

**FUSÕES E AQUISIÇÕES NO SEIO DAS PME PORTUGUESAS**

José Pedro Rocha Guimarães

Dissertação de Mestrado  
em Finanças

Orientador:  
Dr. Rui Pedro Soares Ferreira, ISCTE Business School, Departamento de Finanças

Abril 2012

## Resumo

As Fusões e Aquisições (F&A) constituem um instrumento de reestruturação de empresas, que correspondem normalmente a ações de combinações entre empresas. A sua ocorrência apesar de comum entre grandes empresas vem a revelar-se arredada das opções da generalidade dos empresários de pequenas e médias empresas (PME) portuguesas.

No atual ambiente de negócios, a concentração de empresas poderá revelar-se um veículo crucial para as empresas adquirirem massa crítica por forma a alcançarem uma capacidade exportadora, que se pode revelar crítica para o seu crescimento e mesmo sobrevivência. A aquisição de massa crítica constitui assim uma das fortes motivações para a realização de operações de F&A no seio das PME.

As PME nacionais, que se caracterizam pela sua reduzida dimensão e fraca abertura ao exterior, apresentam desde logo atributos favoráveis à realização de operações de F&A. Um dos grandes desafios que se coloca atualmente às PME consiste nos problemas de sucessão, em que dada a idade avançada de muitos dos empresários e falta de sucessores aparentes, a continuidade da empresa fica seriamente posta em causa.

As condições económicas e de mercado constituem outra das forças impulsionadoras para a realização de operações, onde a escassez de financiamento cada vez mais sentida na economia ameaça estrangular a tesouraria das empresas. No entanto, apesar das notórias vantagens, existem bastantes entraves à concretização de operações de F&A, demonstrados na análise de casos reais de transmissão ocorridos em Portugal.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições, PME, Tecido empresarial português, Papel do Estado  
Classificação JEL: G30, G34

## **Abstract**

Mergers and acquisitions (M&A) are corporate restructuring instruments, which normally correspond to the action of combination of companies. Its occurrence although common among large companies is proving to be brushed off the options of most entrepreneurs of Portuguese small and medium enterprises (SMEs).

In today's business environment, the consolidation of business could prove a crucial way for companies to acquire dimension in order to achieve export capacity. This may prove critical for growth and survival even. The acquisition of dimension is therefore a strong motivation for carrying out M&A transactions within SMEs.

Portuguese SMEs characterized by their small size and weak export capacity, show favorable attributes to M&A operations. One of the greatest challenges currently facing SMEs consists in succession problems, due to the advanced age of the entrepreneurs and lack of immediate successors, which put the continuity of the company at risk.

The economic and market conditions are another of the driving forces to conduct M&A operations, where the shortage of funding is increasingly felt in the economy threatens to strangle the liquidity situation of enterprises. Although the notorious advantages, there are many barriers to the realization of M&A, as seen in the analysis of real cases occurred in Portugal.

Keywords: Mergers and Acquisitions, SME, Portuguese business, Public sector's role

JEL Classification System: G30, G34

## **Agradecimentos**

A ti, Rita, pelo apoio e compreensão ao longo da realização desta dissertação.

Aos meus pais, por todas as oportunidades e educação que me proporcionaram.

À minha irmã, pelo apoio que sempre me deu ao longo do meu percurso.

Ao meu orientador, Dr. Rui Ferreira, por todo o apoio prestado.

# Índice

Resumo.....	ii
Abstract .....	iii
Agradecimentos.....	iv
1 – Introdução.....	1
2 – Revisão da literatura.....	4
2.1 - As PME em particular.....	4
2.2 - Carácter Cíclico das operações de F&A .....	8
2.2.1 – <i>Os ciclos de F&amp;A</i> .....	8
2.2.2 – <i>Fundamentos teóricos dos ciclos de F&amp;A</i> .....	11
2.3 – Sinergias .....	12
2.4 - Motivações.....	14
3 – As Fusões e Aquisições.....	16
3.1 – Tipos de F&A.....	16
3.1.1 – <i>As aquisições com recurso elevado a capitais alheios – LBO</i> .....	17
3.2 – Identificação e quantificação de sinergias nas operações de F&A.....	20
3.3 – Fases de uma operação de F&A .....	22
3.3.1 - <i>Abordagem de um processo de venda</i> .....	22
3.3.2 - <i>Abordagem de um processo de compra</i> .....	23
4 – F&A como oportunidade de crescimento e viabilidade das PME no contexto atual .....	24
4.1 – Importância das PME no tecido empresarial português .....	24
4.2 - Motivações para a realização de operações de F&A e seleção da empresa alvo .....	29
4.2.1 – <i>A sucessão enquanto fator crítico</i> .....	30
4.2.2 – <i>As condições económicas e de mercado enquanto impulsionador</i> .....	31
4.3 – Avaliação de uma PME: Especificidades que as caracterizam .....	33
4.3.1 – <i>Métodos de avaliação</i> .....	34
4.3.2 – <i>Método DCF: Primeiro passo</i> .....	36
4.3.3 – <i>Método DCF: Segundo passo</i> .....	37
4.3.4 – <i>Método DCF: Terceiro passo</i> .....	38
4.3.5 – <i>Método DCF: Quarto passo</i> .....	39
4.4 – Instrumentos de apoio públicos às fusões e aquisições .....	41
4.4.1 – <i>PME Consolidada</i> .....	41

4.4.2 - FINTRANS .....	43
4.4.3 – SIRME - Sistema de Incentivos à Revitalização e Modernização Empresarial .....	44
4.4.4 - Programa Revitalizar.....	45
4.4.5 – O papel do estado enquanto agente no mercado .....	45
5 – Casos de F&A – FINTRANS.....	47
CASO 1 .....	48
CASO 2 .....	50
CASO 3 .....	52
CASO 4.....	54
CASO 5 .....	56
CASO 6.....	59
CASO 7.....	61
CASO 8.....	64
Conclusão .....	67
Bibliografia.....	71
Anexos.....	76

## 1 – Introdução

Em períodos de forte retração da atividade económica o ambiente de negócios é fortemente afetado. Atualmente o tecido empresarial português encontra-se sob forte pressão, com a procura interna em forte queda, principalmente devido à perda do poder de compra das famílias. Como tal, um dos caminhos para a recuperação do fôlego das empresas nacionais e da economia portuguesa passa pela exploração dos mercados externos, em especial dos que se encontram em clima de prosperidade económica.

Sendo o tecido empresarial nacional constituído quase na totalidade por pequenas e médias empresas (PME)<sup>1</sup>, os efeitos da crise económica e financeira são ainda mais notórios no dinamismo do setor empresarial, o qual é altamente dependente de micro empresas de cariz familiar muito pouco voltadas para os mercados externos<sup>2</sup>. É precisamente neste aspeto que reside um dos principais constrangimentos da capacidade das empresas portuguesas se adaptarem ao ambiente de negócios onde estão inseridas. A fraca abertura ao exterior assume assim uma importância fulcral, na medida em que, as empresas se encontram quase na sua totalidade expostas à volatilidade do mercado interno, sentindo diretamente os seus efeitos negativos quando o mesmo se encontra sob pressão e não lhes sendo possível mitigá-los através da dispersão da atividade pelos diversos mercados.

Dada a reduzida dimensão média<sup>3</sup> das empresas portuguesas, facilmente se constata que as mesmas não possuem dimensão individual adequada para enveredarem pelo caminho da exportação e/ou internacionalização, tornando-se assim necessária a aquisição de massa crítica para lhes ser possível rumar fora de portas. Com uma dimensão superior, as empresas apresentam maior capacidade de assunção de riscos e poder negocial, estando então em melhores condições de partir à conquista de novos mercados. A internacionalização ou exportação constituem as vias preferenciais para as empresas diminuírem a sua dependência do mercado interno, estagnado e segmentado, que se revela crítica para o crescimento e mesmo a sobrevivência das mesmas.

---

<sup>1</sup> As PME representam 99,7% do número total de empresas. Fonte: INE, 2010.

<sup>2</sup> No capítulo 4 iremos analisar mais detalhadamente a composição do tecido empresarial português.

<sup>3</sup> A dimensão média das PME é de 6 colaboradores. Fonte: INE, 2010.

Desta constatação surge uma das principais motivações para a realização de operações de Fusão e Aquisição (F&A) entre as PME.

Porém, as operações de F&A são um tema ainda muito pouco discutido e conhecido para a grande maioria dos empresários nacionais. No entanto, as suas potencialidades são evidentes e as vantagens que podem advir da concretização destas operações são enormes, quer para as empresas envolvidas, quer para a economia como um todo.

Analisada a composição do tecido empresarial português facilmente se percebe que o mesmo apresenta características apetecíveis para a realização de operações de concentração de empresas. Desde logo, tendo em conta o cariz familiar e geracional da grande maioria das empresas, o problema da sucessão é um dos que mais frequentemente se coloca quando questionada a continuidade das empresas. Como tal, muitas das empresas criadas por uma geração de empresários que se encontra prestes a atingir a idade da reforma poderão ter a sua continuidade hipotecada pela falta de perspetivas de sucessão dentro da organização. Este conceito de organização/empresa entre as PME acaba muitas vezes por ser confundido com o conceito de família, implicando, regra geral, que lhes esteja associada uma gestão pouco profissionalizada e não preparada para lidar com situações adversas, como as vividas atualmente.

Mas não só nos casos de aquisição de massa crítica ou problemas de sucessão as operações de F&A podem apresentar vantagens. Sendo a concentração horizontal<sup>4</sup> a que mais vantagens apresenta para a realidade das PME, é possível extrair da mesma os seguintes benefícios, sendo de realçar:

- Aumentos de eficiência na produção e distribuição;
- Economias de escala;
- Economias de gama ou de modelo;
- Aumento do poder no mercado por expectativas de crescimento;
- Racionalização de recursos.

É então notório que este tipo de operações apesar de normalmente estarem apenas associados às empresas de maior dimensão pode surgir como um interessante instrumento potenciador de crescimento ou mesmo viabilidade para as PME.

---

<sup>4</sup> Conceito aprofundado no capítulo 3.



Está dado o mote para a realização de um trabalho que incida sobre esta temática que se mostra extremamente pertinente para a realidade do contexto empresarial atual.

Ao longo do presente trabalho será feita uma revisão da literatura existente, a qual se vem a revelar bastante incipiente. No capítulo seguinte serão abordados os tipos de F&A e aprofundada a questão das sinergias que se revela crucial nestas operações. Posteriormente serão elencadas as diversas fases que compõem um processo de venda e um processo de compra.

Posteriormente, será analisada a composição do tecido empresarial e quais as suas potencialidades para a realização de operações de concentração. Neste capítulo, que constitui o cerne do trabalho, serão observadas as motivações para a realização de operações e posteriormente será aprofundada a questão da avaliação das PME, que como iremos ver encerra em si algumas particularidades. Por último serão descritos os diversos instrumentos de apoio públicos existentes, bem como, analisada a sua pertinência e adequabilidade no atual contexto.

O último capítulo será exclusivamente dedicado à análise de casos reais de operações de F&A ocorridos entre PME, onde serão abordadas as principais motivações que estiveram na sua génese, as dificuldades sentidas no decorrer do processo, sinergias obtidas e meios de financiamento envolvidos.

Por fim, serão tecidas conclusões acerca das fusões e aquisições no seio das PME portuguesas.

## 2 – Revisão da literatura

As F&A no seio das PME é um tema para o qual a literatura, quer a nível nacional quer a nível internacional, é bastante incipiente. A escassez de informação torna-se mais premente no caso nacional, pois não existe nenhum estudo em que seja abordado o tema em específico das F&A envolvendo PME. Já no que diz respeito às F&A em geral, a literatura é extensa e aborda diferentes temáticas, entre elas, o carácter cíclico, as sinergias e as motivações na base da realização das transações.

### 2.1 - As PME em particular

Encontramos a nível internacional alguns estudos com contributos relevantes para a temática das F&A no seio das PME, nomeadamente referentes a comparações de rentabilidade entre pequenas e grandes empresas, relação entre dimensão e crescimento e comparação da rentabilidade das aquisições entre pequenas e grandes empresas.

Logo à partida, uma conclusão importante consiste no facto da probabilidade de uma empresa se tornar um alvo de aquisição ser superior para as pequenas empresas (Cosh, Hughes, Lee & Singh, 1989). Este facto ganha especial relevo quando se trata de uma pequena empresa rentável que sofre com o problema da força de mercado das grandes empresas, ainda que estas sejam menos rentáveis. Esta força de mercado, como iremos ver mais à frente é uma das maiores motivações subjacentes às F&A. Assim, segundo Aiginger e Tichy (1991) algumas empresas podem enveredar pelas aquisições não por ser um negócio altamente rentável, mas sim para evitar desvantagens da não aquisição, tornando-se assim aquisições defensivas e não ofensivas. Ainda de acordo com Aiginger e Tichy (1991), várias pesquisas sugerem que as pequenas empresas têm melhor desempenho na criação de emprego. Fazendo a ponte para a realidade empresarial em Portugal, em que as PME representam 72,5% do volume de emprego das sociedades não financeiras<sup>5</sup>, este facto reveste-se de maior relevância. No entanto, a vantagem relativa das pequenas empresas é menor nos resultados, onde as grandes empresas têm primazia, nomeadamente no que diz respeito à eficiência e crescimento das vendas. Com respeito ainda à comparação entre pequenas e grandes empresas, Aiginger e Tichy (1991) relatam que a perda de controlo, das grandes empresas, resulta em investimento

---

<sup>5</sup> Fonte: INE, 2010.

excessivo, colaboradores remunerados em excesso e num leque de produtos que não vai ao encontro da procura. Estes autores frisam ainda um aspeto que tem muito relevo no contexto das PME portuguesas, que consiste no facto da influência do dono nas pequenas empresas ser mais forte e a sua orientação estar mais focada nos lucros e menos no crescimento como é apanágio das grandes empresas, com uma estrutura de gestão mais pesada. Surge assim uma referência aos entraves às operações de F&A nas PME. Ainda relacionado com a perda de controlo, as conclusões do estudo efetuado por Cressy e Olofsson (1997) apontam a aversão à venda de uma parte do controlo como a razão para os gestores de PME elegerem a contração de dívida como fonte de financiamento preferencial, em detrimento da emissão de capital. Esta aversão é notória quer nos casos em que não existe desejo da empresa crescer, quer nos casos em que esse desejo subsiste. Facto curioso deste estudo é que apesar de existir a noção de que a aversão à venda de uma parte do controlo é um sério entrave ao crescimento, os gestores não estão dispostos a abdicar do controlo. Este facto é congruente com o grosso do tecido empresarial de Portugal, caracterizado por empresários que por diversas razões não demonstram abertura para renunciar ao controlo da empresa, sacrificando a aquisição de novos conhecimentos e mergulhando a empresa numa espiral de estagnação. Outra das conclusões do estudo tem a ver com o facto de não relacionarem a abertura do capital à entrada de novo conhecimento na empresa e conseqüentemente à potencial geração de mais-valias.

O tema do crescimento das PME encontra-se desenvolvido por vários autores não sendo, no entanto, claro que a dimensão seja determinante para o crescimento. Ainda assim, existem estudos que concluem favoravelmente acerca desta relação (Mata, 1994; Hall, 1987; Acs & Audretsch, 1987; Dunne, Roberts & Samuelson, 1988) e alguns deles concluíram mesmo que a idade contribui para o crescimento (Dunne et al., 1988). Esta última conclusão é congruente com a ideia de que as empresas gradualmente percebem a sua eficiência no mercado após a entrada e precisam de crescer para sobreviverem (Jovanovic, 1982; Geroski, 1995; Baldwin & Rafiqzaman, 1995). Faz assim sentido, afirmar que as F&A são uma opção de crescimento das empresas, complementando ou mesmo substituindo o crescimento orgânico, nem sempre simples de alcançar.

Ainda incidindo na temática do crescimento, a mais desenvolvida no que ao estudo das PME diz respeito, Leonardo Bechetti e Giovani Trovato (2002), concluem para uma amostra representativa de PME italianas que as empresas com maior acesso a financiamento externo (as mais alavancadas) crescem muito mais que as empresas menos alavancadas, sendo a diferença bastante superior quando se trata de empresas com menos de 50 colaboradores,

portanto de micro e pequenas empresas. Estes autores concluíram ainda que as pequenas empresas sobreviventes têm um potencial de crescimento acima da média, embora este potencial possa ser limitado pelo fraco acesso a financiamento externo e a falta de acesso a mercados externos. Assim, estes resultados corroboram a ideia de que o acesso a financiamento externo e a internacionalização são fatores cruciais para o desenvolvimento económico. O contributo das F&A neste campo cifra-se no aumento da dimensão de uma empresa, permitindo-lhe obter músculo e massa crítica, o que fará com que o acesso a financiamento externo seja naturalmente mais fácil e contratado a taxas mais baixas.

Akerlof (1970) sugere que aceder ao valor de um alvo pode ser mais difícil no caso do mesmo ser uma empresa pequena e não cotada. Surge novamente uma referência a possíveis entraves na realização de operações entre PME, os quais iremos analisar detalhadamente mais à frente. Assim, os investidores são mais propensos a adquirir empresas cotadas, onde estes problemas são menos notórios. No mesmo sentido, (Deeds, DeCarolis & Coombs, 1999) afirmam que adquirir empresas pequenas é problemático pois não só são difíceis de localizar, como para as próprias empresas é mais difícil sinalizar a intenção de venda (Becchetti & Trovato, 2002). Jung-Chin Shen e Jeffrey J. Reuer (2005) que centraram a sua análise num grupo de pequenas empresas do sector da manufatura descrevem que estas tendem a preferir adquirir empresas cotadas a não cotadas, principalmente quando se trata de empresas numa fase inicial do seu ciclo de vida. Estes autores afirmam ainda que quando se trata de adquirir empresas que se enquadram no *core business* da adquirente, a mesma é propensa a adquirir não cotadas, mas quando se trata de áreas *non-core* é normal recorrer ao mercado de capitais para identificar potenciais alvos. Este facto deve-se ao maior risco de assimetria de informação nas transações inter-indústria, derivado do menor conhecimento sobre outros setores que não os *core*. Concluem ainda que os investidores são mais propensos a adquirir pequenas empresas cotadas do que não cotadas, devido ao menor risco de seleção adversa. A assimetria de informação surge então como mais um entrave à realização de transações empresariais.

Segundo Shen e Reuer (2005), uma empresa tornar-se cotada, diminui os problemas sentidos pelas adquirentes na avaliação, embora estes problemas sejam sempre superiores para as pequenas empresas, quando comparadas com outras organizações, nomeadamente empresas de dimensão superior. Assim, além de mitigar os problemas de assimetria de informação ainda permite às pequenas empresas sinalizar o seu valor para diversas entidades, nomeadamente as que estão à procura de alvos para adquirir. Concluíram ainda que os

acordos de colaboração entre empresas, nomeadamente *joint-ventures*<sup>6</sup>, podem reduzir a assimetria de informação e ao mesmo tempo diminuir os seus efeitos para os potenciais adquirentes, sinalizando o seu valor, ideia partilhada por Balakrishnan e Koza (1993). A assimetria de informação surge novamente referenciada como um dos graves constrangimentos à realização de operações de F&A entre PME, particularmente quando esta se trata da empresa adquirida, devido ao facto da adquirente não dispor de toda a informação acerca do seu alvo. Este é aliás um dos problemas mais invocados nos diversos estudos sobre a temática.

Gorton, Kahl e Rosen (2000) na sua pesquisa baseada em indústrias com economias de escala, evidenciam que os proveitos das aquisições diminuem com o tamanho da empresa adquirente e que as pequenas empresas tendem a estar envolvidas em aquisições mais rentáveis, uma vez que as grandes empresas sobrevalorizam os alvos. Ainda segundo os mesmos autores, as aquisições são mais rentáveis em indústrias onde existe uma empresa de dimensão bastante superior quando comparada com as outras e também em indústrias com muitas empresas de média dimensão. Assim, mostram que a dimensão das empresas que compõem uma indústria é importante na definição de como as aquisições ocorrem. No que diz respeito a motivações para a realização de fusões e aquisições, Gorton et al. (2000), relevam para duas razões para as quais as empresas entram na apelidada “corrida” pela dimensão. A primeira das quais consiste no facto dos gestores de uma empresa quererem adquirir outras como forma de aumentar a sua dimensão e assim reduzir a probabilidade de tornarem alvos, sendo este pensamento coerente com Cosh et al. (1989). Estas aquisições ainda que possam não ser rentáveis podem prevenir os gestores de uma perda de benefícios pessoais, derivada de uma perda de controlo, à qual normalmente são avessos. A outra razão prende-se com o facto de quererem incrementar dimensão e conseqüentemente posicionarem-se como alvos mais atrativos.

Moeller, Schlingemann e Stulz (2004) através de uma amostra de 12.023 operações de F&A nos EUA, anunciadas entre 1980 e 2001, chegam à conclusão que as aquisições efetuadas por pequenas empresas são mais rentáveis para os acionistas, ainda que os ganhos sejam reduzidos. Por sua vez, as aquisições efetuadas por grandes empresas resultam em prejuízos para os seus acionistas. Assim, as empresas pequenas são melhores compradoras que as grandes (Moeller et al., 2004). Pelo facto do estudo apenas incidir em empresas cotadas, as conclusões no âmbito do nosso trabalho apenas relevam para o facto da dimensão das

---

<sup>6</sup> Acordos para a prossecução de objetivos comuns das partes contratantes, que se caracterizam pela sua grande flexibilidade na utilização (Ferreira, 2002).

empresas estar relacionado com a rentabilidade das aquisições, opinião partilhada com Gorton et al. (2000). Esta conclusão conjugada com a de Fuller, Netter e Stegemoller (2002) que conclui que o retorno para o acionista é superior no caso de a aquisição ser de uma empresa não cotada, sugere que as operações de F&A entre PME podem ser rentáveis, uma vez que as PME não são regra geral cotadas. A contribuir para este facto concorre a ideia defendida por Moeller et al. (2004) em que as grandes empresas não só pagam prémios de aquisição superiores, como obtêm sinergias negativas nas aquisições, contrastando com as sinergias positivas obtidas pelas pequenas empresas.

