

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA



ISCAL

CARACTERIZAÇÃO DAS 100 MAIORES
EMPRESAS PORTUGUESAS

Rui Pedro Mirante da Rocha

Mestrado em Análise Financeira

Orientador: Professor Doutor Joaquim António Martins Ferrão

Lisboa, fevereiro de 2021

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E
ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

CARACTERIZAÇÃO DAS 100 MAIORES
EMPRESAS PORTUGUESAS

Rui Pedro Mirante da Rocha

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Análise Financeira, realizada sob a orientação científica de Professor Doutor Joaquim António Martins Ferrão, Diretor do Mestrado em Análise Financeira, pertencente à Área Científica de Economia e Finanças.

Constituição do Júri:

Presidente: Prof. Especialista José Nuno Sacadura

Vogal: Prof. Especialista Mário Mata

Vogal: Prof. Doutor Joaquim Ferrão

Lisboa, fevereiro de 2021

Declaração de Originalidade

Declaro ser o autor da dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido (no seu todo ou qualquer das suas partes) a outra instituição de ensino superior para obtenção de um grau académico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas. Mais acrescento que tenho consciência de que o plágio - a utilização de elementos alheios sem referência ao seu autor - constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

Agradecimentos

Antes de iniciar a dissertação em si, não podia deixar de aproveitar este espaço para deixar alguns agradecimentos especiais. Primeiro gostaria de agradecer ao professor Doutor Joaquim Ferrão por toda a disponibilidade, ajuda e esclarecimentos prestados. Obrigado a toda a minha família que desde sempre me apoiou e incentivou a alcançar algo mais e que me ajudou a formar na pessoa que sou hoje. Obrigado a todos os meus amigos que nunca deixaram de acreditar, mostrar palavras de apreço e encorajamento qualquer que fosse a situação, pessoas com quem tanto passei e que mesmo sem se aperceberem ajudaram neste caminho. A simples picardia de dizer “fazer a dissertação é o mesmo que nada” sempre me transmitiu a obrigação e querer por algo mais e melhor e motivou-me para tal. Àqueles com quem partilhei dias infundáveis na biblioteca durante a preparação da presente dissertação deixo também o meu obrigado pela companhia, entretida e força transmitida. Por fim, o mais importante. Aos meus pais, que sempre tudo fizeram por mim, que não me deixaram desistir e que nunca permitiram que me faltasse nada, pessoas simples que só querem o meu melhor sem pedir nada em troca, pessoas que são a minha base e que merecem tudo, esta dissertação é especialmente para demonstrar que o vosso esforço não foi em vão e que tenho algo para vos retribuir, ainda que seja pouco, quando comparado a tudo o que fizeram por mim, de todo o modo e do fundo do meu coração, para vocês, fica aqui o meu mais profundo obrigado.

Resumo

A presente dissertação tem o objetivo principal de revelar aspetos das finanças empresariais das 100 maiores empresas portuguesas que são pouco debatidos e contemplados. Este estudo, referente ao ano de 2018, demonstra-se inovador e diferenciador por não focar apenas as finanças empresarias nos pontos mais tradicionais e debatidos, nomeadamente, as políticas de financiamento e de dividendos das empresas, como também procura analisar os beneficiários principais das empresas portuguesas, por forma a confirmar ou anular a ideia de que os ganhos das empresas em território português são, sobretudo, aproveitados por pessoas ou entidades estrangeiras. O último tópico analisado relaciona a análise referida anteriormente com os grupos económicos que controlam as empresas em foco, para que, se obtenha a imagem completa dos acontecimentos.

Relativamente aos resultados encontrados, estes vieram confirmar o conhecimento comum. Descobriu-se que os beneficiários das principais empresas portuguesas são, na sua maioria, estrangeiros, sendo que o controlo das empresas tende a ser feito por grandes famílias ou corporações e poucos são os casos de empresas de capital disperso. Quanto à forma de financiamento constatou-se que os empréstimos são mais usados que os aumentos de capital. A política de dividendos, por outro lado, denota-se mais irregular e sem seguir um padrão. Finalmente, os grupos económicos em que as maiores empresas portuguesas se inserem tendem a seguir as tendências das análises individuais às empresas por si detidas, ou seja, demonstram resultados similares em todos os indicadores.

Palavras-chave: Beneficiários principais; Top 100 português; Política de financiamento; Política de Dividendos; Grupos Económicos

Abstract

The present dissertation has the primary objective to reveal the least debated financial aspects from the 100 bigger portuguese companies. This study, regarding the year of 2018, presents itself as innovative and differentiator because it doesn't focus only the traditional and very debated business finance points, for exemple, the financing policy and the dividend policy, as it also analyses the principal beneficiaries of the portuguese companies with the goal being, to show whether the idea that the gains of the portuguese companies are distributed mainly abroad is true or if it isn't. Lastly, we relate the prior analyses with the analyses of the business groups that own the 100 bigger portuguese companies, in order to get the full picture of what really happens.

Regarding the results, they backup the popular opinion. It was found that the principal beneficiaries of the portuguese companies are mainly found abroad and that the control of the companies tend to be in the hands of big powerful families or corporations and that there are only a few cases of companies with dispersed capital. In terms of the financing policy it was found that portuguese companies tend to prefer lending money over capital increases. The dividend policy, on the other hand, showed to be more irregular and not conclusive. Finally, it's shown that the business groups where the bigger portuguese companies take part tend to confirm the analysis made for the companies individually.

Keywords: Principal Beneficiaries; Portuguese Top 100; Financing Policy; Dividend Policy; Business Groups

Índice

1. - Introdução.....	1
2. - Revisão de Literatura.....	5
2.1. - <i>Política de Financiamento</i>	6
2.2. - <i>Política de Dividendos</i>	10
2.3. - <i>Modelos de Governação</i>	14
2.4. - <i>Grupos Económicos</i>	18
3. - Metodologias de Investigação.....	23
4. - Análise dos Resultados.....	29
4.1. - <i>Análise às empresas do Top 100 português</i>	29
4.1.1. - <i>Caracterização das Empresas</i>	29
4.1.1.1. - <i>Atividades principais</i>	29
4.1.1.2. - <i>Forma jurídica</i>	31
4.1.1.3. - <i>Tamanho das empresas segundo a definição de PME's e análise à antiguidade</i>	32
4.1.2. - <i>Análise de Vendas e Serviços Prestados</i>	33
4.1.3. - <i>Análise de Rendibilidade</i>	34
4.1.4. - <i>Análise dos Recursos Humanos</i>	36
4.1.5. - <i>Análise ao Endividamento</i>	39
4.1.6. - <i>Formas de Financiamento</i>	41
4.1.7. - <i>Política de Dividendos</i>	42
4.1.7.1. - <i>Análise aos dividendos distribuídos</i>	44
4.1.8. - <i>Centros de Poder</i>	47
4.1.9. - <i>Análise aos Auditores Individuais</i>	53
4.2. - <i>Como se agrupam as maiores empresas Portuguesas?</i>	55
4.2.1. - <i>Número de empresas por Grupo Económico</i>	56

4.2.2. - <i>Análise de Vendas</i>	57
4.2.3. - <i>Número de empresas cotadas por Grupo e Distribuição de Dividendos</i>	59
4.2.4. - <i>Pessoal ao serviço dos Grupos Económicos</i>	60
4.2.5. - <i>Análises aos Auditores por Grupos Económicos</i>	61
5. - <i>Conclusão</i>	63
6. - <i>Referências Bibliográficas</i>	67
Apêndice A	72
Apêndice B	73

Índice de quadros e tabelas

Tabela 4.1 - Percentagem de Endividamento	39
Tabela 4.2 - Empresas Cotadas e Não Cotadas em Bolsa	42
Tabela 4.3 - Distribuição de Dividendos.....	45
Tabela 4.4 - Auditores das Empresas do Top 100 Português	54
Tabela 4.5 - Análise de Vendas dos Grupos Económicos.....	57

Índice de figuras

Figura 2.1 – Estruturas Simplificadas	20
Figura 4.1 - Número de Empresas do Top 100 Português por Atividade Económica.....	30
Figura 4.2 - Número de Empresas por Faixa Etária.....	32
Figura 4.3 - Média de Gastos com o Pessoal.....	37
Figura 4.4 – Rendibilidade Média do Pessoal	37
Figura 4.5 – Aumentos/Reduções de Empréstimos e Aumentos de Capital.....	41
Figura 4.6 – Tipos de Acionistas das Empresas	47
Figura 4.7 - Domínio Familiar Português.....	49
Figura 4.8 – Concentração de Propriedade nas Maiores Empresas Portuguesas.....	50
Figura 4.9 – Nacionalidade do Beneficiário Principal	51
Figura 4.10 – Relação Familiar entre Presidente e Beneficiário Principal	52
Figura 4.11 - Sede das Empresas Principais dos Grupos Económicos	53

Lista de abreviaturas/símbolos

RCBE – Registo Central do Beneficiário Efetivo

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

SGPS – Sociedade Gestora de Participações Sociais

CAE-Rev.3 – Classificação Portuguesa das Atividades Económicas – Terceira Revisão

PMEs – Pequenas e Médias Empresas

RCP – Rendibilidade do Capital Próprio

1. Introdução

O presente estudo incide sobre as 100 maiores empresas portuguesas que foram definidas através dos maiores volumes de negócios de entre as empresas portuguesas. No mundo atual, cada vez mais, a informação é tratada como poder. Num contexto empresarial a informação é alavanca para muitos negócios e é essencial para todos os *stakeholders* das empresas. Um estudo como o presente às maiores empresas portuguesas mostra-se de maior interesse por ter a possibilidade de transmitir informação que é do interesse dos referidos *stakeholders*. A presente análise às empresas de topo portuguesas vem no sentido de revelar informação menos divulgada, nomeadamente, a divulgação dos beneficiários reais dos negócios, mas também, relacionar esta informação com informação mais conhecida do público em geral, de modo a obter-se um quadro mais completo e que espelhe melhor a realidade das empresas referidas. Para além da análise destas empresas isoladamente é ainda necessário perceber o meio em que se inserem, ou seja, o grupo pelo qual são detidas. A verificação dos grupos em que se inserem as empresas do Top 100 português torna-se importante como complemento à análise isolada das empresas em si, porque, uma pequena alteração no grupo, pode levar a um efeito dominó que poderá afetar a empresa melhor cotada desse mesmo grupo.

Pelo exposto, percebe-se, então, que o principal objetivo do presente estudo é melhorar o conhecimento das 100 maiores empresas portuguesas em diversas frentes. Pretende-se, não só uma análise mais geral às maiores empresas nacionais, desde a forma jurídica mais usual até às atividades praticadas pelas empresas, como também, uma análise mais detalhada às contas, passando pela análise dos gastos com pessoal, informação bolsista e, como referido previamente, uma análise aos grupos empresariais das empresas do Top 100 nacional.

Uma investigação exaustiva como a desejada vai tocar em vários pontos de interesse. É, portanto, imperativo que sejam repartidos os pontos de interesse e sejam focados mais intensivamente alguns pontos vistos como mais importantes. Foi decidido que o financiamento, os dividendos, os grupos económicos e os modelos de governação seriam os pontos a colocar mais em foco. As decisões de financiamento têm um grande impacto na alavancagem das empresas e o estudo deste ponto é essencial para compreender o modo de funcionamento das diferentes empresas do Top 100. As decisões de

financiamento têm tanto impacto que podem fazer com que o valor da empresa seja alterado (Ross, 1977). Assumindo que as maiores empresas desejam manter-se na liderança, no topo, as políticas de investimento e financiamento farão parte das áreas mais marcantes destas decisões, nomeadamente, o montante dos investimentos, onde investir, a utilização de fundos externos ou internos, a proporção de dívida e de capitais próprios, a forma de angariação de capitais e, por último, a maturidade da dívida (White, 1974). A análise da política de dividendos, por outro lado, é útil para compreender a forma como as empresas remuneram os investidores, ao mesmo tempo que permite seguir o destino dos rendimentos gerados pelas empresas. Num estudo de Almeida, Pereira e Tavares (2015) sobre empresas não financeiras pertencentes ao mercado bolsista português entre os anos de 1997 e 2011 averiguou-se que a política de dividendos em Portugal é estável, ou seja, os dividendos distribuídos tendem a manter-se constantes e as empresas maiores costumam pagar valores mais elevados de dividendos. De referir que quer neste último estudo quer no presente, houve a exclusão das empresas de natureza financeira dadas as características especiais, quer do seu negócio, estrutura de balanço e conta de resultados, assim como pelo facto das decisões de financiamento terem de obedecer às orientações da entidade reguladora.

La Porta, Lopez-De-Silanes e Shleifer (1999) denotam, no seu estudo aos 27 países com maior PIB per capita no ano de 1993 (excluindo os países sem mercados bolsistas significativos) a aparente falta de relação na forma como as empresas são controladas. As empresas podem ser detidas por *blockholders*, sendo que, atendendo ao caso dos Estados Unidos, os acionistas de referência mais habituais são as famílias, corporações ou o controlo governamental (Boss, Connelly, Hoskisson, & Tihanyi, 2013). Em teoria existe ainda a possibilidade de empresas onde não existe um *blockholder* mas sim muitos investidores minoritários, como se retira do estudo de Demsetz e Lehn (1985) a 511 empresas americanas sobre as diferentes estruturas de propriedade destas. Denota-se, então, que a concentração de capital varia de empresa para empresa. Por fim, quanto aos grupos económicos, são definidos como uma organização estrutural onde a família no topo controla mais do que uma empresa (Almeida & Wolfenzon, 2006). Uma forma simplificada de olhar para esta problemática passa por dividir as estruturas em piramidais e horizontais (Wolfenzon, 1999). As empresas da Europa ocidental, nomeadamente, da Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda, Itália,

Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça e Reino Unido têm tendência a ser controladas por famílias, sendo que, também o estado tem controlo de um número elevado de empresas em alguns dos países (Faccio & Lang, 2002).

O estudo atual é realizado com base no SABI, de onde serão retiradas informações da totalidade das empresas portuguesas. O ano de referência é o ano de 2018, uma vez que, este é o último ano em que é possível obter informações completas de todas as empresas. Após a obtenção das informações relativas às empresas estas serão tratadas em excel de forma a retirar-se apenas as informações pertinentes, nomeadamente das empresas do Top 100 e empresas que façam parte dos grupos das empresas do Top 100. Posteriormente serão criadas tabelas com as informações mais significativas para se estudar as diferentes empresas. A partir daqui a análise será sobretudo descritiva dos elementos mais relevantes das tabelas obtidas através da pesquisa e alinhamento de dados obtidos. A estrutura do presente trabalho segue da seguinte forma: o capítulo 2 faz uma revisão da literatura existente, o capítulo 3 tem informação detalhada das metodologias de investigação utilizadas, o capítulo 4 apresenta os resultados e o capítulo 5 conclui.

2. Revisão de Literatura

Segundo a Lei n.º 89/2017 sobre o Registo Central do Beneficiário Efetivo (RCBE)¹ as sociedades comerciais devem manter um registo atualizado e que identifique os sócios, pessoas singulares com propriedade das participações sociais direta ou indireta e ainda da pessoa que detenha o controlo efetivo da empresa. O RCBE mantém uma base de dados atualizada com os elementos informativos sobre a propriedade das empresas, de acordo com as características definidas anteriormente. O acesso ao RCBE não é disponibilizado ao público, pelo que, para este estudo foi extraída informação da base de dados SABI que disponibiliza uma base de dados com informação equivalente e aproximada do RCBE.

O estudo relativo aos beneficiários das empresas portuguesas é, de momento, algo ainda com grande margem para ser investigado. Por um lado, existe pouca investigação sobre esta problemática. Por outro lado, a informação pode variar de ano para ano, tendo em conta os negócios e as transações de participações sociais nas empresas e as alterações de capital ao longo do tempo, fruto da atividade e decisões de investimento. Este estudo apresenta variadas temáticas importantes, contudo, existem alguns pontos que sobressaem. Esses pontos são as políticas de financiamento, as políticas de dividendos, os modelos de governação das empresas e a existência e funcionamento de grupos económicos que são indispensáveis para uma investigação eficaz às empresas em causa. Os quatro temas referidos anteriormente têm sido alvo de muita pesquisa e entre todas existem diversas contradições, sendo que não se chega a um consenso sobre quais os fatores explicativos para os comportamentos das empresas e para a realidade empírica observada. Myers (1984) afirma que as estruturas de capitais das empresas são complexas e que as decisões tomadas estão sujeitas ao contexto em que cada empresa se insere em determinado momento. O mesmo autor refere que existe uma espécie de *puzzle* na estrutura de capital das empresas pelos diferentes contextos em que cada uma se insere. A heterogeneidade de estruturas de capital deve-se também a diferenças fundamentais

¹ Lei n.º 89/2017. D. R. Série I. 160 (21-08-2017) 4871-4882

entre empresas, encontramos umas muito alavancadas e outras pouco alavancadas (Graham & Leary, 2011). O exposto é demonstrativo das dificuldades em alcançar uma estrutura de capital genérica, ótima ou ideal, e conseqüentemente uma política de financiamento única e aceitável universalmente. Também relativamente à temática dos dividendos parece ter-se chegado a um estado da investigação onde se encontra uma espécie de *puzzle* sem solução pelas divergências encontradas nas diversas investigações e pelos argumentos e contra-argumentos das diferentes teorias. Na realidade, tem-se visto que quanto mais investigação é produzida em torno da política de dividendos mais parece que as “peças do *puzzle* não encaixam umas nas outras” (Black, 1976). O ponto onde se encontra um maior consenso é o da forma de organização dos grupos económicos, no qual as estruturas piramidal e horizontal apresentam um maior destaque (Wolfenzon, 1999).

2.1. Política de Financiamento

O presente estudo procura relacionar características das empresas, concretamente, o seu tamanho, representado pelo volume de negócios, com os rácios de endividamento das diferentes empresas.

Modigliani e Miller (1958) no seu trabalho inicial referem o facto de as empresas conseguirem obter capital através de diferentes formas a começar pelos instrumentos da dívida até à emissão de capital por intermédio da emissão de ações, sendo que, esta segunda forma, pode conceder privilégios aos investidores em função do desempenho das empresas. Os mesmos autores desenvolvem ainda o seu pensamento na temática do financiamento das empresas colocando a questão da possibilidade de economistas obterem uma função de investimento significativa tendo em conta que a oportunidade de investimento depende bastante de quem são os donos e quem controla a empresa em determinado momento. A questão colocada por Modigliani e Miller demonstra a importância do atual estudo que procura saber quem são os donos das empresas. Os beneficiários podem ganhar com o crescimento da empresa através da retenção de lucros ou distribuição de dividendos, em contrapartida, estão sujeitos a sofrer perdas pelo mau desempenho das suas participadas. As empresas estão sujeitas a tomar decisões importantes em diferentes áreas para o seu funcionamento, estas decisões determinam a

forma como são vistas pelos agentes externos. De entre as diversas decisões a tomar as decisões de financiamento são das mais importantes com que os gestores têm de lidar.

White (1974) propõe quatro áreas relativas às decisões de financiamento das empresas. A decisão do montante de investimento que as empresas devem realizar assim como os ativos nos quais investir é a primeira área proposta. Segue-se a decisão sobre as fontes, de qual a proporção dos fundos totais é oriunda de dívida financeira e qual é a proporção conseguida através de capitais próprios. A terceira área referida, centra-se apenas sobre os capitais próprios, trata-se de saber qual a proporção de capitais angariada através de retenção de lucros em contrapartida da parte a angariar através da venda de novas ações. Finalmente, na vertente da dívida financeira, menciona as decisões que as empresas enfrentam dado que deverão determinar a maturidade da dívida a emitir, ou seja, o montante de dívida de curto prazo e o montante de longo prazo desejável. Dentro das áreas propostas as diferentes empresas podem diferenciar as suas escolhas tendo em conta as suas especificidades como sejam as necessidades imediatas da empresa, a disponibilidade de obtenção de empréstimos junto das instituições financeiras ou a própria política de tomada de decisão da empresa, tendo em conta que cada empresa tem as suas ideias, convicções e ambições colocadas à cabeça pelos proprietários e/ou gestores e com as individualidades que, só por si, isso transmite. Relevante é que o valor de uma empresa pode ser alterado pelas suas decisões de financiamento (Ross, 1977) e, quem controla e toma essas decisões, tem influência na avaliação que os investidores possam fazer de determinada empresa.

Diversos condicionalismos diferenciam a maneira de se pensar sobre as políticas de financiamento das empresas, a teoria da agência e a teoria da *pecking order* cabem nesta categoria sendo que proporcionam novas visões e novos e diferentes modelos. Para além das teorias apontadas anteriormente, a visão de mercados perfeitos e imperfeitos cria ainda mais modelos e formas de pensar sobre as políticas de financiamento. Myers (1984) no seu estudo à estrutura de capital relaciona esta com a teoria da *pecking order*. O autor começa por expor o conceito da teoria da *pecking order* como o ato das empresas preferirem em primeiro lugar as fontes internas, ou seja, os resultados retidos. Caso os fundos internos não sejam suficientes, serão procuradas alternativas no exterior, começando pela dívida financeira. O autor conclui que as empresas preferem numa primeira etapa, não recorrer a formas de financiamento de risco. Myers e Majluf (1984)

reforçam a ideia que ao nível do financiamento externo as empresas devem recorrer ao mercado de obrigações, mas se possível, antes angariar capitais através da retenção dos lucros. Apesar das conclusões relevantes obtidas por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) o estudo de Baker e Wurgler (2002) vem contrariar os seus argumentos. Estes autores consideram que as decisões de financiamento das empresas, dependem das condições de mercado para os diferentes títulos, quando as ações têm um alto valor de mercado, é de emitir capital em vez de dívida e quando o seu valor baixa as empresas tendem a recomprar o capital, e eventualmente, recorrer à dívida.

