	321,41%	-25,58%
Vol. Negócios/Produção	100,00%	100,00%	100,00%
Rentab. Vendas=Res. Exploração/Vol. Neg.	3,24%	6,85%	-28,67%
Custos Estrutura=(Fse+Cust. Pess.)/Produção	109,02%	87,38%	117,06%
Margem Bruta/Vol. Negócios	100,00%	100,00%	100,00%
Custos Finan./Res. Exploração	96,61%	101,18%	-69,69%
ESTRUTURA FINANCEIRA			
Solvabilidade=Cap. Próprios/Pass total	21,27%	27,27%	19,21%
Autonomia Fin.=Cap. Próprios/Activo total	17,54%	21,42%	16,11%
Cobertura Imobil=Cap. Perman./Imobilizado	220,15%	97,17%	101,16%
Debt/Equity = Div.Terc mlp/Cap. Próprios	371,69%	276,17%	455,08%
Endividamento Bancário=(Emp. Banc./Activo)	79,33%	74,56%	46,80%
Cobertura do Endividamento= Pas. Financ./CFO	-815,81%	-2028,05%	-633,59%
Empréstimos Bancários / Cap. Próprios	452,29%	348,03%	290,46%
Cobertura Enc. Financ.= R.O+ Prov. Financ./Juros	114,69%	109,80%	-141,67%
Rend. Cap. Próp. = R. Liq / Cap. Próprios	0,76%	0,22%	-31,27%
Rend Activo = R.Expl. + Prov. Financ./ Activo Total	1,27%	1,09%	-2,99%
PRODUTIVIDADE			
Trabalho: Vendas / Nº Efectivos	24183,85		
Trabalho: VAB/ Nº Efectivos	2061,33	6,23	3,99
Capital: Vendas / Activo Funcionamento	0,73	-	-
RACIOS ACTIVIDADE			
Rotação Activo=Vol. Negócios/Activo Total	0,35	0,14	0,11
Tempos Médios (em meses)			
De Recebimentos (*)	3,75	8,71	10,58
De Pagamentos (**)	-	-	-
De Existências			
Matérias Primas			
Produtos Acabados e Curso			
OUTROS INDICADORES			
Fundo de Maneio Líquido	3 063 556	-1 645 334	726 479
Necessidades FM Exploração	1 502 625	9 489 104	3 981 536
Tesouraria Líquida	1 560 931	-11 134 438	-3 255 057
Cash-Flow=R. Expl.(1-t)+ Amort.+ Prov. - Acresc. NFM	-1 332 056	-6 841 287	3 988 293
Meios Libertos Brutos = R. Exp.+Amort. + Prov.	173 014	1 153 116	-1 513 419
Activo Económico= Act. Fixo + NFM	4 052 486	67 720 233	66 859 908
Cash-Flow/Volume de Negócios	-55,64%	-67,81%	53,11%
Cap. Autof.=Res. Corr.+Amor.+Prov.-Imp. Rend	103 985	522 436	-2 992 262
(Cash-flow + Enc. Fin. Líq.)/Custos Financeiros	-1688,05%	-888,99%	363,97%
(Cash-Flow + Enc. Fin. Líquidos)/Activo (%)	-18,65%	-8,86%	7,68%

Fonte: Elaboração própria, adaptado de Fernando Cardoso

Tabela 4.12 - Rácios da Sociedade SRU

INDICADORES	S.R.U 2007	S.R.U 2008	S.R.U 2009
LIQUIDEZ			
Liquidez imediata=Disp./Pass cp	1,78	1,43	0,01
Liquidez reduzida=(Act. Circ-Exist.)/Pass cp	5,36	1,60	1,34
Liquidez geral=Act. Circ./Pass cp	5,36	1,60	1,34
ECONÓMICOS/RENDIBILIDADE			
Rentab.Líquida Vendas=Res. Líquidos/Vol. Neg.	0,21%	91,62%	0,53%
Crescimento volume de negócios	-	-58,84%	544,44%
Vol. Negócios/Produção	100,00%	100,00%	100,00%
Rentab. Vendas=Res. Exploração/Vol. Neg.	19,32%	95,81%	11,28%
Custos Estrutura=(Fse+Cust. Pess.)/Produção	75,40%	612,72%	170,11%
Margem Bruta/Vol. Negócios	100,00%	100,00%	100,00%
Custos Finan./Res. Exploração	106,37%	11,27%	118,01%
ESTRUTURA FINANCEIRA			
Solvabilidade=Cap. Próprios/Pass total	6,93%	9,88%	9,86%
Autonomia Fin.=Cap. Próprios/Activo total	6,48%	8,99%	8,98%
Cobertura Imobil=Cap. Perman./Imobilizado	118,76%	109,63%	105,77%
Debt/Equity = Div.Terc mlp/Cap. Próprios	1379,73%	884,41%	823,58%
Endividamento Bancário=(Emp. Banc./Activo)	93,02%	89,10%	89,52%
Cobertura do Endividamento= Pas. Financ./CFO	-827,64%	-282,18%	-152,78%
Empréstimos Bancários / Cap. Próprios	1434,98%	990,79%	997,44%
Cobertura Enc. Financ.= R.O+ Prov. Financ./Juros	101,95%	1070,94%	107,25%
Rend. Cap. Próp. = R. Liq / Cap. Próprios	0,35%	38,13%	1,40%
Rend Activo = R.Expl. + Prov. Financ./ Activo Total	2,22%	4,33%	3,39%
PRODUTIVIDADE			
Trabalho: Vendas / N° Efectivos	1656,57		
Trabalho: VAB/ N° Efectivos	1178,61	0,33	1,83
Capital: Vendas / Activo Funcionamento	0,11	-	-
RACIOS ACTIVIDADE			
Rotação Activo=Vol. Negócios/Activo Total	0,11	0,04	0,24
Tempos Médios (em meses)			
De Recebimentos (*)	14,52	5,39	10,48
De Pagamentos (**)	-	-	-
De Existências			
Matérias Primas			
Produtos Acabados e Curso			
OUTROS INDICADORES			
Fundo de Maneio Líquido	234 510	140 213	82 814
Necessidades FM Exploração	191 338	66 271	365 724
Tesouraria Líquida	43 172	73 942	- 282 910
Cash-Flow=R. Expl.(1-t)+ Amort.+ Prov. - Acresc. NFM	- 159 780	188 402	- 242 849
Meios Libertos Brutos = R. Exp.+Amort. + Prov.	31 868	72 051	58 575
Activo Económico= Act. Fixo + NFM	1 441 706	1 522 658	1 802 145
Cash-Flow/Volume de Negócios	-97,43%	279,11%	-55,83%
Cap. Autof.=Res. Corr.+Amor.+Prov.-Imp. Rend	532	69 412	11 723
(Cash-flow + Enc. Fin. Líq.)/Custos Financeiros	-382,02%	2502,09%	-341,80%
(Cash-Flow + Enc. Fin. Líquidos)/Activo (%)	-8,32%	10,11%	-10,80%