Uma das principais conclusões da literatura sobre o tema consiste no facto das pequenas empresas serem mais propensas a ser adquiridas, embora não tenham recebido a atenção devida nos diversos estudos elaborados (Shen & Reuer, 2005).

## **2.2 - Carácter Cíclico das operações de F&A**

Uma das principais evidências relativa às F&A consiste no facto de elas surgirem com um carácter cíclico, normalmente denominadas de ondas. Esta matéria, amplamente estudada e debatida, gera relativo consenso no que toca às ondas verificadas, sendo então identificadas cinco, a saber, início do século XX, 1920's, 1960's, 1980's e 1990's.

Cada uma destas ondas tem características próprias e diferentes motivações na sua génese, cristalizando duas correntes fundamentais de explicações teóricas, a Neoclássica e a Comportamental (Martynova, 2005).

### *2.2.1 – Os ciclos de F&A*

A primeira das ondas remonta ao final do século XIX sendo identificada e apelidada de “Great Merger Wave” por O'Brien (1988). A mesma foi desencadeada por uma depressão económica, nova legislação governamental em matéria de F&A e o crescimento das transações de títulos de empresas industriais na Bolsa de Nova Iorque. Esta onda (1807-1904) foi marcada pelas fusões horizontais, particularmente na concentração da produção industrial originando a formação de monopólios (Stigler, 1950). De acordo com Lamoreaux (1985) estas fusões foram encetadas com o desígnio da redução dos custos unitários e não tanto da exploração de economias de escala. O fim da onda foi marcado pelo *crash* do mercado de títulos entre 1903 e 1905.

A segunda onda iniciada no final da década de 1910 e terminada com a Grande Depressão de 1929 surgiu com as novas leis de defesa da concorrência (Sudarsanam, 2003) e foi

determinante na mudança da orientação da integração horizontal para a integração vertical (Martynova, 2005), iniciando a formação de oligopólios (Stigler, 1950). Contrariamente ao verificado na primeira onda, nesta segunda, a procura de economias de escala já se verificava de forma mais premente em detrimento do aumento do poder de mercado.

Com a Grande Depressão de 1929 e o irromper da 2ª Grande Guerra a terceira onda apenas surgiu na década de 50, atingindo o seu pico em 1968 e terminando com uma nova crise mundial originada pela crise do petróleo (Martynova, 2005). Assim se começa a verificar que o carácter cíclico das F&A está relacionado com choques económicos, tecnológicos ou regulatórios (Mitchell & Mulherin, 1996). Esta terceira onda tem uma característica particular pois de acordo com Sudarsanam (2003) a tendência das integrações era diferente nos EUA e no Reino Unido. Assim, enquanto nos EUA as aquisições estavam concentradas na diversificação e na formação de conglomerados, no Reino Unido a tendência era a da integração horizontal, justificada por Fairburn (1989) com a política industrial preconizada pelo Governo Britânico, incentivando a criação de empresas capazes de competir no mercado mundial. Mais tarde viria a ser abandonada e seguida a mesma tendência dos EUA. Fundamental na caracterização do tipo de aquisições verificadas foi a quase proibição das fusões horizontais nos EUA, restando apenas as aquisições de empresas em sectores que não os da empresa adquirente, com vista à formação de conglomerados (Shleifer & Vishny, 1991). Esta temática dos motivos para a realização de fusões horizontais e a formação de conglomerados encontra-se amplamente debatida, advindo daí diversas explicações para tal tendência, desde a razão principal defendida por Sudarsanam (2003) em que impera a razão do crescimento. Outra das razões foi invocada por Williamson (1970) em que a estratégia da diversificação era seguida devido às imperfeições do mercado externo de capitais, sendo que, a estrutura de conglomerado permite a redução da instabilidade dos proveitos (Lewellen, 1971) e ainda do risco de falência (Higgins & Schall, 1975; Shleifer & Vishny, 1992). As empresas tentavam assim desenvolver o seu próprio mercado de capitais interno e assim aceder a financiamento mais facilmente, uma vez que, na década de 60 os mercados de capitais não permitiam alocar os recursos de forma eficiente (Bhide, 1990). Na discussão das explicações para a formação dos conglomerados surge ainda a noção das sinergias de gestão, invocada por (Matusaka, 1991) em que as mesmas são obtidas quando o conhecimento da empresa alvo é complementar com o da empresa adquirente. Shleifer e Vishny (1991) consideram que esta terceira onda foi fortemente marcada pelo agudizar dos problemas de agência entre responsáveis de gestão e acionistas. Aliás, este é um tema objeto de ampla análise, em que é sugerido por diversos autores (ex. Jensen, 1986) ser seguida uma estratégia

de maximização de valor e aquisição de negócios não relacionados com vista à prossecução do interesse pessoal. Assim, esta terceira vaga de F&A marcada pela diversificação, não tem uma explicação única (Martynova, 2005), sendo as principais a regulação anti concorrência, subdesenvolvimento do mercado de capitais, fraca blindagem de estatutos pelos acionistas, ineficiências no mercado de trabalho e desenvolvimentos políticos, económicos, sociais e tecnológicos.

Terminada a recessão em que a economia mundial estava mergulhada, surge no início dos anos 80 a quarta vaga de aquisições (1984-1989) na qual as empresas começaram a sentir os efeitos negativos da diversificação em que se tinham focado e iniciaram a reorganização. Vários problemas associados à diversificação, nomeadamente a rigidez na reação a choques da indústria (Mitchell & Mulherin, 1996) e a ineficiência do mercado de capitais interno, fizeram com que as empresas comesçassem a voltar-se, novamente, para as aquisições horizontais. Para a génese deste ciclo, outros fatores como a desregulamentação do setor financeiro, o atenuar das leis da concorrência, a criação de novos instrumentos financeiros (como as *junk bonds*<sup>7</sup>) e o desenvolvimento na indústria eletrónica foram determinantes para esta vaga dos anos 80, em que ocorreu um número sem precedentes de desinvestimentos, aquisições hostis pagas em dinheiro e operações com elevados níveis de financiamento alheio, como *LBOs*<sup>8</sup> e *MBOs*<sup>9</sup>. Uma característica importante deste ciclo de F&A foi o facto da dimensão das empresas adquiridas ser superior, apesar do número de operações ter diminuído consideravelmente (Ferreira, 2002).

Novamente no final de uma crise económica, acontecimento determinante na definição dos ciclos de F&A, dá-se início ao quinto ciclo (1993-2001), marcado pelo papel vital que as operações deste tipo tiveram na expansão além-fronteiras das empresas. Assistiu-se então a uma magnitude sem precedentes quer em termos de número, quer no que diz respeito ao valor das operações (Martynova, 2005). Sem dúvida que a globalização dos produtos, serviços e capitais e o mercado bolsista com tendência positiva marcou esta quinta vaga de F&A, onde as empresas recorreram às aquisições transnacionais e transcontinentais para resistir à competitividade dos mercados globais (Ferreira, 2002). Neste quinto ciclo, dominado por

---

<sup>7</sup> Junk Bonds – Obrigações classificadas como não adequadas para investimento ou para especulação (Ferreira, 2002).

<sup>8</sup> Aquisições de empresas cotadas por investidores privados que financiam grande parte da compra com dívida (Brealey-Meyers, 2003).

<sup>9</sup> Difere do LBO pelo facto de a aquisição ser levada a cabo pelos dirigentes ou quadros da empresa (Brealey-Meyers, 2003).



F&A gigantescas maioritariamente de carácter horizontal, o financiamento passou a ser efetuado em larga escala por capital acionista e não tanto por recurso ao endividamento sendo a tendência virada para aquisições de setores relacionados, assistindo-se a um desmantelamento dos conglomerados, emergidos no terceiro ciclo.

### 2.2.2 – *Fundamentos teóricos dos ciclos de F&A*

Tal como suprarreferido, os fundamentos teóricos de F&A podem ser amplamente qualificados em dois grupos, o Neoclássico e o Comportamental, os objetos de estudo de Harford (2005). No entanto, é fácil encontrar na literatura opiniões divergentes acerca de quantas correntes teóricas existem para justificar os ciclos de F&A. Assim, segundo Ferreira (2002) é possível identificar fatores macroeconómicos e financeiros relacionados com os ciclos, nomeadamente o crescimento do PIB – Produto Interno Bruto, as taxas de juros e o custo do capital e por último os movimentos positivos do mercado de capitais. Por outro lado, Brealey-Meyers (2003) sugere que não existe nenhuma explicação teórica para a existência de ciclos, no entanto, admite que algumas fusões possam resultar de erros de avaliação do mercado bolsista, percecionando o comprador o alvo desvalorizado ou que os investidores irão sobrevalorizar o conjunto das duas empresas. Ainda assim, afirma que erros podem ocorrer com o mercado em alta ou em baixa. Já Harford (2005) analisou a variante Neoclássica e a Comportamental e conclui pela verificação do fundamento Neoclássico, com a modificação da inclusão do papel da liquidez de capital, que considera determinante para a realização de um número de operações capazes de formar uma onda. O fundamento Neoclássico resume-se à existência de choques de cariz industrial, tecnológico, regulatório ou económico que conduz a que empresas dentro do setor ou fora do setor recorram às F&A como forma de realocar os ativos (Harford, 2005). Esta corrente Neoclássica remonta a Coase (1937) que afirmava que a atividade de aquisições é a resposta a mudanças tecnológicas e a Gort (1969) que defendia que distúrbios económicos conduziam a reorganizações na indústria. No fundo, este modelo Neoclássico explica a concentração de operações de F&A por indústria, país e tempo como uma resposta simultânea das empresas a choques específicos (Martynova, 2005). Persons e Warther (1997) afirmam que quando uma série de operações bem-sucedidas aumenta a pretensão de outras empresas encetarem elas próprias operações, começam a ocorrer negócios mal sucedidos e levam ao declínio da atividade de F&A.

No que diz respeito à hipótese Comportamental, Harford (2005) define a mesma como aquela em que as F&A ocorrem quando os dirigentes e quadros usam títulos sobrevalorizados para

adquirir ativos de empresas subvalorizadas. Diversos autores defendem este fundamento teórico, entre eles, Shleifer e Vishny (2003) que defendem a verificação de operações de F&A em ciclos devido a uma parte substancial das operações estar associada a valorizações do mercado bolsista. Já Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004) desenvolveram um modelo em que alvos racionais que sofram de assimetria de informação estão mais dispostos a aceitar propostas de adquirentes sobrevalorizados durante períodos de valorização do mercado devido à valorização em alta das sinergias durante esses períodos. Consequentemente, o número crescente de transações forma uma onda.

Facto importante do carácter cíclico das F&A é o de que as transações que ocorrem numa parte final da onda proporcionam ganhos menores do que as realizadas no início da onda (Moeller & Schlingemann, 2005).

### **2.3 – Sinergias**

As sinergias são o ingrediente mágico que permitem que os compradores paguem prémios gigantescos em aquisições (Damodaran, 2005). No fundo, é o valor adicional que é gerado pela combinação de duas empresas, que não era passível de ser obtido com as duas empresas a operar separadamente (Ferreira, 2002). Ainda segundo o mesmo autor, o seu efeito é de tal ordem que sustenta quase todas as decisões que estão na base das operações de F&A, opinião congruente com Damodaran (2001) que sustenta que será provavelmente o racional mais usado para a concretização de operações de F&A.

Percorrendo a literatura, percebe-se que nos últimos 40 anos a sinergia se tornou um conceito importante na estratégia das empresas, em especial para o desenvolvimento e expansão diversificada. Já nos anos 60, Igor Ansoff (1965) referiu como é que uma estratégia baseada em sinergias pode proporcionar um suporte para uma organização diversificada. A sinergia era então uma das quatro componentes de estratégia, definindo o modo como a organização pode ter sucesso em novas aquisições ou em novas áreas de negócio. Nos anos 80, Porter (1985) e Kanter (1989) contribuíram também para o aprofundar da literatura neste domínio. Assim, Porter defendia que a gestão e o domínio das relações entre negócios são a essência da estratégia empresarial e da obtenção de sinergias. As atividades semelhantes e relações potenciais entre elas são assim fulcrais para alcançar vantagens competitivas. Numa postura mais radical e simplista, Kanter (1989) defendia que apenas as sinergias justificavam as empresas multi negócio.

Segundo Ferreira (2002), nos anos 90 com a continuação da exploração do conceito de sinergia, surgiram duas correntes: a visão baseada nos recursos e a visão baseada nas competências fundamentais. A primeira, defendida por Wernerfelt (1984) versa que sendo as empresas vistas como conjuntos ou grupos de recursos, tangíveis ou intangíveis, são importantes as fontes internas e externas para a obtenção de vantagens competitivas, sendo criadas sinergias sempre que os recursos internos são explorados em diferentes negócios ou mercados. Assim, as sinergias surgem de uma estratégia de utilização comum e de repartição dos recursos disponíveis, criando combinações que tragam vantagens competitivas e explorando-as ao máximo no seu interior. Quanto à segunda, argumentada por Prahalad e Hamel (1990), as empresas com sucesso são as que exploram as competências tecnológicas e outras no interior dos seus diferentes negócios, atividades ou quaisquer outras partes componentes. Deste modo, o encorajamento da utilização das melhores práticas e da troca de conhecimentos da pesquisa sobre os produtos no interior das organizações constitui uma importante fonte de sinergia. Mais tarde, Eisenhardt e Galunic (2000) introduzem um novo conceito de alcançar ganhos de sinergias, o chamado *coevolving* – desenvolvimento comum ou conjunto. No fundo passa por uma teia de relações que explora novas oportunidades e abandona aquelas que não conduzem ou mesmo destroem valor. Mais recentemente, Damodaran (2005) num amplo trabalho acerca das sinergias, identifica dois tipos de sinergias, as operacionais e as financeiras, em que as primeiras consistem em economias de escala, maior competitividade preço e potencial de crescimento em mercados novos ou existentes. Normalmente aparecem como maiores rendimentos esperados. No que diz respeito às sinergias financeiras, estão associadas a benefícios fiscais, diversificação, maior capacidade de endividamento e utilizações de fundos disponíveis. De uma forma mais detalhada, Ansoff (1965) sugere a existência de quatro tipos de sinergias. Além das sinergias operacionais, refere a existência de sinergias pelos proveitos, sinergias de investimento e sinergias de gestão. Numa visão mais restrita da sinergia, Itami (1987) defende que apenas os recursos incorpóreos podem proporcionar ganhos de sinergia quando os mesmos observam determinadas condições: não podem ser comprados; podem ser utilizados em diversas situações no interior das organizações; podem ser combinados e podem ser usados de novas maneiras. Por sua vez os recursos corpóreos apenas podem proporcionar o apelidado efeito complemento.

Sirower (2006) identifica apenas dois tipos de sinergias, de proveitos e de custos, em que existe um custo associado à sua obtenção. Para Sirower (2006) existem apenas duas formas de alcançar sinergias através de operações, pelo incremento dos proveitos ou pela redução de

custos. Porém, afirma que as empresas têm mais sucesso na redução de custos do que no aumento dos proveitos.

Para Damodaran (2005) sendo claro que o mercado está convicto que existe potencial de sinergia aquando das operações, também é claro que apenas uma pequena parte das transações as gera de forma substancial. Conclui assim que as sinergias são muito mais difíceis de gerar na prática que no papel, opinião congruente com a de Aiginger e Tichy (1991) que afirma que as economias de escala e gama são mais reduzidas no mundo real do que os estudos sugerem, enquanto as perdas de controlo são consideravelmente maiores. O facto de as sinergias serem difíceis de gerar na prática poderá estar relacionado com o facto de muitas vezes não lhes ser dedicado o devido tempo numa fase anterior à realização da transação. Este facto é constatado por um estudo da consultora KPMG (2011) em que quase metade das empresas inquiridas admitiram não ter efetuado nenhuma análise prévia de sinergias antes da concretização da transação.

## 2.4 - Motivações

As motivações que estão na base da realização de operações de F&A são diversas e nem todas são claras no que ao sentido económico diz respeito. Damodaran (2001) enuncia cinco razões para serem efetuadas aquisições, ao passo que Brealey-Meyers (2003) refere cinco motivos sensíveis e outros três que considera dúbios. Como tal, Brealey-Meyers refere as (1) economias de escala<sup>10</sup> que afirma serem o objetivo natural das fusões horizontais<sup>11</sup>, embora estas possam surgir nas fusões de conglomerados<sup>12</sup>. Uma das outras razões invocada prende-se com as (2) economias de integração vertical onde uma empresa tenta obter o controlo de um processo de produção através da aquisição de um fornecedor ou cliente. É invocada ainda a (3) complementaridade de recursos, em que cada uma das empresas tem o que a outra necessita e assim faz sentido que elas se fundam entre si. Destaca ainda o (4) excedente de fundos, na medida em que, uma empresa em alternativa a distribuir o excedente de fundos gerado pelos acionistas, adquire ações de outras empresas investindo assim o seu excedente. Por outro lado, a (5) eliminação de ineficiências em que explora as oportunidades de cortar custos ou aumentar vendas e resultados. Normalmente passa pela substituição da

---

<sup>10</sup> Economias de escala são obtidas quando o custo unitário de produção baixa com o aumento da produção (Brealey-Meyers, 2003).

<sup>11</sup> A desenvolver no capítulo 2.

<sup>12</sup> A desenvolver no capítulo 2.

administração e quadros de uma empresa através de uma aquisição. No que diz respeito às razões com menos sentido económico, as apelidadas de razões dúbias, refere primeiro a diversificação, em que empresas com fundos extra investem em setores não relacionados e assim reduzem o risco. A outra razão tem a ver com o incrementar dos resultados por ação e por último os menores custos de financiamento, em que a empresa pós-fusão consegue endividar-se a taxas mais baixas que separadamente, devido à sua maior dimensão.

Por seu turno, Damodaran (2001) invoca cinco razões: adquirir empresas subvalorizadas; diversificação como redução de custos; criação de sinergias operacionais ou financeiras; adquirir empresas mal geridas e efetuar alterações na gestão e por último, a satisfação dos interesses próprios dos gestores. Verifica-se no entanto, que embora categorizadas de forma diferente, as motivações estão *grosso modo* em linha com as referidas por Brealey-Meyers. É exatamente no que toca aos interesses da gestão que Brealey-Meyers é omissa. Este autointeresse dos gestores já havia sido citado na abordagem dos fundamentos teóricos dos ciclos das F&A por diversos autores, entre eles, Lambert e Larcker (1987) que descobriram que nas empresas adquirentes onde a remuneração dos quadros está mais dependente da *performance* dos títulos em bolsa e não tanto de indicadores contabilísticos, a sua cotação aumenta significativamente mais. Também Lewellen, Loderer e Rosenfeld (1985) afirmam que quando os gestores da empresa adquirente possuem remunerações indexadas aos títulos, o mercado reage mais positivamente a uma proposta de aquisição. No mesmo sentido, Datta e Raman (2001) prova que em empresas onde a gestão tem partes de capital o mercado reage melhor a anúncios de aquisição. Martynova (2005) conclui assim com estes três estudos que quando os gestores e quadros não possuem partes de capital, os problemas de agência<sup>13</sup> serão superiores e as aquisições têm mais probabilidade de destruir valor. Também Andrade (2001) menciona a ambição de gerir empresas grandes por parte da gestão de topo e enquadrá-la como uma das razões para a realização de operações de F&A. No que diz respeito aos restantes motivos, invoca a razão primordial de crescimento das empresas e a busca de possíveis economias de escala, sinergias e maior eficiência na gestão dos recursos. O crescimento é também o racional principal por detrás de uma aquisição para os inquiridos de um estudo da consultora KPMG (2011). Assim, quer o crescimento por via de aumento da quota de mercado, quer o crescimento geográfico, bem como, a expansão para um setor em crescimento, são as principais motivações para a realização de operações.

---

<sup>13</sup>Acionistas, gestores, obrigacionistas e sociedade em geral têm diferentes interesses e incentivos, gerando os problemas de agência, que acarretam custos, os chamados custos de agência (Damodaran, 2001).

Fazendo a ponte para a realidade das PME portuguesas, facilmente se verifica que sendo mais de 85% das mesmas, micro empresas<sup>14</sup>, a necessidade do crescimento é grande e os benefícios que podem advir do mesmo também, dadas as economias de escala possíveis de alcançar. No que diz respeito à expansão para um mercado geográfico distinto, operação que acarreta elevados níveis de investimento iniciais e que obriga a que a empresa tenha uma capacidade financeira capaz de arcar com o mesmo, o crescimento por aquisição surge como uma via célere para alcançar a dimensão necessária com vista à exploração de novos mercados. Uma hipótese interessante de ser explorada é a aquisição de uma empresa que opere num mercado que seja apetecível para a empresa adquirente mas que atuando de forma individual lhe seja difícil de entrar no mesmo. Assim, a concentração pode significar um meio atrativo para a empresa conseguir alcançar um objetivo que dificilmente o atingiria sozinha, beneficiando assim da complementaridade de recursos, atrás referida.