Sob outra perspetiva a teoria da agência revela um problema diferente mas também pertinente. Os investidores quando investem a sua riqueza em empresas geridas por gestores, estão a delegar neles a tomada de decisões, correndo o risco de nem sempre estarem perfeitamente alinhados com os seus interesses. Por outro lado, pode acontecer que entre os detentores de capital da empresa haja sócios ou acionistas maioritários que controlam a gestão e por vezes limitam os direitos dos minoritários. Neste segundo caso os investidores, para além das suas opiniões sobre o modo como querem que as coisas sejam feitas, podem também adicionar cláusulas contratuais que lhes concedam garantias. De país para país encontramos leis e regulamentação diferente sobre os mercados, e apesar dos problemas de agência que sempre poderão surgir, o investimento em empresas tem continuado a crescer em todo o mundo. Tendo em conta que existem outras formas para as empresas obterem capital para os seus projetos, por exemplo, obrigações ou empréstimos. Stulz (1990) e Oliner e Rudebusch (1992) declaram a importância que o nível de assimetria de informação pode ter para os mercados, para as decisões dos investidores em geral e para as próprias empresas. Stulz (1990) refere que a emissão de dívida privada pode ser em determinadas circunstâncias preferível à dívida pública, pela existência de custos de agência elevados. Já Oliner e Rudebusch (1992) reforçam que a assimetria de informação pode ajudar a criar uma hierarquia no modo de financiamento das empresas.

Sob a ótica de mercados imperfeitos Lev e Pekelman (1975) dizem haver uma estrutura de capital ótima concluindo que, sob alguns condicionalismos, existe uma política de financiamento ótima. Os autores chamam à atenção para os ajustamentos necessários no sentido de manter uma política ótima, os quais são difíceis de controlar dado que as

empresas estão sujeitas a variações inesperadas. A ação dos gestores para retificar estes desvios é essencial, mas pode trazer consigo custos associados.

Torna-se também necessário referenciar neste estudo, o papel informativo da dívida, devido ao impacto que algumas formas de contrair dívida possam ter. Como refere Jensen (1986) a dívida tem carácter disciplinador para os gestores, criando pressão, pelas consequências nefastas associadas à possibilidade de incumprimento. O incumprimento permite aos credores, em última análise, forçar à liquidação da empresa, sendo esta uma das razões para a utilização cuidada de instrumentos de dívida (Harris & Raviv, 1990).

Importa agora perceber como as empresas decidem de entre os tipos de financiamento que podem usar, qual o mais adequado às suas pretensões e necessidades em diversos momentos. As empresas, em especial as de maior dimensão, não têm no financiamento bancário a única forma de reunir fundos e a dívida não bancária é uma fonte de financiamento também muito importante e com características diferentes do financiamento bancário. Quanto às decisões de aumento da dívida, Denis e Mihov (2003) afirmam que estas estão relacionadas com decisões de financiamento anteriores, de todo o modo sabe-se que empresas com diferentes níveis de dívida procuram diferentes formas de financiamento. Empresas com qualidade da dívida elevada (menos risco de crédito) tendem a pedir emprestado a fontes públicas, uma qualidade média costuma ser sinónimo de pedido de empréstimo a instituições bancárias e finalmente a baixa qualidade, normalmente, é refletida com o pedido de empréstimo a credores privados (não bancários) (Denis & Mihov, 2003). De referir o estudo de Murinde, Agung e Mullineux (2004) no qual os autores mostram existir uma certa convergência dos países da união europeia, nomeadamente, a Finlândia, a França, a Alemanha, os Países Baixos, a Espanha, a Suécia e o Reino Unido para um sistema Anglo-Saxónico, isto é, as empresas dos países europeus financiam-se, sobretudo, através de fundos próprios, assim como, recorrendo aos mercados de ações e obrigações, sendo que notam que o financiamento bancário se está a tornar cada vez menos importante.

Para finalizar, parece-nos relevante analisar no mercado português as fontes de financiamento utilizadas pelas empresas nacionais. Num estudo de Rogão (2007) esta descobre que, no mercado português, os colaterais, mais concretamente os ativos tangíveis das empresas, têm preponderância relativamente ao montante da dívida das

empresas, seguindo a teoria do *trade-off*. Empresas com mais ativos tangíveis tendem a estar mais endividadas por força de terem mais colaterais à sua disposição. O mesmo estudo concluí que as empresas de maior dimensão também apresentam maior nível de endividamento, de acordo com a autora, porque são vistas como tendo menor probabilidade de falência e maior facilidade em aceder aos mercados de capitais. Em conjunto com o referido anteriormente, Rogão (2007) afirma haver evidências de que as empresas observam as previsões da teoria da *pecking order*, uma vez que se verifica que empresas com maior rentabilidade utilizam mais o autofinanciamento e como tal têm um menor nível de endividamento.

2.2. Política de Dividendos

A política de dividendos das empresas é outra das vertentes importantes neste estudo, na medida em que através da distribuição de dividendos repartem-se os lucros pelos beneficiários. Analisar e perceber a forma como as empresas tomam as suas decisões nesta matéria e o sinal que estes passam para o mercado, será uma grande ajuda para compreender o benefício criado para os investidores. Allen e Michaely (1994) colocam desde logo cinco observações importantes para os estudos dos dividendos:

1. Grande parte das receitas das empresas costumam ser distribuídas através de dividendos;
2. Desde sempre se verificou que os dividendos eram a principal forma de pagamento acionista, até aos anos oitenta se começou a usar também a recompra de ações;
3. Os investidores que têm elevadas participações das quais recebem elevados dividendos pagam também taxas mais elevadas sobre esses dividendos;
4. As empresas tendem manter os dividendos estáveis;
5. Os mercados reagem a anúncios de aumento de dividendos de forma positiva e negativamente a anúncios de diminuição dos dividendos.

Uma primeira visão plausível afirma que ao investir em ações com dividendos, o investidor, procura o fluxo de recebimentos constante, sendo esta a causa do investimento neste tipo de ações (Gordon, 1959). Lintner (1956) que é ainda hoje uma referência no campo da política de dividendos retirou várias conclusões do seu estudo referente à forma de atuação para com os dividendos. O primeiro ponto importante foi a descoberta da preferência dos acionistas por taxas estáveis e o elevado valor atribuído

pelo mercado a essa mesma estabilidade assim como a aumentos graduais de taxas. Tendo a primeira conclusão em mente Lintner (1956) percebeu depois que os gestores evitavam fazer aumentos das taxas de dividendos que posteriormente tivessem que ser revertidas. Assim, quando em determinado ano se registam resultados elevados os gestores tendem seguir um caminho seguro, aumentando de forma gradual e prudente a taxa de distribuição de dividendos de modo a que não tenham depois que reverter a taxa de *payout*.

Além das tendências de comportamento dos gestores face à política de dividendos, importa analisar as potenciais vantagens em pagar e receber dividendos. Miller e Modigliani (1961) também se debruçaram sobre as políticas de dividendos considerando as suas preposições de mercados perfeitos, comportamento racional dos agentes e certeza no mercado. Sob estas circunstâncias é formulada a teoria da irrelevância dos dividendos, uma vez que o investidor racional ao receber o dividendo irá posteriormente reinvestir os mesmos fundos, o que leva à inexistência de diferenciação entre ações que pagam dividendos e aquelas que não o fazem. Black e Scholes (1974) apresentam a sua teoria, tanto do lado do investidor, como do lado da empresa onde tentam perceber possíveis aumentos no valor das ações que pagam dividendos. Por um lado, é explicado que os investidores preferem receber através de dividendos porque “um pássaro na mão vale mais que um pássaro a voar”, os autores fazem aqui alusão à preferência dos investidores em terem rendimento certo em vez de rendimento potencial. Por outro lado, descobrem que aumentos das taxas de dividendos não têm impacto no valor das ações da empresa e que, apesar destas poderem aumentar um pouco inicialmente, pelas expectativas e alguma especulação criada, os investidores ao perceberem que não existem alterações substanciais na empresa, orientam o mercado novamente para o valor normal. Contrariando a teorias de Black e Scholes aparece Bhattacharya (1979) que desenvolve um modelo da força da sinalização dos dividendos. No modelo Bhattacharya (1979) defende que quanto mais curto for o horizonte temporal sobre o qual os investidores necessitam realizar a sua riqueza maior equilíbrio existe entre a proporção de dividendos esperada e os ganhos de capitais esperados. Nesta perspetiva, considerando um mercado com informação perfeita, contraria-se a teoria do pássaro na mão.

Rozeff (1982), Easterbrook (1984) e Moh'd, Perry e Rimbey (1995) pensaram nos dividendos como forma de proteção contra os problemas de agência ao invés dos

problemas de distribuição de lucros. Quando os gestores e diretores de empresas têm uma pequena percentagem do capital ou, quando um grande número de acionistas tem participação no capital, uma política de dividendos elevados permite reduzir os problemas de agência. Portanto, os autores defendem que as empresas tomam decisões nesta matéria, de modo a diminuir os custos de agência e os custos de transação. Easterbrook (1984) sugere que os detentores do capital das empresas cotadas que distribuem dividendos devem tentar manter essas empresas no mercado de capitais de forma a monitorizar os gestores com um menor custo. Rozeff (1982) expande também o seu estudo para aludir à influência que a política de dividendos tem sobre a política de investimento das empresas. O autor descobre que, *ceteris paribus*, empresas com maior investimento, apesar das maiores taxas de crescimento das receitas, pagam um menor dividendo. Noronha, Shome e Morgan (1996) apresentam um modelo sob o qual nem sempre se verifica a resolução dos problemas de agência através da política de dividendos. Neste estudo, apura-se que, para uma amostra com outros mecanismos de controlo que não os dividendos, nomeadamente, uma compensação extra para os gestores e a existencia de acionistas maioritários, não há ligação entre a política de dividendos e a teoria de agência e vão mais longe verificando que também não há relação com a estrutura de capital.

As relações entre tipos de empresa, a sua política de dividendos e forma de lidar com os mesmos, mais especificamente a relação entre a política de dividendos e as decisões de investimento é também referenciada na literatura. Holder, Langrehr e Hexter (1998) descobrem diversas conclusões a este nível. Primeiro relatam que o nível de especialização da empresa do seu negócio, está negativamente relacionado com a política de dividendos, isto é, empresas com menos negócios tendem a pagar menos dividendos. Em seguida notam que empresas maiores tendem a pagar dividendos mais elevados, no entanto, quando as empresas são detidas por agentes envolvidos diretamente com a empresa e que dela fazem parte integrante tendem a pagar menos dividendos. Finalmente os resultados demonstram que os gestores, quando decidem o rácio de dividendos a pagar têm em conta, não só os acionistas e obrigacionistas, mas sim todos os agentes que por uma razão ou por outra têm interesses na empresa. É visto que as decisões de investimento e a política de dividendos não são independentes, sendo assim, diferentes regimes, nomeadamente, diferentes leis de proteção dos investidores, têm impacto direto

na política de dividendos, (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000). Nesta linha de pensamento é verificado que empresas em países com maior proteção aos interesses dos investidores pagam mais em dividendos.

Algo a ter em conta quando se fala em política de dividendos é que nem todas as empresas distribuem aquilo que ganham. O tamanho das empresas, as oportunidades de crescimento e a lucratividade são fatores que pesam na escolha e nas opções das empresas em distribuírem, ou não, dividendos (Denis & Osobov, 2008). A questão da política de dividendos muda de empresa para empresa e nem todas as empresas pagam dividendos. As opiniões dos gestores das empresas podem também ser relevantes para este efeito. Brav, Graham, Harvey, e Michaely (2005) colocaram um conjunto de questões aos executivos que lidam diretamente com a gestão das empresas. A revelação mais evidente foi o nível de conservadorismo que os gestores demonstram para com a política de dividendos, em linha com as principais conclusões do estudo de Lintner (1956). Conclui-se que os gestores tudo fazem para evitar cortes nos dividendos pagos. Os executivos acreditam também que os dividendos passam informação para o mercado sobre a empresa e que são uma forma de atrair não só investidores individuais mas também investidores institucionais. Quanto aos pagamentos dos dividendos, os gestores dizem não seguir nenhuma política ou modelo, mas concordam com a ideia de manter constante os montantes pagos. Apesar do cuidado em não cortar dividendos e de acharem que estes chamam investidores, muitos dos gestores revelam que preferiam que as suas empresas não distribuíssem dividendos ou reduzissem o pagamento dos mesmos.

Quanto a empresas portuguesas o estudo da política de dividendos é mais desenvolvido que o da política de financiamento de empresas nacionais. O trabalho inicial de Benzinho (2004, pp.11) sobre as empresas cotadas portuguesas caracteriza Portugal como um país de “*civil law*, mas onde prevalece a regulação legislativa e a baixa protecção dos investidores”. O mesmo autor foca o facto da elevada presença de empresas familiares e refere que os maiores conflitos são entre os grandes e os pequenos acionistas. Quanto à política de dividendos em si, o estudo de Benzinho (2004) demonstra que as empresas portuguesas revelam estabilidade nas suas políticas e ainda que as empresas em Portugal têm no dividendo do ano anterior e no resultado líquido do exercício os principais determinantes que afetam a tomada de decisão dos gestores em relação à política de dividendos. Além destes as empresas portuguesas denotam ainda outros

determinantes da política de dividendos. Almeida *et al.* (2015) e Ribeiro (2010) nos seus estudos aos determinantes da política de dividendos em empresas portuguesas descobrem que empresas com uma maior rendibilidade e um maior resultado líquido por ação têm mais probabilidade de pagar mais dividendos. Por outro lado, as empresas mostram que os *cash-flows* gerados estão também positivamente relacionados com os dividendos por ação que as empresas distribuem. As empresas mais endividadas têm tendência a pagar um menor valor em dividendos e estes parecem exercer força sobre o mercado, uma vez que, empresas que distribuem dividendos têm as suas ações e cotação de mercado mais valorizadas. Almeida *et al.* (2015) e Ribeiro (2010) contrariam o estudo de Benzinho (2004) quando afirmam que a política de dividendos de um ano não tem influencia sobre a potencial política a utilizar nos anos seguintes. Apesar do exposto, os autores afirmam que em Portugal está patente a teoria de Lintner (1956), ou seja, os pagamentos de dividendos tendem a manter-se estáveis.

2.3. Modelos de Governação

Vista a política de financiamento e a política de dividendos o estudo passa agora por perceber como são governadas as empresas tanto a nível interno através das suas diferentes formas de funcionamento como a nível externo ao nível de decisões de investidores, evidenciando os participantes no capital da empresa, no geral, mas mais especificamente os detentores de grandes porções do capital, conhecidos como *blockholders*. Para a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) é fundamental existir comunicação da participação individual a partir do momento em que se atinge os 10% de direitos de voto, sendo este o limiar definido para a denominação de participação qualificada². A CMVM, acrescenta, no entanto, que qualquer percentagem de participação pode ser considerada participação qualificada, desde que, confira poder de influência na gestão da empresa participada. La Porta *et al.* (1999) num estudo feito aos 27 países com maior PIB per capita no ano de 1993 percebem a falta de padrões na forma como as grandes empresas cotadas são detidas. A estrutura da empresa é,

² Decreto-Lei n.º 157/2014. D. R. Série I. 206 (24-10-2014) 5384–5539

portanto, assim como as políticas de financiamento e as políticas de dividendos, algo complexo e sem uma forma de organização única, certa e superior a todas as outras. Apesar das diferenças descritas de empresa para empresa Aghion, Reenen e Zingales (2013) verificam que a existência de investidores institucionais nas empresas aumenta a investigação e desenvolvimento, apesar do pensamento que os investidores só se preocupam com os resultados de curto prazo. Ao contrário Kang, Chung e Kim (2019) no seu estudo ao mercado coreano, argumentam que os gestores são levados a um pensamento de foco no curto prazo e dos resultados imediatos. Para os autores, investidores institucionais exigem sempre algum tipo de controlo sobre a empresa e quando não têm essa possibilidade o mais provável é que acabem por vender a sua quota na mesma. Esta é uma situação que pode ser alterada se na empresa existir boa gestão e essa for percebida pelos investidores.

Boss *et al.* (2013) encontram na “*Securities and Exchange Commission*” a definição de *blockholders* como um proprietário com uma participação superior a cinco por cento na empresa, contrariamente aos dez por cento definidos pela CMVM para Portugal, o que demonstra desde já possíveis divergências. Como esperado a definição não é, de todo, consensual na literatura apesar dos cinco por cento serem a definição que se encontra mais recorrentemente. No entanto, outros autores, como Edmans e Holderness (2017) por exemplo, propõem uma abordagem diferente, na qual seria necessário estudar empresa a empresa e encontrar as diferentes percentagens dos detentores de modo a chegar a uma conclusão. Boss *et al.* (2013) no seu estudo síntese da literatura, sobretudo aos modelos de governação dos Estados Unidos da América e do Reino Unido, argumentam que os tipos de *blockholders* mais comuns são famílias, corporações ou o controlo governamental. Num estudo a 1.500 empresas que representam 90% das bolsas de valores NYSE, AMEX e NASDAQ, para os anos de 1996 até 2001, descobriu-se que empresas largamente detidas por *blockholders* têm uma fatia de 26,6%, em média, do seu total pertencentes a *blockholders* exteriores à empresa (Liao, 2015). Para além das empresas caracterizadas por um proprietário maioritário há empresas onde reina a atonicidade de investidores, caracterizadas por vários investidores detentores de percentagens insuficientes para fazer destes *blockholders*. Diz-se, então, que a concentração de capital varia de empresa para empresa (Demsetz & Lehn, 1985). Ambas as estruturas referidas anteriormente são de uso plausível, uma vez que, cada uma tem os seus benefícios e os

seus contratemplos. Tem-se, portanto, por um lado, empresas com muitos proprietários com pouca participação que têm a desvantagem de ter uma menor fração dos ganhos da empresa e menor controle sobre a empresa e sobre os seus gestores, tendo estes últimos a possibilidade de diminuir os lucros a distribuir e pôr os seus interesses à frente dos investidores. Os proprietários de menores parcelas têm, no entanto, a vantagem de poder partilhar o risco da empresa entre si e em caso de perda é menos prejudicial do que se tivessem uma maior participação. Por outro lado, encontram-se os *blockholders* que têm força para influenciar decisões de gestão e controle sobre a empresa (Demsetz, 1983). Estes conseguem com que os restantes proprietários minoritários tenham que se conformar com a prossecução dos próprios interesses do maioritário (Boss *et al.* 2013). Ser proprietário de uma grande parte de determinada empresa leva, muitas vezes, a carteiras de investimento não diversificadas, aumentando o risco do investidor (Bergström & Rydqvist, 1990). De notar que as perdas duma empresa têm maior impacto nos investidores, quando a percentagem de participação é muito elevada.

Uma das subáreas de estudo relativa aos *blockholders* liga-se com o impacto que estes têm na política de financiamentos das empresas. Nessa lógica aparece o estudo de Liao (2015) onde este averigua que empresas com mais *blockholders* externos se apoiam mais em dívida bancária do que em dívida pública, isto é, empréstimos por obrigações. Para além disto, os contratos bancários envolvendo empresas com mais *blockholders* externos, normalmente, incluem mais *covenants*. Num alargamento ao estudo da dívida em função das estruturas das empresas Pan e Tan (2019) verificam que para o caso de empresas sem *blockholders* os pequenos investidores existentes não têm força suficiente de monitorização das ações de gestão dessas empresas. Perante o caso anterior os mesmos autores afirmam que são os obrigacionistas que tendem a monitorizar o trabalho da gestão das empresas usando, para isso, a dívida de curto prazo para as manter sob observação. Em segundo lugar, os autores estudaram empresas com um nível de *blockholders* intermediário, sendo que, neste caso os investidores já têm algum poder de monitorização pois os seus votos já têm alguma influência nas decisões de gestão. Neste segundo caso é retirada preocupação aos obrigacionistas e a relevância da emissão de dívida de curto prazo é reduzida, aumentando a maturidade da dívida. Ainda no mesmo estudo, Pan e Tan (2019) averigam casos de *blockholders* de nível elevado, estes, tendo total controle da gestão das empresas, podem emitir dívida de curto prazo de modo a transmitir um sinal

de confiança aos restantes *stakeholders*, como que informando que não se preocupam apenas em prosseguir os seus objetivos, mas preocupam-se com todos os intervenientes.

Nos estudos de Demsetz e Lehn (1985) e Bergström e Rydqvist (1990) estes relatam que para os seus países (Estados Unidos da América e Suécia, respetivamente) a concentração da propriedade num só investidor segue alguns padrões. É descrito que a concentração da propriedade está relacionada inversamente com o tamanho da empresa, isto é, quanto maior são as empresas naqueles países menos concentração existe, ou seja, existem mais investidores com percentagens menores. Ao contrário, quando comparado o risco específico das empresas com a concentração, a relação encontrada é positiva, demonstrando que maior concentração de propriedade aumenta o risco específico da empresa. Mais recentemente La Porta *et al.* (1999) chegaram à conclusão que em países com uma proteção menor dos investidores, o controlo tende a ser feito por um proprietário maioritário, normalmente este proprietário são famílias. Ainda no mesmo estudo denota-se que este tipo de empresa caracteriza-se por uma estrutura em pirâmide com o proprietário maioritário no topo a controlar tudo, não existindo separação de poderes. Os mesmos autores, num estudo posterior (La Porta *et al.*, 2000), verificam que a proteção aos investidores também pode ser um determinante da política adotada. Com proteção legal as empresas tendem a ter investidores minoritário, uma vez que, estes estão seguros que os seus interesses estão salvaguardados legalmente

Vistas as diferenças que a estrutura de capital pode motivar nas suas decisões de investimento e financiamento das empresas, falta reconhecer algumas das alterações que ocorrem dentro das empresas. Neste caso serão focados apenas as consequências causadas por *blockholders*, uma vez que, estes são os mais relevantes para o presente estudo. Shome e Singh (1995) relatam as consequências da existência de *blockholders* para as empresas e, nomeadamente, o impacto no valor destas. A principal conclusão de Shome e Singh (1995) é a resposta positiva demonstrada pelo mercado ao anúncio de uma aquisição de uma grande percentagem de determinada empresa por parte de um investidor externo. Os ganhos anormais da operação supramencionada são motivados por características do negócio, como a riqueza transferida pelos obrigacionistas, o tamanho da percentagem obtida e a identificação do *blockholder*. Tem-se portanto, para além da transferência de dinheiro que facilita o crescimento da empresa pelo investimento de um *blockholder*, os ganhos de aumento de valor de mercado da mesma. É ainda de referir que quando os

blockholders corporativos trabalham com empresas por mais de três anos verifica-se um aumento na sua performance (Bogert, 1996). Isto demonstra um maior comprometimento em função dos anos de relação com as empresas, no entanto, apenas um terço das relações *blockholder*/empresa se mantém por tanto tempo.