Tabela 4.13 - Rácios SGU+ SRU

INDICADORES	S.G.U+S.R.U 2010	S.G.U+S.R.U 2011	S.G.U+S.R.U 2012	S.G.U+S.R.U 2013	S.G.U+S.R.U 2014
LIQUIDEZ					
Liquidez imediata=(ADV + OIF + MFL)/ passivos correntes	0,02	0,01	0,32	0,08	0,20
Liquidez reduzida=(Act. Corrente - Invent e AB)/Passivo Corrente	0,62	0,71	1,10	1,21	0,83
Liquidez geral=Act. Corrente/Pass. Corrente	0,64	0,72	1,11	1,21	0,83
ECONÓMICOS/RENDIBILIDADE					
Rentab.Líquida Vendas=Res. Líquidos/Vol. Neg.	-281,83%	0,89%	2,25%	0,18%	0,45%
Crescimento volume de negócios	-	347,18%	-13,50%	25,30%	6,86%
Vol. Negócios/Produção	101,10%	100,03%	100,05%	100,00%	93,04%
Rentab. Vendas=RAEFI/Vol. Neg.	-209,56%	24,65%	7,76%	20,07%	17,70%
Custos Estrutura=(FSE + Gastos c/ Pess.)/Produção	280,66%	65,46%	64,60%	63,66%	59,94%
Margem Bruta/Vol. Negócios	87,54%	78,94%	76,63%	81,60%	90,02%
Juros e Gastos Finan./RAEFI	-34,33%	96,57%	82,82%	102,75%	101,02%
ESTRUTURA FINANCEIRA					
Solvabilidade=Cap. Próprios/Pass não Corrente	65,46%	74,93%	69,83%	68,89%	70,07%
Autonomia Fin.=Cap. Próprios/Activo total	39,56%	42,83%	41,12%	40,79%	41,20%
Cobertura Act. N Correntes = Cap. Proprio/ Activos não Correntes	42,33%	47,59%	49,44%	56,43%	50,91%
Debt/Equity = Passivo n Corrente/Cap. Próprios	126,76%	101,11%	106,32%	89,04%	86,94%
Endividamento Bancário=(Financ. Obtidos/Activo Total)	37,38%	36,21%	39,49%	35,55%	33,53%
Financ. Obtidos / Cap. Próprios	94,50%	84,53%	96,04%	87,15%	81,38%
Cobertura Juros e Gastos = RAEFI+ Juros e Rendimentos/Juros e Gastos	-290,99%	104,14%	141,29%	104,80%	103,57%
Rend. Cap. Próp. = R. Liq / Cap. Próprios	-13,21%	0,16%	0,35%	0,03%	0,08%
Rend Activo = RAEFI+ Juros e Rend Sim./ Activo Total	-3,88%	1,97%	0,58%	1,50%	1,39%
RACIOS ACTIVIDADE					
Rotação Activo=Vol. Negócios/Activo Total	0,02	0,08	0,06	0,07	0,07
Tempos Médios (em meses)					
De Recebimentos (*)	38,35	12,99	20,35	21,79	8,63
De Pagamentos (**)	58,59	30,37	55,71	84,30	108,86
De Existências					
Matérias Primas					
Produtos Acabados	-	-	-	-	-
OUTROS INDICADORES					
Fundo de Maneio Líquido	-3 244 063	-3 504 467	1 623 462	5 429 071	-4 350 600
Necessidades FM Exploração	-1 987 703	-1 726 273	719 094	10 067 537	-7 382 442
Tesouraria Líquida	-1 256 360	-1 778 194	904 368	-4 638 466	3 031 842
Cash-Flow=RAEFI +(1-t)+ Dep e Amort.+ Prov. - Acresc. NFM	1 987 703	-4 458 416	-1 763 006	-10 023 004	17 656 824
Activo Económico= Act. N Corrente + NFM	79 006 921	79 791 895	82 050 985	91 278 085	82 596 094
Cash-Flow/Volume de Negócios	123,71%	-62,05%	-28,37%	-128,71%	212,17%