### **3 – As Fusões e Aquisições**

As Fusões e Aquisições (F&A) são importantes instrumentos de reestruturação das empresas. F&A é a expressão usada para um conjunto de factos que representam ações de combinações entre empresas. Os seus efeitos afetam desde a performance e estrutura de capital das empresas à eficiência e competitividade dos setores a que pertencem as empresas protagonistas da reestruturação. Antes de mais, importa destrinçar o conceito em si entre fusões e aquisições, por forma a melhor se perceber em que consistem estas operações. Assim, por fusão entende-se uma operação em que duas entidades juridicamente separadas fundem-se numa só entidade jurídica. No entanto, poderá ocorrer uma fusão por absorção, em que, o património de uma empresa é transferido para uma outra empresa compradora (normalmente mais importante). Por outro lado, numa aquisição, uma empresa adquire o controlo de outra, que passa assim a ser sua subsidiária.

#### **3.1 – Tipos de F&A**

Existem diversos tipos de F&A, podendo os mesmos classificar-se nas seguintes categorias:

- Concentração horizontal: tem lugar entre empresas que exercem a mesma atividade ou indústria;

---

<sup>14</sup> Fonte: INE, 2008.

- Concentração vertical: envolve empresas que operam na mesma indústria, embora em diferentes estádios da produção;
- Conglomerados: envolve empresas em diferentes indústrias ou setores de atividade.

Importa ainda identificar os três tipos de fusões de conglomerado que se podem verificar. Assim, poderá ocorrer uma extensão de produto, em que as linhas de produtos das empresas são aumentadas, ou uma extensão geográfica de mercados quando as empresas operam em mercados distintos e ainda o conglomerado puro, que ocorre quando empresas de setores completamente distintos se fundem.

Cada um dos tipos de F&A apresenta características particulares, bem como, vantagens e motivações inerentes e estão ainda relacionados com os ciclos de F&A analisados previamente.

Se o primeiro ciclo (1807-1904) foi marcado pelas fusões horizontais, o segundo (final da década de 20) distinguiu-se pelas fusões verticais e o terceiro (anos 60) pela formação dos conglomerados, assistiu-se no quarto ciclo ao aparecimento de novos tipos de aquisição com elevados níveis de financiamento alheio, os quais iremos detalhar de seguida.

### *3.1.1 – As aquisições com recurso elevado a capitais alheios – LBO*

As aquisições sob a forma de *buyout* são distintas das fusões. Logo à partida pelo simples facto de não darem origem a uma nova entidade, ou seja, não envolve duas empresas que se fundem e formam uma nova entidade. Outra característica essencial é o facto de a empresa se tornar privada, não cotando mais no mercado, operação que consiste no chamado *going private*. Por fim, a diferenciação surge na medida em que é adquirida por um grupo de investidores que poderá pertencer à gestão da empresa. Este facto surge como determinante para a distinção entre um *MBO* e um *LBO*, duas das principais formas que uma operação de *buyout* pode tomar, embora existam outras.

Assim, um *MBO* consiste numa operação em que a aquisição é liderada por parte de gestores e quadros da empresa. Sendo uma operação de *buyout*, é então suportada por um elevado nível de dívida, estando assim normalmente associados também investidores financeiros e de capital de risco. Importa ressaltar que a exploração mantém-se nos mesmos ativos e negócios, constituindo-se assim, geralmente, como operações ligadas a problemas de sucessão no seio de grupos familiares, ou casos em que os quadros da empresa detetam uma oportunidade de a

adquirir, como por exemplo, aquando de uma privatização. Os *MBO* afiguram-se, primordialmente, como uma das formas que as PME dispõem para solucionar os problemas que poderão enfrentar numa fase mais avançada do ciclo de vida. Conforme veremos mais à frente, os *MBO* constituem uma das operações mais atrativas de F&A para as PME, pois aliam o facto de a empresa ser adquirida pelos quadros e/ou funcionários da empresa e consequente subsistência da propriedade num núcleo próximo do empresário, ao facto de normalmente se verificar a manutenção da atividade até então desenvolvida, salvaguardando empregos, *know-how*, estruturas produtivas, marcas e canais de distribuição existentes. Estes são por isso fatores que tornam os *MBO* operações potencialmente atrativas para as PME, em grande parte devido à menor resistência dos empresários em venderem a sua empresa a pessoas da sua confiança, quando comparada com a hipótese de serem alvo de aquisição por parte de uma empresa sua concorrente.

Por outro lado, uma operação de *LBO* consiste numa transação financiada fundamentalmente por capital alheio (cerca de 95%), passando o controlo da empresa para o foro privado de um número reduzido de pessoas. A dívida é normalmente distribuída por diversos financiadores, normalmente bancos e sociedades ou fundos de capital de risco. Assim, apresentam características e taxas de juro distintas entre si. Estando associadas a financiamento alheio elevado, os alvos de *LBO* são empresas com risco reduzido e pouca dívida. São por isso alvos preferenciais as empresas com crescimento baixos mas seguros, com atividade em setores estáveis com ausência de sazonalidade e com produtos numa fase matura do ciclo de vida. Mais uma vez podemos relacionar as PME a empresas com estas características, pois muitas das vezes são empresas “lentas”, com pouca inovação e dada a aversão ao risco dos proprietários, normalmente, pouco alavancadas. As operações de *LBO* são muitas vezes meios de reestruturação de empresas, por exemplo quando uma organização deseja vender uma empresa ou uma unidade de negócios e tem dificuldade em fazê-lo por um preço justo e em tempo adequado.

No que concerne às operações de *buyout* existem ainda as seguintes variantes:

- *MBI (Management buy-in)* – Operação similar às de *MBO*, porém a aquisição é efetuada por uma equipa gestora externa à empresa;
- *BIMBO (Buy-in, management buyout)* – A operação é levada a cabo por gestores internos e externos;



- *OMBO (Owners buyout)* – Operação em que os gestores que realizam a operação já são acionistas da empresa e aumentam a sua participação no capital através da saída do resto dos proprietários;
- *EBO (Employee buyout)* – Operação em que os funcionários obtêm a possibilidade de participar no capital da empresa e retirar os benefícios diretos do negócio;
- *MEBO (Management employee buyout)* – Operação em que os gestores e restantes funcionários adquirem participações e o controlo da empresa.

Torna-se fundamental para o sucesso de uma operação de *buyout* que a empresa-alvo seja capaz de operar enquanto unidade isolada, tanto no curto, como no longo prazo. No que diz respeito ao adquirente, é necessário assegurar que o negócio gera fluxo financeiro para cumprir o serviço da dívida e o investimento em fundo de maneio e imobilizado, com vista ao crescimento. É ainda importante que a empresa tenha uma estrutura própria capaz de definir e implementar a sua estratégia, não dependendo de terceiros. O facto de não depender de um único cliente ou fornecedor, ser independente na prossecução da sua estratégia comercial e operar a partir de instalações próprias são também pontos importantes para o sucesso de uma operação de *buyout*.

### 3.1.2 – Reestruturações nas estruturas organizacionais

Existem ainda outras formas que uma reestruturação de empresas, em particular nas que possuem subsidiárias ou divisões, pode tomar:

- *Spin-off* – Operação de desinvestimento relacionada com o destacamento de unidades de negócio;
- *Split-off* – Operação de cisão de unidades de negócio. Distinguem-se dos *spin-offs* pelo facto de os acionistas terem a possibilidade de optar pela troca de ações de uma subsidiária por ações da empresa-mãe;
- *Split-up* – Operação em que uma empresa se divide em diferentes setores de atividade.

Apesar de estarem associadas a empresas de grande dimensão e não tanto a PME, importa analisar os diversos tipos de operações pois podem ser alternativas interessantes a tomar numa alienação de ativos, para a viabilidade de muitas empresas em dificuldade.

Normalmente encerram em si processos de desinvestimento levados a cabo pelos seguintes motivos: os ativos desinvestidos podem ter mais valor para o comprador; necessidade imediata de fluxos financeiros e desinvestimento em setores não relacionados com o *core business* que não estejam a gerar o *cash flow* pretendido.

### **3.2 – Identificação e quantificação de sinergias nas operações de F&A**

Conforme já pudemos constatar na revisão da literatura as sinergias são o âmago das operações de F&A. Segundo Ferreira (2002) as sinergias são mesmo “o sal e a vida das decisões” de efetuar ou não uma transação. Normalmente apresentadas pela equação “2+2=5”, significando que o todo vale mais do que a soma das partes, são uma das questões mais estimulantes relacionadas com as F&A, ocorrendo assim a tão aclamada criação de valor.

Na literatura, pudemos constatar que os tipos de sinergias considerados pelos diversos autores diferem entre si. No entanto, segundo a visão de Damodaran, no que concerne a sinergias, existem as operacionais e financeiras.

Assim, de uma forma mais exaustiva, as sinergias operacionais categorizam-se em quatro tipos:

- Economias de escala – Obtidas através de ganhos de eficiência por aumentos de produção de um determinado produto, conduzindo a uma maior utilização de um grupo de recursos;
- Maior poder de mercado – Induzido pela redução da concorrência e maior quota de mercado, que resultará em maiores margens e proveitos operacionais. Este aumento da margem é induzido pelo aumento da capacidade de influenciar os preços, quantidades ou mesmo a natureza dos produtos ou serviços;
- Combinação de diferentes competências funcionais – Dar-se-á por exemplo quando uma empresa com um bom marketing adquire outra com uma boa linha de produtos;
- Elevado crescimento num mercado novo ou existente – Com a combinação de duas empresas, em que uma delas possua uma boa carteira de clientes num mercado emergente, por exemplo. Será assim possível crescer em novos mercados e mesmo nos atuais, acedendo a novos produtos, marcas e competências.

As sinergias operacionais identificadas estão maioritariamente relacionadas com concentrações horizontais, em larga medida pelo facto destas serem o instrumento de decisão dominante nas estratégias de crescimento no seio do mundo empresarial. Este tipo de concentração é justificado pelo aumento da massa crítica, dimensão e economias de escala. No caso de Portugal, onde as PME representam 99,7%<sup>15</sup> do tecido empresarial, o aumento da massa crítica via F&A poderá ser determinante no aumento da competitividade, veiculada pelas economias de escala e aumento de poder no mercado por expectativas de crescimento, que as operações impulsionarão. Este aumento de poder no mercado, coadjuvado pelo acesso a novos mercados que uma operação de F&A poderá proporcionar, certamente facultará meios para as empresas incitarem o seu cariz exportador, uma vez que, apenas 10% das PME<sup>16</sup> são exportadoras.

As PME, com a sua gestão de índole familiar e pouco profissionalizada apresentam muitas vezes capacidade de produção excedentária, ocasionada pela incorreta exploração dos recursos disponíveis. Manifestam assim um potencial de incremento da produção e consequentemente de possibilidade de redução de custos unitários de produção, proporcionando assim economias de escala. Porém, este objetivo dificilmente será alcançado individualmente pelas PME se em nada alterarem o seu modo de atuação. Poderão então recorrer à aquisição de uma empresa do mesmo ramo de atividade, ou mesmo estabelecer parcerias estratégicas com outras congéneres e assim poder utilizar a capacidade excedente. Mais à frente será aprofundado o tema das concentrações horizontais como opção válida para as PME.

Já no que diz respeito às sinergias financeiras, materializam-se em *cash flows* superiores e menor custo do capital. Mais detalhadamente surgem:

- Conjugação do fator excesso de liquidez *versus* existência de projetos rentáveis e falta de liquidez – Oportunidade interessante quando existe uma empresa com excesso de fundos disponíveis mas limitados projetos onde os aplicar. Deste modo, poderá observar numa operação de F&A o veículo para aplicar esses mesmos fundos em projetos rentáveis até então detidos por outras empresas sem fundos disponíveis para os desenvolver;

---

<sup>15</sup> Fonte: INE, 2010.

<sup>16</sup> Fonte: INE, 2010.

- Capacidade de endividamento – Com a maior estabilidade dos cash flows a capacidade de contrair dívida será superior do que quando comparada com as empresas operando individualmente. É ainda criado um benefício fiscal, podendo transformar-se num custo de capital inferior;
- Benefícios Fiscais – No caso de uma empresa com resultados positivos adquirir uma empresa com resultados negativos, poderá reportar esses mesmos prejuízos acumulados para reduzir a sua carga fiscal.

Tipicamente as sinergias financeiras surgem associadas a empresas de grande dimensão, uma vez que, as pequenas estão em desvantagem no mercado de capitais (Chatterjee, 1986). Contudo, é de salientar o facto de empresas de dimensão superior com fundos disponíveis para investir e que vejam em empresas pequenas aliciantes oportunidades de investimento, uma operação de F&A afigurar-se-á como vantajosa, podendo assim gerar sinergias financeiras.

### **3.3 – Fases de uma operação de F&A**

As operações de F&A são tipicamente marcadas por diversas fases modelo que as caracterizam. Como tal, iremos abordar detalhadamente as fases mais comuns de um processo de venda e de compra uma empresa.

#### *3.3.1 - Abordagem de um processo de venda*

No fluxograma abaixo podemos identificar as fases nucleares pelas quais um processo de venda de uma empresa se caracteriza, desde o planeamento e estruturação da operação à negociação com os potenciais investidores, depois de efetuada a seleção dos mesmos.

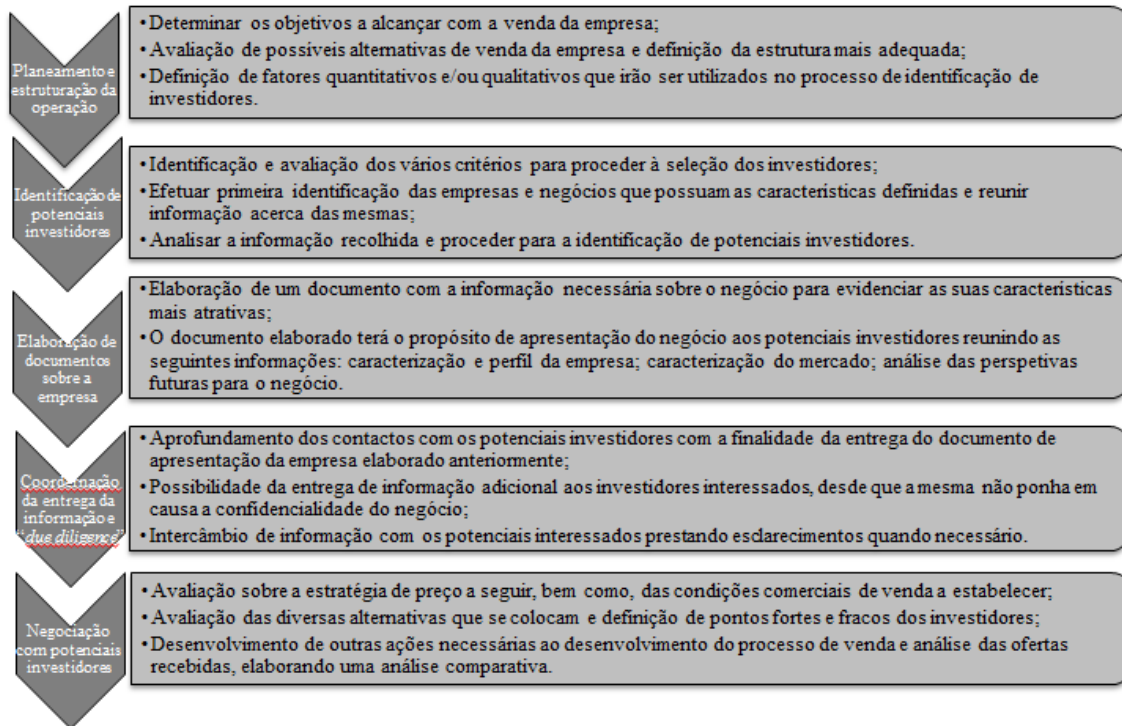


Gráfico 1 – Abordagem de um processo de venda.

### 3.3.2 - Abordagem de um processo de compra

No fluxograma abaixo podemos identificar as fases nucleares pelas quais um processo de venda de uma empresa se caracteriza, desde o planeamento inicial à negociação e respetivo fecho da operação.

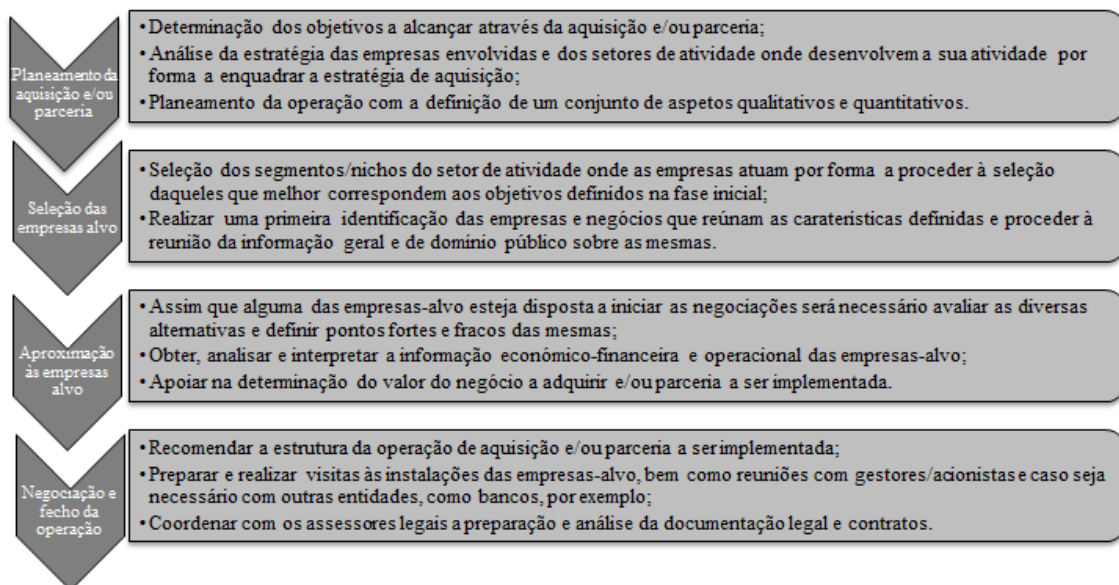


Gráfico 2 – Abordagem de um processo de compra.

Conforme é possível aferir pelas fases que marcam os processos de compra e venda de uma empresa, facilmente se verifica que maioria das PME nacionais não dispõe de recursos internos capazes de levar a cabo um processo desta natureza por si próprias. Como tal, será sempre necessário o apoio externo, quer através de empresas de consultoria especializadas na área, quer através de mecanismos de apoio e fomento à realização de operações de F&A. No entanto e uma vez que, por norma, as empresas de consultoria estão também elas mais focadas nas transações e empresas de maior monta e o seu envolvimento acarreta custos significativos, que poderão revelar-se incomportáveis para as PME, verifica-se que é de extrema importância a existência de programas que prestem serviços de aconselhamento técnico e apoio na avaliação do negócio. Este aspeto será desenvolvido no capítulo seguinte, aquando da análise dos instrumentos de apoio públicos às fusões e aquisições.

#### **4 – F&A como oportunidade de crescimento e viabilidade das PME no contexto atual**

A atual conjuntura em que o mundo dos negócios está mergulhado, em que a escassez de financiamento se afigura como o principal entrave ao crescimento e em última instância à sobrevivência das empresas, sugere a procura de novas formas e caminhos nem sempre equacionados pelas empresas de pequena e média dimensão. Talvez muito por culpa da falta de acesso a (in) formação acerca das opções disponíveis, os empresários não vêm nas operações de F&A uma solução à sua medida e ainda que saibam da sua existência, consideram-nas apenas como uma alternativa para as grandes empresas.

##### **4.1 – Importância das PME no tecido empresarial português**

Antes de nos debruçarmos na caracterização do tecido empresarial e nas suas especificidades que poderão ser favoráveis à realização de operações de F&A, importa antes de mais definir o conceito de PME. Assim, segundo o artigo 2º da Recomendação 2003/361/CE:

*“A categoria das micro, pequenas e médias empresas (PME) é constituída por empresas que empregam menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros”.*<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Para uma definição mais detalhada acerca dos limiares de definição de uma micro, pequena ou média empresa, consultar o Anexo A.

É do conhecimento comum a importância que as PME representam no tecido empresarial português, mas o mesmo não será tão verdade quando transportada para a realidade da União Europeia (UE). No entanto, verifica-se que a importância das PME é transversal a toda a UE, representando 99% do total das empresas<sup>18</sup>.

No que concerne ao território português, o peso das PME é de 99,7% no número total de empresas, quando excluídas as sociedades financeiras. Mas nem só do número total de empresas se reveste a importância das PME, conforme é possível observar pelo quadro abaixo, também no que concerne ao volume de emprego gerado, volume de negócios, Formação Bruta de Capital Fixo e Valor Acrescentado Bruto, a sua importância é capital.

Quadro 1 – Importância das PME no tecido empresarial, excluídas as sociedades financeiras, 2008

Indicador	PME				Grandes	Total de sociedades
	Micro	Pequenas	Médias	Total		
Sociedades (N.º)	300.228	42.960	6.568	349.756	1.115	350.871
Peso no total de sociedades (%)	85,57	12,24	1,87	99,68	0,32	100,00
Pessoal ao serviço (N.º)	808.951	785.638	583.904	2.178.493	826.667	3.005.160
Peso no total de sociedades (%)	26,92	26,14	19,43	72,49	27,51	100,00
Volume de negócios (10 <sup>3</sup> euros)	52.858.521	73.453.427	75.453.437	201.765.385	146.787.250	348.552.634
Peso no total de sociedades (%)	15,17	21,07	21,65	57,89	42,11	100,00
Valor acrescentado bruto ao custo de fatores (10 <sup>3</sup> eurc	12.165.782	17.917.969	17.929.588	48.013.339	32.250.963	80.264.301
Peso no total de sociedades (%)	15,16	22,32	22,34	59,82	40,18	100,00
Formação bruta de capital fixo (10 <sup>3</sup> euros)	5.397.598	4.512.676	5.199.891	15.110.165	9.719.026	24.829.192
Peso no total de sociedades (%)	21,74	18,17	20,94	60,86	39,14	100,00

Fonte: Adaptado de INE, 2010.