A forma como a propriedade da empresa está estruturada e os diferentes tipos de proprietário que podem fazer parte desta têm também impacto internamente, sobretudo, nos gestores que se podem sentir mais ou menos livres. Se a estrutura for dispersa e não existir um *blockholder* com um poder superior os gestores trabalham com menor interferência e ganham motivos para mostrar iniciativa e seguir as suas ideias. A questão é que os gestores têm a sua própria agenda e podem seguir apenas os seus objetivos. Inversamente uma estrutura concentrada aumenta a monitorização aos gestores mas retira aos mesmos espírito de iniciativa reduzindo opções à empresa que poderiam ser potencialmente interessantes e vantajosas (Burkart, Gromb, & Panunzi, 1997). Num estudo ao índice Standard & Poor's 500 (S&P 500) para o período entre 1992 e 1999 Anderson e Reeb (2004) preocuparam-se em perceber as vantagens da existência de administradores independentes. O estudo de Anderson e Reeb (2004), assim como o presente exclui as entidades financeiras. Como conclusão mais relevante do estudo de Anderson e Reeb (2004), os autores notam que, em empresas com propriedade familiar os conflitos de interesses são reduzidos e sugerem que existe uma performance superior nas empresas familiares com domínio interno. Para empresas sem proprietários familiares a pesquisa demonstra que não existe relação entre independência dos administradores e a performance da empresa.

2.4. Grupos Económicos

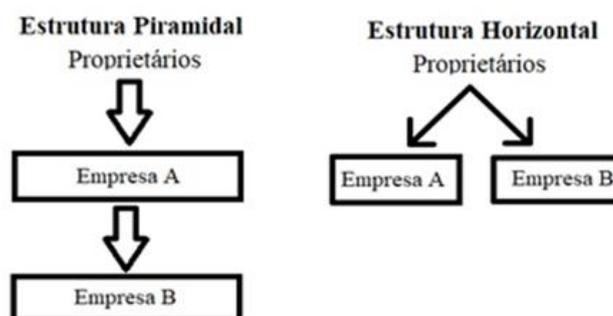
Como se integram as empresas em grupos e quais são as formas de funcionamento e a dinâmica dos mesmos? Nesta temática dos Grupos económicos, importa inicialmente referir um estudo de Faccio e Lang (2002) referente à Europa ocidental, com Portugal incluído. Neste estudo verificou-se que as empresas da amostra tendem a ter participações dispersas (sobretudo o Reino Unido) ou serem controladas por famílias (Europa continental). Quanto às empresas de maior dimensão do estudo, descobriu-se que na sua maioria se tratava de empresas de capital disperso. O estado em alguns dos países objeto do estudo, controla um número significativo de empresas. Nota ainda para o

facto de mais de dois terços das empresas com controlo familiar terem um dos familiares enquanto gestor controlador da empresa (Faccio & Lang, 2002). Yeh, Lee e Woidtke (2001), no seu estudo ao mercado taiwanês, verificaram que para este o controlo familiar está bastante patente. Foram, no entanto, mais longe ao ver que é necessário apenas um controlo de 15%, em média, para ter controlo sobre uma determinada empresa, sendo que esta média é mais baixa quanto maiores forem as empresas, porque para maiores empresas os capitais estão mais dispersos. Yeh *et al.* (2001) estudam a performance das empresas em função da família controladora ou de participações dispersas e não encontram diferenças na performance de umas em relação às outras. Por outro lado, quando o controlo familiar é reduzido as empresas mostram uma performance inferior a ambos os casos apontados anteriormente.

La Porta *et al.* (1999) verificaram no seu estudo que as empresas dos 27 países mais ricos do mundo, em valores *per capita* no ano de 1993 tendem a ter um *shareholder* controlador. Para o presente estudo torna-se necessário perceber como se estruturam as empresas em grupos e o modo de funcionamento destes, por forma a compreender melhor como chegar aos verdadeiros beneficiários finais. Os estudos aos grupos económicos apresentam maior consistência de resultados quando comparados com as temáticas anteriormente revistas no estudo, nomeadamente, a política de financiamento, a política de dividendos e os modelos de governação. Almeida e Wolfenzon (2006) definem grupos económicos como uma organização estrutural, onde a família no topo controla mais do que uma empresa. Apesar das entidades ou famílias controladoras poderem exercer esse controlo de diversas maneiras existem algumas formas preferenciais estudadas pela literatura. Neste sentido, um dos estudos mais aceites é o de Wolfenzon (1999) e de Almeida e Wolfenzon (2006), estudos baseados sobretudo na estrutura piramidal. O estudo de Wolfenzon (1999) vem tentar simplificar a forma como as estruturas empresariais são vistas. O autor propõe duas estruturas simplificadas para melhor compreensão do problema, são elas, a estrutura piramidal e a estrutura horizontal. A maior diferença entre ambas as estruturas prende-se com o facto de na estrutura piramidal existir uma partilha de risco com os *shareholders* da empresa inicial do grupo. A nova empresa torna-se assim uma subsidiária da empresa mãe. O mesmo não existe na estrutura horizontal, onde a família cria a nova empresa do zero e retem todos os proveitos que dela forem provenientes. No caso da estrutura horizontal os *shareholders* da

empresa inicial não têm o risco mas também não têm o proveito da nova empresa. As diversas empresas são independentes umas das outras.

Figura 2.1 - Estruturas Simplificadas



Fonte: Adaptado de Wolfenzon (1999)

Também neste estudo, Wolfenzon (1999) concluiu que a estrutura piramidal deveria ser mais comum em países com menor proteção dos investidores, acrescenta que a possibilidade de expropriação para empresas que usam esta estrutura é mais elevada e finaliza prevendo através do seu modelo que empresas maiores devem usar este tipo de estrutura. Mas como é que se constituem e evoluem estes grupos económicos? Para responder a esta questão entram Almeida, Park, Subrahmanyam e Wolfenzon (2011) que, no seu estudo a conglomerados de empresas coreanas descobrem que a família controladora da empresa principal tende a colocar empresas com um elevado *premium* no seu esquema de pirâmide (estrutura piramidal) e decidem controlar isoladamente empresas com um *premium* menor (estrutura horizontal). Os autores vão mais longe ao afirmar que a seleção de empresas para diferentes posições dentro do grupo influencia a performance das empresas individuais.

Almeida e Wolfenzon (2006) relatam a forma como as estruturas piramidais são as mais comumente utilizadas e como estas funcionam como uma cadeia de empresas, com a principal no topo a controlar a primeira subsidiária que por sua vez controla a segunda subsidiária e assim sucessivamente. Os autores referem que uma família que detenha 50% de uma empresa, sendo esta detentora de 50% numa segunda empresa dá um benefício à família inicial sobre a segunda empresa de um *cash-flow* de 25% referente a esta. Concluem também que ao contrário daquilo que tinha sido estudado até ali as estruturas piramidais

podem não ser um desvio do *one share-one-vote* utilizado como forma de controlo de algumas empresas. Grossman e Hart (1988) estudam esta teoria do *one share-one vote* e notam que desvios desta forma de funcionamento das empresas existem quando esses desvios são do melhor interesse para as empresas. Os autores verificam que as empresas tomam a decisão de separar os votos das ações de modo a conseguirem angariar fundos pelas vendas de capital sem que isso implique uma perda de controlo da sua empresa.

Ainda no tema das pirâmides, os estudos de Almeida e Wolfenzon (2006) e Wolfenzon (1999) vêm corroborar as descobertas de Bianco, Casavola, e Ferrando (1997) que verificam que em grupos piramidais apenas uma pequena parte do capital é dispersa e, para este facto, a falta de proteção dos investidores tem um papel crucial, uma vez que, os investidores sentem-se desencorajados a investir em empresas nas quais não têm controlo. Expandindo o estudo, vê-se que as divergências entre proprietários controladores e *shareholders* minoritários crescem quanto mais se integra verticalmente a estrutura. Mais recentemente Masulis, Pham, e Zein (2009) vieram estender os estudos anteriores, focando-se mais nos grupos familiares. Quanto a estes grupos, os autores concluem que normalmente são empresas estáveis, com elevados pagamentos de dividendos e que o desempenho das empresas tende a melhorar a cada nível mais baixo da pirâmide. Estes autores vêm também contrariar Almeida e Wolfenzon (2006), Wolfenzon (1999) e Bianco *et al.* (1997) quanto ao potencial de expropriação. Para isso transmitem a ideia de que o financiamento obtido através dos investidores minoritários, assim como a reputação da empresa que diminui com a existencia de notícias de expropriação e a vantagem do maioritário ter o controlo funcionam como mecanismos que reduzem a probabilidade de expropriação.

Apesar do exposto existem outros estudos além dos estudos das estruturas horizontal e vertical que são importantes de referir. Monsen, Chiu e Cooley (1968), por exemplo, estudam a separação de poderes entre os proprietários e o controlo efetuado nas grandes empresas. O principal argumento encontrado foi o de as empresas com proprietários controladores superarem as empresas com gestores controladores por uma margem de assinalar. Já Bebchuk (1999) compara as diferenças entre estruturas com proprietários maioritários e estruturas com atonicidade de *shareholders*. Os benefícios privados são o melhor determinante para escolher entre as estruturas mencionadas anteriormente. Por um lado, quando os benefícios privados do controlo são elevados, é mais usual existir

uma estrutura com um *shareholder* controlador. Por outro lado, se não existir um controle maioritário em empresas com elevados benefícios privados, empresas concorrentes mais facilmente tentam tomar controle dessas empresas para si. Como análise final foi objeto de análise o estudo de Panda e Panchali (2019) sobre a influência da estrutura de propriedade na performance das empresas no mercado indiano. Neste estudo Panda e Panchali (2019) sugerem que, pelos resultados obtidos, uma repartição maior da propriedade deveria ser encorajada no caso de não existir um proprietário gerente, ou seja, diminuir as percentagens detidas por investidores maiores demonstra ser benéfico quando não existem gestores com participação nas empresas. Para terminar, o estudo relata que os investidores minoritários tendem a não demonstrar coordenação entre si para exercer pressão na gerência de forma a serem obtidos melhores resultados.

3. Metodologias de Investigação

Qualificando-se este como um estudo às principais empresas e grupos portugueses a base de dados utilizada teria sempre de fornecer informações do universo das empresas portuguesas. Nesse sentido definiu-se a base de dados SABI como plataforma de recolha de dados a utilizar. O SABI disponibiliza informações de empresas portuguesas e espanholas, pelo que, desde logo, foi fulcral proceder à separação de empresas por país. Das empresas obtidas foram imediatamente excluídas as empresas financeiras devido às especificidades das mesmas. Após a separação das empresas por país foi definida uma tabela com informações relevantes para o estudo, que inclui dados mais gerais das empresas portuguesas, como é caso da forma jurídica, data de constituição e atividade que pratica, até pontos mais específicos e relevantes para o estudo como as vendas, os financiamentos, os dividendos e os proprietários globais finais. De referir que toda a informação retirada é referente ao ano de 2018, uma vez que, à data do estudo este é o ano para o qual se reúne a totalidade das informações. As empresas foram escalonadas pelo volume de vendas do maior para o mais pequeno, obtendo-se assim a classificação da maior para a mais pequena empresa portuguesa logo desde início.

Definidas as empresas e criadas as tabelas necessárias para a investigação fez-se a exportação dos dados para Excel, plataforma em que foram refinados os dados. O primeiro documento de Excel contava com uma amostra de 333.979 empresas portuguesas não financeiras. Como referido as empresas apresentavam-se, desde logo, distribuídas pelas vendas numa ordenação decrescente da empresa com maior valor de vendas e serviços prestados para aquela com o menor número. Foi assim fácil definir o Top 100 das maiores empresas, faltando depois seleccionar as diversas entidades pertencentes ao mesmo grupo daquelas que compunham o Top 100. Para localizar estas últimas procedeu-se à busca por proprietários finais globais, tendo sido aglomeradas todas as empresas com o mesmo proprietário global final, constituindo-se assim os grupos empresariais. Desta forma, chegou-se à amostra final que constitui o estudo, da qual fazem parte 957 empresas portuguesas encabeçadas pela Petrogal, S.A. com um valor de vendas e serviços prestados de 9.578 milhões de euros. Estas 957 empresas são distribuídas por 64 grupos económicos. Em muitos casos o campo do proprietário final estava disponível, noutros casos tivemos de consultar manualmente as informações de

cada empresa, verificando quais as relações acionistas entre elas. Para esta análise mais aprofundada voltou a ser utilizada a plataforma SABI. Tendo assim toda a informação necessária precedeu-se à análise dos dados.

Tendo em mente que o presente estudo se baseia sobretudo numa análise descritiva da realidade portuguesa procurou-se analisar dados que melhor espelhem a realidade consoante aquilo que se deseja perceber. Os pontos mais importantes definidos à partida eram as políticas de financiamento, as políticas de dividendos, os modelos de governação, os grupos económicos e os beneficiários das principais empresas portuguesas de modo a saber-se para onde se desloca o dinheiro gerado em território nacional. Para tentar abranger todos estes pontos planeou-se um corte na análise. Primeiro uma análise individual a empresas do Top 100 e, posteriormente, uma análise aos grupos das empresas do Top 100. Foram assim analisados os seguintes tópicos que passamos a descrever:

A. Análise às empresas do Top 100 português:

i) Caracterização das Empresas;

Através do código CAE das empresas é possível perceber qual a atividade predominante no Top 100, sendo que a classificação é feita apenas pelo nível da Secção do CAE-Rev.3, no nível da letra, e não por cada um dos mais específicos. No segundo ponto analisou-se a forma jurídica das empresas. Seguiu-se a análise ao tamanho das empresas segundo a definição de micro, pequenas e médias empresas (PMEs) recomendada pela Comissão das Comunidades Europeias³. Segundo a definição referida anteriormente, são consideradas microempresas aquelas que empreguem menos de 10 pessoas e que tenham um volume de negócios anual ou balanço total anual menor que 2 milhões de euros. As pequenas empresas caracterizam-se por um volume de negócios anual ou balanço total anual superior a 2 milhões e que não excede os 10 milhões de euros e empregam entre 10 e 50 pessoas. As empresas médias empregam entre 50 a 250 pessoas e têm um volume de

³ Recomendação da Comissão relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas, Jornal Oficial da União Europeia, L124 (20-05-2003), 36-41.

negócios anual ou balanço total anual entre os 10 milhões de euros e os 50 milhões de euros. As restantes empresas, ou seja, empresas com mais de 250 trabalhadores e volume de negócios anual ou balanço total anual superior a 50 milhões de euros são consideradas grandes empresas. Por fim, conjuntamente com o ponto anterior analisou-se a idade das empresas, tendo em consideração o ano de constituição retirado da base de dados SABI, tendo sido calculada a média das idades das empresas do Top 100.

ii) Análise das vendas e serviços prestados;

Neste ponto foi possível aferir a variação de vendas entre as diferentes empresas do Top 100. Foram também relacionadas as vendas com a idade das empresas de modo a compreender se dentro do Top 100 português existem empresas recentes e que posição dentro desta hierarquia é que ocupam. Este ponto permitiu também analisar a quota de vendas totais de subconjuntos dentro das maiores 100 empresas portuguesas.

iii) Análise de rentabilidade;

Associado à análise das vendas vem a análise da rentabilidade onde se procura analisar a rentabilidade ao nível das empresas maiores em Portugal. Neste ponto foram calculados alguns indicadores como sejam o EBITDA/Vendas, o EBIT/Ativo e a RCP através da divisão do resultado líquido do período pelo total do capital próprio

iv) Análise da mão-de-obra;

Pretendeu-se analisar as empresas na perspetiva dos recursos humanos, assim foram considerados e constituídos alguns indicadores baseados nos gastos com pessoal. A rentabilidade da mão-de-obra foi calculada através da divisão das vendas e serviços prestados pelo número de pessoas ao serviço da empresa, remuneradas e não remuneradas.

v) Percentagem de endividamento;

A percentagem de endividamento foi obtida com base na soma dos financiamentos obtidos correntes e não correntes, dividida pelo total do capital próprio, obtendo-se, assim, o rácio D/E (*Debt-to-Equity ratio*). Esta análise é depois feita em torno deste indicador, sendo de notar a existência de alguns valores extremos.

vi) Aumentos de capital e aumentos de empréstimos;

Neste ponto, tenta-se perceber qual a dinâmica dominante no que diz respeito à política de financiamento das empresas. Os aumentos ou reduções de empréstimo foram calculados através da subtração dos empréstimos obtidos com o valor dos empréstimos pagos. Isto é considerámos o diferencial de entradas e saídas de fundos, relacionadas com os empréstimos.

vii) Política de dividendos;

Através dos dividendos os beneficiários efetivos das empresas acabam por vir a obter parte do rendimento potencial dos seus investimentos. O *payout* dos dividendos foi calculado pela divisão dos dividendos distribuídos pelo resultado líquido do período. Seria também interessante analisar quais seriam os dividendos distribuídos dentro de empresas pertencentes ao mesmo grupo, separando os dividendos totais entre os valores que ficam dentro do grupo e os valores que são atribuídos a terceiros fora do grupo. No entanto, esta análise envolve alguma complexidade e não foi possível por falta de dados.

viii) Centros de Poder;

Pretende-se igualmente perceber da existência ou não de centros de poder, pelo que foi analisado toda a envolvente dos grupos e beneficiários das empresas. Assim procurámos perceber relativamente aos grupos que detêm as empresas do Top 100, quem são os principais beneficiários, se são nacionais ou estrangeiros, mas também a sede da empresa mãe, que por vezes mesmo que controlada por beneficiários nacionais se localiza no estrangeiro por motivos diversos. Finalmente, também neste ponto, será possível avaliar o tipo de empresas existentes dentro da classificação de familiar (controlada por famílias), corporativa (controlada por corporações), governamental (controlada por governos) ou de capital disperso (atomicidade de beneficiários) e a existência de relações entre os beneficiários e os principais gestores (CEOs ou Presidente).

ix) Análise aos auditores individuais;

A análise aos auditores de contas pretende demonstrar se existem, ou não, empresas de auditoria a dominar o mercado das maiores empresas portuguesas, pretende-se ainda realizar uma comparação com a teoria de agência, uma vez que, os auditores potenciam uma diminuição dos conflitos entre os diversos *stakeholders* dentro das empresas, pelo seu

papel de monitorização, criando confiança aos investidores, garantindo fiabilidade e rigor na prestação de contas.

B. Como se agrupam as maiores empresas portuguesas:

i) Número de empresas detidas e análise às vendas;

Já dentro da amostra completa das 957 empresas quisemos perceber qual a dimensão dos grupos avaliando qual o número de empresas e o valor das vendas e serviços prestados.

ii) Empresas a distribuir dividendos, análise aos dividendos e cotação das empresas;

Assim como na análise individual de dividendos a análise coletiva demonstra a saída ou não dos dividendos de território nacional consoante o tamanho dos grupos que têm os mesmos beneficiários principais que as empresas individuais.

iii) Análise à mão-de-obra;

Numa abordagem igual àquela usada para compreender os aspetos relacionados com a mão-de-obra das empresas a nível individual, a nível de grupo poder-se-á perceber se a política se mantém inalterada ou se, por outro lado, com diferentes gestores se alteram as especificidades.

iv) Análise aos auditores por grupos económicos;

Esta segunda análise aos auditores, num panorama mais vasto pretende alargar a análise individual e ver como se distribuem as empresas de auditoria pelas entidades que constituem os grupos. Pretende-se saber qual o grau de concentração das auditoras nos grupos de maior dimensão.

4. Análise dos Resultados

Neste capítulo analisamos os resultados obtidos a partir da análise descritiva aos dados. Os resultados serão apresentados por pontos de modo a facilitar a leitura e a proporcionar uma maior harmonia e clareza nas justificações apresentadas. Tratando-se o presente estudo, maioritariamente, de uma análise descritiva os resultados são apresentados em tabelas ou gráficos. Como explicito anteriormente, a análise será feita inicialmente apenas para as empresas do Top 100 português, sendo que depois numa segunda fase será feita a análise aos grupos económicos dos quais as empresas do Top 100 fazem parte.

4.1. Análise às empresas do Top 100 português

4.1.1. Caracterização das Empresas

O objetivo deste primeiro ponto é dar a conhecer as empresas do Top 100 português em traços mais gerais. A análise para este ponto desenvolve-se em torno das principais atividades praticadas pelas maiores empresas em Portugal, pelas formas jurídicas mais usadas pelas diferentes empresas e pelo tamanho das empresas segundo a definição de PME's. É também analisada a antiguidade das empresas do Top 100 português de modo a perceber se existem empresas recentes no topo ou, se apenas empresas mais antigas e já há muito tempo estabelecidas, tendo estas últimas o privilégio de serem reconhecidas como algumas das maiores empresas nacionais.