Fonte: Elaboração própria, adaptado de Fernando Cardoso

Tabela 4.14 - Rácios da Sociedade X

INDICADORES	X 2011	X 2012	X 2013	X 2014
LIQUIDEZ				
Liquidez imediata=(ADV + OIF + MFL)/ passivos correntes	0,04	0,03	0,13	0,36
Liquidez reduzida=(Act. Corrente - Invent e AB)/Passivo Corrente	3,20	2,58	0,82	0,94
Liquidez geral=Act. Corrente/Pass. Corrente	3,20	2,58	0,82	0,94
ECONÓMICOS/RENDIBILIDADE				
Rentab.Líquida Vendas=Res. Líquidos/Vol. Neg.	-109,01%	36,71%	16,30%	26,83%
Crescimento volume de negócios	-	3,27%	63,35%	7,51%
Vol. Negócios/Produção	16,60%	15,67%	29,99%	48,43%
Rentab. Vendas=RAEFI/Vol. Neg.	45,17%	202,67%	86,49%	27,97%
Custos Estrutura=(FSE + Gastos c/ Pess.)/Produção	76,31%	64,59%	64,43%	81,10%
Margem Bruta/Vol. Negócios	602,28%	638,03%	333,40%	206,47%
Juros e Gastos Finan./RAEFI	361,08%	81,04%	80,19%	0,68%
ESTRUTURA FINANCEIRA				
Solvabilidade=Cap. Próprios/Pass não Corrente	66,68%	62,98%	111,96%	162,39%
Autonomia Fin.=Cap. Próprios/Activo total	40,00%	38,64%	52,82%	61,89%
Cobertura Act. N Correntes = Cap. Proprio/ Activos não Correntes	67,51%	64,87%	84,70%	95,27%
Debt/Equity = Passivo n Corrente/Cap. Próprios	118,16%	118,17%	2,37%	1,15%
Endividamento Bancário=(Financ. Obtidos/Activo Total)	47,27%	45,66%	1,25%	0,71%
Financ. Obtidos / Cap. Próprios	118,16%	118,17%	2,37%	1,15%
Cobertura Juros e Gastos = RAEFI+ Juros e Rendimentos/Juros e Gastos	33,40%	123,41%	124,70%	14601,36%
Rend. Cap. Próp. = R. Liq / Cap. Próprios	-5,09%	1,83%	5,80%	9,01%
Rend Activo = RAEFI+ Juros e Rend Sim./ Activo Total	1,02%	3,90%	16,26%	5,81%
RACIOS ACTIVIDADE				
Rotação Activo=Vol. Negócios/Activo Total	0,02	0,02	0,19	0,21
Tempos Médios (em meses)				
De Recebimentos (*)	0,09	5,17	-0,49	-0,34
De Pagamentos (**)	-	-	-	-
De Existências				
Matérias Primas	-	-	-	-
Produtos Acabados	-	-	-	-
OUTROS INDICADORES				
Fundo de Maneio Líquido	10 595 226	9 377 290	- 525 640	- 145 713
Necessidades FM Exploração	10 413 462	9 221 423	- 905 724	- 985 280
Tesouraria Líquida	181 764	155 866	380 084	839 567
Cash-Flow=RAEFI +(1-t)+ Dep e Amort.+ Prov. - Acresc. NFM	-10 413 462	799 675	10 894 163	936 745
Activo Económico= Act. N Corrente + NFM	32 824 654	31 801 027	3 049 014	3 022 731
Cash-Flow/Volume de Negócios	-1473,31%	109,55%	913,68%	73,07%

Fonte: Elaboração própria, adaptado de Fernando Cardoso

Tabela 4.15 - Rácios da Sociedade Y

INDICADORES	Y 2011	Y 2012	Y 2013	Y 2014
LIQUIDEZ				
Liquidez imediata=(ADV + OIF + MFL)/ passivos correntes	0,02	0,02	0,72	1,15
Liquidez reduzida=(Act. Corrente - Invent e AB)/Passivo Corrente	1,04	1,17	1,78	1,94
Liquidez geral=Act. Corrente/Pass. Corrente	1,05	1,18	1,80	1,96
ECONÓMICOS/RENDIBILIDADE				
Rentab.Líquida Vendas=Res. Líquidos/Vol. Neg.	1,00%	10,12%	9,43%	2,34%
Crescimento volume de negócios	-	0,48%	-1,25%	2,78%
Vol. Negócios/Produção	52,53%	56,26%	55,82%	56,40%
Rentab. Vendas=RAEFI/Vol. Neg.	1,12%	11,13%	10,51%	2,69%
Custos Estrutura=(FSE + Gastos c/ Pess.)/Produção	98,98%	92,35%	92,56%	96,12%
Margem Bruta/Vol. Negócios	190,07%	177,64%	179,02%	177,24%
Juros e Gastos Finan./RAEFI	8,64%	1,80%	2,98%	0,01%
ESTRUTURA FINANCEIRA				
Solvabilidade=Cap. Próprios/Pass não Corrente	89,19%	106,26%	266,40%	283,93%
Autonomia Fin.=Cap. Próprios/Activo total	47,14%	51,52%	72,71%	73,95%
Cobertura Act. N Correntes = Cap. Proprio/ Activos não Correntes	105,92%	120,96%	142,65%	150,72%
Debt/Equity = Passivo n Corrente/Cap. Próprios				
Endividamento Bancário=(Financ. Obtidos/Activo Total)	0,86%	1,16%		
Financ. Obtidos / Cap. Próprios	1,83%	2,26%		
Cobertura Juros e Gastos = RAEFI+ Juros e Rendimentos/Juros e Gastos	1156,77%	5578,01%	3373,56%	-
Rend. Cap. Próp. = R. Liq / Cap. Próprios	1,53%	14,58%	12,10%	3,11%
Rend Activo = RAEFI+ Juros e Rend Sim./ Activo Total	0,81%	8,32%	9,86%	2,88%
RACIOS ACTIVIDADE				
Rotação Activo=Vol. Negócios/Activo Total	0,72	0,74	0,93	0,99
Tempos Médios (em meses)				
De Recebimentos (*)	3,06	6,78	3,00	0,42
De Pagamentos (**)	119,54	689,63	-29916,26	964,22
De Existências				
Matérias Primas				
Produtos Acabados	-	-	-	-
OUTROS INDICADORES				
Fundo de Maneio Líquido	23 852	78 618	150 483	167 578
Necessidades FM Exploração	22 306	82 168	14 072	- 33 963
Tesouraria Líquida	1 545	- 3 550	136 411	201 541
Cash-Flow=RAEFI +(1-t)+ Dep e Amort.+ Prov. - Acresc. NFM	- 22 306	- 52 717	135 076	110 582
Activo Económico= Act. N Corrente + NFM	425 192	457 221	366 894	296 453
Cash-Flow/Volume de Negócios	-3,43%	-8,06%	20,92%	16,66%