Conforme é possível constatar pelo quadro acima, as PME geram 72,5% do volume total de emprego, excluindo as sociedades financeiras. O peso das PME é sem dúvida elevado no que concerne a todos os indicadores em análise, mesmo quando analisado o Valor Acrescentado Bruto, o qual as grandes empresas são mais propícias a gerar.

Notório que é o peso das PME, é de extrema importância caracterizar as empresas em termos de setores de atividade, por forma, a termos uma noção mais concisa do tipo de empresas que compõem a nossa economia.

O próximo quadro demonstra essa mesma distribuição, de acordo com a agregação efetuada pelo INE, por Código de Atividade Económica (CAE).

<sup>18</sup> Fonte: Comissão Europeia (2006), A nova definição de PME - Guia do Utilizador e modelo de declaração.

Quadro 2 – Caracterização das PME por Secções da CAE, 2008

Secções da CAE Rev.3	PME	Pessoal ao serviço	Volume de negócios	VAB <sub>ef</sub>	PME	Pessoal ao serviço	Volume de negócios	VAB <sub>ef</sub>
	N.º		10 <sup>3</sup> euros		Peso das PME no setor (%)			
Total	349.756	2.178.493	201.765.385	48.013.339	99,68	72,49	57,89	59,82
A (parte) - Pesca e aquicultura	532	4.862	244.398	92.858	99,81	90,29	89,48	84,46
B - Indústrias extrativas	933	11.519	917.634	283.550	99,79	90,68	72,55	55,52
C - Indústrias transformadoras	41.183	565.115	40.942.437	11.173.924	99,22	78,83	50,11	60,37
D - Eletricidade	599	2.222	2.074.820	728.982	97,40	21,77	10,06	20,57
E - Água	850	17.601	2.132.302	755.957	97,81	63,27	75,64	65,01
F - Construção	48.980	354.818	24.070.234	7.014.133	99,79	84,49	70,96	76,33
G - Comércio	99.486	502.419	83.863.944	11.161.699	99,80	78,91	64,82	69,38
H - Transportes e armazenagem	19.686	97.485	9.602.742	2.869.141	99,61	58,62	52,99	43,27
I - Alojamento e restauração	31.560	179.396	6.282.035	2.277.020	99,84	82,61	81,13	77,65
J - At. de informação e de comunicação	7.249	44.541	4.373.905	1.536.650	99,42	63,24	31,29	27,98
L - Atividades imobiliárias	23.708	46.800	5.362.718	1.748.118	99,97	99,02	84,71	92,09
M - Atividades de consultoria	31.499	119.113	9.057.797	3.399.428	99,92	90,66	84,95	85,00
N - Atividades administrativas	11.496	91.128	6.485.228	1.978.438	98,53	31,64	64,92	46,00
P - Educação	4.558	35.740	947.885	686.440	99,85	89,65	87,87	85,44
Q - Atividades de saúde humana	15.777	62.217	3.543.863	1.541.478	99,65	37,37	42,67	37,46
R - Atividades artísticas	3.838	15.110	1.099.605	440.062	99,77	77,86	70,44	69,18
S - Outras atividades de serviços	7.822	28.407	763.837	325.462	99,97	97,07	95,56	94,99

Fonte: INE, 2010.

Da análise do quadro, depreende-se que em todas as áreas de atividade o peso das PME é preponderante no que diz respeito ao número de empresas.

Quando analisado o número de pessoal ao serviço, o seu peso relativo difere entre setores de atividade. Assim, nas atividades ligadas ao setor primário e secundário, as PME continuam a gerar a grande maioria do volume de emprego, existindo no entanto diversas atividades pertencentes ao setor terciário com peso semelhante às do setor primário e secundário, como é o caso do alojamento e restauração, comércio, atividades imobiliárias, atividades de consultoria e a educação. Da análise do quadro, facilmente se verifica que nas atividades intimamente ligadas à prestação de serviços por parte do Estado, como é o caso da eletricidade, água, atividades administrativas e atividades de saúde humana a geração de emprego pelas PME é francamente inferior, como seria expectável. Um caso particular e que difere de todos os outros é o do setor dos transportes e armazenagem, em que as PME, apesar de representarem a quase totalidade das empresas do setor, geram menos de 60% do emprego e um pouco mais de 50% do volume de negócios. A explicação reside no facto de ser um setor dominado por grandes grupos a operar, apesar da existência de diversas pequenas empresas.



Poderá aqui residir margem para a concentração de empresas de pequena dimensão num setor em que a estrutura de custos está intimamente ligada às flutuações do preço dos combustíveis.

Quanto à distribuição regional das PME pelo território nacional e tendo em conta as regiões NUTS II, a região de Lisboa é a que acolhe o maior número de empresas de pequena e média dimensão, com mais de 33% das mesmas fixadas na região, seguida *pari passu* pela região Norte, que por sua vez emprega 36% dos colaboradores. Verifica-se portanto uma dependência das PME enquanto geradoras de emprego nesta região.

A preponderância das PME no tecido empresarial é sem dúvida hegemónica, contudo, quando analisado o perfil exportador destas mesmas empresas, o cenário altera-se substancialmente, com menos de 10% de PME Exportadoras. O carácter tradicional das PME vem então ao de cima, demonstrando pouca abertura para efetuarem transações com outros mercados, que não o doméstico.

Quadro 3- Peso das PME Exportadoras, 2009

	PME	Pessoal ao serviço	Volume de negócios	VAB <sub>cr</sub>
	N.º		10 <sup>3</sup> Euros	
Total PME	348 552	2 092 271	187 493 160	46 174 100
Peso no total de sociedades (%)	99,70	72,12	58,98	59,83
PME Exportadoras	33 861	585 818	75 023 240	15 954 013
Peso no total de PME (%)	9,71	28,00	40,01	34,55

Fonte: Adaptado de INE, 2011.

Da análise do quadro 3, que considera os dados das PME não financeiras para o ano de 2009, é possível inferir que apesar do número de PME Exportadoras ser reduzido, estas geram 28% do emprego, 40% do volume de negócios e 34,6% do VAB.

A dimensão média das empresas exportadoras é também bastante superior à dimensão média da generalidade das PME, sendo que em 2009, a mesma é de 17,3 e 6,0, respetivamente.

No quadro seguinte será possível verificar como estão distribuídas as empresas exportadoras pelos diferentes setores de atividade.

Quadro 4 – Peso das PME Exportadoras por setor de atividade económica, 2009

Secções da CAE Rev.3	PME (N.º)		PME	Pessoal ao serviço	Volume de negócios		VAB <sub>ct</sub>		
	Total PME	PME Exp	PME Exp	Peso das PME Exp no setor (%)					
				Total PME	PME Exp	Total PME	PME Exp	Total PME	PME Exp
Total	348.552	33.861	9,71	100,00	28,00	100,00	40,01	100,00	34,55
A (parte) - Pesca e aquicultura	524	102	0,30	0,24	0,26	0,13	0,18	0,22	0,28
B - Indústrias extrativas	927	262	0,77	0,51	0,95	0,41	0,61	0,64	1,07
C - Indústrias transformadoras	40.009	12.165	35,93	25,22	55,48	19,63	36,91	22,52	46,41
D - Eletricidade	660	19	0,06	0,10	0,04	1,14	0,12	1,80	0,23
E - Água	894	170	0,50	0,85	0,73	0,96	0,79	1,65	1,05
F - Construção	47.536	1.650	4,87	15,47	5,44	11,79	4,30	13,46	5,74
G - Comércio	97.906	14.604	43,13	23,41	27,24	41,58	47,60	23,56	31,73
H - Transportes e armazenagem	19.258	1.083	3,20	4,56	2,41	4,58	2,82	6,00	3,34
I - Alojamento e restauração	31.740	119	0,35	8,42	0,57	3,29	0,22	4,89	0,47
J - At. de informação e de comunicação	7.361	889	2,63	2,08	2,17	2,14	2,23	3,27	3,35
L - Atividades imobiliárias	24.358	165	0,49	2,18	0,26	2,94	0,35	3,66	0,44
M - Atividades de consultoria	32.604	1.551	4,58	5,66	2,24	4,62	2,00	7,30	3,24
N - Atividades administrativas	11.502	688	2,03	4,38	1,51	3,27	1,45	4,22	2,00
P - Educação	4.648	59	0,17	1,71	0,10	0,52	0,06	1,58	0,14
Q - Atividades de saúde humana	16.510	45	0,13	3,11	0,19	2,01	0,10	3,58	0,15
R - Atividades artísticas	4.104	165	0,49	0,73	0,18	0,57	0,14	0,95	0,18
S - Outras atividades de serviços	8.011	125	0,37	1,36	0,24	0,42	0,11	0,71	0,18

Fonte: Adaptado de INE, 2011.

O quadro acima apresentado permite comparar a distribuição das PME Exportadoras no total das PME nacionais, pelos diferentes setores de atividade. Verifica-se então que o cariz exportador das empresas nacionais se resume ao setor da indústria transformadora e do comércio, com uma ligeira expressão nas atividades de consultoria e na construção. As empresas ligadas ao comércio representam mesmo mais de 43% do total das PME Exportadoras. No entanto, quando analisada a preponderância em termos de pessoal ao serviço, verifica-se que a indústria transformadora é garante de mais de 55% do total do volume de emprego gerado pelas PME Exportadoras. A tendência volta a inverter-se quando a variável em análise é o volume de negócios, estando no topo da tabela o setor do comércio novamente. Aliás, é no volume de negócios que as PME Exportadoras revelam a sua importância na economia portuguesa, garantindo 40% do total do total do volume de negócios produzido pelas PME, pese embora o facto de representarem menos de 10% do número total de pequenas e médias empresas. Podemos então afirmar que, regra geral, as PME Exportadoras se caracterizam por serem empresas menos intensivas em capital humano, e com capacidade de gerar elevado volume de negócios e valor acrescentado. Da análise destes números aferimos que as PME portuguesas não têm uma veia exportadora, sendo que, cada vez mais se torna um fator crítico as empresas olharem para novos mercados em franco

crescimento e mais competitivos e não confinem a sua atividade para o mercado interno, que estando saturado, estagnado e segmentado não é capaz de proporcionar às empresas o crescimento que necessitam para lhes ser possível acarretar com níveis de investimento capazes de gerar novos produtos e/ou serviços.

#### **4.2 - Motivações para a realização de operações de F&A e seleção da empresa alvo**

Por detrás de uma operação de F&A poderão estar as mais diversas motivações, podendo as mesmas ser de cariz operacional e/ou financeiro. No caso das PME e tendo em conta que segundo um estudo da consultora Baker Tilly Portugal (2012) um dos grandes desígnios para o ano de 2012 é a internacionalização, torna-se necessária a aquisição de massa crítica pelas empresas para rumarem fora de portas. Neste mesmo estudo, o crescimento, aumento de margem e a otimização de estruturas surgem logo após a internacionalização como as prioridades para enfrentar um ano de grandes dificuldades. Ora, estes propósitos são passíveis de ser alcançados via crescimento por aquisição e de uma forma mais célere do que organicamente, apesar de esta ser a via segundo a qual a grande maioria das empresas deseja crescer. Apesar do estudo não incidir particularmente nas PME, a amostra é representativa do tecido empresarial português, o qual é composto em larga escala por PME, conforme anteriormente analisado. Mais uma vez se constata que o crescimento por aquisição não é a opção primordial das empresas portuguesas de menor dimensão. Conforme atestamos anteriormente, o crescimento surge como uma das principais motivações para a realização de operações de F&A, o que desde logo indicia tratarem-se de opções válidas para as PME terem em conta na delineação da sua estratégia, uma vez que, grande parte das PME são micro empresas. Dada a retração do mercado interno, a exploração de novos mercados torna-se um fator crítico para o sucesso e mesmo a sobrevivência de qualquer empresa. Este crescimento para fora de portas poderá ser efetuado via internacionalização ou exportação e em ambos os casos a solução poderá passar pela aquisição de uma empresa que tenha uma carteira de clientes interessante num mercado diferente do que a adquirente explora ou mesmo simplesmente pela maior capacidade de uma empresa resultante de uma aquisição em se financiar e assumir riscos que a expansão dos negócios acarreta e torna necessário.

Ainda relacionado com o fator crescimento, mas através do aumento do espólio de produtos, as concentrações horizontais poderão ser um veículo privilegiado para a prossecução deste

mesmo objetivo alcançando assim um maior poder de mercado, incrementado as margens e proveitos operacionais.

#### 4.2.1 – A sucessão enquanto fator crítico

Outra das grandes motivações para as PME efetuarem operações de F&A passa pelo garante da sustentabilidade da própria organização aquando da passagem de testemunho. Este é sem dúvida um dos grandes desafios que as PME, por serem marcadamente empresas de cariz familiar, enfrentam no seu dia-a-dia. Este é um problema comum no seio das empresas familiares, como atesta o estudo da Deloitte (2008) em que apenas 30% das empresas sobrevive na segunda geração. Este número ainda é de menor monta, 12%, quando analisada a sobrevivência na terceira geração.

O âmbito familiar em que os negócios se desenvolvem é também um dos principais entraves à realização das operações. Deste modo, a sucessão é sem dúvida uma das grandes forças impulsionadoras para as PME enveredarem por este tipo de operações, quer quando analisado pelo lado da oferta, quer da procura, pois poderá ser tão ou mais interessante para um empresário vender a sua empresa quando não vê sucessores capazes de prosseguir os desígnios da sua firma, como para uma empresa que vê noutra em fase avançada do ciclo de vida e sem sucessores aparentes, uma grande oportunidade de a adquirir, aproveitando assim a sua fragilidade. O mesmo se aplicará no caso do *MBI*, em que um grupo externo à empresa adquire a mesma. Em ambos os casos, quando devidamente preparada, permite defender os interesses da família e dos negócios, salvaguardando empregos, *know-how*, estruturas produtivas, marcas e canais de distribuição existentes.

As PME pelas suas características peculiares reúnem potencialidades para uma operação de *MBO*. Assim, diversas situações poderão potenciar uma operação desta natureza, muitas delas estreitamente ligadas à sucessão. Como tal, poderá dar-se o caso de um empresário atribuir a venda como que um prémio pela dedicação, lealdade e profissionalismo aos seus quadros. Este facto, aliado à frequente vontade dos empreendedores desejarem que a condução da empresa continue mantendo nome e reputação é outra das razões para uma PME e em particular uma empresa familiar ser objeto de *MBO*. Poderá em certos casos, tais como na inexistência de outros compradores, surgir a venda aos quadros como a única alternativa para assegurar a continuidade da empresa. A venda a quadros da empresa previne ainda a possível

degradação do valor de uma PME derivada da saída do seu proprietário, pois muitas vezes são estes que “fazem” as empresas, representando um valioso ativo intangível.

#### *4.2.2 – As condições económicas e de mercado enquanto impulsionador*

A escassez de financiamento é apontada como sendo um dos principais problemas que as empresas apresentam atualmente. Sem financiamento, as empresas não têm capacidade para desenvolver novos projetos, investir na modernização das suas instalações, aumentar a capacidade produtiva e conseqüentemente crescer no mercado em que operam. A par de não conseguirem crescer no mercado em que operam, com défice de financiamento, as empresas não conseguirão expandir a sua atividade para novos mercados, uma vez que, a internacionalização é um processo que acarreta avultados níveis de investimento iniciais e conseqüente retorno postecipado. Esta falta de financiamento hipotecará as perspetivas das empresas, em especial as PME, que historicamente têm mais dificuldade em aceder ao crédito bancário por variadas razões.

As razões apontadas prendem-se com a falta de qualidade percebida da informação financeira produzida, relutância na partilha da informação de mercado, fraca cultura financeira e capacidade de negociação, dificuldade na prestação de garantias, em especial numa fase inicial, elevada concentração de capital nos proprietários e resistência à abertura a novos parceiros. Adicionalmente, a banca também coloca entraves no financiamento a PME, por via da excessiva obrigatoriedade de prestação de garantias em detrimento de uma análise de risco mais detalhada e pelos custos da análise de risco e de processamento só serem exequíveis para projetos de dimensão superior. É então claro que a concentração de empresas afigurar-se-á como um meio para as empresas adquirirem dimensão e conseqüentemente maior capacidade de endividamento para a prossecução dos projetos de investimento.

Torna-se por isso premente a aquisição de dimensão por parte das empresas, a qual mitigará algumas das dificuldades sentidas pelas PME, nomeadamente num aspeto crucial para a vida das mesmas, como é o financiamento. A obtenção de dimensão possibilitará maior capacidade de afirmação das empresas no mercado, cada vez mais globalizado e conseqüentemente mais intenso em concorrência. Grande parte das PME, quer pela sua natureza e essência, quer pela sua capacidade de gestão são largamente afetadas no desempenho e capacidade de inovação. Assim, as mesmas operam com capacidade excessiva, o que faz com que o custo unitário seja

mais elevado do que poderia caso a capacidade produtiva fosse utilizada na totalidade. É então evidente que as F&A do tipo horizontal representam variadas vantagens para as PME, possibilitando o alcance de massa crítica, dimensão e economias de escala. O aumento da massa crítica e dimensão contribuirá quer para a afirmação da empresa num mercado existente, geralmente marcado por intensa concorrência com empresas a operar com margens reduzidas, quer na sua expansão para novos mercados, a qual exige mais de uma PME para ser alcançada. A concentração horizontal pode então ser o veículo preferencial para as PME ganharem competências para enfrentarem ciclos económicos adversos e explorarem mercados que operando individualmente não conseguiriam.

Importa por isso descrever mais exaustivamente as vantagens das concentrações horizontais para as PME:

- Aumentos de eficiência na produção e distribuição;
- Economias de escala;
- Economias de gama ou de modelo;
- Aumento do poder no mercado por expectativas de crescimento;
- Racionalização de recursos;
- Gestão não suficiente da empresa-alvo.

Facilmente se verifica que as vantagens estão intimamente relacionadas com as sinergias operacionais atrás citadas. No que concerne aos aumentos de eficiência na produção e distribuição, os mesmos consubstanciam-se na obtenção de economias de escala e de gama, possibilitando a redução de custos por um lado e a aquisição de vantagens competitivas e estratégicas por outro, mediante a utilização de fatores de produção, que antes da fusão ou aquisição se encontravam subutilizados. Estes ganhos são conseguidos na medida em que após a concentração das empresas, a variedade das atividades, dos produtos ou modelos que são produzidos e vendidos aumenta, conduzindo a um melhor aproveitamento dos recursos combinados das empresas. O acréscimo do poder de mercado é outra das motivações e resultados mais visíveis nas operações de F&A, em especial para as PME, as quais possuem quotas de mercado geralmente reduzidas e que com o aumento da dimensão e consequente crescimento da empresa resultante da fusão ou aquisição, a capacidade de influenciar preços, as quantidades e mesmo a natureza dos produtos ou serviços aumenta sobremaneira. Consequentemente os proveitos podem sofrer um aumento, fruto deste maior poder de mercado alcançado.

Ponto bastante interessante diz respeito ao facto da capacidade de inovação poder ser aumentada fruto de uma combinação horizontal, na medida em que, uma das empresas possua capacidades de investigação, conhecimento, patentes e outras, que possam ser utilizadas nos produtos e serviços da outra empresa. Mais uma vez, as PME podem beneficiar desta sinergia da concentração, pois passam a usufruir de uma capacidade de inovação conjunta, comungando recursos e utilizando os meios de cada uma como um conjunto. Desta forma, poderão ser alcançados ganhos de eficiência pois o acesso aos meios poderá ser feito a preços inferiores aos de mercado, poderão ser vendidos ativos e libertados meios financeiros líquidos que podem ser utilizados noutras áreas que possam acrescentar valor para a empresa.

Importa ainda realçar o facto de as F&A de carácter horizontal induzirem maiores ganhos precisamente nas fases em que as PME mais necessitam de massa crítica para enfrentarem as adversidades do mercado em que operam, são elas as fases do crescimento e maturidade. Assim, sendo o poder de mercado essencial na fase do crescimento, caracterizada por uma elevada incerteza, a obtenção de economias de escala e gama não é menos importante para a vida de uma empresa quando alcançado o estágio da maturidade, onde a gestão dos custos fixos torna-se necessária para suprir a dificuldade de ganhar quota de mercado, uma vez que as fronteiras do mercado estão bem definidas.

#### **4.3 – Avaliação de uma PME: Especificidades que as caracterizam**

Avaliar uma empresa não cotada apresenta diversas dificuldades, desde logo pela notória ausência de informação de domínio público existente acerca das mesmas. A insuficiência de informação coloca entraves a uma abordagem prévia à empresa-alvo, sem antes ser efetuada uma consulta prévia à empresa por forma a ser autorizada a cedência dos dados, nomeadamente económico-financeiros.

Assim, quando encetado um processo de compra de uma empresa, a seleção das empresas-alvo torna-se dificultada, retirando o fator surpresa e podendo mesmo inviabilizar toda a operação.

Ultrapassada a questão da insuficiência de dados de domínio público, surge a questão relacionada com a renitência por parte dos empresários à disponibilização da informação aos potenciais adquirentes, ou a outras partes interessadas. Esta resistência surge pela cultura dos empresários, a qual forma uma autêntica barreira psicológica, tipicamente avessa à partilha de informação sobre os seus negócios, não raras vezes oriundos de gerações passadas em que

existe uma sobreposição entre propriedade e gestão. Este surge assim como um dos principais entraves à realização de operações de F&A, em especial envolvendo PME, uma vez que nas grandes empresas a cultura é, por norma, mais permissiva à partilha de informação, até porque são regulamentadas por obrigações legais mais apertadas que as PME.