4.1.1.1. Atividades principais

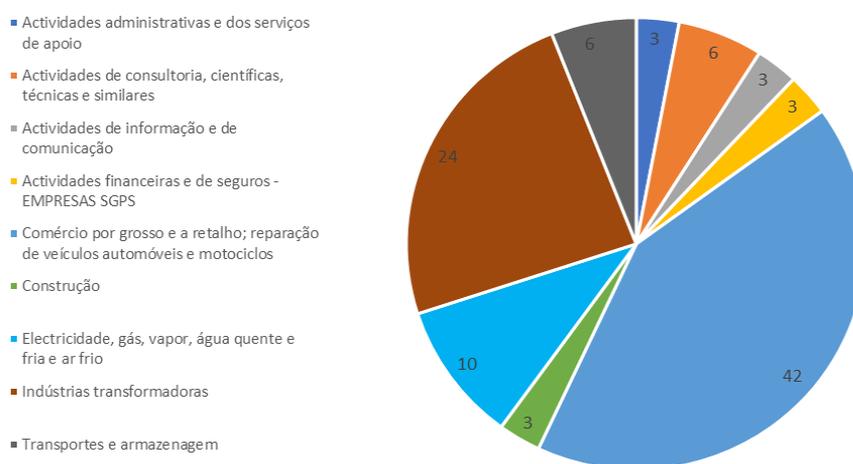
Esta análise é baseada na Classificação Portuguesa das Atividades Económicas na sua terceira revisão (CAE-Rev.3)⁴. Aqui a análise será feita tendo em conta a parte alfabética da classificação CAE-Rev.3 que se divide em 21 secções e que é considerada a classificação principal das atividades. Quer-se com isto dizer que, seguindo o regulamento do CAE-Rev.3, é utilizada a classificação de primeiro nível, correspondente

⁴ Instituto Nacional de Estatística, I. (2007). Classificação Portuguesa das Atividades Económicas Rev.3.

ao nível da letra. Para além da parte alfabética das secções as atividades poderiam dividir-se ainda na sua parte numérica em divisões, grupos, classes e subclasses, no entanto, tendo em conta o objetivo do presente estudo o nível da secção é aquele que se revela com maior importância, uma vez que o detalhe iria dispersar demasiado a informação.

A partir dos dados recolhidos referentes ao primeiro nível de agregação das atividades das maiores empresas portuguesas verifica-se que das possíveis 21 secções que determinam as atividades principais apenas 9 são apresentadas como atividades praticadas por empresas do Top 100. A figura 4.1 apresenta as atividades principais desenvolvidas e o número de empresas incluídas nessas atividades:

Figura 4.1 – Número de Empresas do Top 100 Português por Atividade Económica



Fonte: *Elaboração Própria*

É possível observar na figura 4.1, a relevância do comércio por grosso e a retalho, reparação de veículos automóveis e motociclos no panorama das principais empresas sendo esta a principal atividade praticada pelas maiores empresas portuguesas, com 42 empresas, quase metade das 100 maiores empresas nacionais, a terem esta como atividade principal. É possível constatar ainda que os três principais grupos de atividades económicas englobam 76 empresas, ou seja, dois terços das maiores empresas a nível nacional estão concentradas nas mesmas três atividades, sendo estas a indústria transformadora, a eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio e, por fim, o comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos como já referido anteriormente. Entrando mais no detalhe das empresas referidas anteriormente,

verifica-se que o comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos, apesar da maior expressão no Top 100 português, é uma atividade à qual pertencem apenas 3 empresas entre as 10 maiores nacionais, no entanto, duas dessas empresas são o Pingo Doce – Distribuição Alimentar, S.A. e o Modelo Continente, Hipermercados, S.A. que ocupam a segunda e a terceira posição no top nacional, respetivamente. Ainda com a mesma atividade principal encontram-se empresas de renome como, por exemplo, a Mercedes-Benz Portugal, S.A. entre outras várias empresas de distribuição automóvel, a The Navigator Company, S.A., ou a Worten – Equipamentos para o lar, S.A., entre outras. No caso da indústria transformadora, dá-se especial relevo à principal empresa portuguesa do ano de 2018, a Petrogal, S.A., assim como para algumas empresas automóveis com a Volkswagen Autoeuropa, Lda. à cabeça. Foca-se, por fim, a terceira atividade com maior relevância, a eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio, sendo que, neste ponto existe especial relevo para empresas do grupo EDP que totalizam um total de 5 das 10 empresas com esta atividade principal, algo que acontece também no setor da Construção que é, sobretudo, dominado por empresas do grupo Mota-Engil, apesar da diferente proporção e relevância no Top 100 português. É ainda de referir que não existe nenhuma atividade à qual pertença uma só empresa de forma isolada no Top 100 português. Refira-se por fim que as três empresas com a atividade principal de atividades financeiras e de seguros, são empresas SGPS e como tal com características específicas, mas diferentes de bancos e companhias de seguros, caso contrário, estariam fora do estudo que, como referido anteriormente não incluí empresas financeiras. As empresas SGPS que aparecem no Top 100 são a Recheio, SGPS, S.A., a PT Portugal – SGPS, S.A. e a Violas – SGPS, S.A. e tendo em conta que a plataforma SABI não dá muita informação sobre estas, torna-se difícil compreender o surgimento das mesmas no Top 100. Uma explicação plausível para o aparecimento destas pode ter resultados de movimentos financeiros envolvendo as empresas por si controladas, de caráter pontual.

4.1.1.2. Forma jurídica

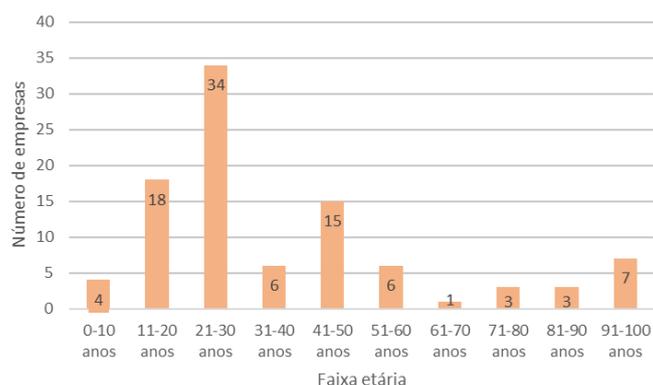
Este ponto apresenta uma análise mais simplista que o anterior em todos os aspetos. A forma jurídica mais prevalente dentro das maiores empresas portuguesas é a forma de Sociedade Anónima com 80 empresas a assumir esta modalidade. Existem ainda 8

empresas com a forma de Sociedade por Quotas, outras 8 como Sociedade Unipessoal por Quotas e 1 corporativa. Finalmente existem ainda 3 empresas entre as maiores a operar em Portugal que são operações em Portugal de entidades estrangeiras. Estas últimas são sucursais de empresas estrangeiras, com negócios em território nacional, cumprindo com a legislação nacional nessa matéria, mas em que a prestação de contas é centralizada na empresa mãe.

4.1.1.3. Tamanho das empresas segundo a definição de PME e análise à antiguidade

Relativamente aos aspetos relativos ao tamanho e à antiguidade das empresas portuguesas do Top 100, serão analisados em conjunto. Como seria de esperar, todas as empresas em estudo qualificam-se como grandes segundo a definição de PME com base no regulamento da Comissão das Comunidades Europeias, isto é, todas têm ao seu serviço mais de 250 pessoas, têm um volume de negócios superior a 50 milhões de euros e valor de balanço superior a 43 milhões de euros. É novamente de referir o caso das SGPS inseridas no Top 100, como caso específico onde, apesar de não serem cumpridos os critérios referidos anteriormente, pela especificidade das mesmas, tendo em conta que são empresas controladoras e as empresas que controlam têm esta definição, foram classificadas também as SGPS como empresas grandes.

Figura 4.2 - Número de Empresas por Faixa Etária



Fonte: Elaboração Própria

Quanto à idade das empresas do Top 100 português, o número de anos varia dos 7 anos, relativos à Mota-Engil – Engenharia e Construção África, S.A. até aos 99 anos, das duas empresas mais antigas deste top, a Repsol Portuguesa, Lda. e a Jerónimo Martins – SGPS, S.A.. A média de idade das maiores empresas portuguesas é de 37,02 anos pelo

que se percebe desde logo que as maiores empresas portuguesas apresentam, em média, uma idade madura. De referir que a distribuição das idades apresenta alguns *outliers*, surgindo algumas empresas com idades na casa dos 90 anos, o que acaba por inflacionar este indicador. A maioria das empresas tem idade entre os 10 e os 60 anos, apesar disto, a classificação feita no sentido de serem empresas maduras, mantém-se. Apenas 4 empresas têm até 10 anos de vida, todavia 3 destas 4 fazem parte de grupos mais antigos, nomeadamente a Navigator Pulp Figueira, S.A e a Navigator Pulp Setúbal, S.A. que fazem parte do grupo SODIM e a Mota-Engil – Engenharia e Construção África, S.A. pertencente ao grupo MOTA-ENGIL. Compreende-se, portanto, que a única real empresa emergente a fazer parte deste top é a Prio Supply, S.A.

4.1.2. Análise de Vendas e Serviços Prestados

Como temos vindo a afirmar desde o primeiro momento, o presente estudo engloba as 100 maiores empresas portuguesas e como metodologia o tamanho das empresas foi usado o valor das vendas e serviços prestados no ano em estudo. Obteve-se um *ranking* de 100 empresas em que no topo temos, a empresa com maior valor de vendas e serviços prestados que é a Petrogal, S.A. com um valor de 9.578 milhões de euros obtido no ano de 2018. No último lugar desta lista aparece a GESPOST – Gestão e Administração de Postos de Abastecimento, Unipessoal, Lda. com um valor de vendas de 302 milhões de euros para o mesmo período. Existe uma variação de 9.275 milhões de euros entre a maior empresa e a mais pequena do Top 100 das empresas portuguesas. Se for tido em conta que a base de dados inicial tinha 333.979 empresas, destas apenas 23 tiveram no ano em estudo um volume de negócios na casa dos mil milhões de euros, podemos constatar que este subconjunto representa uma percentagem muito inferior a 1% das empresas nacionais. Analisando um percentual referente à base de dados completa com 333.979 empresas verifica-se que a Petrogal, S.A. representa 2,66% das vendas totais das empresas portuguesas. Constata-se ainda, que as cinco maiores empresas portuguesas, a Petrogal, S.A., a Pingo Doce – Distribuição Alimentar, S.A., a Modelo Continente Hipermercados, S.A., a EDP – Energias de Portugal, S.A. e a EDP Comercial – Comercialização de Energia. S.A. representam 6,80% das vendas totais das empresas portuguesas, sendo que se forem consideradas as 9 maiores empresas do ano de 2018, estas têm um peso de 10% nas vendas totais das empresas nacionais. Relativamente às

empresas do Top 100 analisadas, estas representam um total de 25,20% das vendas do mercado português. As outras 333.979 empresas detêm apenas os restantes três quartos do mercado. Estes valores percentuais podem apresentar alguma margem de erro, uma vez que a base de dados SABI, sobretudo para empresas mais pequenas, evidencia alguma falta de informações. No entanto, o panorama geral não sairá afetado por essas possíveis lacunas, levando sempre à conclusão que as maiores empresas portuguesas ocupam uma grande fatia de mercado, conforme representado pelos valores aqui descritos. As empresas do Top 100 demonstram ser empresas de milhões, ou seja, com volumes de negócio muito elevados. O último ponto a chamar à atenção nesta análise de vendas reside no facto de a empresa com o maior valor para vendas e serviços prestados em Portugal, a Petrogal, S.A. ter um valor nesta rubrica que é superior ao dobro do valor da mesma rubrica da segunda maior empresa portuguesa, o Pingo Doce – Distribuição Alimentar, S.A. Desta feita a Petrogal, S.A. tem o valor de 9.578 milhões de euros contra os 4.144 milhões de euros do Pingo Doce – Distribuição Alimentar, S.A. Isto representa uma diferença de 1,51% em termos de vendas totais destas empresas portuguesas.

4.1.3. Análise de Rendibilidade

Após a análise às vendas e serviços prestados é de maior importância perceber a rendibilidade das diversas empresas. Iremos analisar a rendibilidade das vendas, assim como a rendibilidade dos ativos e ainda a rendibilidade do capital próprio (RCP). Tenta-se assim compreender como as maiores empresas portuguesas criam valor para todos os *stakeholders*. Para as diferentes rendibilidades apresentadas foram calculados três diferentes indicadores. O primeiro indicador calculado foi EBITDA/Vendas de modo a compreender a margem de exploração das empresas antes dos gastos de depreciação e amortização, dos gastos de financiamento e dos impostos. O indicador aqui apresentado tem importância pois é determinado apenas pela operação corrente. Ao contrário do que poderia ser expectável, não é a maior empresa a mais rentável segundo este indicador, mesmo sabendo-se, como analisado no ponto anterior que o volume de vendas da Petrogal, S.A. é superior em dobro ao de qualquer outra empresa portuguesa. Os negócios das empresas são muito diferentes e no caso da Petrogal trata-se de um negócio de baixas margens unitárias. A empresa que evidencia uma rendibilidade das vendas mais elevada é a REN – Rede Elétrica Nacional, S.A. com um valor de indicador nos 88,8%.

Sem questionar o mérito da sua gestão, também neste caso a determinante principal é a estrutura do seu negócio, muito determinado por elevados investimentos que depois originam elevados gastos com depreciações. Estranho e preocupante é o facto de aparecerem 9 empresas com um valor negativo neste indicador. Quer isto dizer que não alcançaram em 2018 o limiar mínimo de viabilidade económica, mostrando EBITDA negativo. Estas empresas são a EDP – Energias de Portugal, S.A., a EDP Comercial – Comercialização de Energia, S.A., a Iberdrola Clientes Portugal, Unipessoal, Lda., a ITMP Alimentar, S.A., a Cenibra – Internacional – Serviços e Comércio (Sociedade Unipessoal), Lda., a Galp Power, S.A., a Repsol Polímetros, Unipessoal, Lda., a Alcapetro – Petróleos e Derivados, S.A. e, por fim, a SIVA – Sociedade de Importação de Veículos Automóveis, S.A..

O segundo indicador calculado foi a rentabilidade do ativo através do EBIT/Ativo com o objetivo de obter a relação entre o resultado da exploração já com o efeito das atividades financeiras, depreciações e amortizações relativos aos recursos controlados pela entidade. Assim como aconteceu no indicador anterior, empresa de maior dimensão não é aquela que apresenta o melhor indicador. O valor mais elevado obtido foi do Recheio SGPS, S.A., mas tratando-se de uma SGPS com todas as suas especificidades dá-se pouca expressão a este resultado. O segundo melhor resultado que é o da Continental Mabor – Indústria de Pneus, S.A. com o valor de 54,95% demonstrando uma boa rentabilidade económica dos seus ativos. Novamente, como no primeiro indicador, existem empresas mal classificadas neste rácio, evidenciando um valor negativo para este indicador. No conjunto das 100 maiores, 11 empresas apresentam valores negativos, sendo que destas, 9 já haviam demonstrado um mau resultado no indicador anterior. As outras duas são a TAP - Transportes Aéreos Portugueses, S.A. e o Dia Portugal – Supermercados, S.A..

Analisamos de seguida, a rentabilidade do capital próprio. Este indicador pretende demonstrar se as empresas conseguem remunerar os capitais investidos por sócios e acionistas. Um valor positivo neste indicador representa um aumento de valor para os sócios tendo em consideração os capitais permanentes que estes colocam ao dispor da empresa. Estudando a RCP das 100 maiores empresas portuguesas aquela que sobressai como empresa que melhor remunera os seus sócios e acionistas é a Fnac Portugal – Atividades Culturais e Distribuição de Livros, Discos Multimédia e Produtos Técnicos,

Sociedade Unipessoal, Lda. que por cada 100€ investidos dos seus sócios ou acionistas devolve um lucro de 97,41€. Mais uma vez, como em ambos os indicadores anteriores existem empresas que ao invés de proporcionar lucros aos sócios e acionistas geram prejuízos, são elas a EDP Comercial – Comercialização de Energia, S.A., a Transportes Aéreos Portugueses, S.A., a MEO – Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A., a EDP – Gestão da Produção de Energia, S.A., a ITMP Alimentar, S.A., o Dia Portugal – Supermercados, S.A., a Galp Power, S.A., a BMW Portugal, Lda., a Repsol Polímetros, Unipessoal, Lda. e a Alcapetro – Petróleos e Derivados, S.A..

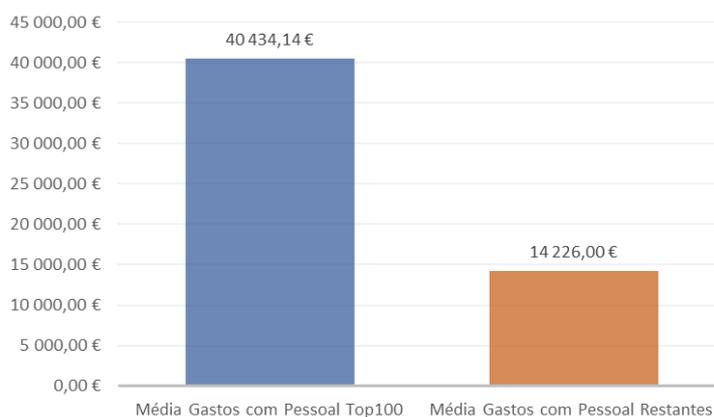
4.1.4. Análise dos Recursos Humanos

Neste ponto pretendemos analisar a utilização da força de trabalho pelas empresas do Top 100 português, evidenciando as diferenças ao nível de um conjunto de rácios. Calculámos a rendibilidade do pessoal pelo rácio Vendas e serviços prestados/Pessoas ao serviço da empresa, remuneradas e não remuneradas e analisámos as diferenças do número de pessoas ao serviço assim como os gastos médios por pessoa. A tabela final, utilizada como base apresenta-se no Apêndice A.

O primeiro aspeto a analisar centra-se no número de pessoas ao serviço das empresas, remuneradas e não remuneradas. Também neste caso, deveremos ter em mente a diversidade de negócios aqui presente neste subconjunto de empresas, sendo que é de esperar indicadores muito divergentes. As maiores empresas portuguesas, têm em média ao seu dispor 2472 pessoas, sendo que a empresa com maior quadro de pessoal é a empresa número 3 do *ranking*, o Modelo Continente Hipermercados, S.A. com 26857 pessoas ao seu serviço. Em contrapartida, a CEPSA – Portuguesa Petróleos, S.A. é a empresa empregando o menor número de pessoas, tendo ao seu dispor 124 pessoas. Observa-se que as empresas de distribuição alimentar, nomeadamente, Modelo Continente Hipermercados, S.A. e Pingo Doce – Distribuição Alimentar, S.A. são as que contam com maior número de pessoas, justificado pelo tipo de negócio que desenvolvem. Tendo em conta a diferença existente entre estas duas e as restantes, quase que as poderemos considerar do ponto de vista estatístico como *outliers*. Daí fizemos uma análise em que foram retiradas as empresas referidas anteriormente, e neste caso a média de pessoas ao serviço das empresas do Top 100 diminuí para 1773. O número de pessoal empregado é relevante pois demonstra a criação de emprego por parte das empresas para

o seu país. A figura 4.3 tem por objetivo comparar a média anual dos gastos com pessoal nas empresas do Top 100, com a média gasta pelas restantes empresas nacionais de que é possível retirar informação através da plataforma SABI.

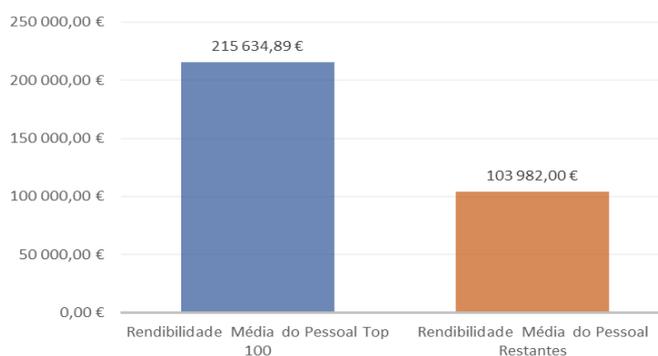
Figura 4.3 - Média de Gastos com o Pessoal



Fonte: Elaboração Própria

Ao analisar a figura 4.3 é observada uma grande diferença quanto à média dos gastos das empresas por pessoa ao longo do ano. Enquanto as maiores empresas portuguesas despendem por pessoa, em média, um valor de 40.434,14€ por ano, equivalente a um gasto de, aproximadamente, 2.888,15€ por mês, por cada trabalhador, contando com subsídio de férias e subsídio de natal e demais encargos e contribuições, as restantes empresas gastam, em média, por ano, um valor de 14.226,00€ por pessoa, o que equivale 1.016,14€ por mês.