Fonte: Elaboração própria, adaptado de Fernando Cardoso

Apêndice 3- Rácios de Rendibilidade dos Capitais e das Vendas

Tabela 4.16 - Rácios de Rendibilidade dos Capitais da Sociedade SGU

	SGU 2007	SGU 2008	SGU 2009
RCP	0,00763	0,00222	-0,31276
ROCI	0,07161	0,01801	-0,04970
REA	0,00888	0,00789	-0,03062
ROV	0,03241	0,06852	-0,29569

Fonte: Elaboração própria

Tabela 4. 17 - Rácios de Rendibilidade dos Capitais da Sociedade SRU

	SRU 2007	SRU 2008	SRU 2009
RCP	0,00347	0,38129	0,01402
ROCI	0,02993	-1,18509	-2,97037
REA	0,01082	0,03130	0,01420
ROV	0,19320	0,95814	0,11301

Fonte: Elaboração própria

Tabela 4.18 - Rácios de Rendibilidade dos Capitais da Sociedade SGU+ SRU

	SGU+SRU 2010	SGU+SRU 2011	SGU+SRU 2012	SGU+SRU 2013	SGU+SRU 2014
RCP	-0,13207	0,00164	0,00349	0,00031	0,00082
ROCI	-0,06284	0,03242	0,00923	0,25943	0,04500
REA	-0,03877	0,01760	0,00419	0,00256	0,00943
ROV	-2,09561	0,24652	0,07758	0,20075	0,17703

Fonte: Elaboração própria

Tabela 4.19 - Evolução das somas individuais das Rendibilidades Operacionais das Vendas

	SGU+SRU 2007	SGU+SRU 2008	SGU+SRU 2009
ROV´	0,04272	0,07443	-0,27331
ROV MÉDIA PONDER.	-	-	-0,06321

Fonte: Elaboração própria

Tabela 4.20 - Média ponderada da Rendibilidade Operacional das Vendas

	SGU+SRU 2010	SGU+SRU 2011	SGU+SRU 2012	SGU+SRU 2013	SGU+SRU 2014
ROV´	-2,09561	0,24652	0,07758	0,20075	0,17703
ROV MÉDIA PONDER.					0,06187

Fonte: Elaboração própria

Tabela 4.21 - Rácios de Rendibilidade dos Capitais da Sociedade X

	X 2011	X 2012	X 2013	X 2014
RCP	-0,051	0,018	0,060	0,090
ROCI	0,027	0,113	0,224	0,076
REA	0,008	0,037	0,164	0,056
ROV	0,452	2,027	0,865	0,280
ROV médio				0,815

Fonte: Elaboração própria

Tabela 4.22 - Rácios de Rendibilidade dos Capitais da Sociedade Y

	Y 2011	Y 2012	Y 2013	Y 2014
RCP	0,015	0,146	0,121	0,031
ROCI	0,019	0,248	0,200	0,049
REA	0,008	0,076	0,090	0,021
ROV	0,011	0,111	0,105	0,027
ROV médio				0,063

Fonte: Elaboração própria

Apêndice 4- Custo Médio do Capital e Evolução do Valor das Sociedades

Tabela 4.23 – Evolução do Custo Médio do Capital (WACC) da Sociedade SGU

	SGU 2007	SGU 2008	SGU 2009
Prémio de Risco	0,00750	0,01500	0,00900
rf	0,04400	0,04500	0,04200
$\beta\mu$	0,22000	0,22000	0,22000
β	1,03480	0,87198	1,36365
Kd	0,01340	0,01268	0,02404
Ke	0,05176	0,05808	0,05427
Km (WACC)	0,01768	0,02041	0,02879

Fonte: Elaboração própria

Tabela 4.24 – Evolução do Custo Médio do Capital (WACC) da Sociedade SRU

	SRU 2007	SRU 2008	SRU 2009
Prémio de Risco	0,00750	0,01500	0,00900
rf	0,04400	0,04500	0,04200
$\beta\mu$	0,22000	0,22000	0,22000
β	1,89742	2,17132	1,42287
Kd	0,02328	0,00444	0,03472
Ke	0,05823	0,07757	0,05481
Km (WACC)	0,01528	0,01049	0,02190

Fonte: Elaboração própria

Tabela 4.25 a) - Evolução do Custo Médio do Capital (WACC) da Sociedade SGU+SRU calculado usando para taxa de juro sem risco as Obrigações do Tesouro a 10 anos.

	SGU+SRU 2010	SGU+SRU 2011	SGU+SRU 2012	SGU+SRU 2013	SGU+SRU 2014
Prémio de Risco	0,01280	0,04130	0,06390	0,05360	0,03750
rf	0,05400	0,10300	0,10500	0,06300	0,03800
$\beta\mu$	0,22000	0,22000	0,33000	0,37000	0,42000
β	0,55545	0,48415	0,73160	0,46881	0,84635
Kd	0,02207	0,03304	0,00694	0,02414	0,02277
Ke	0,06111	0,12300	0,15175	0,08813	0,06974
Km (WACC)	0,03749	0,06968	0,06587	0,03858	0,03825

Fonte: Elaboração própria

Tabela 4.25 b) - Evolução do Custo Médio do Capital (*WACC*) da Sociedade SGU+SRU calculado usando para taxa de juro sem risco os Certificados de Aforro.