#### 4.3.1 – Métodos de avaliação

Em termos de literatura encontramos algumas referências aos métodos de avaliação de pequenas empresas ou negócios, em que é analisada a aplicabilidade dos mesmos às especificidades das pequenas empresas e quais as dificuldades que são necessárias suprir para a sua aplicação ser viável no contexto das mesmas.

Embora sejam referidos pelos autores diversas formas de avaliar pequenas empresas, constatamos que a escolha do método dos *cash flows* descontados é a que reúne maior consenso, dadas as limitações em muitos casos intransponíveis que os métodos tradicionais apresentam. Assim no quadro abaixo podemos ver de uma forma bastante resumida quais são as limitações que os métodos tradicionais apresentam:

Quadro 5 – Limitações dos métodos tradicionais na avaliação das PME

Método	Limitação
Método Patrimonial	Mistura de ativos empresário/empresa. Existência de ativos intangíveis não patrimoniais.
Múltiplos	Não integra as características exclusivas da empresa.
Avaliação dos Ativos Intangíveis	Falta de fiabilidade das peças contabilísticas produzidas.
Atualização de Dividendos Futuros	Falta de tradição na distribuição de resultados.

Fonte: Pereira (2009).

No que diz respeito ao método patrimonial, a limitação surge pelo facto de muitas vezes a essência das PME assentar nos ativos intangíveis, como, por exemplo, as características pessoais do proprietário/gestor. A questão relativa à por vezes difícil dissociação entre o património pessoal dos proprietários e da empresa também constituiu uma forte limitação. Já o método dos múltiplos, na qual é efetuada uma avaliação comparativa também se torna inviável pelo facto de não serem contempladas as características exclusivas da empresa e ainda pelas diferenças que o fator dimensão introduz. No que diz respeito a um método de avaliação mais recente, o dos Ativos Intangíveis, pela simples razão de ter que ser sustentado por uma base de informação sólida, a falta de fiabilidade das peças contabilísticas que a alimenta põe em causa a validade deste método. Por último, o modelo baseado na atualização



de dividendos futuros, em virtude de não serem, em geral, distribuídos resultados nas PME torna-se não aplicável neste contexto.

Por todas estas razões, o método dos *cash flows* descontados (DCF<sup>19</sup>) torna-se o método de eleição para o exercício de avaliação de uma PME, tal como, se verifica na generalidade das grandes empresas. Porém, a sua aplicação fica condicionada a alguns ajustamentos, de modo a serem melhor refletidas as especificidades das pequenas empresas.

O método dos *cash flow* descontados é um dos dois considerados por Damodaran, a par da avaliação comparativa, embora este último seja de difícil aplicação no caso das PME, conforme analisado anteriormente.

Na essência desta metodologia estão quatro fatores que influenciam o valor de uma empresa, são eles, a capacidade de gerar *cash flows* a partir dos ativos que dispõe, a taxa de crescimento dos mesmos *cash flows*, o horizonte temporal para a empresa alcançar o período de crescimento estável e o custo do capital.

Um dos autores que desenvolveu este tema da avaliação de pequenas empresas elaborou um estudo acerca da capacidade dos diversos métodos de avaliação em preverem o preço de venda, concluindo que é possível identificar um método como o mais adequado. Como tal, Pricer e Johnson (1997) detetaram esta falha na literatura, que ainda agora é sentida, e analisou doze possíveis métodos de avaliação com base numa amostra reduzida de 47 empresas do Estado do Wisconsin, EUA, dos setores do retalho, manufatura e serviços. De todos os métodos examinados, o valor líquido contabilístico e o método CIBB<sup>20</sup> são os que melhor preveem o preço de venda de uma pequena empresa. Porém as conclusões que este e outros estudos apresentam não são unânimes no seio dos diversos autores que se debruçaram sobre o tema.

Por outro lado, Carland e White (1980) consideram a existência de três métodos para avaliar pequenas empresas: o método do valor contabilístico (1), que é de uso simples, todavia revela-se pouco preciso; o método do multiplicador da margem bruta (2), útil para empresas do setor do retalho e o método dos *cash flows* descontados (3) o mais complexo mas simultaneamente capaz de fornecer a medida mais realista do valor da empresa. Mais detalhadamente, o método do valor contabilístico, consiste simplesmente na dedução do valor do passivo ao ativo, preferencialmente com base em contas auditadas, para aumentar a fiabilidade da informação. Porém, conforme anteriormente demonstrado, a mistura de ativos

---

<sup>19</sup> *Discounted Cash Flows*.

<sup>20</sup> *Corporate Investment Business Brokers* – Valor contabilístico dos ativos exceto inventário, somado do inventário ao preço de custo, mais os resultados antes de juros e impostos e compensação dos proprietários.

da empresa e do empresário é comum nas pequenas empresas, além da existência de ativos intangíveis não evidenciados nas contas da empresa, como as características do empresário, o que vem colocar sérios entraves à utilização deste método. Por outro lado, a ausência de auditoria às contas das pequenas empresas torna a informação por elas prestada menos fiável e a posição de quem a avalia menos confortável. Esta ausência é justificada pela legislação em vigor, pois conforme lavrado pelo artigo 262º do Código das Sociedades Comerciais, apenas são obrigadas a designar um revisor oficial de contas para proceder à revisão legal as sociedades que ultrapassarem durante dois anos consecutivos dois dos três limites: total de balanço no montante de 1.500M€; total das vendas líquidas e outros proveitos: 3.000M€ e número de trabalhadores empregados em média igual a 50. Facilmente se constata que grande parte das PME fica de fora da obrigatoriedade da revisão legal de contas, prejudicando a transparência e a fiabilidade das demonstrações financeiras.

No que diz respeito ao segundo método, o do multiplicador da margem bruta, parte da premissa de que a margem bruta é o indicador mais importante para uma pequena empresa. O autor considera-o uma base considerável para as empresas do setor do retalho e grossistas/armazenistas, na medida em que, o controlo sobre os preços é diminuto, e fixado geralmente pelo mercado. Adicionalmente, sendo o inventário o ativo mais importante das empresas destes setores de atividade, é desejável que se use este método de avaliação. O outro método considerado pelo autor é o dos *cash flows* descontados, amplamente usado, que exige mais passos que os outros dois anteriores, todavia, permite uma melhor aferição do valor de uma empresa. Partindo da premissa que o valor de uma empresa está na sua capacidade de gerar *cash flows* no futuro, este método determina o valor presente dos *cash flows* esperados gerados por um ativo, descontados a uma taxa que reflète o seu risco, ou por outras palavras, o valor intrínseco de um ativo. De uma forma simplificada, o método envolve quatro passos, iniciando-se pela estimação dos *cash flows* esperados, pela determinação de uma taxa apropriada de atualização e vida útil do negócio e finalmente pela atualização dos *cash flows* estimados pela taxa anteriormente determinada.

#### 4.3.2 – Método DCF: Primeiro passo

A determinação do *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF) surge através da seguinte fórmula:

Resultado Operacional depois de impostos

- Variação Capital Fixo Líquido de Exploração (CFLE)
- Variação Fundo de Maneio Necessário (FMN)

= *Free Cash Flow to the Firm*<sup>21</sup>

Dadas as particularidades das PME existem alguns fatores que geram imprecisão nas Demonstrações Financeiras destas empresas e que conseqüentemente podem distorcer a análise e avaliação das mesmas. Assim, ao nível dos ativos fixos existe a possibilidade de os mesmos estarem subvalorizados ou sobrestimados, sendo para tal necessário o ajuste das amortizações ou a incorporação de uma renda, no caso de estarem a ser usados bens do património pessoal dos proprietários. No que alude às existências, estas encerram em si um fator crítico, na medida em que, a sua manipulação introduz largas modificações na margem da empresa e conseqüentemente nos resultados. Por outro lado, a nível do Passivo, será necessário avaliar em que medida o mesmo não resulta da concessão de garantias pessoais e/ou de um relacionamento estreito com a banca, pelo que, importa aferir até que ponto será possível manter estas condições. Em termos de rendimentos, a rúbrica de Vendas e Prestação de Serviços também é sensível, uma vez que, é passível de sub ou sobredimensionamento. Finalmente, em termos de gastos, as rúbricas de custos com pessoal e fornecimentos e serviços externos também são propícias a distorções, intimamente relacionadas com o protagonismo do proprietário na gestão da empresa.

#### 4.3.3 – Método DCF: Segundo passo

A segunda fase deste método consiste na determinação da taxa de atualização, composta pela ponderação dos custos do capital próprio e alheio conforme a estrutura de capital da empresa. No fundo, a taxa calculada reflete o custo a que são financiados os ativos. Em termos de particularidades no cômputo do custo do capital próprio, importa ressaltar o facto do conceito de risco nas PME ser diferente, pois a menor diversificação quer a nível de atividade, clientes, fornecedores, concorrência e tecnologia, empolam o risco da mesma, pelo que será necessário ter em conta estes fatores, nem sempre totalmente objetivos.

O custo do capital próprio será então calculado de acordo com o modelo CAPM<sup>22</sup> através da seguinte fórmula:

$$R_E = R_F + \beta(R_M - R_F) \quad (1)$$

<sup>21</sup> “Diferença entre a entrada de fundos e a saída de fundos, que resultam do ciclo de exploração da empresa”. (Miguel, 2009)

<sup>22</sup> *Capital Asset Pricing Model*.

Em que:

$R_E$  – Custo dos capitais próprios

$R_F$  – Taxa de retorno de um investimento sem risco

$\beta$  – Medida de risco sistemático que incorpora a volatilidade do investimento e a correlação entre a evolução do investimento e a evolução do mercado

$R_M$  – Taxa de retorno de mercado

Em termos de capital alheio, será essencial ter em atenção os constrangimentos que caracterizam, geralmente, o acesso ao crédito por parte das PME, podendo a taxa de juro de mercado não ser o indicador mais válido para determinar o custo do capital alheio, sendo necessário recorrer ao custo histórico efetivo do financiamento da empresa.

O custo médio ponderado do capital ou  $WACC$ <sup>23</sup> será então calculado com base na seguinte expressão:

$$WACC = R_E \times \frac{E}{E+D} + R_D(1 - T) \times \frac{D}{E+D} \quad (2)$$

E – Capitais próprios (*equity*)

D – Capitais alheios (*debt*)

T – Taxa de imposto

#### 4.3.4 – Método DCF: Terceiro passo

O próximo passo consiste na determinação da vida útil do negócio, sendo que, podendo o mesmo tender para infinito, torna-se necessário estabelecer a distribuição temporal dos fluxos gerados pela empresa. Como tal, é normal estabelecer-se um período de crescimento “anormal” (que raramente ultrapassa os cinco anos) que consiste no chamado horizonte previsional, para o qual se dispõe de dados mais precisos sobre o futuro da empresa e onde existem mais oportunidades de investimento e o período de crescimento estável, onde se define uma taxa de crescimento estável. Este período após o horizonte previsional é apelidado de valor de continuidade, o qual representa, frequentemente uma parcela substancial do valor da empresa, pois é neste período que geralmente os investimentos geram retorno.

---

<sup>23</sup> *Weighted average cost of capital.*

#### 4.3.5 – Método DCF: Quarto passo

O último passo da avaliação de uma empresa através deste método consiste na atualização do *FCFF* à taxa calculada (*WACC*). Assim, facilmente se obtém o valor do negócio e consequentemente da empresa e dos capitais próprios, mediante a soma dos ativos extraexploração e a subtração do Passivo Financeiro de Financiamento, respetivamente.

O valor do negócio é obtido através da seguinte expressão:

$$VN = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_n \times (1+g)}{(1+WACC)^n} \times \frac{1}{(WACC-g)} \quad (3)$$

Em que *g* representa a taxa de crescimento perpétua do *FCFF* após o horizonte previsional e *n* o número de anos do horizonte previsional.

De uma forma resumida abordamos os principais aspetos que caracterizam o modelo de avaliação dos *cash flows* descontados, bem como, alguns aspetos a ter em conta na sua aplicabilidade ao caso específico das PME.

#### 4.4 – O papel do capital de risco

Segundo a APCRI<sup>24</sup> “o capital de risco pode ser definido como uma forma de investimento empresarial, com o objetivo de financiar empresas, apoiando o seu desenvolvimento e crescimento, com fortes reflexos na gestão.”

Surge assim como uma das principais fontes de financiamento para jovens empresas, *start-up's* e investimentos de risco com elevado potencial de rentabilização, em que é efetuada uma participação no capital social de uma empresa, por norma minoritária e por um período de tempo limitado. A grande distinção face aos outros tipos de financiamento tradicionais está relacionada com o facto de ser efetuada uma análise concreta dos projetos, do seu potencial de crescimento e da relação com o risco, estando o sucesso do investimento dependente do sucesso do negócio, não sendo remunerado pelos juros do capital investido. Pressupõe assim a aceitação de um alto risco em troca da perspetiva de um alto retorno no futuro.

Os investimentos do capital de risco têm como alvos preferenciais novos projetos empresariais e empresas não cotadas em mercados bolsistas, sendo a mais-valia gerada no

<sup>24</sup> Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento.

momento do desinvestimento (também apelidada de saída), consubstanciada na venda da participação aos seus antigos titulares (recompra), a terceiros ou em mercado bolsista.

No que diz respeito às PME, alvos preferenciais dos investimentos pelas sociedades de capital de risco (SCR) e/ou fundos de capital de risco, surgem como importantes meios de capitalização das mesmas, em especial nas fases de desenvolvimento e crescimento, onde a disponibilidade de meios para financiar projetos são mais prementes. Outra das características fundamentais do capital de risco é o facto de o investidor participar ativamente na gestão da empresa, podendo até controlar ativamente a mesma, com o objetivo de facultar-lhe os instrumentos necessários ao seu desenvolvimento ou recuperação e aumentando a credibilidade do negócio e notoriedade dos promotores.

Assim, as PME muitas delas com uma gestão pouco profissionalizada podem tirar daqui partido dos meios que o investidor de capital de risco põe ao seu dispor, prestando um acompanhamento e aconselhamento permanente, beneficiando de uma gestão profissional e sinergias de rede internacional que de outra forma não seria possível obter. O investidor pode e deve então tornar-se um parceiro ativo no negócio, contribuindo para o seu desenvolvimento e prosperidade e consequentemente para o sucesso do investimento, tornando-se assim numa relação *win win*. As SCR podem proporcionar às empresas onde investem uma rede de contactos e parcerias que permite desenvolver estratégias de marketing, desenvolver os produtos, facilitar o recurso à banca tradicional e desenvolver um conjunto integrado de soluções para o negócio, incluindo estratégias de distribuição ou comercialização.

Pelo facto de a remuneração estar dependente do sucesso da empresa onde foi efetuado o investimento, caso algo suceda menos favoravelmente, a SCR irá trabalhar em conjunto com o parceiro de negócio por forma a serem encontradas as melhores soluções.

Um dos aspetos mais importantes dos investimentos feitos pelas SCR consiste no Acordo Parassocial, no qual ficam estabelecidos e estão regulados os termos da parceria, funcionando como elementos dissuasores de litígios.

São contratos de natureza obrigacional fora do âmbito de eficácia do contrato de sociedade, com o objetivo de conferir estabilidade e unidade de direção à vida da empresa, defender posições de controlo, distribuir o poder entre maioria e minoria, criar os requisitos para a celebração de acordos com credores, definir a política de dividendos ou garantir lugares nos órgãos sociais da empresa.

O Acordo proporciona segurança às duas partes (SCR e promotores) na medida em que acautela os interesses de ambos. Do ponto de vista dos promotores, o contrato define de forma

clara e precisa todos os direitos e deveres respeitantes à sua relação com a SCR, bem como, pressupostos e condições do investimento e desinvestimento da mesma. Por seu turno, do ponto de vista da SCR permite maiores garantias do envolvimento dos promotores no projeto. No das PME, empresas que não estão familiarizadas com este tipo de mecanismos, os mesmos consistem em meios legais de “proteger” as relações entre os diversos sócios, onde ficam *a priori* definidos os termos principais por que se vai reger a relação entre eles, durante o período de investimento da SCR. Estando o mesmo bem redigido, mitigará qualquer risco de impasse e litígio que poderá surgir durante o período do investimento, bem como, no momento do desinvestimento, para o qual os termos estão previamente definidos no Acordo Parassocial.

Por tudo isto, o capital de risco poderá proporcionar um meio bastante atrativo para as PME terem em conta quando decidem encetar um processo de F&A, sendo um veículo para permitir o crescimento e a consolidação das suas posições competitivas no mercado, devendo o mesmo incidir com maior destaque nas fases mais avançadas do ciclo de vida da empresa. Assim, não só nas fases iniciais de desenvolvimento da atividade empresarial, mas também na maturidade e reenquadramento de ativos (*turnarounds*) o capital de risco poderá permitir o reposicionamento e a afirmação das PME em mercados cada vez mais globalizados.

#### **4.4 – Instrumentos de apoio públicos às fusões e aquisições**

Conhecidas que são as vantagens e mais-valias que o capital de risco pode proporcionar, importa perceber até que ponto os Governos têm vindo a dotar a economia, direta e indiretamente, de meios e instrumentos capazes de dinamizar o setor. Como tal, quer através do financiamento de operadores de capital de risco, quer na operação de capital de risco propriamente dita têm sido lançados diversos instrumentos e iniciativas. Porém, é notório que o apoio se tem caracterizado por incidir nas fases iniciais (*early stage*) e não tanto nas fases posteriores de desenvolvimento (*survival e market growth*) onde não existe nenhum fundo de capital de risco especificamente vocacionado para investimentos nestas fases.

##### *4.4.1 – PME Consolida*

No início do agudizar da crise financeira internacional, final de 2008, o Governo lançou um dos seus principais programas de apoio à capitalização de empresas, encontrando-se ainda em

vigor. Este consiste na disponibilização de três instrumentos de financiamento para reforço da estrutura de capitais das empresas, em especial das PME. Trata-se do programa PME Consolida, no qual estão integrados o FACCE (Fundo Autónomo de Apoio à Concentração e Consolidação de Empresas), o FIEAE (Fundo Imobiliário de Apoio às Empresas) e instrumentos de capital de risco, consubstanciado no reforço em 125M€ nas dotações de capital das SCR do Ministério da Economia e Emprego, a InovCapital e Turismo Capital.

Porém, destes três instrumentos do programa apenas o FACCE promove e apoia operações de F&A, pois conforme já constatamos anteriormente o capital de risco não se encontra vocacionado para investimentos em fases mais avançadas de desenvolvimento das empresas. No que diz respeito ao FIEAE, tem como meio de funcionamento a aquisição de imóveis e subsequente arrendamento à empresa, não intervindo diretamente em operações de F&A, ainda que os fundos libertos possam ser usados para esse fim.

O FACCE é então o instrumento público privilegiado para financiar operações de reestruturação, concentração e consolidação de empresas, atuando preferencialmente em modo de complementaridade com outras formas de financiamento, nomeadamente o crédito bancário. A atividade do FACCE é então concretizada através da participação do mesmo nos seguintes instrumentos:

- Subscrição ou aquisição de participações sociais, bem como de valores mobiliários ou direitos convertíveis ou permutáveis;
- Subscrição ou aquisição de títulos de dívida emitidos por empresas;
- Concessão direta de créditos a empresas ou participação, por qualquer forma, na concessão de empréstimos ou em mecanismos de prestação de garantias a financiamentos concedidos a empresas por terceiros.

Atuando primordialmente em regime de complementaridade, o montante máximo por operação/projeto não poderá exceder 40% das necessidades de financiamento da operação/projeto ou o montante de 10M€, sendo que o montante a subscrever do fundo cifra-se em 175M€.

Apesar das características do fundo serem potenciadoras à realização de operações de F&A, no final de 2011 da carteira de participações apenas constavam 27 participações, totalizando um financiamento a projetos no valor de 92,4M€. Sendo certo que não se trata de um instrumento de massas e com possibilidade de apoiar um grande número de projetos, mais



premente se torna a necessidade da criação de diversos mecanismos de apoio à concretização e promoção de operações de F&A.

Importa ainda realçar o facto de o Estado atuar no financiamento de operadores de capital de risco através do FINOVA (Fundo de Apoio ao Financiamento à Inovação), dotando as diversas SCR de capital para apoiar as PME no desenvolvimento de estratégias de inovação, crescimento e internacionalização. No entanto, mais uma vez, o enfoque do apoio está centrado nas fases *pré-seed* e *early stage*, sendo que além de não apoiarem empresas em fases mais avançadas de desenvolvimento ainda vedam a possibilidade do investimento poder ser utilizado em qualquer tipo de operação de F&A.

Adicionalmente, o FINOVA intervém através de um mecanismo financeiro vocacionado para os investidores de capital de risco informais, os chamados *Business Angels*. O apoio consiste em empréstimos de médio e longo prazo a entidades veículo que sejam detidas maioritariamente por *Business Angels* e que baseiem a sua política de investimento em empresas em fase de constituição ou arranque.

É assim notória a falta de um sistema de capital de risco orientado, não só para a vertente da inovação e internacionalização, mas também para as fases mais avançadas do desenvolvimento, possibilitando o aumento da competitividade do tecido empresarial.