Figura 4.4 - Rendibilidade Média do Pessoal



Fonte: Elaboração Própria

A rendibilidade da mão-de-obra analisada pelo rácio Vendas e serviços prestados/Pessoas ao serviço da empresa, remuneradas e não remuneradas é importante, mas dada a heterogeneidade das empresas e dos seus negócios a comparação torna-se difícil. Calculando a média do indicador consegue-se atenuar essas diferenças. Apesar das limitações referidas anteriormente quando comparada com os gastos por pessoa permite concluir sobre a importância dada aos colaboradores de uma empresa. Por um lado, através da rendibilidade da mão-de-obra das empresas do Top 100 português, denota-se que as empresas com maior rendibilidade são empresas com um número de pessoas ao seu serviço mais reduzido e bastante inferior à média. As empresas na área da energia, pelo facto de serem atividades de capital intensivo, como a EDP – Energias de Portugal, S.A., EDP Comercial – Comercialização de Energia, S.A., Repsol Portuguesa, Lda. e CEPSA – Portuguesa Petróleos, S.A., são as que obtêm um valor mais elevado de rendibilidade de mão-de-obra. Os valores aproximam-se do milhão de euros. São também empresas com um máximo de 573 pessoas, pelo que os valores dos indicadores para estas empresas têm de ser analisados com cuidado. A estas empresas é ainda acrescentada a Petrogal, S.A. que, apesar de ter um número de trabalhadores perto da média referida anteriormente, é aquela que tem a maior rendibilidade por trabalhador. Focando-nos agora no rácio dos gastos das empresas por pessoa, percebe-se que uma das empresas referidas anteriormente, aparentemente, remunera o seu pessoal de forma mais favorável, ou seja, é aquela que pela rendibilidade que tem, melhor remunera os seus trabalhadores. Essa empresa é a Repsol Portuguesa, Lda. que não só é uma empresa que está nas primeiras quatro dentro da rendibilidade do pessoal, como também é a empresa dentro do Top 100 que tem um gasto mais elevado por pessoa, com gastos anuais na ordem dos 71.245,70€ por pessoa. Nota também para a Mota-Engil – Engenharia e Construção África, S.A. pelo lado negativo, por ter um gasto por pessoa no ano de 2018 de apenas 8.485,21€, isto dá uma média mensal de 606,09€, pouco acima do salário mínimo português do ano de 2018 que era de 580€ mensais, isto, apesar de cada um dos seus trabalhadores gerar riqueza no valor anual de 6.664,26€. Pode dar-se que a situação anterior aconteça pelo número de trabalhadores indicado não ter estado ao serviço da empresa durante todo o ano de 2018. De todo o modo, para se perceber o quão baixo é o valor desembolsado pela Mota-Engil – Engenharia e Construção África, S.A., a segunda empresa a distribuir um valor mais reduzido, o Continente Hipermercados, S.A.,

despense um valor anual de 13.270,27€ por pessoa, sendo que, se constata também que os trabalhadores desta empresa criam mais valor do que os da Mota-Engil – Engenharia e Construção África, S.A..

4.1.5. Análise ao Endividamento

O objetivo deste ponto passa por compreender se as maiores empresas portuguesas, empresas mais conhecidas e com maior visibilidade, com maior volume de negócios e consequentemente, em teoria, maior capacidade para honrar os seus compromissos perante os seus credores, se encontram muito ou pouco endividadas. A realidade é que de entre as maiores empresas, existem situações onde o endividamento é muito baixo e pelo contrário existem situações de grande endividamento, que chamam à atenção, por aparentemente ser um endividamento excessivo. Também neste caso, tal como já havia acontecido na mão-de-obra, a base de dados não disponibiliza a totalidade dos dados, pelo que algumas empresas foram excluídas desta análise. A tabela 4.1 ordenada de forma crescente, apresenta as percentagens de endividamento das maiores empresas portuguesas.

Tabela 4.1- Percentagem de Endividamento

D representa os financiamentos obtidos correntes e não correntes de 2018 e E representa o total do capital próprio para 2018

Empresas	Rácio D/E
PETROGAL, S.A.	0,0007
NAVIGATOR BRANDS, S.A.	0,0053
SOMINCOR - SOCIEDADE MINEIRA DE NEVES-CORVO, S.A.	0,0158
FAURECIA - ASSENTOS DE AUTOMÓVEL, LDA	0,0168
RENAULT CACIA, S.A.	0,0240
AUCHAN RETAIL PORTUGAL, S.A.	0,0316
TURBOGÁS - PRODUTORA ENERGÉTICA, S.A.	0,0413
CONTINENTAL MABOR - INDÚSTRIA DE PNEUS, S.A.	0,0619
SUPER BOCK BEBIDAS, S.A.	0,0753
SAMSUNG - ELECTRÓNICA PORTUGUESA, S.A.	0,1051
PINGO DOCE - DISTRIBUIÇÃO ALIMENTAR, S.A.	0,1643
CTT - CORREIOS DE PORTUGAL, S.A.	0,1656
PEUGEOT PORTUGAL - AUTOMÓVEIS, S.A.	0,2088
NESTLÉ PORTUGAL, UNIPessoal, LDA	0,2117
ZARA PORTUGAL - CONFECÇÕES, S.A.	0,2231
CORTICEIRA AMORIM, S.A.	0,2332
NISSAN IBÉRIA S.A. - SUCURSAL EM PORTUGAL	0,2761
SAIPEM (PORTUGAL) - COMÉRCIO MARÍTIMO, SOCIEDADE UNIPessoal, LDA (ZONA FRANCA DA MADEIRA)	0,2878
REAGRO - IMPORTAÇÃO E EXPORTAÇÃO, S.A.	0,2909
EDP - GESTÃO DA PRODUÇÃO DE ENERGIA, S.A.	0,3004
CEPSA - PORTUGUESA PETRÓLEOS, S.A.	0,3386
MAKRO - CASH & CARRY PORTUGAL, S.A.	0,3787
SOVENA PORTUGAL - CONSUMER GOODS, S.A.	0,4275
REPSOL POLÍMEROS, UNIPessoal, LDA	0,4421
APTIVPORT SERVICES, S.A.	0,4524
BONDALTI CHEMICALS, S.A.	0,4975

TOYOTA CAETANO PORTUGAL, S.A.	0,5197
VOLKSWAGEN AUTOEUROPA, LDA	0,5397
DIA PORTUGAL - SUPERMERCADOS, S.A.	0,6024
BP PORTUGAL - COMÉRCIO DE COMBUSTÍVEIS E LUBRIFICANTES, S.A.	0,7337
CAETANO - BAVIERA - COMÉRCIO DE AUTOMÓVEIS, S.A.	0,7579
SOVENA OILSEEDS PORTUGAL, S.A.	0,7865
ITMP ALIMENTAR, S.A.	0,7869
EDP COMERCIAL - COMERCIALIZAÇÃO DE ENERGIA, S.A.	0,8582
COOPROFAR - COOPERATIVA DOS PROPRIETÁRIOS DE FARMÁCIA, C.R.L.	0,8849
ALLIANCE HEALTHCARE, S.A.	0,8950
MOTA-ENGIL- ENGENHARIA E CONSTRUÇÃO, S.A.	0,9157
PEUGEOT CITRÔEN AUTOMÓVEIS PORTUGAL, S.A.	1,0217
VIAGENS ABREU, S.A.	1,1669
TEIXEIRA DUARTE - ENGENHARIA E CONSTRUÇÕES, S.A.	1,1687
NOS COMUNICAÇÕES, S.A.	1,1745
UNILEVER FIMA, LDA	1,2316
CELULOSE BEIRA INDUSTRIAL (CELBI), S.A.	1,5119
MOTA-ENGIL - ENGENHARIA E CONSTRUÇÃO ÁFRICA, S.A.	1,5295
EDP DISTRIBUIÇÃO - ENERGIA, S.A.	1,5311
BA GLASS PORTUGAL, S.A.	1,6791
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.	1,7115
REN - REDE ELÉCTRICA NACIONAL, S.A.	1,9143
ANA - AEROPORTOS DE PORTUGAL, S.A.	2,3969
BOSCH CAR MULTIMÉDIA PORTUGAL, S.A.	2,5283
CONTINENTE HIPERMERCADOS, S.A.	2,7413
BCM - BRICOLAGE, S.A.	2,7629
VODAFONE PORTUGAL - COMUNICAÇÕES PESSOAIS, S.A.	2,8719
MODELO CONTINENTE HIPERMERCADOS, S.A.	3,5787
MERCEDES-BENZ PORTUGAL, S.A.	3,9293
MDSID - SOCIEDADE PORTUGUESA DE DISTRIBUIÇÃO, S.A.	5,7698
TRANSPORTES AÉREOS PORTUGUESES, S.A.	7,4041
EDP SERVIÇO UNIVERSAL, S.A.	7,9520
BRISA - CONCESSÃO RODOVIÁRIA, S.A.	9,6893
LEASE PLAN PORTUGAL - COMÉRCIO E ALUGUER DE AUTOMÓVEIS E EQUIPAMENTOS, UNIPESSOAL, LDA	9,9463
RECHEIO - CASH & CARRY, S.A.	12,7178
MEO - SERVIÇOS DE COMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, S.A.	15,8015
Percentagem de Endividamento Média	1,9240

Fonte: Elaboração Própria

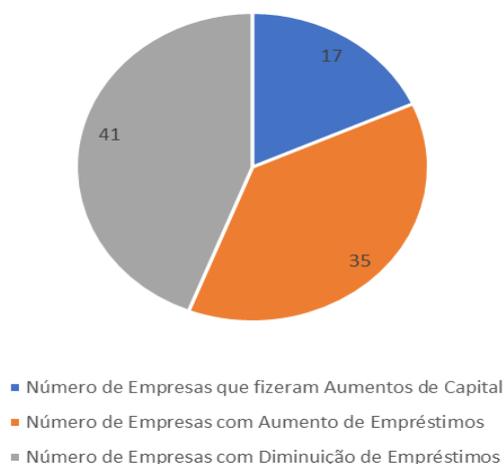
Analisando os valores acima para o Top 100 português, a percentagem média de endividamento é de 1,924, o que corresponde a um endividamento de quase duas vezes o capital próprio da empresa. A média é sempre afetada por valores extremos, mas apesar de encontrarmos alguns valores extremos, quer à esquerda quer à direita, refira-se que existe uma enorme mancha de empresas, com níveis de endividamento inferiores à média. Os valores obtidos para empresas como a MEO – Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. e do Recheio – Cash & Carry, S.A., uma vez que estes têm rácios muito elevados de endividamento, fazem subir muito a média geral, levando-nos a concluir que se trata de situações potencialmente perigosas de sobre-endividamento. Por outro lado, existem muitas empresas, como sejam por exemplo, as 20 menos endividadas da tabela, que revelam pouco endividamento e talvez pudessem recorrer mais a este instrumento de financiamento, de modo a colocar projetos de expansão, investigação e desenvolvimento,

ou outros em ação, por forma a tentar aumentar a sua competitividade no mercado e aumentar a satisfação dos seus clientes, criando emprego.

4.1.6. Forma de Financiamento

Pretende-se neste ponto analisar, ao nível das maiores empresas portuguesas, qual a frequência e o peso das operações de aumento de capital, assim como da alternativa de financiamento, consubstanciada na contratualização de novos empréstimos. A escolha perante estas duas fontes esclarece, um pouco, a temática das políticas de financiamento destas empresas. Estes são dois mecanismos diferentes de financiamento e importa compreender qual o mais usual dentro da amostra em estudo. De ressaltar que existem empresas que podem recorrer a ambos os instrumentos de financiamento supramencionados. Foi também verificado neste ponto se as empresas no ano de 2018 se preocuparam mais em aumentar os empréstimos de modo a obter novos financiamentos para os seus projetos ou se trabalharam no sentido de diminuir o valor dos empréstimos previamente estabelecidos.

Figura 4.5 - Aumentos/Reduções de Empréstimos e Aumentos de Capital



Fonte: Elaboração Própria

Como demonstra a figura 4.5, no ano de 2018, o número de empresas do Top 100 português que diminuiu os seus empréstimos superou as que os aumentaram. Outro ponto que salta à vista é a quantidade de aumentos de capital em comparação com o uso

de empréstimos. A figura 4.5 retrata apenas 17 empresas com aumentos de capital no ano de 2018, o que pode ser considerado reduzido num universo de 100 empresas

Feita a comparação pelo número de empresas a efetuar aumentos ou redução de empréstimos e aumentos de capital, consideramos igualmente relevante analisar estas operações em valor, isto é o valor dos aumentos de capital, dos aumentos e das reduções de empréstimos. Neste sentido o panorama é diferente do retratado anteriormente. Apesar de existirem mais do dobro de empresas a aumentar o valor dos empréstimos, por comparação com aumentos de capital, o valor destes empréstimos efetuados é menor que o valor dos aumentos de capital. O valor dos aumentos de empréstimos chegou ao valor de 3.398 milhões de euros, contra os 4.648 milhões de euros em aumentos de capital. Analisando mais em detalhe, verificamos que este valor está claramente inflacionado pela EDP – Gestão da Produção de Energia, S.A.. Esta empresa, sozinha, teve um aumento de 3.600 milhões de euros, evidenciando uma enorme discrepância para o segundo maior aumento. Trata-se seguramente de um acontecimento pontual no ano em estudo e que dificilmente se repetirá nos anos seguintes. Por fim, verificamos igualmente que o valor de redução de empréstimos é, também, o dobro daquele obtido em aumentos de empréstimos, o que demonstra uma propensão para as empresas diminuírem o financiamento através deste mecanismo, pelo menos, no ano de 2018.

4.1.7. Política de Dividendos

A análise aos dividendos é outro dos pontos que pretendemos analisar para tentarmos perceber alguns dos aspetos relacionados com a de distribuição de dividendos. Para análise a este ponto tivemos em conta o facto das empresas do Top 100, estarem ou não cotadas em bolsa.

Tabela 4.2 - Empresas Cotadas e Não Cotadas em Bolsa

Top 100	Empresas	Cotadas?
1	PETROGAL, S.A.	Não
2	PINGO DOCE - DISTRIBUIÇÃO ALIMENTAR, S.A.	Não
3	MODELO CONTINENTE HIPERMERCADOS, S.A.	Não
4	EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.	Sim
5	EDP COMERCIAL - COMERCIALIZAÇÃO DE ENERGIA, S.A.	Não
6	VOLKSWAGEN AUTOEUROPA, LDA	Não
7	TRANSPORTES AÉREOS PORTUGUESES, S.A.	Não
8	THE NAVIGATOR COMPANY, S.A.	Sim
9	EDP SERVIÇO UNIVERSAL, S.A.	Não
10	EDP DISTRIBUIÇÃO - ENERGIA, S.A.	Não
11	MEO - SERVIÇOS DE COMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, S.A.	Não
12	GALP - GÁS NATURAL, S.A.	Não
13	REPSOL PORTUGUESA, LDA	Não

14	NOS COMUNICAÇÕES, S.A.	Não
15	EDP - GESTÃO DA PRODUÇÃO DE ENERGIA, S.A.	Não
16	AUCHAN RETAIL PORTUGAL, S.A.	Não
17	BP PORTUGAL - COMÉRCIO DE COMBUSTÍVEIS E LUBRIFICANTES, S.A.	Não
18	INFRAESTRUTURAS DE PORTUGAL, S.A.	Não
19	BOSCH CAR MULTIMÉDIA PORTUGAL, S.A.	Não
20	VODAFONE PORTUGAL - COMUNICAÇÕES PESSOAIS, S.A.	Não
21	ENDESA ENERGIA, S.A. - SUCURSAL EM PORTUGAL	Não
22	RECHEIO - CASH & CARRY, S.A.	Não
23	SAIPEM (PORTUGAL) - COMÉRCIO MARÍTIMO, SOCIEDADE UNIPessoal, LDA (ZONA FRANCA DA MADEIRA)	Não
24	CEPSA - PORTUGUESA PETRÓLEOS, S.A.	Não
25	PRIO SUPPLY, S.A.	Não
26	CONTINENTAL MABOR - INDÚSTRIA DE PNEUS, S.A.	Não
27	WORTEN - EQUIPAMENTOS PARA O LAR, S.A.	Não
28	MOTA-ENGL. - ENGENHARIA E CONSTRUÇÃO ÁFRICA, S.A.	Não
29	JERÓNIMO MARTINS - SGPS, S.A.	Sim
30	ANA - AEROPORTOS DE PORTUGAL, S.A.	Não
31	IBERDROLA CLIENTES PORTUGAL, UNIPessoal, LDA	Não
32	PRIO ENERGY, S.A.	Não
33	ITMP ALIMENTAR, S.A.	Não
34	DIA PORTUGAL - SUPERMERCADOS, S.A.	Não
35	RECHEIO, SGPS, S.A.	Não
36	RENAULT PORTUGAL, S.A.	Não
37	MERCEDES-BENZ PORTUGAL, S.A.	Não
38	NAVIGATOR PAPER SETÚBAL, S.A.	Não
39	REAGRO - IMPORTAÇÃO E EXPORTAÇÃO, S.A.	Não
40	LACTOGAL - PRODUTOS ALIMENTARES, S.A.	Não
41	APTIVPORT SERVICES, S.A.	Não
42	BRISA - CONCESSÃO RODOVIÁRIA, S.A.	Não
43	CENIBRA-INTERNACIONAL - SERVIÇOS E COMÉRCIO (SOCIEDADE UNIPessoal), LDA	Não
44	MIDSID - SOCIEDADE PORTUGUESA DE DISTRIBUIÇÃO, S.A.	Não
45	GALP POWER, S.A.	Não
46	CELULOSE BEIRA INDUSTRIAL (CELBI), S.A.	Não
47	PEUGEOT CITRÖEN AUTOMÓVEIS PORTUGAL, S.A.	Não
48	BMW PORTUGAL, LDA	Não
49	ALLIANCE HEALTHCARE, S.A.	Não
50	NAVIGATOR BRANDS, S.A.	Não
51	CTT - CORREIOS DE PORTUGAL, S.A.	Sim
52	OCP - PORTUGAL - PRODUTOS FARMACÊUTICOS, S.A.	Não
53	CONTINENTE HIPERMERCADOS, S.A.	Não
54	REPSOL POLÍMEROS, UNIPessoal, LDA	Não
55	ALCAPETRO - PETRÓLEOS E DERIVADOS, S.A.	Não
56	SIVA - SOCIEDADE DE IMPORTAÇÃO DE VEÍCULOS AUTOMÓVEIS, S.A.	Não
57	EL CORTE INGLÉS - GRANDES ARMAZÉNS, S.A.	Não
58	PEUGEOT PORTUGAL - AUTOMÓVEIS, S.A.	Não
59	NESTLÉ PORTUGAL, UNIPessoal, LDA	Não
60	TEIXEIRA DUARTE - ENGENHARIA E CONSTRUÇÕES, S.A.	Não
61	GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	Sim
62	IKEA PORTUGAL - MÓVEIS E DECORAÇÃO, LDA	Não
63	VISTEON PORTUGUESA, LTD	Não
64	VIAGENS ABREU, S.A.	Não
65	LEASE PLAN PORTUGAL - COMÉRCIO E ALUGUER DE AUTOMÓVEIS E EQUIPAMENTOS, UNIPessoal, LDA	Não
66	BCM - BRICOLAGE, S.A.	Não
67	NETJETS - TRANSPORTES AÉREOS, S.A.	Não
68	NAVIGATOR PULP FIGUEIRA, S.A.	Não
69	SUPER BOCK BEBIDAS, S.A.	Não
70	TOYOTA CAETANO PORTUGAL, S.A.	Sim
71	PT PORTUGAL - SGPS, S.A.	Não
72	MAKRO - CASH & CARRY PORTUGAL, S.A.	Não
73	MOTA-ENGL. - ENGENHARIA E CONSTRUÇÃO, S.A.	Não
74	EDP GÁS.COM - COMÉRCIO DE GÁS NATURAL, S.A.	Não
75	REN - REDE ELÉCTRICA NACIONAL, S.A.	Não
76	SOMINCOR - SOCIEDADE MINEIRA DE NEVES-CORVO, S.A.	Não
77	TD TECH DATA PORTUGAL, LDA	Não
78	ZARA PORTUGAL - CONFECÇÕES, S.A.	Não
79	FAURECIA - ASSENTOS DE AUTOMÓVEL, LDA	Não
80	RENAULT CACIA, S.A.	Não
81	BA GLASS PORTUGAL, S.A.	Não
82	CAETANO - BAVIERA - COMÉRCIO DE AUTOMÓVEIS, S.A.	Não
83	VIOLAS - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	Não
84	SOVENA PORTUGAL - CONSUMER GOODS, S.A.	Não

85	SAMSUNG - ELECTRÓNICA PORTUGUESA, S.A.	Não
86	TURBOGÁS - PRODUTORA ENERGÉTICA, S.A.	Não
87	SIEMENS, S.A.	Não
88	UNILEVER FIMA, LDA	Não
89	FNAC PORTUGAL - ACTIVIDADES CULTURAIS E DISTRIBUIÇÃO DE LIVROS, DISCOS MULTIMÉDIA E PRODUTOS TÉCNICOS, SOCIEDADE UNIPessoal, LDA	Não
90	NAVIGATOR PULP SETÚBAL, S.A.	Não
91	NOS, SGPS, S.A.	Sim
92	NISSAN IBÉRIA S.A. - SUCURSAL EM PORTUGAL	Não
93	CPCDI - COMPANHIA PORTUGUESA DE COMPUTADORES - DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS INFORMÁTICOS, S.A.	Não
94	BONDALTI CHEMICALS, S.A.	Não
95	SOVENA OILSEEDS PORTUGAL, S.A.	Não
96	TABAQUEIRA II, S.A.	Não
97	BENTELER - INDÚSTRIA DE COMPONENTES PARA AUTOMÓVEIS, LDA	Não
98	COOPROFAR - COOPERATIVA DOS PROPRIETÁRIOS DE FARMÁCIA, C.R.L.	Não
99	AMORIM CORK, S.A.	Não
100	GESPOST - GESTÃO E ADMINISTRAÇÃO DE POSTOS DE ABASTECIMENTO, UNIPessoal, LDA	Não

Fonte: Elaboração Própria

Como demonstra a tabela 4.2, das empresas em análise no estudo, apenas 7 são cotadas em bolsa, sendo que destas 3 são empresas SGPS. As empresas cotadas em bolsa do Top 100 português são a EDP – Energias de Portugal, S.A., a quarta maior empresa portuguesa, a The Navigator Company, S.A., na posição 8 do top, em seguida encontra-se a Jerónimo Martins – SGPS, S.A., empresa escalonada no número 29, a quarta empresa cotada aparece na posição 51, os CTT – Correios de Portugal, S.A., a próxima empresa cotada, A Galp Energia, SGPS, S.A., encontra-se na posição 61, a Toyota Caetano Portugal, S.A. tem a posição 70 e, por fim, a NOS, SGPS, S.A. no lugar 91 do escalonamento obtido. Este número reduzido de empresas cotadas em bolsa era o esperado, dado que, Portugal é um país com uma bolsa de valores pequena.