	SGU+SRU 2010	SGU+SRU 2011	SGU+SRU 2012	SGU+SRU 2013	SGU+SRU 2014
Prémio de Risco	0,01280	0,04130	0,06390	0,05360	0,03750
rf	0,03000	0,03000	0,03000	0,03000	0,03000
$\beta\mu$	0,22000	0,22000	0,33000	0,37000	0,42000
β	0,55545	0,48415	0,73160	0,46881	0,84635
Kd	0,02207	0,03304	0,00694	0,02414	0,02277
Ke	0,03711	0,05000	0,07675	0,05513	0,06174
Km (<i>WACC</i>)	0,02799	0,03841	0,03503	0,02512	0,03496

Fonte: Elaboração própria

Tabela 4.26 - Evolução do *EVA* e Valor do *MVA* do triénio da Sociedade SGU (Valores em Euros)

	SGU 2007	SGU 2008	SGU 2009
REA-Km	-0,00880	-0,01252	-0,05942
EVA	-	-86.145	-4.204.662
MVA	-	-	-4.293.287

Fonte: Elaboração própria

Tabela 4.27 - Evolução do *EVA* e Valor do *MVA* do triénio da Sociedade SRU (Valores em Euros)

	SRU 2007	SRU 2008	SRU 2009
R.E.A-Km	-0,00446	0,02081	-0,00770
EVA	-	32.219	-13.943
MVA	-	-	18.982

Fonte: Elaboração própria

Tabela 4.28 a) - Evolução do *EVA* e valor do *MVA* do quinquénio da Sociedade SGU+SRU calculados usando para taxa de juro sem risco as Obrigações do Tesouro a 10 anos (Valores em Euros).

	SGU+SRU 2010	SGU+SRU 2011	SGU+SRU 2012	SGU+SRU 2013	SGU+SRU 2014
REA-Km	-0,07626	-0,05208	-0,06167	-0,03602	-0,02883
EVA	-	-4.513.779	-5.585.285	-3.521.761	-3.239.241
MVA	-	-	-	-	-18.106.189

Fonte: Elaboração própria

Tabela 4.28 b) - Evolução do *EVA* e valor do *MVA* do quinquénio da Sociedade SGU+SRU calculados usando para taxa de juro os Certificados de Aforro (Valores em Euros).

	SGU+SRU 2010	SGU+SRU 2011	SGU+SRU 2012	SGU+SRU 2013	SGU+SRU 2014
REA-Km	-0,06677	-0,02081	-0,03084	-0,02256	-0,02553
EVA	-	-1.803.720	-2.792.619	-2.205.603	-2.868.891
MVA	-	-	-	-	-10.095.125

Fonte: Elaboração própria

Apêndice 5- Valores Críticos de Ativo Bruto e de *EBIT*

Tabela 5.1 - Valores Críticos de Ativo Bruto, $EBIT \times (1-t)$ e *EBIT* da Sociedade SGU (em Euros)

	SGU 2007	SGU 2008	SGU 2009
ATIVO BRUTO	6.880.866	70.766.549	72.385.584
ATIVO BRUTO CRÍTICO	-	27.366.325	-76.986.790
ATIVO BRUTO OCIOSO	-	43.400.224	149.372.373
EBIT*(1-t) CRÍTICO	-	1.444.603	2.084.188
EBIT*(1-t) LACK	-	885.957	4.300.858
EBIT	77.598	691.342	-2.220.304
EBIT CRÍTICO	-	1.787.740	2.087.605
EBIT LACK	-	1.096.398	4.307.909

Fonte: Elaboração própria

Tabela 5.2 - Valores Críticos de Ativo Bruto, $EBIT \times (1-t)$ e *EBIT* da Sociedade SRU (em Euros)

	SRU 2007	SRU 2008	SRU 2009
ATIVO BRUTO	1.548.241	1.811.050	1.866.582
ATIVO BRUTO CRÍTICO	-	5.403.990	1.210.294
ATIVO BRUTO OCIOSO	-	-3.592.940	656.288
EBIT*(1-t) CRÍTICO	-	18.997	40.872
EBIT*(1-t) LACK	-	-37.688	14.371
EBIT	31.684	64.675	49.158
EBIT CRÍTICO	-	21.675	75.815
EBIT LACK	-	-43.000	26.656

Fonte: Elaboração própria

Tabela 5.3 - Valores Críticos de Ativo Bruto, $EBIT \times (1-t)$ e $EBIT$ da Sociedade SGU+ SRU (em Euros)

	SGU+ SRU 2010	S.G.U+ SRU 2011	SGU+ SRU 2012	SGU+ SRU 2013	SGU+ SRU 2014
ATIVO BRUTO	86.668.528	90.560.090	97.781.682	112.362.378	111.176.353
A. BRUTO CRÍTICO	-	22.870.249	6.221.124	7.455.298	27.393.545
A.BRUTO OCIOSO	-	+67.689.841	+91.560.558	+104.907.081	+83.782.808
EBIT*(1-t) CRÍTICO	-	6.309.996	6.440.433	4.334.504	4.252.969
EBIT*(1-t) LACK	-	-4.716.456	-6.030.676	-4.046.908	-3.205.049
EBIT	-3.367.018	1.771.212	482.188	1.563.309	1.473.254
EBIT CRÍTICO	-	7.013.526	7.578.886	23.561.381	5.979.182
EBIT LACK	-	-5.242.314	-7.096.697	-21.998.072	-4.505.929

Fonte: Elaboração própria

Apêndice 6- Relação Volume de Negócios e Custos Operacionais

Tabela 5.4 - Relação Volume de Negócios e Custos Operacionais da Sociedade SGU (em Euros)

	SGU 2007	Var.	SGU 2008	Var.	SGU 2009
Volume de Negócios	2 394 201	3,21	10 089 355	-0,26	7 508 909
Gastos Pessoal	420 120	2,85	1 618 817	0,16	1 880 906
C.M.V.M.C	0	-	0	-	0
F.S.E	2 190 130	2,29	7 197 494	-0,04	6 908 676
Outros Gastos	30 207	7,28	250 219	0,18	295 093
Amortizações	95 416	3,84	461 775	0,39	639 752

Fonte: Elaboração própria

Tabela 5.5 - Relação Volume de Negócios e Custos Operacionais da Sociedade SGU+SRU (em Euros)