#### 4.4.2 - FINTRANS

Através de uma parceria conjunta da AEP<sup>25</sup> com o IAPMEI<sup>26</sup>, foi criado o programa FINTRANS - Dimensão e Transmissão Empresarial, com a finalidade de contribuir para o aumento da competitividade das PME portuguesas através do estímulo ao redimensionamento e à transmissão empresarial, impulsionando processos de crescimento rápido que permitam às PME portuguesas alcançar a dimensão necessária para competir em mercados globalizados e simultaneamente proporcionar condições para facilitar casos de sucessão empresarial. Lançado em maio de 2009 conta com 42 sessões públicas realizadas, visando as mesmas a sensibilização, informação e deteção de oportunidades de transmissão e sucessão empresarial.

O FINTRANS destina-se fundamentalmente a:

---

<sup>25</sup> Associação Empresarial de Portugal.

<sup>26</sup> Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas.

- PME que queiram aumentar a sua competitividade através de uma estratégia de crescimento por aquisição, fusão e outras formas de concentração empresarial;
- Investidores interessados na aquisição de uma empresa já existente;
- Empresários que estejam a planear a sucessão;
- PME em fase de maturidade ou com ativos pouco rentáveis, que podem ser revitalizados por inclusão numa nova cadeia de valor.

Trata-se então de um programa com ênfase na promoção da transmissão empresarial, disponibilizando apoio nas áreas em que as PME estão precisamente menos dotadas de conhecimento, como o aconselhamento técnico e apoio nas diversas fases do processo, entre as quais a avaliação do negócio e ainda na divulgação do negócio junto de potenciais investidores. Todas as oportunidades de negócio são divulgadas no portal [www.fintrans.pt](http://www.fintrans.pt), portal onde quer as empresas, quer investidores interessados em processos de transmissão fazem o seu registo. O seu modo de funcionamento permite estimular o encontro entre a oferta (venda) e a procura (compra) apoiando as PME em processos de redimensionamento e transmissão empresarial. Este apoio acontece em casos de sucessão, fusão, venda e concentração, apoiando também investidores através de assistência técnica e consultoria de alto nível, em particular nos casos de operações de MBO e MBI.

#### *4.4.3 – SIRME - Sistema de Incentivos à Revitalização e Modernização Empresarial*

Outro instrumento do IAPMEI direcionado para os incentivos a operações de fusão e aquisição é o SIRME – Sistema de Incentivos à Revitalização e Modernização Empresarial, que tem como finalidade a melhoria da dimensão crítica das empresas nacionais, o restabelecimento das condições de competitividade e o contributo para a criação de um mercado de fusões e aquisições. O SIRME está baseado no FRME – Fundo para Revitalização e Modernização do Tecido Empresarial, o qual intervém como parceiro financeiro na operação de aquisição ou fusão, através da participação no capital da adquirente, até ao limite de 40%.

O SIRME tem no entanto uma característica diferenciadora dos restantes instrumentos, na medida em que, apenas participa em processos de aquisição em que por um lado exista uma empresa em situação económico-financeira difícil e por outro deverá existir uma entidade interessada na sua aquisição com capacidade financeira e de gestão. Como tal, o SIRME não

participa em processos de aquisição de boas empresas, que sejam disputadas no mercado, em processos de F&A em que o corpo acionista e de gestão das empresas em dificuldade se mantenha, nem pode intervir como único financiador e líder do projeto.

#### *4.4.4 - Programa Revitalizar*

Em fevereiro de 2012, foi lançado pelo Governo o Programa Revitalizar com a função principal de revitalizar empresas economicamente viáveis através da otimização do ambiente legal, tributário e financeiro do tecido empresarial português. No mesmo, constam diversos objetivos, todos com vista à revitalização de empresas em situação económica difícil, sendo de realçar o reforço dos instrumentos financeiros para a capitalização de empresas, com destaque para o capital de risco e fundos de revitalização regional, bem como, o estímulo de processos de transação de empresas. Desta forma, fica mais uma vez patente que as operações de F&A podem ter um papel determinante na requalificação do tecido empresarial português, composto quase na sua totalidade por PME. Esta surge assim como a mais recente medida de apoio público a operações de F&A, pese embora o facto de ainda estar numa fase embrionária e a sua incidência ser predominantemente em empresas em situação económica difícil.

#### *4.4.5 – O papel do estado enquanto agente no mercado*

Conforme podemos constatar, existem variados mecanismos de apoio públicos às fusões e aquisições, no entanto, e apesar de ser claro que quer o capital de risco, quer outro tipo de fundos de reestruturação e/ou capitalização de empresas não são a solução para todas as empresas que necessitem crescer ou reestruturar-se, é de extrema importância a divulgação dos apoios existentes, a criação de novos mecanismos, como por exemplo, fundos de capital de risco orientados para investimentos nas fases mais avançadas do ciclo de vida, bem como, a promoção das F&A enquanto possível solução para as PME. É precisamente neste ponto que mais pode ser feito, pois o desconhecimento e mesmo a desconfiança dos empresários face às F&A como alternativa a equacionar fazem com que o recurso a elas por parte das PME seja diminuto. A divulgação e promoção desta solução possibilitarão o acesso à informação que as PME necessitam para despertarem o interesse por este tipo de instrumento, que ainda se encontra arredado do seu leque de opções quando confrontadas com problemas, sejam eles de financiamento, sucessão ou crescimento. A divulgação é absolutamente

necessária para desmistificar as F&A enquanto instrumento fora do alcance para as PME e também para contribuir para a diminuição da relutância dos empresários face a este tipo de operações, que pela sua cultura empresarial marcadamente tradicional são avessos à abertura do capital a terceiros, a abdicar da propriedade da empresa e consequente perda de poder.

Por outro lado, o acesso a determinados recursos necessários para a concretização de operações de F&A é algo que as PME, pela sua estrutura e gestão pouco profissionalizada *a priori* não dispõem, pelo que é determinante a criação de programas que disponibilizem apoio, aconselhamento técnico e prestação de serviços de consultoria. Este apoio torna-se assim fulcral para que as PME quando cientes da sua vontade de encetarem uma operação de F&A, disponham dos recursos necessários para que a mesma seja concretizada com sucesso e não vejam na falta dos mesmos um entrave.

Os apoios públicos às operações de F&A desempenham um papel impulsionador determinante, pois para além de terem mais visibilidade junto das PME preenchem certo tipo de lacunas criadas pelo mercado dos operadores privados. Assim, o Estado deverá intervir neste mercado, quer diretamente através da operação de capital de risco quer indiretamente através da divulgação e promoção da solução transmissão empresarial, ou ainda, na dotação de fundos de operadores privados. Estes fundos podem ser quer de capital de risco, com ênfase nas fases mais avançadas do ciclo de vida das empresas, quer fundos especiais de investimento vocacionados para a concentração e capitalização de empresas. O Estado desempenhando um papel ativo poderá funcionar enquanto sinalizador do mercado, na medida em que, ao mostrar disponibilidade para investir e assumir riscos potencia e incita a entrada e/ou reforço de operadores privados neste setor.

Detetamos assim uma falha de mercado ao nível da existência de fundos de capital de risco vocacionados para as fases mais avançadas do ciclo de vida, na existência de fundos de reestruturação e capitalização de empresas e ainda em instrumentos de divulgação e promoção das F&A enquanto possível solução para as PME.

## 5 – Casos de F&A – FINTRANS

Conforme anteriormente descrito, o FINTRANS consiste num programa destinado a sensibilizar empresários e empreendedores para as potencialidades da transmissão, dinamizar o encontro entre a oferta e a procura, bem como, a prestação de serviços de aconselhamento técnico. Nos serviços de aconselhamento técnico incluem-se o apoio à pré-avaliação do negócio, apoio na apresentação do negócio e consultoria especializada.

Durante a duração do projeto, as atividades desenvolvidas e os resultados obtidos cifram-se em 42 sessões públicas realizadas, as quais conjuntamente totalizam 1527 participantes, com a seguinte distribuição geográfica:

Região	Sessões	Presenças
Alentejo	4	81
Centro	19	413
Norte	14	849
Lisboa	5	184

Quadro 6 – Distribuição regional dos participantes das sessões FINTRANS.

Contando com 232 registos no portal FINTRANS, as motivações para o seu registo distribuem-se da seguinte forma:

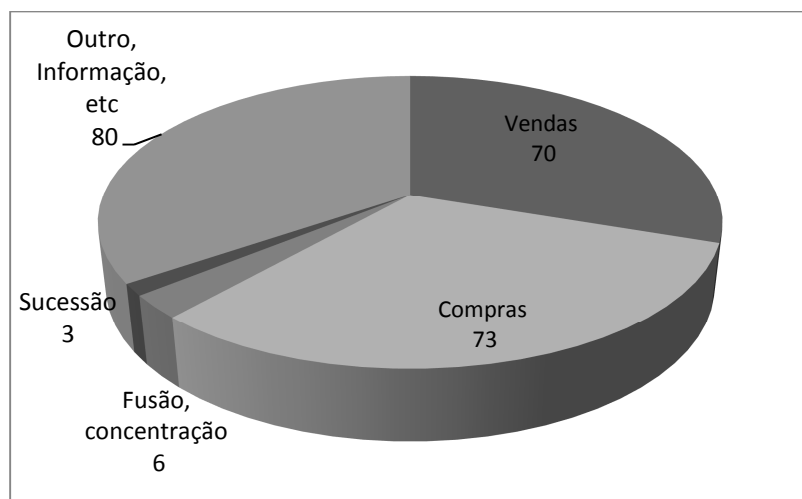


Gráfico 3 – Motivações dos registos no portal FINTRANS.

Análise de casos reais ocorridos no âmbito do Programa FINTRANS, cedidos pela NERSANT:

*CASO 1*

<b>Tipo de operação:</b>	<b>Aquisição</b> de empresa de conceção e produção de equipamentos para indústria de cablagens e indústria automóvel por empresa fabricante de componentes para automóveis.
<b>Empresa Adquirente</b>	
<i>Tipo</i>	Média Empresa - Sociedade por Quotas de base familiar
<i>Atividade</i>	Indústrias transformadoras (indústria plástica e metálica) – Componentes auto
<i>Localização</i>	Região Norte Litoral
<i>Estrutura societária</i>	A - SGPS Lda. de base familiar 99% B - Sócio gerente a título individual 1%
<i>Volume de Negócios (2009):</i>	9.016.572 €
<i>Ativo:</i>	5.537.800 €
<i>Capital Próprio:</i>	1.965.772 €
<i>EBITDA</i>	1.400.000 €
<i>Resultado Líquido</i>	840.336 €
<i>Postos de Trabalho:</i>	170
<i>Motivação da operação de aquisição:</i>	Explorar complementaridades através de processo de integração horizontal pela compra de empresa produtora de equipamentos e ferramentas utilizados pela empresa. Construção de grupo empresarial familiar pelo envolvimento ativo dos sucessores do empresário (1 filho e 1 filha) que dispõem de competências técnicas de gestão e motivação para uma estratégia deste tipo.
<b>Empresa Adquirida</b>	
<i>Tipo</i>	Média Empresa - Sociedade Anónima
<i>Atividade</i>	Desenvolvimento e fabrico de máquinas especiais e mecânica de precisão.
<i>Localização</i>	Região Centro Litoral
<i>Estrutura societária</i>	A - 42,5% B - 37% Diversos - 20,5%
<i>Volume de Negócios (2009):</i>	1.486.207 €
<i>Ativo:</i>	2.536.649 €
<i>Capital Próprio:</i>	1.072.423 €
<i>EBITDA</i>	527.000 €
<i>Resultado Líquido</i>	15.353 €

<i>Postos de Trabalho:</i>	35
<i>Motivação da operação de venda:</i>	Dificuldades com o processo de sucessão: O sócio A (60 anos) não tem filhos e o filho do Sócio B (58 anos) não tem motivação/interesse na atividade.
	Gerir o processo de venda na perspetiva de melhor valorizar o seu património compatibilizando-o se possível com a continuidade do seu envolvimento profissional na empresa.

*Descrição sumária do processo:*

- A empresa Adquirente A manifestou interesse na aquisição de empresa/negócio com características específicas relacionadas com atividades complementares com as da empresa permitindo a exploração de sinergias e eventualmente de escala e/ou de gama;
- Foram identificadas e apresentadas 3 oportunidades de negócio (B1, B2, B3), de atividades diferentes, mas todas potencialmente interessantes face aos objetivos da Adquirente;
- As empresas (B1, B2, B3) aceitaram o contacto direto e visita dos representantes de A;
- A visita a cada empresa foi acompanhada por elemento da equipa FINTRANS e durou cerca de 1 hora por empresa;
- Apenas a Empresa B1 se revelou interessante para a empresa adquirente. Durante a primeira reunião foi decidido que a empresa B1 forneceria informação contabilística e financeira mediante termo de confidencialidade a emitir pela empresa A;
- O processo prosseguiu com a concretização de mais 2 reuniões de representantes das 2 empresas nas instalações da empresa B1 tendo-se iniciado negociações sobre critérios de valorização da empresa e sobre a configuração do negócio.

*Principais decisões pré-contratuais:*

- O valor da empresa E1 foi de 1,3 milhões € sujeita a acréscimo ou redução em função de *due diligence* a realizar por entidade credível aceite por ambas as partes;
- A empresa A propôs a aquisição de 70% do capital da empresa B;
- Os sócios/gestores da empresa B manteriam 30% do capital cuja venda à empresa A se realizaria de forma faseada nos 3 anos seguintes;

- Os sócios gestores da Empresa B manter-se-iam como colaboradores ativos da empresa A até aos 65 anos de idade se tal fosse o seu desejo.

*Conclusão do processo de aquisição:*

- O valor final da empresa para efeitos da transação foi de 1,1 milhões €, tendo sido adquiridas e pago o valor das ações representativas de 90% do capital da empresa B;
- O financiamento de 990 mil € correspondentes a esta transação foram integralmente assegurados através da mobilização de recursos financeiros próprios da empresa A;
- Confirmou-se o interesse de ambas as partes na manutenção na empresa até aos 65 anos dos 2 sócios da empresa B que deixam de assumir funções de gestão;
- A empresa A assume a compra, no prazo de 3 anos, dos 10% do capital detido pelos até agora sócios gestores da B, podendo exercer essa opção a todo o momento;
- O processo de aquisição foi completamente concluído tendo a empresa A assumido a gestão efetiva da empresa B;
- Foi confirmado neste caso que todas as expectativas definidas na estratégia de aquisição estão a ser superadas, quanto a nível de atividade e resultados da empresa B.

**CASO 2**

<b>Tipo de operação:</b>	<b>Concentração acionista</b> com clarificação do poder na empresa de estrutura societária familiar com expansão da Rede de comercialização através da compra de Lojas e marca de empresa concorrente.
<b>Empresa:</b>	
<i>Tipo</i>	Sociedade Anónima - Grande Empresa
<i>Atividade</i>	Indústria de Confeção e Rede de comercialização de vestuário para Homem
<i>Localização</i>	Região Centro Interior
<i>Estrutura societária</i>	Sociedade Anónima - Grande Empresa
<i>Volume de Negócios (2009):</i>	15.312.000€
<i>Ativo:</i>	18.138.000€
<i>Capital Próprio:</i>	Acionistas: Família A - 40% Família B - 40% Família C - 12.5% D (Própria empresa) - 7,5%
<i>EBITDA</i>	1.509.000 €
<i>Resultado Líquido</i>	157.000 €
<i>Postos de Trabalho:</i>	406
<i>Motivação da operação:</i>	Clarificar poder de decisão e de liderança na empresa num contexto de conflitualidade entre acionistas e de expansão e consolidação da rede comercial de marca própria



*Descrição sumária do processo:*

- Os representantes da família A que têm assegurado a gestão efetiva e a liderança da empresa confrontam-se com a necessidade de ultrapassar a conflitualidade resultante do afastamento da empresa B da gestão da empresa e de garantir a criação de condições para prosseguir um processo de expansão e consolidação no mercado nacional e internacional;
- No âmbito do FINTRANS foram equacionadas alternativas de enquadramento da operação e do seu financiamento;
- Procedeu-se à avaliação sumária da empresa e do valor potencial de aquisição da posição acionista da família B;
- Identificaram-se necessidades de financiamento associadas á aquisição de uma Rede de Lojas de Marca concorrente no mercado nacional e do esforço a concretizar com o reforço da presença da empresa em mercados externos;
- O valor global das necessidades de financiamento era de cerca de 4 milhões € tendo-se considerado adequado, por forma a garantir níveis confortáveis de solvabilidade, que estes deveriam ter como origem:
  - Crédito bancário de longo prazo: 1 Milhão €;
  - Aquisição da posição acionista através de capital alheio quer dos atuais acionistas quer de um operador de Capital de Risco.
- A operação foi formalizada junto de instituições de crédito e de um Fundo de Capital;
- O processo foi excessivamente longo (cerca de 16 meses) em parte por razões pessoais mas também pela dificuldade de compreensão e aceitação da filosofia e das condições associadas à concretização da operação de capital;
- As operações de financiamento envolvendo uma operação de crédito bancário (1 Milhão €), a mobilização de recursos da família (800 mil €) e de um Fundo de Capital (2,2 Milhões €) foram completamente concretizadas;
- O processo de aquisição da Rede de Lojas de marca assim como o processo de aquisição da posição acionista da família B pela família A foi concluído;
- Tempo de duração da operação: 16 meses.

A empresa dispõe agora de uma liderança consolidada, integrando elementos da família A e um elemento da família C.

A estratégia de reforço do processo de expansão quer no mercado interno quer no mercado externo, prossegue agora de forma mais consistente.

## CASO 3

<b>Tipo de operação:</b>	<b>Aquisição</b> de posição maioritária em empresa com sinergias e complementaridade de negócios no mercado interno e externo.
<b>Empresa Adquirente</b>	
<i>Tipo</i>	Sociedade Anónima - Média Empresa
<i>Atividade</i>	Obras públicas e engenharia civil, Infraestruturas de saneamento básico, construção civil, restauro e arranjos exteriores
<i>Localização</i>	Região Centro
<i>Estrutura societária</i>	Totalmente detida por uma família
<i>Volume de Negócios (2009):</i>	11,3 Milhões €
<i>Ativo:</i>	8,2 Milhões €
<i>Capital Próprio:</i>	2,9 Milhões €
<i>EBITDA</i>	700 mil €
<i>Resultado Líquido</i>	190 mil €
<i>Postos de Trabalho:</i>	77
<i>Motivação da operação de aquisição:</i>	Procura de empresa/negócios com sinergias a nível operacional e de mercado.
<b>Empresa Adquirida</b>	
<i>Tipo</i>	Sociedade por Quotas - Micro Empresa
<i>Atividade</i>	Consultoria, cartografia, cadastro e hidrografia
<i>Localização</i>	Ribatejo
<i>Estrutura societária</i>	Sócio A - 80% Sócio B - 20%
<i>Volume de Negócios (2009):</i>	152.238 €
<i>Ativo:</i>	240.866 €
<i>Capital Próprio:</i>	51.788 €
<i>EBITDA</i>	35.834 €
<i>Resultado Líquido</i>	3.710 €
<i>Postos de Trabalho:</i>	4
<i>Motivação da operação de venda:</i>	Dificuldades financeiras da empresa vendedora para prosseguir a expansão de negócios em Portugal e em África. Procura de empresa/negócios com sinergias a nível operacional e de mercado.

*Descrição sumária do processo:*

- A empresa B sendo uma micro empresa, pretendia encontrar parceiro tendo por objetivo o reforço da solidez financeira da empresa e a obtenção de sinergias que permitissem a expansão da atividade quer no mercado interno quer em mercados externos, designadamente em países de expressão portuguesa;
- A empresa A, de dimensão média/grande e com situação financeira confortável pretendia encontrar e explorar novos negócios em particular com exploração de sinergias em atividades complementares com as que tem vindo a desenvolver;
- No âmbito do FINTRANS procedeu-se á avaliação sumária da empresa B, situando-o entre 55 mil € e 90 mil €;
- Dada a necessidade da empresa em solver compromissos financeiros assim como de recursos financeiros para prosseguir a exploração de novos mercados foi proposta e aceite que uma eventual transação deveria passar por um aumento de capital da empresa B, até um valor garantisse a manutenção mínima de cerca de 40% do capital na posse dos atuais sócios;
- A oportunidade de negócio foi estudada pela empresa A;
- Foi realizada reunião entre as partes e discutidos valores e configuração de transação, sendo manifesto o interesse de ambas as partes na concretização da operação;
- Posteriormente acertaram-se valores e condições, assegurando a empresa adquirente o financiamento integral de cerca de 140 mil € através da mobilização de recursos próprios, embora sem consumir a contratualização;
- O valor de 140 mil € a título de aumento de capital e suprimentos, corresponderia à aquisição efetiva de uma posição societária pela empresa A na empresa B de cerca de 60%;
- Um dos atuais sócios gerentes da empresa B manteria o mesmo estatuto sendo acompanhado nessa posição por um elemento nomeado pela empresa A embora sem funções executivas;
- Durante a fase de finalização do acordo, e da elaboração de acordo parassocial, surgiram factos insólitos que conduziram ao desinteresse do negócio e logo à sua rutura por parte da empresa A;
- Para esta atitude contribuiu o conhecimento pelos gestores da empresa A sobre a situação conflitual entre a gerência da empresa B e o representante de uma instituição de grande importância para empresa A.