De seguida refizemos a análise considerando que algumas empresas do Top 100 são participadas de outra e estas podem estar contadas. De realçar que estamos a analisar entidades jurídicas e empresas individuais. Desta análise retirámos que, dentro do Top 100 português existem 26 empresas controladas por empresas cotadas em bolsa.

4.1.7.1. Análise aos dividendos distribuídos

Analisando a distribuição de dividendos podemos ver a forma como as empresas remuneram os seus acionistas. A tabela 4.3, ordenada de forma decrescente pelo *payout ratio*, apresenta todas as empresas da amostra que distribuem dividendos assim como o *payout ratio* e os beneficiários principais das empresas. É apresentada também a posição no Top 100 português ocupada pelas diversas empresas.

Tabela 4.3 - Distribuição de Dividendos

Top	Empresas que distribuem dividendos	Pay-out ratio	Beneficiário Principal
67	NETJETS - TRANSPORTES AÉREOS, S.A.	16,297	Manfred Seitz UG
78	ZARA PORTUGAL - CONFECÇÕES, S.A.	4,3703	Amancio Ortega Gaona
23	SAIPEM (PORTUGAL) - COMÉRCIO MARÍTIMO, SOCIEDADE UNIPESSOAL, LDA (ZONA FRANCA DA MADEIRA)	2,3919	Ministério da Economia e das Finanças Italiano
20	VODAFONE PORTUGAL - COMUNICAÇÕES PESSOAS, S.A.	2,0979	Participações dispersas
51	CTT - CORREIOS DE PORTUGAL, S.A.	2,0907	Família Champalimaud
35	RECHEIO, SGPS, S.A.	1,9649	Jerónimo Martins
46	CELULOSE BEIRA INDUSTRIAL (CELBI), S.A.	1,7060	Ana Rebelo de Carvalho Meneres de Mendonça Mariz Fernandes
30	ANA - AEROPORTOS DE PORTUGAL, S.A.	1,6054	Vinci Airports
91	NOS, SGPS, S.A.	1,5941	Isabel dos Santos e Família Belmiro de Azevedo
59	NESTLÉ PORTUGAL, UNIPESSOAL, LDA	1,1532	Diversos Fundos de Participação
61	GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	1,1302	Família de Américo Amorim
1	PETROGAL, S.A.	1,1226	Família de Américo Amorim
42	BRISA - CONCESSÃO RODOVIÁRIA, S.A.	1,1059	Família José de Mello
96	TABAQUEIRA II, S.A.	1,0160	Philip Morris International INC.
58	PEUGEOT PORTUGAL - AUTOMÓVEIS, S.A.	1,0015	Família Denis Peugeot
12	GALP - GÁS NATURAL, S.A.	1,0005	Família de Américo Amorim
69	SUPER BOCK BEBIDAS, S.A.	1,0000	Manuel Soares de Oliveira Violas e Rita Celeste Soares Violas e Sá
19	BOSCH CAR MULTIMÉDIA PORTUGAL, S.A.	1,0000	Beneficiários Alemães
88	UNILEVER FIMA, LDA	1,0000	Jerónimo Martins
89	FNAC PORTUGAL - ACTIVIDADES CULTURAIS E DISTRIBUIÇÃO DE LIVROS, DISCOS MULTIMÉDIA E PRODUTOS TÉCNICOS, SOCIEDADE UNIPESSOAL, LDA	1,0000	FNAC Darty
80	RENAULT CACIA, S.A.	1,0000	Participações dispersas
100	GESPOST - GESTÃO E ADMINISTRAÇÃO DE POSTOS DE ABASTECIMENTO, UNIPESSOAL, LDA	0,9999	Repsol, S.A.
22	RECHEIO - CASH & CARRY, S.A.	0,9996	Jerónimo Martins
24	CEPSA - PORTUGUESA PETRÓLEOS, S.A.	0,9987	Governo de Abu Dhabi
66	BCM - BRICOLAGE, S.A.	0,9946	Família Mulliez
26	CONTINENTAL MABOR - INDÚSTRIA DE PNEUS, S.A.	0,9845	Participações dispersas
34	DIA PORTUGAL - SUPERMERCADOS, S.A.	0,9805	Letterone Holdings, S.A.
53	CONTINENTE HIPERMERCADOS, S.A.	0,9788	Família/Fundação de Belmiro de Azevedo
8	THE NAVIGATOR COMPANY, S.A.	0,9784	Herdeiros de Pedro Mendonça de Queiroz Pereira
74	EDP GÁS.COM - COMÉRCIO DE GÁS NATURAL, S.A.	0,9560	China Three Gorges - Governo Chinês
62	IKEA PORTUGAL - MÓVEIS E DECORAÇÃO, LDA	0,9481	Stichting Ingka Foundation
68	NAVIGATOR PULP FIGUEIRA, S.A.	0,9444	Herdeiros de Pedro Mendonça de Queiroz Pereira
90	NAVIGATOR PULP SETÚBAL, S.A.	0,9425	Herdeiros de Pedro Mendonça de Queiroz Pereira
99	AMORIM CORK, S.A.	0,9380	Família/Fundação de Américo Amorim
6	VOLKSWAGEN AUTOEUROPA, LDA	0,9270	Família Porch/Piech
2	PINGO DOCE - DISTRIBUIÇÃO ALIMENTAR, S.A.	0,9191	Jerónimo Martins
4	EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.	0,9025	China Three Gorges - Governo Chinês
81	BA GLASS PORTUGAL, S.A.	0,8992	Tangor Capital, S.A.
38	NAVIGATOR PAPER SETÚBAL, S.A.	0,8886	Herdeiros de Pedro Mendonça de Queiroz Pereira
86	TURBOGÁS - PRODUTORA ENERGÉTICA, S.A.	0,8775	Marubeni Corporation
94	BONDALTI CHEMICALS, S.A.	0,8533	Família José de Mello
49	ALLIANCE HEALTHCARE, S.A.	0,8482	Participações dispersas
14	NOS COMUNICAÇÕES, S.A.	0,7940	Isabel dos Santos e Família Belmiro de Azevedo
50	NAVIGATOR BRANDS, S.A.	0,7704	Herdeiros de Pedro Mendonça de Queiroz Pereira
70	TOYOTA CAETANO PORTUGAL, S.A.	0,7491	Salvador Fernandes Acacio Martins Caetano e Maria Angelina Martins Caetano Ramos
36	RENAULT PORTUGAL, S.A.	0,7489	Participações dispersas
13	REPSOL PORTUGUESA, LDA	0,7345	Repsol, S.A - Espanhola
29	JERÓNIMO MARTINS - SGPS, S.A.	0,7144	Jerónimo Martins
95	SOVENA OILSEEDS PORTUGAL, S.A.	0,5383	MELFIL HOLDING B.V.
75	REN - REDE ELÉCTRICA NACIONAL, S.A.	0,5124	China-People's Republic
40	LACTOGAL - PRODUTOS ALIMENTARES, S.A.	0,4458	Participações dispersas
82	CAETANO - BAVIERA - COMÉRCIO DE AUTOMÓVEIS, S.A.	0,3949	Salvador Fernandes Acacio Martins Caetano e Maria Angelina Martins Caetano Ramos
37	MERCEDES-BENZ PORTUGAL, S.A.	0,3779	Participações dispersas
7	TRANSPORTES AÉREOS PORTUGUESES, S.A.	0,2988	Estado Português
10	EDP DISTRIBUIÇÃO - ENERGIA, S.A.	0,2554	China Three Gorges - Governo Chinês

93	CPCDI - COMPANHIA PORTUGUESA DE COMPUTADORES - DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS INFORMÁTICOS, S.A.	0,1000	António Alexandrino de Oliveira Daniel
79	FAURECIA - ASSENTOS DE AUTOMÓVEL, LDA	0,0001	Família Denis Peugeot

Fonte: *Elaboração Própria*

Da análise à tabela verifica-se que 57 das 100 empresas analisadas distribuem dividendos, sendo que as restantes não distribuíram dividendos em 2018. Das 57 empresas que distribuem dividendos 21 empresas têm um *payout ratio* acima dos 100%, o que indica que estas empresas, em 2018, distribuíram em dividendos um valor superior ao lucro obtido para o período, evidenciando algum otimismo em relação ao futuro. A distribuição de dividendos por um valor superior ao lucro do período, obriga a usar reservas constituídas em anos anteriores. Conforme referido pode transmitir otimismo em relação ao futuro, falta de novos projetos para aplicar o *cash-flow* gerado, excesso de conservadorismo em períodos anteriores. À priori não podemos classificar nem como boa, nem como má decisão, tudo dependerá da empresa em concreto, da sua estrutura financeira, das oportunidades de crescimento e compromissos com expectativas criadas aos acionistas.

Para além de empresas com um *payout* superior a 100%, podemos observar outras empresas evidenciando outros comportamentos ou outros traços. Existem empresas a distribuir uma pequena parcela dos seus lucros.

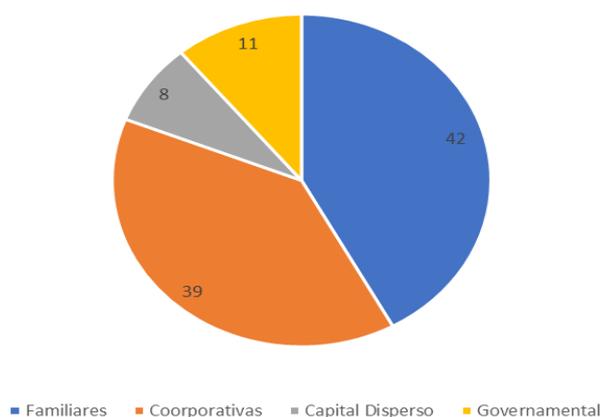
Analisando o valor dos dividendos distribuídos pelas empresas verifica-se que as empresas da amostra distribuem, em média, um valor de 85.519.890,38€, sendo que a média do *payout* distribuído é de 1,2955, mas retirando o *outlier* Netjets – Transportes Aéreos, S.A., o *payout* médio passa para os 1,0276. Assim, podemos concluir que em 2018, as maiores empresas portuguesas distribuíram, em média, pouco mais que a totalidade dos seus resultados em forma de dividendos. Quanto aos *payouts* mais elevados do ano de 2018, estes foram distribuídos pela Netjets – Transportes Aéreos, S.A., seguindo-se a Zara Portugal – Confeções e por fim a Saipem – Comércio Marítimo, Sociedade Unipessoal. Lda. (Zona Franca da Madeira). Já os *payouts* mais reduzidos são os distribuídos pela Faurecia e a CPCDI. Os valores obtidos enquanto *payout* destas últimas, assim como os da Netjets – Transportes Aéreos, S.A. são, 0,0001; 0,1 e 16,2975, respetivamente. São valores extremos e algo estranhos, pelo que não podemos descartar a possibilidade de serem erros na recolha de dados da própria base de dados SABI.

Confrontando estes dados com o estudo de Almeida *et. al* (2015) que refere que em Portugal, normalmente, as maiores empresas tendem a pagar maiores dividendos, considerando empresas do Top 100 nacional em 2018, esta situação parece não se verificar, uma vez que, quando comparados os *payouts* com os lugares das empresas na hierarquia por volume de negócios é obtido um coeficiente de correlação de 0,06, indicando um fraca correlação positiva entre o lugar ocupado pelas empresas no top e o valor dos *payouts* das mesmas.

4.1.8. Centros de Poder

Pretende-se averiguar neste ponto outro dos temas centrais deste estudo, quem são e onde se situam os centros de poder das grandes empresas portuguesas. O objetivo passa por analisar os topos das hierarquias das empresas portuguesas, conhecer os beneficiários principais das maiores empresas, qual o tipo de empresas mais predominantes no Top 100 português, no que toca aos detentores do capital e começar, desde já, a proceder à ligação entre as empresas e os grupos aos quais estas pertencem. A tabela base utilizada para esta análise encontra-se no apêndice B. O primeiro tópico que pretendemos estudar foi o tipo de acionistas, ou dito de outra forma, quais as características dos detentores do capital das empresas.

Figura 4.6 - Tipos de Acionistas das Empresas



Fonte: *Elaboração Própria*

Classificámos as empresas como familiares, corporativas, capital disperso ou governamental, usando os critérios que passamos a descrever.

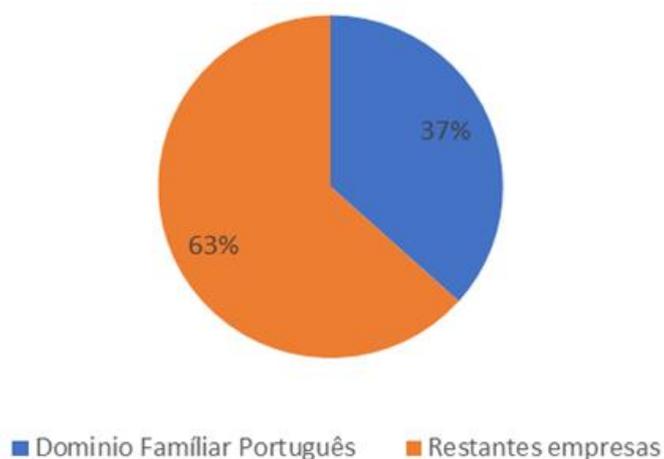
- Familiares: quando detidas por famílias, numa percentagem de capital superior a 10% como definido pela CMVM para Portugal;
- Corporativas: São empresas que são detidas por uma corporação e para as quais a base de dados SABI não fornecia mais informação sobre essas empresas detentoras do capital. Muitas das empresas colocadas com esta designação são subsidiárias ou sucursais de grandes empresas estrangeiras em Portugal;
- Capital disperso: Empresas caracterizadas pela atonicidade dos seus acionistas, sendo que nenhum deles se sobressai com uma percentagem suficiente para ser considerado beneficiário principal maioritário;
- Governamental: Estas são empresas detidas por governos, não só o português como também por outros estados;

Com o auxílio da figura 4.6 demonstra-se que as maiores empresas portuguesas são maioritariamente familiares, com 42 empresas detidas sobretudo por famílias. Vemos então, com base nesta análise a grande influência de famílias portuguesas poderosas que controlam boa parte das empresas grandes em Portugal. Quanto às corporativas, como explicado anteriormente muitas destas são subsidiárias ou sucursais de grandes empresas estrangeiras, demonstrando assim a diversidade do mercado português e um dos efeitos da globalização. Nota também para a grande quantidade de *holdings* existentes no mercado português que fazem parte do conjunto das empresas corporativas. Quanto às restantes classificações observam-se 11 empresas detidas por governos e apenas 8 com capital disperso, o que contrasta com aquilo que observamos em países anglo-saxónicos, onde os investidores confiam nos mercados financeiros.

Quando analisadas em particular cada uma das situações, percebe-se a importância de algumas famílias controladoras nas grandes empresas portuguesas, controlando muitas empresas. As famílias portuguesas que podem ser vistas como mais poderosas são, a família de Américo Amorim, a Família de Belmiro de Azevedo, a família de Francisco Manuel dos Santos, a família de Pedro Mendonça de Queiroz Pereira, a família Costa Relvas/ Anjinho, a família de José de Mello, a Família Teixeira Duarte, a família de Ana

Rebello de Carvalho Meneres de Mendonça Mariz Fernandes, a família Champalimaud, a família Abreu (Viagens Abreu), a família Violas, a Família Mota (Mota-Engil) a Família Caetano (Caetano Baviera) e, por fim, a família de António Alexandrino de Oliveira Daniel. Às famílias nacionais referidas juntam-se ainda nomes de famílias estrangeiras de beneficiários bastante conhecidos, como é o caso de Isabel dos Santos, Patrick Drahi, a família Porch/Piech ou a família Mulliez, entre outros.

Figura 4.7 - Domínio Familiar Português

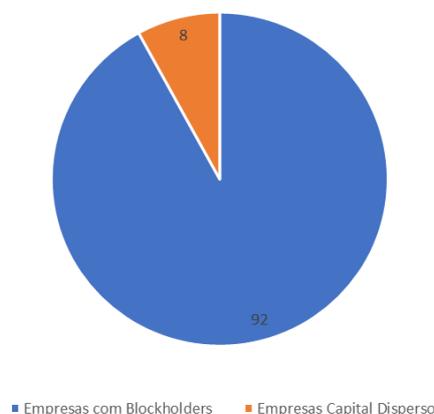


Fonte: Elaboração Própria

A figura 4.7 apresentada em cima representa o domínio das empresas controladas pelas mais poderosas famílias portuguesas dentro do mercado português. Como é perceptível as famílias de Américo Amorim, Francisco Manuel dos Santos Belmiro de Azevedo, Pedro Mendonça de Queiroz Pereira, Costa Relvas/ Anjinho, José de Mello, Teixeira Duarte, Champalimaud, Abreu, Violas, Mota, Caetano, família de António Alexandrino de Oliveira Daniel e família de Ana Rebello de Carvalho Meneres de Mendonça Mariz Fernandes representam 37% das vendas totais das empresas do Top 100 português. Tendo em conta as 333.979 empresas do estudo, as empresas destas famílias portuguesas pertencentes ao Top 100 português representam aproximadamente 9% das vendas do mercado nacional, sendo que estas famílias ainda controlam um grande número de outras empresas fora do Top 100. Pelo exposto, estima-se que as famílias em causa representam realmente um valor de vendas ainda maior no total das vendas em Portugal. A análise em

termos de grupos e o controlo das famílias a este nível será feita mais adiante neste estudo.

Figura 4.8 - Concentração de Propriedade nas Maiores Empresas Portuguesas

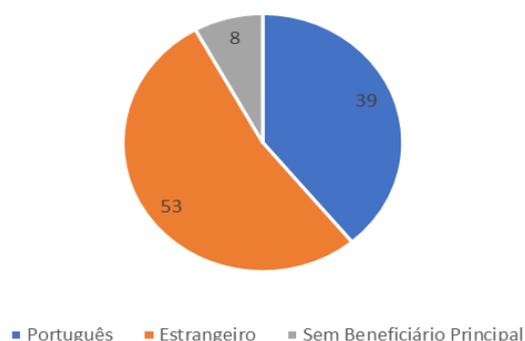


Fonte: Elaboração Própria

Demsetz e Lehn (1985) e Bergström e Rydqvist (1990) descrevem que a concentração de propriedade nos mercados dos Estados Unidos da América e da Suécia está inversamente relacionada com o tamanho das empresas, ou seja, que quanto maiores são as empresas, menos tendência têm a ter *blockholders* na sua estrutura acionista e, em contrapartida, nota-se um aumento da atonicidade dos proprietários. No caso das maiores empresas portuguesas este comportamento não é observado, porque, como demonstra a figura 4.8, dentro das 100 maiores empresas do mercado português apenas 8 não têm participações detidas por um investidor maioritário, sendo que todas as outras 92 têm na sua estrutura um acionista maioritário. Compreende-se, assim, que o caso português não acompanha a estrutura acionista observada nos casos dos Estados Unidos da América e da Suécia estudados por Demsetz e Lehn (1985) e Bergström e Rydqvist (1990).

Fernandes (2018) e Benzinho (2004) afirmam que Portugal se perfila como um país de baixa proteção ao investidor, isto apesar de apesar Fernandes (2018) referir que existe alguma proteção aos investidores que tenham investido até 50.000€. A fraca proteção aos investidores minoritários pode ser uma das razões que explica a fraca existência de investidores minoritários e de empresas de capital disperso em Portugal, estando assim o país em concordância com o estudo de La Porta *et al.* (2000). A fraca proteção dos investidores incentiva o controlo dos grandes *blockholders*, especialmente famílias no mercado português, novamente em concordância com o estudo de La Porta *et al.* (1999).

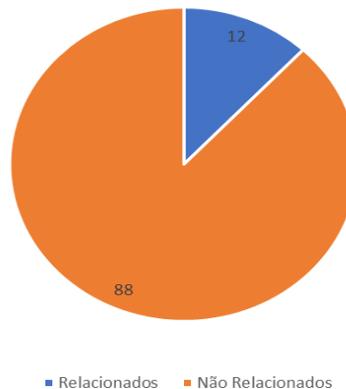
Figura 4.9 - Nacionalidade dos Beneficiários Principais



Fonte: Elaboração Própria

Neste parágrafo apresentamos os resultados da análise à nacionalidade dos beneficiários principais das empresas portuguesas, por forma a perceber quem, em última análise beneficia dos lucros destas empresas. Como se examina na figura 4.9 existem as 8 empresas de capital disperso enunciadas no ponto anterior que não têm beneficiário principal, pelo que a observação tem que ser feita pelas restantes 92 empresas em análise. Como tal, com base nas restantes empresas, conclui-se que os beneficiários das empresas portuguesas são sobretudo estrangeiros com 53 beneficiários estrangeiros contra 39 beneficiários nacionais. Mais de metade dos beneficiários das maiores empresas portuguesas não são de nacionalidade portuguesa, pelo que, o lucro que é distribuído por estas empresas sai do país onde foi gerado. A compreensão da movimentação dos lucros era um dos objetivos principais deste estudo e fica assim explicado. Apesar de se verificar que o lucro gerado em território português acaba por beneficiar investidores estrangeiros, mesmo assim, ainda existem 39 que representam 42% das 92, que têm beneficiários portugueses.