	SGU + SRU 2010	VAR.	SGU + SRU 2011	VAR.	SGU + SRU 2012	VAR.	SGU + SRU 2013	VAR.	SGU + SRU 2014
Volume de Negócios	1 606 700	3,47	7 184 878	-0,13	6 215 156	0,25	7 787 414	0,07	8 321 998
Gastos Pessoal	2 425 596	0,01	2 456 797	-0,23	1 893 404	0,20	2 264 359	-0,01	2 250 875
C.M.V.M.C	182 837	7,26	1 510 636	-0,04	1 449 451	-0,01	1 432 526	0,01	1 452 980
F.S.E	2 034 846	0,1	2 244 620	-0,06	2 119 367	0,27	2 693 060	0,16	3 110 568
Outros Gastos	47 378	4,73	271 305	0,73	469 488	5,51	3 054 176	-0,31	2 113 796
Amortizações	821 253	0,32	1 081 741	0,05	1 131 977	0,14	1 293 547	0,13	1 460 170

Fonte: Elaboração própria

Tabela 5.6 - Relação Custos Operacionais e Custos Operacionais Totais da Sociedade SGU

	S.G.U 2007	S.G.U 2008	S.G.U 2009
CUSTOS.OPERA.TOTAIS	2 735 872	9 528 305	9 724 427
CUSTOS PESS./C.OP.TOT.	0,15	0,17	0,19
C.M.V.M.C/C.OP.TOT.	0	0	0
F.S.E/C.OP.TOT.	0,80	0,76	0,71
OUTR. CUSTOS/C.OP.TOT	0,01	0,03	0,03
AMORT/C.OP.TOT	0,03	0,04	0,07

Fonte: Elaboração própria

Tabela 5.7 - Relação Custos Operacionais e Custos Operacionais Totais da Sociedade
SGU+ SRU

	SGU + SRU 2010	SGU + SRU 2011	SGU + SRU 2012	SGU + SRU 2013	SGU + SRU 2014
G.OP.TOT.	5 511 911	7 565 099	7 063 688	10 737 669	10 388 388
G.P/G.OP.TOT.	0,44	0,32	0,27	0,21	0,22
C.M.V.MC/G.OP.TOT.	0,03	0,20	0,21	0,13	0,14
F.S.E/G.OP.TOT.	0,37	0,30	0,30	0,25	0,30
O.G/G.OP.TOT.	0,01	0,04	0,07	0,28	0,20
AMORT./G.OP.TOT.	0,15	0,14	0,16	0,12	0,14

Fonte: Elaboração própria



INQUÉRITO À FUSÃO DA SGU COM A SRU



Introdução

A VRSA Sociedade de Gestão Urbana EM SA (**SGU**) é uma empresa municipal, criada em 2007, que tem como objetivo a gestão de serviços de interesse geral e a promoção do desenvolvimento local e regional. A sua missão é melhorar os índices de qualidade de vida da população do concelho de Vila Real de Santo António. Está estruturada em seis unidades de negócio: Gestão do espaço público (recuperação do mobiliário urbano e reconversão de espaços verdes e higiene e limpeza), Eventos, Habitação Social, Ordenamento do Território (Revisão do P.D.M, Planos municipais de ordenamento do território), Equipamentos coletivos (creches, centros de dia, complexo desportivo, Universidade dos tempos livres) e Obras Municipais. Oferece aos seus utentes serviços de abastecimento de **água** para consumo e drenagem de águas residuais urbanas (**esgotos**), **licenciamento** urbano e de ocupação de espaço público, **eventos** culturais, eventos desportivos (gestão do complexo desportivo), exploração de **parques de autocaravanas** e **parque de estacionamento** da Manta Rota.

Em Fevereiro de 2010, foi concretizada a **fusão** (junção de duas sociedades numa só) da VRSA Sociedade de Gestão Urbana, EM SA, (**SGU**), com uma outra empresa municipal a VRSA Sociedade de Reabilitação Urbana, EM SA, (**SRU**), com extinção da segunda empresa.

Constitui o objetivo deste inquérito determinar o impacto dessa Fusão na qualidade dos serviços prestados aos **utentes** da **SGU** (VRSA Sociedade de Gestão Urbana EM SA).

Enquadra-se numa investigação académica, no âmbito de uma dissertação de mestrado em Finanças Empresariais, da Faculdade de Economia da Universidade do Algarve.

A informação recolhida destina-se unicamente a esta investigação, garantindo o autor a sua estrita confidencialidade e anonimato dos participantes.

Solicita-se, aos utentes da SGU, a participação neste inquérito, agradecendo o autor e a instituição que representa a colaboração e tempo disponibilizado no preenchimento do mesmo. (Vire a página P.F)

Instruções de preenchimento

- Preencha as opções de resposta com um **(X)**
- Em cada opção de resposta marque apenas um **(X)**
- Todas as perguntas do inquérito são relativas ao intervalo de tempo **2010-2014**
- Não existem respostas certas ou erradas, apenas a sua **perceção** do problema em estudo. Por favor responda com sinceridade.
- O inquérito é constituído por **7** páginas

Inquérito

1- É residente no Concelho de **Vila Real de Santo António**?

Não	Sim
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

2- É utente da empresa municipal **SGU** (VRSA Sociedade de Gestão Urbana SA) há mais de 5 anos?