## CASO 4

<b>Tipo de operação:</b>	<b>MBO</b>
<b>Empresa Adquirente</b>	Gestor em nome Individual
<i>Tipo</i>	Gestor da empresa – Eng.º Mecânico, 50 anos, com pós-graduação em Gestão e vasta experiência em Empresas industriais, com 50 anos.
<i>Atividade</i>	Administrador da empresa alvo
<i>Localização</i>	Região Alentejo - Norte
<i>Motivação da operação de aquisição:</i>	Espírito empreendedor e motivação forte para prosseguir com o negócio numa estratégia de expansão no mercado europeu. Grande conhecimento e experiência do negócio e na gestão da empresa alvo.
<b>Empresa Adquirida</b>	
<i>Tipo</i>	Pequena empresa - Sociedade Anónima detida por 2 empresas escandinavas e por um particular português
<i>Atividade</i>	Produção de equipamentos sanitários e materiais de construção
<i>Localização</i>	Ribatejo
<i>Estrutura societária</i>	A - 78% B - 20% C - 12%
<i>Volume de Negócios (2009):</i>	1.176.062 €
<i>Ativo:</i>	1.335.333 €
<i>Capital Próprio:</i>	206.814 €
<i>EBITDA</i>	228.170 €
<i>Resultado Líquido</i>	69.870 €
<i>Postos de Trabalho:</i>	12
<i>Motivação da operação alienação:</i>	Dificuldades financeiras de um dos acionistas e desejo de alienação da sua posição na empresa que sendo rentável possui dimensão pouco expressiva na ótica do acionista.

*Descrição sumária do processo:*

- O Gestor da empresa tendo conhecimento do eventual interesse de alienação da posição do principal acionista e na convicção de que também os restantes acionistas estariam dispostos a alienar as suas posições, contactou a equipa FINTRANS na perspetiva de encontrar apoio para o lançamento de uma operação MBO que lhe permitisse garantir a gestão e o controlo acionista;

- Sentiu-se a existência de forte motivação para a realização desta operação envolvendo a aquisição de uma empresa de pequena dimensão, que contudo possui um produto de *design* atrativo integralmente exportado para mercados europeus;
- Procedeu-se à avaliação sumária da empresa e definiram-se cenários possíveis para assegurar a concretização do negócio;
- O valor total de financiamento necessário para concretizar a operação deverá rondar 850 mil €:
  - O valor estimado da empresa foi de cerca de 400 mil €;
  - Contudo a transação exigirá a mobilização de recursos para reembolsar suprimentos no valor de 300 mil € e para suportar investimentos necessários no valor de 150 mil €.
- Perante a manifesta dificuldade do Gestor em mobilizar mais de 150 mil € de recursos próprios, equacionou-se o recurso a 2 fontes suplementares de financiamento:
  - Uma operação de crédito bancário de cerca de 200 mil €;
  - Uma operação de capital de risco de 400 mil €.
- Foram ainda equacionadas outras alternativas como sejam a de tentar uma negociação de pagamento faseado ao longo de 3 a 4 anos do capital a adquirir aos atuais acionistas;
- Existindo condições confirmadas para a concretização da operação de crédito suportada em garantia mútua, procedeu-se á apresentação sintética da operação junto de um operador de capital de risco;
- Obteve-se o acordo de princípio quanto ao interesse da operação por parte da entidade gestora de um Fundo de capital e o gestor interessado no MBO iniciou contactos com os acionistas e arrancou com a recolha de informação e a elaboração de um plano de negócios;
- Perante a manifestação de interesse na aquisição da empresa por parte do gestor constatou-se que o acionista maioritário A, não demonstrou interesse na operação. O acionista B contudo manifestou interesse e mostrou-se disponível para sensibilizar o acionista A para a alienação;
- O processo encontra-se, por agora, paralisado embora se mantenha o interesse do gestor pela concretização do MBO.

## CASO 5

<b>Tipo de operação:</b>	<b>Concentração empresarial</b> envolvendo um processo de sucessão familiar.
<b>Empresa Adquirente</b>	Sócio maioritário da empresa
<i>Tipo</i>	Gestor sócio de uma micro empresa - sociedade por quotas
<i>Atividade</i>	Medicina ocupacional, Higiene e segurança no trabalho e Formação
<i>Localização</i>	Lisboa
<i>Estrutura societária</i>	Sócio A-85% Sócio B- 15%
<i>Volume de Negócios (2009):</i>	92 mil €
<i>Ativo:</i>	105,8 mil €
<i>Capital Próprio:</i>	50 mil €
<i>EBITDA</i>	32,6 mil €
<i>Resultado Líquido</i>	15,5 mil €
<i>Postos de Trabalho:</i>	6
<i>Motivação da operação de aquisição:</i>	Expandir a atividade empresarial através da assunção do domínio societário e da gestão de sociedade com forte complementaridade e sinergias, cujo capital é detido maioritariamente pela mãe (85%) e por uma tia (15%).
<b>Empresa Adquirida</b>	
<i>Tipo</i>	Sociedade por quotas - micro empresa
<i>Atividade</i>	Medicina e Higiene e Segurança no Trabalho
<i>Localização</i>	Lisboa
<i>Estrutura societária</i>	Sócio A-85% Sócio B- 15%
<i>Volume de Negócios (2009):</i>	754.120 €
<i>Ativo:</i>	170.728 €
<i>Capital Próprio:</i>	60.121 €
<i>EBITDA</i>	30.456 €
<i>Resultado Líquido</i>	17.024 €
<i>Postos de Trabalho:</i>	9
<i>Motivação da operação:</i>	Na ótica da sócia maioritária existe o desejo de sair do negócio por motivo de reforma e de assegurar a continuidade da empresa através de um processo de sucessão envolvendo os seus 2 filhos.  Por parte da sócia minoritária existe vontade e disponibilidade para facilitar e viabilizar o processo de sucessão, desejado pela irmã, através da venda da sua quota em condições confortáveis para os novos sócios.

*Descrição sumária do processo:*

Perante o desejo manifestado pelo sócio maioritário da empresa A em adquirir a empresa A detida maioritariamente pela mãe, visando a articulação de atividades e a exploração de sinergias entre as duas empresas, foi necessário identificar todos os interesses e motivações envolvidas e configurar uma operação de concentração empresarial envolvendo as 2 sociedades e os sócios de ambas as empresas.

A operação de concentração envolve a conjugação articulada de interesses em que se identificam:

- O Senhor A1 é sócio maioritário (85% do capital) da empresa A e é filho de B1 sócia maioritária (85% do capital) da empresa B;
- A empresa A foi constituída há 3 anos e tem um segundo sócio A2, com 15% do capital;
- A empresa B tem também como sócia B2 (com 15% do capital), que é irmã da sócia B1;
- A Senhora B1 tem um segundo filho, cujos interesses deverão ficar salvaguardados num eventual processo de concentração envolvendo as duas empresas.

Numa 1ª fase, com a concordância das 2 sócias procedeu-se à avaliação sumária da empresa B e garantiu-se o acordo de princípio de todas as partes ao estudo e configuração duma operação de alienação da empresa B aos sócios da empresa A.

Nas discussões efetuadas sentiu-se que:

- Havia disponibilidade da sócia maioritária B1 da empresa B em doar a sua quota aos seus 2 filhos com a convicção de que o interesse e a motivação para explorar o negócio era do sócio A1 maioritário da empresa A;
- A sócia minoritária da empresa A não colocava qualquer obstáculo à transação no pressuposto da salvaguarda dos seus interesses;
- A sócia minoritária B2 da empresa B (irmã de B1) estava disponível para viabilizar o negócio através da alienação da sua quota em condições de valor e prazo de pagamento razoáveis;
- O irmão de A1 e filho de B1 concorda com o negócio desde que ficassem assegurados os seus interesses, num processo que poderia envolver uma compensação financeira e uma pequena participação no capital da empresa.

Procedeu-se à avaliação sumária da empresa A e da empresa B, tendo-se concluído que para uma valor aproximado de 250 mil € para a empresa B e de 212,5 mil € para a empresa A.

Foram equacionados vários cenários para a operação:

- 1) Aquisição da totalidade do capital da empresa B pela empresa A;
- 2) Aquisição da totalidade do capital da B pelos sócios da A;
- 3) Formação de uma nova sociedade que passe a deter a totalidade do capital das empresas A e B;

Em qualquer das hipóteses, o filho da sócia B.2 e irmão do sócio A.1 participará enquanto sócio no capital da empresa B ou da empresa que vier a deter o capital da empresa B.

O cenário escolhido foi o de constituir uma Sociedade Veículo (SV) que passa a deter a totalidade do capital das empresas A e B, sendo a operação concretizada da seguinte forma:

A sócia B1 maioritária da empresa B vai doar a sua quota de 85% na empresa B aos seus 2 filhos: Uma quota de 72,5% do capital da empresa B ao seu filho (sócio maioritário da empresa B) e uma quota de 12,5% ao seu 2º filho, sendo este compensado através da doação de outro património.

A sócia B2 vende à empresa a constituir (SV) a sua quota de 15% na empresa B, valor esse a receber em 3 rendas anuais constantes.

A Empresa veículo (EV) passa a deter a totalidade do capital das empresas A e B com as seguintes participações no capital:

- Sócio EV1 (atual sócio maioritário A1 da empresa A) – 85%;
- Sócio EV2 (atual sócia minoritária A2 da empresa A) – 7,5%;
- Sócio EV2 (2º filho da atual sócia maioritária B1 da empresa B e irmão de EV1) – 7,5%.

Perante a seguinte composição do capital das empresas A e B e sua valorização:

Sócios	Quotas %		Valor das quotas (mil €)	
	Empresa A	Empresa B	Empresa A	Empresa B
Sócio A1	85%		180,625	
Sócio A2	15%		31,875	
Sócio B1		85%		212,5
Sócio B2		15%		37,5
TOTAL	100%	100%	212,5	250

Quadro 7 – Composição do capital das empresas A e B



Após a cedência/alienação das quotas (%) da empresa B pelas sócias B1 e B2:

	Sócio A1	Sócio A2	2º Filho B1	EV
Sócio B1	72,25%		12,75%	
Sócio B2				15,00%

Quadro 8 – Nova distribuição de capital após cedência/alienação das quotas.

A Entidade Veículo (EV) passa a deter 100% do capital das empresas A e B.

O capital da Entidade Veículo fica distribuído da seguinte forma:

Sócios da EV	Situação anterior	%	Valor (mil €)
EV1	A1 - Sócio maioritário da empresa A	85,00%	361,25
EV2	A2 - Sócio maioritário da empresa A	7,50%	31,875
EV3	2º Filho da sócia maioritária da empresa B	7,50%	31,875
	Total	100,00%	425

Quadro 9 – Estrutura de capital da EV.

O processo está em fase de avaliação e configuração jurídica. A EV poderá assumir a forma de SGPS, estando ainda a ser equacionada a hipótese de não se constituir a EV. Nesta hipótese a Sociedade A passaria a deter a totalidade do capital da empresa B, mantendo-se as posições societárias na empresa A em consonância com as definidas para a EV.

## CASO 6

<b>Tipo de operação:</b>	<b>Concentração acionista</b> através da aquisição pelos sócios minoritários de posição maioritária do capital (51,50%), detida por Grupo internacional.
<b>Adquirente</b>	Atuais sócios de uma família que detém no seu conjunto 48,5% do capital exercendo a gestão efetiva da empresa e a dinamização do negócio no mercado nacional e parcialmente em Espanha.
<i>Motivação da operação de aquisição:</i>	Motivação e determinação para aquisição de posição maioritária que permita garantir o comando da empresa e dar continuidade à sua afirmação no mercado ibérico.
	Impedir que as graves dificuldades financeiras sentidas pelo Grupo Multinacional, detentor da maioria do capital não afetem o bom posicionamento e a possibilidade de dar continuidade à afirmação da empresa no mercado ibérico.
	Eliminar a manutenção de práticas de preços de transferência desvantajosos para empresas do Grupo em Espanha que representam cerca de 1/4 das vendas, isto apesar dos elevados níveis de rentabilidade e de solidez financeira da empresa.

<b>Empresa alvo</b>	
<i>Tipo</i>	Empresa de média dimensão classificada como Grande Empresa pela participação no seu capital de empresa multinacional de grande dimensão
<i>Atividade</i>	Transformação do vidro laminado, de controlo solar, e temperado
<i>Localização</i>	Norte Interior
<i>Estrutura societária</i>	Sócio A (Grupo multinacional) - 51,5% Sócio B- 24,5% Sócio C- 12,25% Sócio D - 12,25%
<i>Volume de Negócios (2009):</i>	20.900 mil €
<i>Ativo:</i>	15.800 mil €
<i>Capital Próprio:</i>	11.900 mil €
<i>EBITDA</i>	2.400 mil €
<i>Resultado Líquido</i>	1.600 mil €
<i>Postos de Trabalho:</i>	74
<i>Motivação da operação de alienação:</i>	Possibilidade de obtenção de recursos financeiros líquidos pelo Grupo Multinacional detentor de 51% do Capital, num contexto de grande dificuldade financeira do Grupo em Espanha e no México.
	Possibilidade de dar continuidade a negócios em Espanha mantendo como fornecedora a empresa portuguesa.

*Descrição sumária do processo:*

Os acionistas B, C e D são membros da mesma família F e detêm 49% do capital da sociedade alvo.

O acionista A com 51% do capital é uma empresa de espanhola detida por um grupo multinacional de origem Mexicana.

A motivação da família F para adquirir a totalidade da posição do acionista A na empresa prende-se com os seguintes factos:

- A convicção de que a deterioração da situação financeira do acionista A iria aumentar as dificuldades para a empresa prosseguir uma estratégia de afirmação no mercado ibérico;
- A oportunidade de incorporar algumas fases do processo de transformação reduzindo de forma substancial a subcontratação de serviços em condições não competitivas a uma empresa espanhola.

- O Grupo Multinacional não estar a cumprir o acordado no que concerne a diferenciações favoráveis na compra de matérias-primas pela empresa portuguesa, nomeadamente devido a:
  - Não apresentar padrões de qualidade exigidas pelo mercado Português;
  - Não cumprir prazos adequados de entrega;
  - Apresentar insuficiências diversas a nível de gestão.

A família F decide analisar a hipótese de aquisição da posição acionista do Grupo multinacional, por cerca de 4 Milhões € e concretizar um investimento de integração vertical no valor de cerca de 2 Milhões €.

Procedeu-se à análise do valor da empresa, o qual foi consentâneo com os valores já estimados por ROC e uma empresa de auditoria.

Neste caso o processo foi acompanhado e intermediado na sua apresentação a Sociedade Gestora de Fundos de Capital de Risco (SGCR) com a seguinte configuração de financiamento:

- |   |             |
|---|-------------|
| ▪ Anulação de créditos da empresa sobre o Grupo Multinacional | 1.600 mil € |
| ▪ Operação de crédito bancário de longo prazo                 | 2.000 mil € |
| ▪ Operação por SGCR (capital e suprimentos)                   | 2.400 mil € |

A operação mereceu aprovação por parte de todos os intervenientes, estando em fase de concretização.

#### CASO 7

<b>Tipo de operação:</b>	<b>Aquisição por aumento de Capital</b> empresa constituída em 2008, por 3 jovens empreendedores
<b>Empresa Adquirente</b>	Sociedade (SBA) detida por 3 Business Angels
<i>Tipo</i>	SGPS de pequena dimensão recém-criada, detida por 4 Business Angels
<i>Atividade</i>	Gestão de Participações Sociais e prestação de serviços de gestão
<i>Localização</i>	Interior Centro

<i>Estrutura societária</i>	A - 55% B - 25% C - 10% D - 10%
<i>Capital Próprio:</i>	125 mil €
<i>Motivação da operação de aquisição:</i>	Desejo de desenvolver negócios com carácter inovador ou diferenciador com forte potencial de expansão localizados na Região Centro.
<b>Empresa Adquirida</b>	
<i>Tipo</i>	Sociedade Anónima - Pequena Empresa - em fase early stage com menos de 3 anos de atividade completos
<i>Atividade</i>	Gestão, valorização e reciclagem de Resíduos
<i>Localização</i>	Interior Centro
<i>Estrutura societária</i>	A - 16,66% B - 16,66% C - 16,66% D - Fundo de Capital de Risco (FCR) - 50%
<i>Volume de Negócios (2010):</i>	890 mil €
<i>Ativo:</i>	390 mil €
<i>Capital Próprio:</i>	260 mil €
<i>EBITDA</i>	157 mil €
<i>Resultado Líquido</i>	61 mil €
<i>Postos de Trabalho:</i>	11
<i>Motivação da operação:</i>	Mobilização de recursos financeiros para a aquisição de posição societária de Sociedade de Capital de Risco na empresa e estratégia para acelerar a expansão do negócio envolvendo parceiros com capacidade e dinamismo para desenvolver o negócio e que aportem financiamento através de aumento de capital.

*Descrição sumária do processo:*

A sociedade B, constituída em 2008, após uma fase inicial de dificuldades, as suas vendas têm vindo a crescer de forma quase exponencial desde o 3º trimestre de 2009.

Razões contratuais obrigam a encontrar uma solução de saída para o FCR que detém 50% do capital da empresa. De salientar que o capital da sociedade é de 90 mil € havendo prestações acessórias de 30 mil € aportadas pelos acionistas promotores.

O desejo dos sócios é o de adquirir a posição do FCR e simultaneamente continuar a expandir o negócio, quer através de conquista de mercado na obtenção de *inputs* quer na expansão e

diversificação da atividade, já que o escoamento do produto está amplamente assegurado através de exportações.

Neste contexto, no âmbito do FINTRANS, procurou-se identificar eventuais interessados em adquirir uma posição acionista de 40% através de um aumento de capital e que simultaneamente dispusessem de conhecimentos e dinamismo para apoiar a expansão e a diversificação da atividade.

Simultaneamente prestou-se apoio na negociação de saída do FCR, o qual após uma fase inicial em que solicitava mais de 300 mil € pela sua participação de 50% no capital da empresa, acabou por acordar num valor de saída de 100 mil €, valor que era compatível com o valor estimado para empresa no final de 2010.

Com a aquisição da posição do FCR pelos atuais acionistas promotores, o valor do capital após incorporação de prestações acessórias passou a ser de 120 mil €, contudo o valor da empresa tendo em conta a sua evolução recente mas também as perspectivas de crescimento da atividade a médio prazo foi estimado em 400 mil €.

A configuração da operação apresentada através do FINTRANS envolvia um investimento em ativo fixo e fundo de maneiio de cerca de 250 mil € financiados através de meios libertos e do aumento de capital por novos acionistas, garantindo que estes não deteriam no final da operação mais de 40% do capital da empresa.

O valor de aquisição de 40% corresponde assim a 160 mil €, o que deveria ser feito através de um aumento de capital no valor de 80 mil €, elevando assim o capital para 200 mil € e pelo pagamento de um “prémio” no valor de 80 mil €.

A SBA a quem foi apresentada esta oportunidade de negócio, procedeu à avaliação da empresa e encetou contactos com os atuais acionistas para acordar o seu envolvimento na dinamização do negócio, mas também sobre os critérios de saída do capital no prazo máximo de 6 anos.

As dificuldades principais situaram-se ao nível da valorização da sociedade e na fixação de condições a estabelecer em acordo parassocial.

Após negociações durante 4 meses, o processo, não foi ainda encerrado, encontrando-se em fase de acerto de pormenores.

## CASO 8

<b>Tipo de operação:</b>	<b>Aquisição total do capital</b> de empresa industrial de base familiar por uma sociedade de capital ( <i>private equity</i> )
<b>Empresa Adquirente</b>	
<i>Tipo</i>	Sociedade Anónima - Pequena empresa
<i>Atividade</i>	Gestão de Investimentos e participações
<i>Localização</i>	Lisboa
<i>Estrutura societária</i>	5 Acionistas com participações idênticas de capital
<i>Volume de Negócios (2009):</i>	ND
<i>Ativo:</i>	ND
<i>Capital Próprio:</i>	250 mil €
<i>Outros Recursos financeiros próprios</i>	4000 mil €
<i>Postos de Trabalho:</i>	3
<b>Empresa Adquirida</b>	B
<i>Tipo</i>	Sociedade Anónima - Pequena empresa
<i>Atividade</i>	Transformação, preparação e conservação de frutos e produtos hortícolas
<i>Localização</i>	Alto Alentejo
<i>Estrutura societária</i>	Acionista A Acionista B Acionista C
<i>Volume de Negócios (2009):</i>	3.200 mil €
<i>Ativo:</i>	4.900 mil €
<i>Capital Próprio:</i>	1600 mil €
<i>EBITDA</i>	170 mil €
<i>Resultado Líquido</i>	50.000 €
<i>Postos de Trabalho:</i>	34
<i>Motivação da operação de aquisição:</i>	A empresa tem vindo a declinar em termos de volume de vendas e o seu endividamento financeiro é de cerca de 1,9 Milhões € o que corresponde a cerca de 60% do endividamento total.
	Após o falecimento do sócio maioritário e fundador da empresa, não existe motivação por parte da família em prosseguir um modelo assente numa estratégia de crescimento, que implicaria a realização de investimentos. Acresce ainda a existência de preocupação quanto á possibilidade de um eventual incumprimento face a credores financeiros e consequentemente ao acionamento de avales prestados pelos acionistas.
	O sócio gerente executivo, tendo disponibilidade para prosseguir com a dinamização do negócio, sente necessidade de encontrar um novo parceiro que através da aquisição da posição da família do fundador possa implementar uma nova estratégia de crescimento e de inovação. Em alternativa mostrou disponibilidade para a alienação total.

*Descrição sumária do processo:*

Após um primeiro contacto com a equipa do FINTRANS e da visita à empresa, procedeu-se à avaliação sumária da empresa, situando a sua valorização entre 0 € e 1,0 milhões € e elaborou-se ficha de divulgação do negócio que se disponibilizou e enviou a potenciais interessados.

Foi colocada em venda a totalidade do capital da empresa, disponibilizando-se informação útil sobre a empresa, o potencial do negócio e de algumas condições.