Figura 4.10 - Relação Familiar entre Presidente e Beneficiário Principal

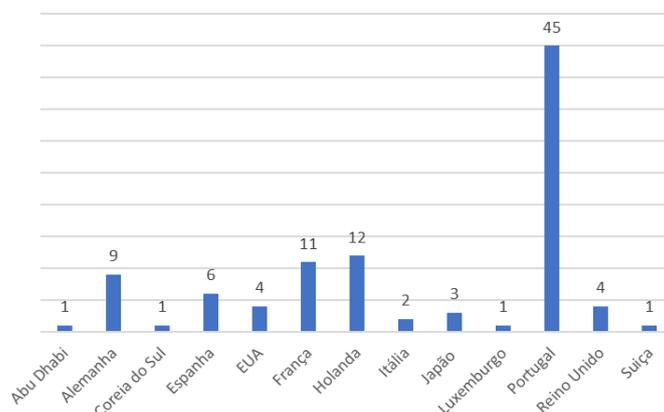


Fonte: Elaboração Própria

A figura 4.10 sumariza outra análise que foi feita no contexto deste estudo, a relação entre os mais elevados níveis de poder numa empresa, neste caso a relação presidente e beneficiário principal, sendo que foi visto se estes seriam, ou não familiares. Como referenciado no ponto da revisão de literatura empresas com beneficiários principais participantes no controlo dos destinos da empresa são empresas que, normalmente, prosseguem quase unicamente os desejos do beneficiário maioritário, pelo que muitas vezes surgem problemas com interesses minoritários e nem sempre é praticada a melhor gestão empresarial. Nas 100 maiores empresas portuguesas esta coincidência não é muito frequente, pois apenas 12 empresas têm presidente e beneficiário principal enquanto familiares. As empresas em que tal situação acontece são a The Navigator Company, S.A., a Jerónimo Martins – SGPS, S.A., o Recheio, SGPS, S.A., a Reagro – Importação e Exportação, S.A., a Brisa – Concessão Rodoviária, S.A., a Celulose Beira Industrial (CELBI), S.A., a Teixeira Duarte – Engenharia e Construções, S.A., a Galp Energia, SGPS, S.A., a Viagens Abreu, S.A., a Caetano – Baviera – Comércio de Automóveis, S.A., a CPCDI – Companhia Portuguesa de Computadores – Distribuição de Produtos Informáticos, S.A. e a Bondalti Chemicals, S.A., sendo que em alguns dos casos indicados, mais que membro da família controladora, o presidente acaba por ser o principal beneficiário. De notar ainda que entre as maiores empresas portuguesas com controlo familiar apenas menos de um quarto apresenta esta relação entre a família controladora e o gestor controlador, o que vem contrariar, no caso das maiores empresas

portuguesas, o estudo de Faccio e Lang (2002) à europa ocidental, onde estes constataram que mais de dois terço das empresas com controlo familiar tinham um dos familiares enquanto gestor controlador da empresa.

Figura 4.11 - Sede das Empresas Principais dos Grupos Económicos



Fonte: *Elaboração Própria*

Seguidamente pretendemos fazer uma ligação entre a análise aos centros de poder e os grupos das principais empresas portuguesas. Assim procurámos investigar a localização das sedes das principais empresas dos grupos de que fazem parte as empresas portuguesas do Top 100. Geralmente associa-se esta deslocalização a motivos de carácter fiscal.

Tendo em atenção a figura 4.11 percebe-se que existe uma diversidade de países onde se encontram as sedes das principais empresas dos grupos detentores das maiores empresas portuguesas. O principal país identificado com 45 sedes é Portugal sendo que muitas das restantes empresas têm sede num outro país apenas porque são subsidiárias ou sucursais de empresas estrangeiras desses países. Existem, no entanto, grupos portugueses detidos por *holdings* que têm sede no estrangeiro, sendo o caso holandês o mais recorrente. Como apresentado anteriormente, uma das razões possíveis para isto é uma menor carga fiscal. São exemplo de grupos portugueses com sede na Holanda o grupo Jerónimo Martins, assim como o grupo Galp e o grupo Sovena.

4.1.9. Análise aos Auditores Individuais

A última análise individual proposta às empresas do Top 100 português é a análise aos seus auditores. Surgem como auditores as mais diversas entidades, todavia, observa-se

igualmente alguma concentração de empresas num pequeno grupo de auditores. As empresas internacionais de auditoria, designadamente as chamadas Big4, dominam o universo das grandes empresas portuguesas, afirmando-se a Pricewaterhousecoopers & Associados – Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, Lda como auditora líder neste segmento de empresas. Os auditores podem desempenhar um papel importante na mitigação dos problemas de agência, sendo que quanto maiores as empresas, mais graves e mais significativos poderão ser os comportamentos desviantes ou as insuficiências ao nível do controlo.

Tabela 4.4 - Auditores das Empresas do Top 100 Português

Auditores	Número de Empresas do Top 100 Auditadas
PRICEWATERHOUSECOOPERS & ASSOCIADOS - SOCIEDADE DE REVISORES OFICIAIS DE CONTAS, LDA	33
ERNST & YOUNG AUDIT & ASSOCIADOS - SROC, S.A.	22
KPMG & ASSOCIADOS - SOCIEDADE DE REVISORES OFICIAIS DE CONTAS, S.A.	17
DELOITTE & ASSOCIADOS, SROC, S.A.	13
Sucursal - Auditor externo	3
JORGE AMORIM & SUSANA PEREIRA, SROC, LDA	2
MOORE STEPHENS & ASSOCIADOS, SROC, S.A.	2
AMÁVEL CALHAU & ASSOCIADOS, SROC, LDA	1
ANTÓNIO MAGALHÃES & CARLOS SANTOS - SOCIEDADE DE REVISORES OFICIAIS DE CONTAS	1
ARMANDO MAGALHÃES, CARLOS SILVA & ASSOCIADOS, SROC, LDA	1
GESPOST - GESTÃO E ADMINISTRAÇÃO DE POSTOS DE ABASTECIMENTO, UNIPessoal, LDA	1
MAZARS & ASSOCIADOS - SOCIEDADE DE REVISORES OFICIAIS DE CONTAS, S.A.	1
OLIVEIRA, REIS & ASSOCIADOS, SROC, LDA	1
VITOR ALMEIDA & ASSOCIADOS, SROC, LDA	1
MARIA GLÓRIA PEREIRA DE SÁ	1

Fonte: Elaboração Própria

A tabela 4.4 demonstra que a maioria das empresas da amostra é auditada por uma base reduzida de auditores. Conforme se observa, existem apenas 14 auditores a fazer a auditoria ao conjunto de 97 maiores empresas portuguesas, sendo que, as outras três empresas da amostra, como sucursais de empresas estrangeiras têm as suas contas auditadas externamente junto da empresa mãe. Numa análise ainda mais detalhada aos auditores denota-se que ainda existem algumas empresas de auditoria com pouca procura das maiores empresas portuguesas, por outro lado, a maior parte das empresas são auditadas por um conjunto de 4 auditoras, a Deloitte & Associados, SROC, S.A. (13 empresas), a Ernst & Young Audit & Associados – SROC, S.A. (22 empresas), a KPMG & Associados – Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, S.A. (17 empresas) e a

Pricewaterhousecoopers & Associados - Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, Lda. (33 empresas). As quatro auditoras aqui referidas tratam de auditar um total de 85 empresas da amostra. Conclui-se, então, que as maiores empresas portuguesas são auditadas por um conjunto reduzido de auditores, os quais são, potencialmente, vistos como prestigiosos e rigorosos e, devem transmitir ao mercado confiança nos seus relatórios. À luz da teoria de agência de Jensen e Meckling (1976) que retrata os conflitos de interesses entre os diferentes *stakeholders* das empresas o conhecimento dos auditores das empresas pode ser um ponto a favor das empresas, por exemplo para as relações com os bancos. O facto de as empresas usarem auditores reconhecidos nacional e internacionalmente oferece às entidades bancárias confiança nas contas apresentadas e, conseqüentemente, uma maior abertura disponibilizar empréstimos bancários, reduzindo assim os problemas de agência do passivo, derivado do potencial conflito de interesses entre empresa e os seus credores. Também a relação entre proprietários maioritários e minoritários pode sair fortalecida, reduzindo os custos de agência do capital próprio, através da intervenção de auditores, pois os proprietários minoritários podem sentir maior ou menor segurança nos trabalhos de auditoria e em função disso tomar decisões que consideram mais de acordo com os seus interesses. Os auditores, pelo importante papel que desempenham podem transmitir maior confiança ao mercado, daí a relevância em os termos incluído no nosso estudo.

4.2. Como se agrupam as maiores empresas Portuguesas?

Após a análise individual às empresas do Top 100 português este estudo passa para a análise em termos de grupo. Pretende-se agora analisar os principais grupos portuguesas, por sua vez incluem algumas das maiores empresas, pertencentes ao Top 100. Através de uma comparação das análises individuais, com os resultados obtidos para os grupos económicos pretende-se aumentar o conhecimento sobre as empresas já analisadas e demonstrar que os beneficiários daquelas, tiram ainda mais benefícios do que os referidos na análise individual, dada a dimensão acrescida dos grupos.

No que se refere aos grupos considerados para este estudo, ou seja, grupos a que pertencem as 100 maiores empresas portuguesas foram considerados um total de 64 grupos. Dentro destes, alguns detêm mais do que uma das 100 maiores empresas portuguesas. Existem, então, 20 grupos que detêm mais do que uma empresa no Top das

100 maiores, sendo que dentro destes 20 grupos, 13 detêm duas empresas. O grupo Sonae, o grupo Repsol e o grupo Peugeot têm 3 empresas dentro do Top 100, os grupos Sodim, Jerónimo Martins e Galp têm 5 empresas do Top 100 e, finalmente, o grupo EDP é aquele que mais empresas do Top 100 português detém, com um total de 6 empresas detidas.

4.2.1. Número de empresas por Grupo Económico

Tendo como referência as 100 maiores empresas portuguesas foram definidos, como explicado, 64 grupos económicos enquanto grupos detentores destas 100 empresas. No global foram englobadas 957 empresas, distribuídas pelos 64 grupos económicos como referido anteriormente. Existem 19 entidades que foram consideradas individualmente nesta análise. Estas empresas foram consideradas apenas para não excluir as mesmas dos diversos mapas e indicadores, sendo que não se apresentam exatamente segundo as características de grupos económicos. Algumas dessas entidades, são subsidiárias de entidades estrangeiras e não há informação da empresa mãe e, como existia a necessidade desta classificação grupal, decidiu-se pela classificação como grupo. Quanto àqueles que são considerados os maiores grupos pelo número de empresas que detêm, o top 5 destes é composto pela Sonae (159 empresas), José de Mello (77 empresas), Estado português (73 empresas), Mota-Engil (60 empresas) e Les Mosquetaires (51 empresas). Torna-se aqui interessante verificar como se materializa o estudo de Yeh *et al.* (2001) no mercado português. O estudo deste autor afirma que é necessário, em média, 15% de participação para controlar empresas, sendo que, as empresas maiores tendem a requerer um valor menor para se obter o controlo sobre elas. No caso português e, especificamente para as empresas dos maiores grupos, nomeadamente, Galp, Jerónimo Martins, Sonae e EDP a média de participação dos investidores principais e controladores ascende aos 35,04%, ou seja, mais do dobro do estudo de Yeh *et al.* (2001), tendo em conta que estes são os grupos das maiores empresas portuguesas. Isto demonstra que os *blockholders* das maiores empresas portuguesas tendem a ter uma participação muito elevada nestas, mesmo que pudesse não ser necessária uma participação tão elevada para serem considerados *blockholders*. Esta maior percentagem de participação apresentada pelos *blockholders* dos maiores grupos portugueses, pode, no entanto, confirmar o estudo de Bianco *et al.* (1997) que revela que em grupos piramidais apenas uma pequena parte do capital é dispersa. Os

quatro grupos referidos para esta análise, Galp, Jerónimo Martins, Sonae e EDP, todos evidenciam genericamente uma forma de estrutura piramidal, o que pode ajudar a explicar e a compreender o comportamento da forma de controlo ao nível dos grupos portugueses, necessitando assim de maiores percentagens de participação sobre as suas filiais.

4.2.2. Análise de Vendas

Analisando o volume de negócios dos grupos será possível verificar se o *ranking* individual se mantém ao nível dos grupos ou se se altera. De referir que não foi possível obter contas consolidadas, pelo que estes valores se referem ao total das vendas do grupo. Não tendo sido anuladas vendas internas, corremos o risco de alguns casos estarem a apresentar uma dimensão exagerada ou ligeiramente mais otimista da dimensão de cada grupo.

Tabela 4.5 - Análise de Vendas dos Grupos Económicos

Grupos de empresas do TOP 100	Beneficiário Principal	Vendas Totais do Grupo (valores em milhares de euros)
EDP	China Three Gorges - Governo Chinês	14 266 681,50 €
GALP	Família de Américo Amorim	13 682 247,07 €
SONAE	Família de Belmiro de Azevedo	6 576 627,71 €
JERÓNIMO MARTINS	Sociedade Francisco Manuel dos Santos, SGPS, S.E.	6 460 467,75 €
ESTADO PORTUGUÊS	Estado Português	6 198 648,18 €
SODIM	Herdeiros de Pedro Mendonça de Queiroz Pereira	5 324 225,03 €
Porch/Piech	Família Porch/Piech	4 390 359,80 €
REPSOL	Repsol, S.A.	3 141 372,10 €
PEUGEOT	Família Denis Peugeot	2 641 786,50 €
ALTICE	Patrick Drahi	2 367 625,58 €
ZOPT	Isabel dos Santos	1 979 192,99 €
JOSÉ DE MELLO	Família José de Mello	1 970 459,58 €
AUCHAN	Família Mulliez	1 914 697,86 €
FUNDO DE REESTRUTURAÇÃO - PRIO	Fundo De Reestruturação Empresarial FCR	1 778 014,06 €
BOSCH	Robert Bosch Industrietreuhand Kommanditgesellschaft	1 695 253,59 €
SALVADOR CAETANO	Salvador Fernandes Acácio Martins Caetano Maria Angelina Martins Caetano Ramos	1 692 335,86 €
LES MOSQUETAIRES	Union des Mousquetaires	1 435 920,27 €
BP	BP PLC	1 390 292,70 €
RENAULT	Participações Dispersas	1 272 452,46 €
MOTA-ENGIL	António Manuel Queirós Vasconcelos da Mota	1 243 629,45 €
CONTINENTAL	Continental AG	1 237 977,66 €
DAIMLER	Daimler AG	1 182 336,05 €
ALTRI	Ana Rebelo de Carvalho Meneres de Mendonça Mariz Fernandes	1 118 822,76 €
ENDESA	Enel SPA	1 071 056,22 €
VODAFONE	Vodafone Group Public Limited Company	1 027 158,42 €
SAIPEM	Ministério da Economia e das Finanças Italiano	915 079,73 €
GOVERNO ABU DHABI	Governo de Abu Dhabi	914 830,84 €
ZARA	Amancio Ortega Gaona	869 227,52 €
VINCI	Vinci Airports	795 964,72 €
IBERDROLA	Iberdrola, Sociedad Anonima	770 902,06 €
LACTOGAL	Participações Dispersas	761 465,63 €
REAGRO	Família Costa Relvas/ Anjinho	719 660,85 €

VIOLAS	Manuel Soares de Oliveira Violas Rita Celeste Soares Violas e Sá	689 975,59 €
SOVENA	Melfil Holding B.V.	663 466,66 €
MARUBENI	Marubeni Corporation	639 841,17 €
DIA	Letterone Holdings, S.A.	629 025,91 €
CTT	Família Champalimaud	624 624,01 €
REN	China-People's Republic	614 798,40 €
BMW	Nobert Quandt Stefan Susanne Klatten	613 577,49 €
OJI HOLDINGS	OJI Holdings Corporation	600 979,94 €
TEIXEIRA DUARTE	Família Teixeira Duarte	586 930,07 €
APTIVEPORT	Aptivport Services, S.A.	568 872,34 €
ASSOCIAÇÃO DE FARMÁCIAS	Participações Dispersas	553 635,85 €
MCKESSON	Mckesson Corporation	543 186,50 €
IMPERIAL BRANDS	Imperial Brands PLC	507 509,81 €
EL CORTE INGLÉS	El Corte Inglés SA	506 550,41 €
NESTLÉ	Nestlé S.A.	499 784,21 €
IKEA	Stichting Ingka Foundation	492 744,29 €
ABREU	Alberto de Macedo Vieira de Abreu Artur de Macedo Vieira de Abreu	468 993,14 €
VISTEON		429 465,06 €
SIEMENS	Participações Dispersas	419 377,56 €
MANFRED SEITZ	Manfred Seitz UG	408 291,54 €
LINCOLN TOPCO PTE.	Lincoln Topco PTE. Limited	404 545,41 €
PMM	Philip Morris International Inc.	390 249,86 €
MAKRO	Metro AG	379 939,05 €
TECH DATA	Tech Data Corp.	377 764,16 €
BA GLASS	Tangor Capital, S.A.	362 272,36 €
LUNDIN MINING	Lundin Mining Corporation	341 446,56 €
SAMSUNG	Samsung Eletronics CO., Ltd.	340 260,22 €
FNAC	FNAC Darty	324 228,81 €
CPCDI	António Alexandrino de Oliveira Daniel	315 863,78 €
BENTELER	Helmut Benteler Andreas Hubertus Benteler	308 732,99 €
COOPERATIVA DE FARMÁCIAS	Conjunto extenso de farmácias nacionais	301 118,31 €
NISSAN	Nissan Motor CO Ltd	262 470,36 €

Fonte: Elaboração Própria

Da análise à tabela 4.5, salta à vista desde logo que o grupo da Petrol, S.A. (referida anteriormente como empresas com o maior valor de vendas portuguesa em 2018), a Galp não é o grupo no primeiro lugar dos grupos com maior volume de negócios. Tendo em conta que o volume de negócios da Petrol, S.A. que é mais de o dobro da segunda empresa com maior volume de vendas este é um resultado surpreendente. A média do volume de negócios entre empresas do Top 100 português cifra-se nos 1.687 milhões de euros sendo que apenas 16 dos 64 grupos em análise estão acima deste limiar. Em termos de grupos com maior volume de negócios, como se constata na tabela, no primeiro lugar encontra-se o grupo EDP com um volume de negócios de 14.266 milhões de euros seguido depois o grupo Galp com 13.682 milhões de euros com o grupo Sonae a fechar o top 3 com um volume de negócios de 6.576 milhões de euros. Torna-se interessante reparar que os dois primeiros maiores grupos têm o dobro do valor em relação ao terceiro maior grupo. A comparar com a análise individual da Petrol, S.A., esta não só

traduz a maior fatia do volume de negócios da Galp, como também, seria maior que o terceiro maior grupo português, a Sonae. É ainda interessante reparar que o grupo Teixeira Duarte, apesar de detentor de 33 empresas tem um volume de negócios de “apenas” 586 milhões de euros colocando-se abaixo de muitos grupos com menos empresas na posição 41 dos maiores grupos económicos a trabalhar com as maiores empresas portuguesas.

Continuando esta análise ao volume de vendas dos maiores grupos portugueses, agora de modo mais detalhado compreende-se que o acumulado destes grupos representa uma percentagem de, aproximadamente, 30% da totalidade das vendas em Portugal. Dos 30% em vendas referidos anteriormente, os 4 maiores grupos representam mais de um terço, ou seja, os grupos EDP, Galp, Sonae e Jerónimo Martins em conjunto representam 11,375% das vendas no mercado português, sendo que os beneficiários da Galp, Sonae e Jerónimo Martins, como demonstrado são famílias portuguesas poderosas. Considerando as famílias portuguesas mais poderosas, tal como já tínhamos observado na análise individual das empresas feita anteriormente percebe-se que as famílias de Américo Amorim, Francisco Manuel dos Santos Belmiro de Azevedo, Pedro Mendonça de Queiroz Pereira, Costa Relvas/ Anjinho, José de Mello, Teixeira Duarte, Champalimaud, Abreu, Violas, Mota, Caetano, família de António Alexandrino de Oliveira Daniel e família de Ana Rebelo de Carvalho Meneres de Mendonça Mariz Fernandes, através dos grupos totais que controlam, detêm 11,51% da totalidade das vendas em Portugal. Isto vem demonstrar ainda mais o poder económico de um conjunto pequeno de famílias na economia nacional e a influência que as suas decisões podem provocar na dinâmica da atividade económica nacional.

4.2.3. Número de empresas cotadas por Grupo e Distribuição de Dividendos

Pretendemos analisar o número de empresas cotadas por grupo, pois, como já foi demonstrado na análise individual, Portugal tem uma bolsa pequena e como tal poucas são as empresas cotadas no país. Feita a análise pelos principais grupos económicos esta realidade em nada é diferente da análise realizada às 100 maiores empresas individualmente. Das 957 empresas incluídas nos grupos económicos em análise apenas 16 empresas estão cotadas em bolsa. Apenas dois grupos têm mais do que uma empresa

cotada em bolsa. O grupo Sodim tem 2 empresas cotadas em bolsa e o grupo Sonae tem 4 empresas cotadas em bolsa. As restantes 10 empresas cotadas fazem parte dos grupos Altri, CTT, EDP, Galp, Jerónimo Martins, Mota-Engil, REN, Salvador Caetano, Teixeira Duarte e ZOPT. Num total de 64 grupos considerados, apenas um reduzido número de 12 grupos apresentam empresas cotadas em bolsa.

Quanto à distribuição de dividendos no universo das 957 empresas consideradas e constituintes dos grupos económicos existem 327 empresas que recorrem à distribuição de dividendos. A análise demonstra ainda que existem 22 grupos que não distribuem dividendos, sendo que os restantes 42 têm pelo menos uma empresa a distribuir dividendos. Refira-se o facto de que muitos dos grupos considerados como não distribuidores de dividendos fazem parte dos grupos formados apenas por uma empresa, referidos e explicados anteriormente. Os 6 grupos com mais empresas a distribuir dividendos são a Sonae (54 empresas), a Galp (29 empresas), o grupo Sodim (24 empresas), o grupo José de Mello (23 empresas), a Mota-Engil (20 empresas) e a EDP (20 empresas). Também em relação ao valor dos dividendos distribuídos, são estes os grupos que constituem o top 6 dos que mais dividendos distribuem, com exceção para a Mota-Engil que troca com a Jerónimo Martins no que diz respeito a valor distribuído em forma de dividendos. A Jerónimo Martins que tem apenas 13 empresas no grupo a distribuir dividendos é, inclusivamente a empresa que distribuí um maior valor desta forma com um montante a rondar os mil milhões de euros distribuídos, a Galp no segundo lugar de distribuição de dividendos com um valor próximo ao da Jerónimo Martins e também a rondar o valor de mil milhões de euros. Dos restantes grupos considerados como integrando o top 6 dos que mais dividendos distribuem, o que distribuí menor valor em dividendos é o grupo José de Mello, mesmo assim com um valor superior aos 600 milhões de euros distribuídos em 2018.