Não	Sim
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

A- Os **preços** praticados pela SGU, nos últimos 5 anos, são os **adequados**, tendo em conta a qualidade dos serviços prestados.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

B- Os **preços** praticados pela SGU, nos últimos 5 anos, têm- se mantido relativamente **estáveis**.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

C- A SGU, nos últimos 5 anos, tem vindo a **modernizar** os seus **equipamentos**.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

D- As **instalações** da SGU tornaram-se visualmente **mais apelativas**, nos últimos 5 anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

E- A **aparência** dos **funcionários** da SGU, ao longo dos últimos 5 anos, tem sido mais cuidada.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

F- A **aparência** dos **materiais** ligados à atividade administrativa da SGU (faturas e impressos) melhorou, nos últimos 5 anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

Vire a página P.F

G- O **tempo** necessário para a **resolução dos problemas** dos utentes, por parte da SGU, tem vindo a diminuir, nos últimos 5 anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

H- O **empenho** na resolução dos problemas dos utentes, por parte da SGU, tem progredido, ao longo dos últimos 5 anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

I- A **confiança** do utente na SGU tem aumentado, nos últimos 5 anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

J- A SGU, nos últimos 5 anos, tem vindo a **reduzir** os **erros** nos serviços que presta aos utentes.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

K- Os funcionários da SGU, nos últimos 5 anos, têm melhorado a sua capacidade de **informar**, no que respeita aos **prazos de execução** dos serviços.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

L- O **profissionalismo** do **atendimento** dos funcionários da SGU tem melhorado, nos últimos 5 anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

M- A **prontidão** dos funcionários da SGU para ajudar os utentes tem sido mais visível, nos últimos 5 anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

N- A **confiança** nos **funcionários** da SGU aumentou, nos últimos 5 anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

O- A **confiança** dos utentes nas **transações** com a SGU cresceu, nos últimos 5 anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

P- A **cortesia** (educação e boas-maneiras) dos funcionários da SGU foi aperfeiçoada, ao longo dos últimos 5 anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

Vire a página P.F

Q- A **competência técnica** dos funcionários da SGU, necessária para uma resposta adequada às perguntas dos utentes, tem evoluído de forma positiva, nos últimos 5 anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

R- Nos últimos 5 anos, verifica-se que a SGU presta uma **maior atenção individual** aos seus utentes.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

S- A SGU, nos últimos 5 anos, tem levado a cabo esforços no sentido de **compatibilizar** os seus **horários** de funcionamento com os dos seus utentes.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

T- Nos últimos 5 anos, a SGU, tem vindo a **desenvolver iniciativas** com o intuito de **melhorar o serviço** que presta aos seus utentes.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

U- A SGU fez progressos no sentido de **adaptar** os seus **serviços** às **necessidades específicas** dos utentes, nos últimos 5 anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

Instruções: No quadro abaixo estão indicadas 5 características relativas à prestação de serviços por parte da SGU. Pretende-se saber a importância que atribui a cada uma delas quando avalia uma empresa. Dispõe de **100 pontos** para distribuir pelas 5 características referidas. Por favor tenha em atenção que a soma dos pontos deve totalizar os 100 pontos.

1- Preços praticados e aparência das instalações, equipamentos e pessoal.	____pontos
2- Capacidade em prestar o serviço de forma profissional e confiável.	____pontos
3- Prontidão da ajuda aos clientes	____pontos
4- Conhecimento técnico, cortesia dos funcionários e capacidade em transmitir confiança.	____pontos
5- Atenção proporcionada aos utentes	____pontos
Soma	100 pontos

A qual das características atribui maior importância? (coloque o nº da característica de 1 a 5)	
Qual é a segunda mais importante?	
Qual é a menos importante?	

Obrigado pela colaboração.

II

(Água, Saneamento, Resíduos e Espaços Verdes)

Instruções de preenchimento

- Preencha as opções de resposta com um (X)
- Em cada opção de resposta marque apenas um (X)
- Todas as perguntas do inquérito são relativas ao intervalo de tempo **2010-2014**
- Não existem respostas certas ou erradas, apenas a sua **perceção** do problema em estudo. Por favor responda com sinceridade.
- O inquérito é constituído por **3** páginas

A- A qualidade da água servida pela rede pública tem melhorado, nos últimos 5 anos?

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

B- O preço pago pelo m^3 de água tem permanecido relativamente constante, nos últimos 5 anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

C- O preço pago pelo m^3 de água, nos últimos cinco anos é adequado, tendo em conta a qualidade da mesma e eficácia do seu sistema de distribuição.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

Vire a página P.F

D- A melhoria do serviço de manutenção da rede de água e saneamento tem minimizado os problemas associados à mesma (roturas, falhas no fornecimento, entupimentos, etc..), nos últimos 5 anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

E- A recolha de resíduos tem melhorado, nos últimos cinco anos, verificando-se que é suficiente e atempada.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

F- As taxas pagas pela recolha de resíduos sólidos têm permanecido relativamente constantes, nos últimos cinco anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

G- As taxas pagas pela recolha de resíduos sólidos são adequadas tendo em conta a qualidade do serviço prestado, nos últimos cinco anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

H- O concelho de V.R.S.A, de uma maneira geral, tornou-se mais limpo, tendo a preocupação com a higiene por parte da SGU aumentado, nos últimos cinco anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

I- Nos últimos cinco anos, verificou-se um maior esforço da SGU no controlo de pragas.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

J- A preocupação da SGU com a recolha e acomodação de animais abandonados aumentou, nos últimos cinco anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

K- Nos últimos cinco anos, a SGU criou mais espaços verdes e de lazer.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

L- Os espaços verdes apresentaram-se mais cuidados, nos últimos cinco anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

Obrigado pela colaboração.

III

(Reabilitação urbana, eventos culturais e licenciamento urbano)

Instruções de preenchimento

- Preencha as opções de resposta com um (X)
- Em cada opção de resposta marque apenas um (X)
- Todas as perguntas do inquérito são relativas ao intervalo de tempo **2010-2014**
- Não existem respostas certas ou erradas, apenas a sua **perceção** do problema em estudo. Por favor responda com sinceridade.
- O inquérito é constituído por **3** páginas

A- A SGU, nos últimos cinco anos, tem intensificado os seus esforços na recuperação e requalificação da zona histórica e área envolvente.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

B- A zona histórica e área envolvente estão, atualmente, mais apelativas do que há cinco anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

C- A zona histórica e área envolvente, nos últimos cinco anos, têm vindo a ganhar dinamismo.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

Vire a página P.F

D- A zona histórica e área envolvente está hoje, mais bem servida de mobiliário urbano do que há cinco anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