Foram identificados 3 conjuntos de potenciais interessados no negócio, tendo ocorrido os seguintes factos:

O 1º interessado identificado foi uma empresa de logística e comercialização de produtos hortícolas e de frutos transformados, cujos representantes, por motivos de impossibilidade da equipa FINTRANS, foram visitar a empresa.

O representante da empresa B, após insistência indicou como valor da empresa 2 milhões €. Esta atuação inviabilizou desde logo a continuação de negociações por tal ter sido entendido como pouco sério por parte dos potenciais compradores.

Um 2º grupo de potenciais compradores interessados, após visita e contactos não demonstrou interesse no negócio pela sua configuração, e pelo elevado nível de endividamento da empresa.

Mais recentemente o negócio foi apresentado a uma sociedade de *private equity* que procura investimento no sector agroalimentar e que desde logo se mostrou interessada em estudar esta oportunidade, a qual permitiria explorar sinergias com outros negócios em que estavam a investir.

O 1º contacto entre representantes da empresa B (venda) e da empresa A (compra) foi acompanhado pela equipa FINTRANS.

Procedeu-se à análise de dados sobre a evolução económica e financeira da empresa e sobre o potencial do negócio, circuitos comerciais e de aprovisionamento e trabalhou-se sobre critérios de valorização a utilizar para avaliar a empresa e ainda sobre a eventual permanência a prazo do atual Gestor (acionista).

Desde logo se identificou como crítica a assunção das dívidas financeiras por novos acionistas e gestores, libertando os atuais acionista na data de eventual transação.

Solicitada e obtida informação mais detalhada pelo potencial comprador, este formulou uma proposta de aquisição da totalidade do capital por 0 €, assumido este contudo a totalidade do passivo assegurando a libertação dos atuais acionistas de quaisquer ónus ou responsabilidades.

Esta proposta foi numa 1ª fase considerada chocante por parte dos acionistas.

Após análise e explicação cabal da situação da empresa e do real valor do negócio, foi possível retomar as negociações.

A possibilidade de o atual acionista e gestor executivo poder permanecer como acionista e gestor assim como a possibilidade de os atuais acionistas poderem vir receber um valor indexado á performance da empresa nos próximos 4 anos, contribuíram para que se fechasse um acordo de princípio, e para a elaboração de contrato que se espera vir a ser assinado entre as partes a breve prazo.



## Conclusão

A motivação inicial deste trabalho consistia na abordagem de um tema ainda muito pouco explorado entre as PME nacionais e para o qual se verifica a inexistência de dados oficiais quanto à sua atividade. Trata-se da análise do estado das F&A enquanto instrumento de concentração empresarial envolvendo empresas de pequena e média dimensão.

Logo à partida deparamo-nos com a inexistência de dados oficiais que permitam aferir sobre o número de operações realizadas em Portugal, constituindo este aspeto um dos grandes constrangimentos ao estudo desta temática. Esta insuficiência de dados consiste ainda numa forte limitação de âmbito a um estudo sobre F&A envolvendo PME.

Bem cientes de todas as dificuldades e limitações que iríamos enfrentar, avançamos o nosso trabalho iniciando com uma revisão da literatura, onde rapidamente nos deparamos com uma literatura existente bastante parca sobre o tema, no entanto, com algumas conclusões interessantes acerca das PME.

Assim sendo, este trabalho tem como objetivo lançar à discussão as F&A como opção válida para as PME tomarem nas suas decisões de negócio, uma vez que, ainda se encontram arredadas do leque das opções que os empresários equacionam, apesar de todas as vantagens e benefícios que a realização das mesmas pode proporcionar.

Uma das principais conclusões a que chegamos foi que o tecido empresarial português, caracterizado por micro empresas pouco abertas ao exterior, constitui um mercado apetecível para a realização de operações de F&A. Estando as empresas altamente dependentes do mercado interno, este tipo de operações constitui um veículo privilegiado para o crescimento via aquisição (*buy and build*), que dotará as empresas com massa crítica, a qual se mostra essencial para as mesmas encetarem sustentados processos de internacionalização e/ou exportação rumo à conquista dos mercados externos. Esta conquista dos mercados externos poderá ser o garante do crescimento ou mesmo da sobrevivência das empresas face ao ambiente de negócios que vivemos atualmente, racional que verificamos fazer parte das motivações dos empresários envolvidos nos casos estudados.

Verificamos ainda que a transmissão empresarial permite rentabilizar ativos físicos e humanos que estejam desaproveitados, na medida em que, quando alocados a um outro quadro

organizacional, poderão ser integrados em novas cadeias de valor com aumentos de rentabilidade.

Verificou-se que os problemas de sucessão afetam em larga escala as PME nacionais, que tendo um cariz familiar, muitas vezes não possuem sucessores aparentes, estando a sua continuidade posta em causa. Como tal, uma vez mais, as operações de F&A encerram em si mecanismos capazes de colmatar este problema que as empresas enfrentam, podendo ser efetuada a aquisição da empresa por um grupo de colaboradores, correspondendo esta operação a um *MBO*, sendo a empresa alienada a outra, normalmente até então sua concorrente ou adquirida por um grupo de quadros externos à empresa, o que figura um *MBI*. No entanto, e derivado da cultura da generalidade dos empresários, existe bastante relutância na alienação da empresa, sendo por isso o *MBO* a solução que mais se coaduna com as características do tecido empresarial português. Este é aliás um dos constrangimentos mais evidentes que as empresas e respetivos empresários apresentam, a par da complexidade e morosidade que os processos de F&A por norma acarretam.

Conforme pudemos constatar pela análise do tecido empresarial nacional, as concentrações horizontais são as que melhor se adequam às especificidades do mesmo, sendo um meio para as PME adquirirem massa crítica, dimensão e economias de escala e/ou gama, ou seja, alcançarem as sinergias operacionais que as operações de concentração proporcionam. Este facto foi verificado nos nossos casos estudados, onde verificamos a procura de parceiros para explorar novos mercados.

Da análise dos casos reais de transmissão de empresas no âmbito do FINTRANS a que tivemos acesso, verificamos que a sucessão, a par da exploração de sinergias e/ou complementaridades de negócio e mercado são as principais motivações para a concretização das operações quer do lado da procura quer da oferta, nestes casos veiculadas através da aquisição de posição maioritária ou do total do capital da empresa alvo ou de concentração empresarial. Do lado da oferta, atestamos que as dificuldades financeiras sentidas pelos sócios da empresa adquirida ou alvo constituem frequentemente a motivação para a operação, uma vez, que estas dificuldades poderão inviabilizar uma estratégia de crescimento e expansão do negócio que a empresa tenha delineado. As sinergias são um dos fatores que os envolvidos mais vezes referiram como motivação para a concentração empresarial, em especial as de carácter operacional através da exploração de complementaridades de negócio ou mercado.

Ora este facto não é de estranhar, uma vez que conforme Damodaran (2001) e Ferreira (2002) as sinergias sustentam quase todas as decisões por detrás de uma operação de F&A.

Frequentemente invocado pelos empresários, quer das empresas adquirentes quer das empresas adquiridas, o crescimento e exploração de novos mercados constitui um dos racionais mais presentes nas motivações para a concretização de operações de F&A, evidência congruente com a hipótese defendida por diversos autores (Jovanovic, 1982; Geroski, 1995; Baldwin & Rafiquzzaman, 1995).

Verificamos que exceto num dos casos em que a empresa alvo possuía uma grande dimensão, todos os restantes casos tiveram como empresa adquirida uma PME, facto que se encontra em linha com a hipótese defendida por Cosh et al. (1989). Curioso foi o facto de na nossa amostra não se verificar uma grande aversão à abertura de capital, tal como Cressy e Olofsson (1997) concluíram no seu estudo sobre PME suecas. No entanto, pudemos constatar que o recurso à entrada no capital por parte de SCR ou FCR embora não tenha sido encarado pelos empresários como uma ameaça implicou um maior esforço e tempo na aceitação da filosofia e das condições associadas à concretização da operação de capital, o que vem confirmar que a cultura dos empresários constituiu um entrave à realização de operações de F&A.

Permite-nos ainda concluir que o tempo de duração, que no “Caso 2” atingiu os 16 meses, é um dos constrangimentos à realização de operações de F&A. Neste caso em específico, pelo facto de se tratar de empresas com estruturas de uma dimensão considerável e a vontade da concretização ser grande acabou por não ser um impedimento, no entanto, no caso de organizações de menor dimensão e que à partida apresentam maior relutância à concretização da operação este poderá ser um aspeto que acabe por inviabilizar a mesma. Os empresários pouco sensibilizados para as questões relacionadas com a transmissão empresarial, muitas vezes procuram resultados mais imediatos, os quais muitas vezes não são passíveis de serem alcançados. Verificamos ainda que em diversos casos existiu o recurso a Sociedades ou Fundos de Capital de Risco, o que permite concluir que este é um dos meios de financiamento mais adotados em operações de transmissão empresarial, a par dos recursos financeiros próprios e financiamento bancário de médio ou longo prazo.

Apesar de nos casos a que tivemos acesso o recurso ao capital de risco ter sido recorrente, verificamos que a indústria do capital de risco não se encontra, regra geral, focada em

investimentos nas fases mais avançadas do ciclo de vida, privilegiando as fases mais iniciais (*early stage*). Este facto constatou-se também quando analisados os instrumentos de apoio públicos às fusões e aquisições, os quais não se encontram alinhados com as necessidades das PME nacionais. Assim, torna-se premente a divulgação dos apoios existentes, bem como a criação de novos mecanismos, em especial fundos de capital de risco orientados para investimentos nas fases mais avançadas do ciclo de vida e a promoção e consciencialização dos empresários das F&A enquanto possível solução para as PME. Conscientes do facto do capital de risco e fundos de reestruturação e/ou capitalização de empresas não constituírem soluções para todas as empresas, a divulgação assumirá a par da criação de programas que disponibilizem apoio, aconselhamento técnico e prestação de serviços de consultoria um papel preponderante na desmistificação das F&A no seio das PME.

Esperamos assim que este trabalho tenha contribuído para o conhecimento nesta área que se encontra muito pouco explorada em Portugal e que apresenta enormes vantagens para o tecido empresarial nacional, especialmente em clima de retração da economia. Esperamos ainda que tenha contribuído para uma maior consciência dos empresários para os benefícios que as operações possam induzir nas suas organizações, que constituem a quase totalidade das empresas portuguesas.

Seria interessante em trabalhos posteriores analisar uma maior amostra de operações de F&A concretizadas em Portugal envolvendo PME, por forma a serem alcançadas conclusões mais abrangentes sobre o motivo de não ser um instrumento mais recorrentemente usado pelas PME nacionais.

## Bibliografia

- Acs, Z. e Audretsch, D. B. (1987), Innovation, Market Structure and Firm Size, *Review of Economics and Statistics*, 69(4), 567-574.
- Aiginger, K. e Tichy, G. (1991), Small Firms and Merger Mania, *Small Business Economics*, 3, 83-101.
- Akerlof, G.A. (1970), The Market for “Lemons”: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488-500.
- Alexandre, V.L.G. (2009), *Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal*, Lisboa, Portugal: ISCTE-IUL Business School.
- Andrade, G. e Stafford, E. (2002), Investigating the economic role of mergers, *Journal of Corporate Finance*, 10, 1-36.
- Andrade, G., Mitchell, M. e Stafford, E. (2001), New Evidence and Perspectives on Mergers, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, 2, 103-120.
- Ansoff, H.I. (1965), *Corporate Strategy*, New York, NY: McGraw-Hill.
- APCRI e IAPMEI (2006), *Guia Prático do Capital de Risco*.
- Baker Tilly Portugal (2012), *Leaders Agenda 2012*.
- Balakrishnan, S. e Koza, M.P. (1993), Information Asymmetry, Adverse Selection and Joint Ventures, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 20, 99-117.
- Baldwin, J.R. e Rafiquzzaman, M. (1995), Selection Versus Evolutionary Adaptation: Learning and Post-entry Performance, *International Journal of Industrial Organization*, 13(4), 501-522.
- Becchetti, L e Trovato, G. (2002), The Determinants of Growth for Small and Medium Sized Firms. The Role of the Availability of External Finance, *Small Business Economics*, 19, 291-306.
- Bhide, A. (1990), Reversing corporate diversification, *Journal of Applied Corporate Finance*, 3, 70-81.
- Brealey, R.A. e S.C. Myers (2003), *Principles of corporate finance* (7<sup>th</sup> ed.), New York, NY: The McGraw-Hill Companies.
- Carland, J. e White, L. (1980), Valuing the Small Business, *Journal of Small Business Management*, 40-48.
- Chatterjee, S. (1986), Types of Synergy and Economic Value, *Strategic Management Journal*, 7(2), 119-139.

Coase, R. (1937), The nature of the firm, *Economica*, 4, 386-405.

Comissão Europeia (2006), A nova definição de PME - Guia do Utilizador e modelo de declaração.

Cosh, A.D., Hughes, A., Lee, K. e Singh, A. (1989), Institutional Investment Mergers, and the Market for Corporate Control, *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), 73-100.

Cressy, R., e Olofsson, C. (1997), The financial conditions for Swedish SMEs: Survey and research agenda, *Small Business Economics*, 9, 179–194.

Damodaran, A. (2001), *Corporate finance: theory and practice* (2<sup>nd</sup> ed.), New York, NY: John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2005), *The Value of Synergy*, Stern School of Business.

Datta S., M. Iskandar-Datta, e Raman, K. (2001), Executive Compensation and Corporate Acquisition Decisions, *Journal of Finance*, 56(6), 2299-2336.

Deeds, D., DeCarolis, D. e Coombs, J.E. (1999), Dynamic Capabilities and New Product Development in High Technology Ventures: An Empirical Analysis of New Biotechnology Firms, *Journal of Business Venturing*, 15, 211-229.

Deloitte (2008), Succession planning - Protecting the continuity and growth of your assets.

Dunne, T., Roberts, M. J. e Samuelson, L. (1988), Patterns of Firm Entry and Exit in U.S. Manufacturing Industries, *Rand Journal of Economics*, 19(4), 495-515.

Eisenhardt, K.M. e Galunic, D.C. (2000), Coevolving: At last, a way to make synergies work, *Harvard Business review*, Vol. 78 (1), 91-101.

Fairburn, J.A. (1989), The Evolution of Merger Policy in Britain, in Fairburn J., Kay J., eds. *Mergers and merger policy*, *Oxford University Press*, 193-230.

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

Fuller, K., Netter, J. e Stegemoller, M. (2002), What do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions, *Journal of Finance*, 57(4), 1763-1793.

Geroski, P.A. (1995), What Do We Know About Entry?, *International Journal of Industrial Organization*, 13(4), 421-440.

Gorton, G., Kahl, M. e Rosen, R.J. (2009), *Eat or Be Eaten: A Theory of Mergers and Firm Size*, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=713769>.

Gort, M. (1969), An Economic Disturbance Theory of Mergers, *Quarterly Journal of Economics*, 83, 624–642.

- Hall (1987), The Relationship Between Firm Size and Firm Growth in the US Manufacturing Sectors, *Journal of Industrial Economics*, 3(4), 583-606.
- Harford, J. (2005), What drives merger waves, *Journal of Financial Economics*, 77, 529-560.
- Higgins, R. e Schall, L. (1975), Corporate Bankruptcy and Conglomerate Merger, *Journal of Finance*, 30(1), 93-113.
- INE (2010), Micro, Pequenas e Médias Empresas em Portugal – 2008.
- INE (2011), O Perfil Exportador das PME em Portugal – 2007/2009.
- Itami, H. (1987), *Mobilizing Invisible Assets*, Harvard University Press.
- Jensen, M. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- Jensen, M. (1988), Takeovers: Their Causes and Consequences, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, 1, 21-48.
- Jovanic, B. (1982), Selection and Evolution of Industry, *Econometrica*, 50(3), 649-670.
- Kanter, R.M. (1989), *When Giants learn to dance*, London: Simon & Schuster.
- KPMG (2011), A new dawn: good deals in challenging times.
- Lambert, R.A. e Larcker, D.F. (1987), Executive Compensation Effects of Large Corporate Acquisitions, *Journal of Accounting and Public Policy*, 6(4), 231-243.
- Lamoreaux, N.R. (1985), The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904, *Cambridge: Cambridge University Press*.
- Lewellen, W. (1971), A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger, *Journal of Finance*, 26, 521-545.
- Lewellen, W., Loderer, C. e Rosenfeld, A. (1985), Merger Decisions and Executive Stock Ownership in Acquiring Firms, *Journal of Accounting and Economics*, 7, 209-231.
- Magalhães, Ana F. (2011), Crescer através de fusões e aquisições, *Jornal de Negócios*.
- Martynova, M. e Rennebog, L. (2005), *Takeover Waves: Triggers, Performance and Motives*, Tilburg: Tilburg University and European Corporate Governance Institute.
- Mata, J., Portugal, P. e Guimarães, P. (1995), The Survival of New Plants: Start-Up Conditions and Post-Entry Evolution, *International Journal of Industrial Organization*, 13(4), 459-481.
- Matusaka J. (1991), *Mergers: Theory and Evidence*, Dissertation, University of Chicago.

- Miguel, A.F. (2009), *Avaliação de Empresas DCF/EVA*, Texto de apoio, Lisboa, Portugal: ISCTE-IUL Business School.
- Ministério da Economia e do Emprego (2012), *Programa Revitalizar – Apresentação 8 de fevereiro de 2012*.
- Mitchell, M. e Mulherin, J.H. (1996), The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity, *Journal of Financial Economics*, 41, 193-229.
- Moeller, S.B., Schlingemann, F.P. e Stulz, R.M. (2004), Firm size and gains from acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 73, 201-228.
- Moeller, S.B. e Schlingemann, F.P. (2005), Global Diversification and Bidder Gains: A Comparison Between Cross-border and Domestic Acquisitions, *Journal of Banking and Finance*, 29, 533-564.
- O'Brien, A.P. (1988), Factory Size, Economies of Scale, and the Great Merger Wave of 1898-1902, *Journal of Economic History*, 48, 639-649.
- Pereira, M.E.C. (2009), *A Pequena e Média Empresa Portuguesa e o Mercado de Capitais: A Perspectiva do Capital de Risco*, Porto, Portugal: Faculdade de Economia do Porto.
- Persons, J.C. e Warther, V.A. (1997), Boom and Bust Patterns in the Adoption of Financial Innovations, *Review of Financial Studies*, 10(4), 939-67.
- Porter, M.E. (1985), *Competitive Advantage*, New York, NY: The Free Press.
- Prahalad, C.K. e Hamel, Garry (1990), The core competence of the corporation, *Harvard Business Review*, May-June, 1990.
- Pricer, R.W. e Johnson, A.C. (1997), The Accuracy of Valuation Methods in Predicting the Selling Price of Small Firms, *Journal of Small Business Management*, Vol. 35 (4).
- Rhodes-Kropf, M. e Viswanathan, S. (2004), Market valuation and Merger Waves, *Journal of Finance*, 59(6), 2685-2718.
- Shen, Jung-Shin e Reuer, J. (2005), Adverse Selection in Acquisitions of Small Manufacturing Firms: A Comparison of Private and Public Targets, *Small Business Economics*, 24, 393-407.
- Shleifer, A. e Vishny, R.W. (1991), Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications, *Strategic Management Journal*, 12, 51-59.
- Shleifer, A. e Vishny, R.W. (1992), Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach, *Journal of Finance*, 47, 1343-1366.
- Shleifer, A. e Vishny, R. W. (2003), Stock market driven acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 70, 295-311.



Shojai, S. (2009), Economists' hubris – the case of mergers and acquisitions, *Journal of Financial Transformation*, Vol. 26, 4-12.

Srower, M.L. e Sahni, S. (2006), Avoiding the “Synergy Trap”: Practical Guidance on M&A Decisions for CEOs and Boards, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 18, 3, 83-95.

Stigler, G. (1950), Monopoly and Oligopoly Power by Merger, *American Economic Review*, 40, 23-34.

Sudarsanam, S. (2003), Creating Value From Mergers and Acquisitions: The Challenges, *Prentice Hall/Financial Times*.

Wernerfelt, B. (1984), A resource-based review of the firm, *Strategic Management Journal*, 5.

Williamson, O. (1970), *Corporate Control and Business Behavior*, New Jersey, NJ: Prentice-Hall.

### **Legislação**

Artigo 262º - Código das Sociedades Comerciais.

Decreto-Lei nº 105/2009, de 12 de maio – FACCE.

### **Pesquisas na Internet**

FINTRANS Dimensão e Transmissão Empresarial: [www.fintrans.pt](http://www.fintrans.pt)

Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas: [www.iapmei.pt](http://www.iapmei.pt)

PME Investimentos: [www.pmeinvestimentos.pt](http://www.pmeinvestimentos.pt)

Inovcapital: [www.inovcapital.pt](http://www.inovcapital.pt)

NERSANT: [www.nersant.pt](http://www.nersant.pt)

## Anexos

### Anexo A – Os novos limiares de definição de PME

Categoria da empresa	Efectivos: Unidade de Trabalho-Ano (UTA)	Volume de negócios anual	Balanço total anual
Média	< 250	≤ 50 milhões de euros <small>(em 1996, 40 milhões de euros)</small>	≤ 43 milhões de euros <small>(em 1996, 27 milhões de euros)</small>
Pequena	< 50	≤ 10 milhões de euros <small>(em 1996, 7 milhões de euros)</small>	≤ 10 milhões de euros <small>(em 1996, 5 milhões de euros)</small>
Micro	< 10	≤ 2 milhões de euros <small>(anteriormente não definido)</small>	≤ 2 milhões de euros <small>(anteriormente não definido)</small>

Fonte: Comissão Europeia, 2006.