E- O mobiliário urbano adotado é mais atrativo e funcional do que há cinco anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

F- A SGU, nos últimos cinco anos, empenhou-se na rentabilização do espaço público e divulgação das suas potencialidades.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

G- Nos últimos cinco anos, a SGU, tem aumentado a oferta de atividades e eventos culturais no espaço público.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

H- A SGU, nos últimos cinco anos, tem mostrado maior preocupação com a diversidade da oferta cultural.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

I- A oferta cultural, nos últimos cinco anos, tem sido mais bem divulgada.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

J- A SGU, nos últimos cinco anos, tem aumentado a cooperação com o comércio local, promovendo eventos culturais com o objetivo de dinamizar o mesmo.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

K- Nos últimos cinco anos, A SGU, desenvolveu mais esforços na promoção das tradições locais de V.R.S.A.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

L- Os pedidos de licenciamento estão atualmente mais simplificados do que há cinco anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

M- A resposta aos pedidos de licenciamento é hoje, mais célere do que há cinco anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

Obrigado pela colaboração.

IV

(Complexo e Eventos Desportivos)

Instruções de preenchimento

- Preencha as opções de resposta com um (X)
- Em cada opção de resposta marque apenas um (X)
- Todas as perguntas do inquérito são relativas ao intervalo de tempo **2010-2014**
- Não existem respostas certas ou erradas, apenas a sua **perceção** do problema em estudo. Por favor responda com sinceridade.
- O inquérito é constituído por **3** páginas

A- A SGU, nos últimos cinco anos, tem intensificado os seus esforços na promoção da prática do desporto.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

B- Nos últimos cinco anos, a SGU tem diversificado a oferta de modalidades desportivas.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

C- A SGU, nos últimos cinco anos, tem estreitado a colaboração do complexo desportivo com as escolas e centros para a terceira idade.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

Vire a página P.F

D- O complexo desportivo e área envolvente, nos últimos cinco anos, têm vindo a ganhar dinamismo.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

E- O complexo desportivo, está hoje mais bem apetrechado a nível de equipamentos do que há cinco anos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

F- Nos últimos cinco anos, houve uma preocupação crescente em disponibilizar aos atletas e praticantes condições de treino ideais.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

G- A SGU, nos últimos cinco anos, empenhou-se em divulgar internamente e externamente as potencialidades do seu complexo desportivo.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

H- Nos últimos cinco anos, é visível uma maior afluência de equipas nacionais e estrangeiras para utilizarem as instalações desportivas de V.R.S.A.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

I- Os preços praticados pela SGU, nos últimos cinco anos, para a utilização dos seus equipamentos desportivos têm-se mantido relativamente constantes.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

J- Os preços pagos pela utilização dos espaços e equipamentos desportivos são adequados, tendo em conta a qualidade dos mesmos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

K- A SGU, nos últimos cinco anos, tem vindo a criar pacotes de utilização que se enquadram nas necessidades dos atletas e praticantes.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

L- Nos últimos cinco anos, A SGU, tem promovido um maior número de eventos desportivos (campeonatos e saraus).

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

M- A SGU, nos últimos cinco anos, tem tido uma maior preocupação na diversificação dos eventos desportivos, não de restringindo a uma única modalidade.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

Obrigado pela colaboração.

(Equipamentos Sociais e Parques de Estacionamento)

Instruções de preenchimento

- Preencha as opções de resposta com um (X)
- Em cada opção de resposta marque apenas um (X)
- Todas as perguntas do inquérito são relativas ao intervalo de tempo **2010-2014**
- Não existem respostas certas ou erradas, apenas a sua **perceção** do problema em estudo. Por favor responda com sinceridade.
- O inquérito é constituído por **4** páginas

A- A SGU, nos últimos cinco anos, tem aumentado o investimento em equipamentos sociais (mais centros de dia, lares, infantários e parques infantis).

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

B- Nos últimos cinco anos, as condições oferecidas pelos equipamentos sociais têm vindo a melhorar.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

Vire a página P.F

C- A SGU, nos últimos cinco anos, têm demonstrado uma maior preocupação com as pessoas idosas, proporcionando-lhes atividades de ocupação dos tempos livres (clubes, passeios organizados, universidade sénior).

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

D- A SGU, nos últimos cinco anos, têm organizado um maior número de eventos culturais ou ações com o objetivo de integrar os idosos e evitar a sua exclusão social.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

E- A SGU, nos últimos cinco anos reforçou a sua ação na educação dos jovens, nomeadamente nas escolas, proporcionando atividades de enriquecimento curricular.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

F- Nos últimos cinco anos, a SGU, empenhou-se em promover o contato dos jovens com a cultura (teatro, cinema, livros).

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

G- A SGU, nos últimos cinco anos, procurou apetrechar a biblioteca de livros e recursos audiovisuais.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

H- Nos últimos cinco anos, a biblioteca reforçou a sua presença junto dos utentes, desenvolvendo atividades literárias e culturais (apresentação de livros, encontros com autores e tertúlias).

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

I- Os preços praticados pela SGU, nos últimos cinco anos, para a utilização dos seus equipamentos sociais e culturais têm-se mantido relativamente constantes.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

J- Os preços pagos pela utilização dos equipamentos sociais e culturais são adequados, tendo em conta a qualidade dos mesmos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

K- Nos últimos cinco anos, a SGU teve o cuidado de criar mais parques de estacionamento para veículos.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

L- Nos últimos cinco anos, A SGU, tem melhorado a gestão dos parques de estacionamento.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

M- Nos últimos cinco anos, os parques de estacionamento geridos pela SGU estão mais limpos e seguros.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

N- Nos últimos cinco anos as tarifas pagas pelo parqueamento têm- se mantido relativamente constantes.

Discordo Totalmente	Discordo em Grande Parte	Discordo em Parte	Não Concordo Nem Discordo	Concordo em Parte	Concordo Totalmente

Obrigado pela colaboração.