4.2.4. Pessoal ao serviço dos Grupos Económicos

Os grupos económicos, constituídos por várias empresas, têm, naturalmente, números elevados de pessoas ao seu serviço, remuneradas e não remuneradas. Os principais grupos económicos portugueses, como esperado, demonstram ser grupos de empresas bastante importantes, não só na criação de riqueza para o país, como também na criação de empregos para os residentes em portugueses. Nesta ótica, os três principais grupos

criadores de empregos em Portugal são o grupo Sonae, o que seria de esperar tendo em conta que este é o grupo com mais empresas nos seus quadros, segue-se o grupo Jerónimo Martins e por fim o Estado Português enquanto empregador é a terceira força a nível nacional, apesar disto o estado português pelas especificidades de emprego público e por não ser a finalidade de observação deste estudo será deixado à margem desta análise. Os grupos referenciados mostram nos seus quadros 45.176 pessoas no caso do grupo Sonae e 33.385 pessoas no caso do grupo Jerónimo Martins. Ao comparar apenas o grupo Sonae e o grupo Jerónimo Martins, os dois grupos mais empregadores, é possível explicar o porque destes serem os grupos com mais emprego criado em Portugal. Ambos os grupos detêm os dois maiores hipermercados em Portugal, com lojas espalhadas por todo o país e, conseqüentemente, muitas pessoas ao seu serviço em Portugal.

Após a análise ao número de pessoas ao serviço dos grupos, remuneradas e não remuneradas falta compreender as diferenças que poderão existir em termos de remuneração média ao nível dos grupos. Considerando os valores despendidos com o pessoal os grupos mais gastadores nesta rubrica são também os que têm mais pessoas ao seu dispor, na mesma ordem apresentada no top de empresas com mais pessoas. O grupo Sonae tem 771 milhões de euros de gastos com pessoal em termos anuais, sendo o grupo com mais gastos neste ponto, seguindo-se o grupo Jerónimo Martins com uma quantia despendida de 620 milhões de euros anuais.

4.2.5. Análises aos Auditores por Grupos Económicos

Este último ponto proposto da análise tem como objetivo perceber se os diversos grupos se cingem a apenas uma auditora para auditar as contas das várias empresas dos grupos ou se existem vários auditores para as diferentes empresas. Será igualmente possível constatar qual a auditora mais utilizada pelos grupos económicos das principais empresas portuguesas.

Relembra-se que esta análise é feita para a amostra dos grupos portugueses da qual fazem parte 957 empresas e tendo em conta este fator, compreende-se que existem duas empresas de auditoria claramente mais concorridas no mercado português, acompanhadas de uma terceira que, apesar de não ter tantas empresas ainda tem uma vantagem considerável em relação às restantes empresas de auditoria. A auditora com

mais empresas neste subconjunto é a Pricewaterhousecoopers & Associados – Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, Lda. que faz auditoria a 388 empresas da amostra. Em seguida encontra-se a Ernest & Young Audit & Associados – SROC, S.A. que elabora os relatórios de auditoria a 154 empresas da amostra. Finalmente e já, relativamente mais próxima das restantes, encontra-se a Deloitte & Associados, SROC, S.A. com 89 empresas auditadas. As três auditoras referidas fazem auditoria a um total de 631 empresas das 957 da amostra, isto é uma percentagem superior a 60% das empresas da amostra, demonstrando a preferência que as grandes empresas portuguesas e os principais grupos nacionais têm pelas empresas internacionais desta área.

Observando o conjunto encontramos nesta amostra cerca de 53 empresas de auditoria a auditar contas das empresas. Este número pode ser superior, uma vez que, existem casos de empresas mais pequenas do estudo onde a informação referente às auditoras não existe. De todo o modo, com a informação obtida é possível constatar que, para a grande maioria dos grupos económicos, sobretudo os maiores, não existe apenas uma empresa a fazer a auditoria de todas as empresas do grupo. Na grande maioria dos casos diversas empresas de auditoria surgem a prestar serviços nas diversas empresas dentro do grupo. Apesar do prestígio das maiores empresas este pode também ser considerado um sinal positivo para os mercados ao demonstrar que os grupos têm a tranquilidade de ver as suas contas auditadas por diferentes auditores. Esta realidade de existirem diversos auditores para diferentes empresas do mesmo grupo pode também ser demonstrativo de alguma descentralização, pode ter na base razões históricas, ou necessidade de diversificação dos prestadores de serviços, não pondo em causa o cumprimento das obrigações legais.

5. Conclusão

Um dos tópicos deste estudo foi, desde início analisar os beneficiários principais das 100 maiores empresas portuguesas, sendo que esta pesquisa seria também acompanhada pela investigação à nacionalidade destes e por outras questões como a política de dividendos, ou seja, compreender se os lucros permaneciam em território nacional ou se eram dirigidos para o estrangeiro. De modo a complementar a análise foi também proposta uma investigação ao ambiente interno e externo das empresas dividida na análise mais geral até às formas de financiamento utilizadas, tornando o estudo numa caracterização às 100 maiores empresas portuguesas. Procedeu-se também a uma análise aos grupos económicos das principais empresas portuguesas, pois, os beneficiários das empresas em estudo eram os beneficiários principais dos grupos económicos dos quais estas empresas fazem parte.

Na vertente da análise ao ambiente externo das empresas retiraram-se algumas indicações interessantes das 100 maiores empresas portuguesas. Segundo o CAE-Rev.3 conclui-se que a atividade principal desenvolvida por mais empresas do Top 100 em Portugal é o Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos com 42 empresas do estudo tendo esta como atividade principal. Empresas desde o Pingo Doce – Distribuição Alimentar, S.A. até à GESPOST – Gestão e Administração de Postos de Abastecimento Unipessoal, Lda.. Constatou-se ainda que a forma jurídica preferencial das empresas é a de Sociedade Anónima, com 80 empresas com esta designação, e que todas as 100 maiores empresas em Portugal cumprem os requisitos para serem designadas de grandes empresas. Com a análise às vendas foi possível reconhecer que a maior empresa portuguesa, pelo ranking considerado para o estudo com o volume de negócios como ponto diferenciador, é a Petrogal, S.A.. Quanto a esta empresa foi interessante observar que sozinha teve mais do dobro do volume de negócios que qualquer outra empresa em Portugal no ano de 2018. A par dos elevados volumes de vendas, aferiu-se também que as 9 maiores empresas portuguesas detêm exatamente 10% das vendas do conjunto das empresas do mercado nacional. Quando a análise foi feita em termos de rentabilidade, apesar da margem de vendas demonstrada pela Petrogal, S.A. a empresa que demonstrou ser mais rentável em Portugal foi a REN – Rede Elétrica Nacional, S.A., a empresa que melhor uso dá aos seus ativos é a Continental Mabor –

Indústria de Pneus, S.A. e, por último a empresa que mais lucro gera ao acionistas e sócios é a Fnac Portugal – Atividades Culturais e Distribuição de Livros, Discos Multimédia e Produtos Técnicos, Sociedade Unipessoal, Lda..

Quando analisados os trabalhadores e o emprego, verificou-se que as empresas que criam mais emprego são as que têm características de hipermercado e que têm vários pontos de venda espalhados pelo país, surgindo na liderança o Modelo Continente Hipermercados, S.A. e o Pingo Doce – Distribuição Alimentar, S.A..

Seguidamente analisou-se o nível de endividamento das maiores empresas portuguesas, assim como, alguns aspetos relacionados com a política de financiamento, tais como a preferência por aumentos de empréstimos ou aumentos de capital. Pela percentagem de endividamento compreendeu-se que dentro do Top 100 das empresas portuguesas existe uma multiplicidade de situações, desde empresas pouco endividadas a empresas demasiado endividadas, sendo que o rácio de endividamento médio se fixou nos 1,940, demonstrando um sobre-endividamento, em média, das maiores empresas portuguesas. Através desta análise ao ano de 2018 compreendeu-se que o endividamento das empresas é feito especialmente através de empréstimos, sendo que, 2018 foi um ano caracterizado pelo facto de algumas empresas terem tentado diminuir o montante dos seus empréstimos e não tanto de contraírem novos empréstimos. Quanto a aumentos de capital revelou-se um mecanismo com menos utilização, sendo que o ano em análise parece demonstrar um caso particular com um aumento de capital muito elevado realizado pela EDP – Gestão da Produção de Energia, S.A..

Relativamente à política de distribuição de dividendos constatou-se que 57 das 100 empresas em análise os distribuem, sendo que destas, 21 empresas têm um *payout* superior a 100%, muito provavelmente por estas não quererem baixar o nível de dividendos pagos normalmente, para não passar um sinal negativo ao mercado, como refere Lintner (1956) no seu estudo. As 57 empresas que distribuem dividendos usam este meio como forma de transferência de riqueza para os seus beneficiários que se percebe, depois no estudo feito, que têm uma preponderância de pessoas estrangeiras.

Após as análises referidas com teor mais exploratório e tendo estas por base chega-se ao ponto mais central do estudo relacionado com os beneficiários das principais empresas portuguesas. As conclusões iniciais referentes aos centros de poder basearam-se no tipo

de empresa mais usado em Portugal no que toca ao beneficiário de topo e descobriu-se que as empresas mais usuais são as empresas controladas por famílias, corroborando o estudo de La Porta *et al.* (1999) e La Porta *et al.* (2000) que referem que empresas em países com baixa proteção de investidores tendem a ser controlados principalmente por grandes *blockholders*, especialmente famílias controladoras. Exemplificamos como o caso da família de Belmiro de Azevedo ou a família de Américo Amorim entre outras. Como seria então de esperar entre as principais empresas portuguesas poucas são aquelas que têm capital disperso, isto vem contrariar os estudos de Bergström e Rydqvist (1990) e Demsetz e Lehn (1985) que vêem que para os mercados suéco e americano quanto maiores são as empresas menos probabilidade têm de ter um proprietário maioritário. No entanto, em Portugal a maioria das maiores empresas têm esse proprietário maioritário. Por fim tentamos analisar a possível relação familiar entre presidente e beneficiário principal, verificando-se que esta concordância apenas acontece numa minoria de casos, no universo estudado das Top 100, em contradição o estudo de Faccio e Lang (2002) que relatam que dois terços das empresas familiares do seu estudo, têm um familiar num cargo de gestão dentro da empresa.

Por fim e ao nível da análise individual às principais empresas portuguesas tinha-se como objetivo compreender quem eram os auditores das maiores empresas portuguesas. Neste ponto concluiu-se que existe um grupo reduzido de auditores preferenciais das empresas em estudo, sendo composto pela Deloitte & Associados, SROC, S.A., a Ernst & Young Audit & Associados – SROC, S.A., a KPMG & Associados – Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, S.A. e a Pricewaterhousecoopers & Associados - Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, Lda.

Posteriormente passámos à análise dos grupos económicos e muitas das conclusões retiradas foram próximas das conclusões individuais das empresas que são detidas pelos grupos económicos, nomeadamente, que o grupo Galp, grupo da maior empresa portuguesa, se encontra no top 3 dos maiores grupos, em conjunto com o Grupo Sonae, grupo da segunda maior empresa portuguesa e o grupo EDP, grupo da quarta maior empresa portuguesa. A nível de mão-de-obra os grupos detentores de grandes hipermercados sobressaíram assim como na análise individual e na análise aos auditores apresentam-se novamente 3 empresas como empresas preferenciais a fazer auditoria das diversas empresas dos grupos. A análise à estrutura organizativa dos quatro maiores

grupos, Galp, Jerónimo Martins, Sonae e EDP revelou que todos tinham esquemas piramidais e que apenas uma pequena parte do capital destes é dispersa, corroborando com o estudo de Bianco *et al.* (1997).

Por fim importa referir que o estudo apresentado demonstra algumas limitações e tem áreas que permitem melhoramentos em estudos futuros. Quanto às limitações ao estudo de referir que a base de dados SABI tem apenas informações de empresas portuguesas e espanholas, pelo que, muitas vezes os beneficiários estrangeiros ficam impossíveis de descobrir e este facto pode ter pesado em algumas empresas com classificação de corporativas. Existe ainda a limitação de informação quanto a empresas mais pequenas retiradas da base de dados, possivelmente pelo seu tamanho e obrigatoriedade de divulgação dos seus resultados o que inviabiliza um pouco o resultado do estudo. Adicionalmente deve referir-se a dificuldade de descobrir os dividendos que são distribuídos entre empresas dos mesmos grupos, o que levou a que a totalidade dos dividendos fosse considerado como distribuídos pelos beneficiários, o que pode não estar correto. De igual forma, na análise aos grupos não contamos com as contas consolidadas, tendo-nos limitado a analisar o somatório das contas individuais.

Na eventualidade de virem a ser feitos estudos deste género no futuro, o alargamento do horizonte temporal é outro aspeto que também pode mostrar-se vantajoso, de modo a perceber as tendências dos diversos tópicos, deixando de ser um estudo estático como o apresentado. Existe ainda a possibilidade de focar o estudo mais nos beneficiários que o aqui realizado pois é um ponto pouco focado na literatura e pode ser ainda mais aprofundado, nomeadamente, através da relação com a literatura apresentada sobre as formas de controlo dos diferentes tipo de beneficiários e a compreensão das vantagens e desvantagens de cada um.

6. Referências Bibliográficas

- Aghion, P., Reenen, J. V., & Zingales, L. (2013). Innovation and Institutional Ownership. *American Economic Review*, 103(1), 277-304.
- Allen, F., & Michaely, R. (1994). *Dividend policy* (pp.793-837). Philadelphia, PA: Rodney L. White Center for Financial Research.
- Almeida, H., & Wolfenzon, D. (2006). A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups. *The Journal of Finance*, 61(6), 2637-2680.
- Almeida, H., Park, S., Subrahmanyam, M., & Wolfenzon, D. (2011). The structure and formation of business groups: Evidence from Korean chaebols. *Journal of Financial Economics*, 99(2), 447-475.
- Almeida, L., Pereira, E., & Tavares, F. (2015). Determinantes da Política de Dividendos: evidência de Portugal. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 17(54), 701-719.
- Anderson, R., & Reeb, D. (2004). Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(2), 209-237.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57, 1-32.
- Bebchuk, L. (1999). A rent-protection theory of corporate ownership and control (No. w7203). National Bureau of Economic Research.
- Benzinho, J. (2004). The dividend policy of the Portuguese corporations Evidence from Euronext Lisbon. . Available at SSRN 609461.
- Bergström, C., & Rydqvist, K. (1990). The determinants of corporate ownership: An empirical study on Swedish data. *Journal of Banking & Finance*, 14(2-3), 237-253.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270.
- Bianco, M., Casavola, P., & Ferrando, A. (1997). Pyramidal groups and external finance: An empirical investigation (No. 61.1997). Nota di Lavoro.
- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *Journal of portfolio management* 2, 5-8.

- Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1(1), 1-22.
- Bogert, J. D. (1996). Explaining Variance in the Performance of Long-Term Corporate Blockholders. *Strategic Management Journal*, 17(3), 243-249.
- Boss, D., Connelly, B., Hoskisson, R., & Tihanyi, L. (2013). Ownership Interests, Incentives, and Conflicts. Em *The Oxford handbook of corporate governance* (pp. 246-268).
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527.
- Burkart, M., Gromb, D., & Panunzi, F. (1997). Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 693-728.
- Demsetz, H. (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 375-390.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Denis, D., & Mihov, V. (2003). The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: evidence from new corporate borrowings. *Journal of Financial Economics*, 70, 3-28.
- Denis, D., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62-82.
- Easterbrook, F. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Edmans, A., & Holderness, C. (2017). Blockholders: A Survey of Theory and Evidence. *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, 1, 541-636.
- Faccio, M., & Lang, L. (2002). The ultimate ownership of Western European. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.
- Fernandes, T. (2018). *Papel Comercial: Entre a proteção do investidor e a adaptação ao mercado de financiamento* (Dissertação de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, Portugal). Disponível em: <http://hdl.handle.net/10400.14/27132>

- Gordon, M. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105.
- Graham, J., & Leary, M. (2011). A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future. *Annual Review of Financial Economics*, 3, 309-345.
- Grossman, S., & Hart, O. (1988). One Share-One Vote And The Market For Corporate Control . *Journal of Financial Economics*, 20, 175-202.
- Harris, M., & Raviv, A. (1990). Capital Structure and the Informational Role of Debt. *The Journal of Finance*, 45(2), 321-349.
- Holder, M., Langrehr, F., & Hexter, L. (1998). Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. *Financial Management*, 27(3), 73-82.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4), 305-360.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329
- Kang, S., Chung, C. Y., & Kim, D.-S. (2019). The effect of institutional blockholders' short-termism on firm innovation: Evidence from the Korean market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 57, 101188.
- Lev, B., & Pekelman, D. (1975). A multiperiod adjustment model for the firm's capital structure. *Journal of Finance*, 30(1) , 75-91.
- Liao, S. (2015). Outside Blockholders' Monitoring of Management and Debt Financing. *Contemporary Accounting Research*, 32(4), 1373-1404.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Masulis, R., Pham, P., & Zein, J. (2009). Pyramids: empirical evidence on the costs and benefits of family business groups around the world. European Corporate Governance Institute Finance Working Paper No., 240, 8.
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.

- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297.
- Moh'd, M., Perry, L., & Rimbey, J. (1995). An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy. *The Financial Review*, 30(2), 367-385.
- Monsen, J., Chiu, J., & Cooley, D. (1968). The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 82(3), 435-451.
- Murinde, V., Agung, J., & Mullineux, A. (2004). Patterns of Corporate Financing and Financial System Convergence in Europe. *Review of International Economics* 12(4), 693-705.
- Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, Vol.39, No.3, 575-592.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No2, pp.187-221.
- Noronha, G., Shome, D., & Morgan, G. (1996). The monitoring rationale for dividends and the interaction of capital structure and dividend decisions. *Journal of Banking & Finance*, 20(3), 439-454.
- Oliner, S., & Rudebusch, G. (1992). Sources of the Financing Hierarchy for Business Investment. *The Review of Economics and Statistics*, 74(4), 643-654.
- Pan, Z., & Tan, K. J. (2019). The role of blockholders in the corporate debt maturity structure. *Economics Letters*, 185, 108740.
- Panda, P., & Panchali, J. (2019). Corporate ownership structure and performance: An enquiry into India. *Theoretical and Applied Economics*, 26(4), 93-110.
- La Porta, R. L., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *Journal of Finance*, 55(1), 1-34.

- La Porta, R. L., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- Ribeiro, A. (2010). Determinantes da política de dividendos: Evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon. *Rev. Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 9(1-2), 15-25.
- Rogão, M. (2007). Comportamento das empresas cotadas portuguesas na escolha das fontes de financiamento. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*. ISSN 0874-1271. 28 , 105-130.
- Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1 , pp. 23-40.
- Rozeff, M. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
- Shome, D., & Singh, S. (1995). Firm Value and External Blockholdings. *Financial Management*, 24(4), 3-14.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
- White, W. (1974). Debt Management and the form of business financing. *The Journal of Finance*, Vol. 29, No. 2, pp. 565-577.
- Wolfenzon, D. (1999). A Theory of Pyramidal Ownership. *Unpublished working paper*. Harvard University Press: Cambridge, MA.
- Yeh, Y.-h., Lee, T.-s., & Woidtke, T. (2001). Family Control and Corporate Governance: Evidence from Taiwan. *International Review of Finance*, 2(1-2), 21-48.

Apêndice A

Empresa	Pessoas ao serviço da empresa, remuneradas e não remuneradas	Rendibilidade da Mão-de-Obra (valores em milhares de euros)	Gastos com Pessoal/Nº de Pessoas
PETROGAL, S.A.	1676	5 715 039,98 €	76 917,06 €
PINGO DOCE - DISTRIBUIÇÃO ALIMENTAR, S.A.	25614	16 181,35 €	14 381,44 €
MODELO CONTINENTE HIPERMERCADOS, S.A.	26857	14 260,80 €	14 676,19 €
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.	573	641 368,06 €	129 886,56 €
EDP COMERCIAL - COMERCIALIZAÇÃO DE ENERGIA, S.A.	358	914 225,98 €	52 050,28 €
VOLKSWAGEN AUTOEUROPA, LDA	5884	55 191,50 €	34 422,03 €
TRANSPORTES AÉREOS PORTUGUESES, S.A.	8081	39 011,26 €	80 753,34 €
THE NAVIGATOR COMPANY, S.A.	611	415 981,42 €	30 209,18 €
EDP DISTRIBUIÇÃO - ENERGIA, S.A.	3134	70 294,10 €	36 904,91 €
MEO - SERVIÇOS DE COMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, S.A.	7817	25 495,06 €	42 337,65 €
REPSOL PORTUGUESA, LDA	217	996 088,12 €	71 245,70 €
NOS COMUNICAÇÕES, S.A.	1079	130 498,01 €	44 008,11 €
EDP - GESTÃO DA PRODUÇÃO DE ENERGIA, S.A.	954	160 425,93 €	64 998,20 €
AUCHAN RETAIL PORTUGAL, S.A.	8447	17 245,75 €	17 674,39 €
BOSCH CAR MULTIMÉDIA PORTUGAL, S.A.	3244	34 858,50 €	26 691,16 €
VODAFONE PORTUGAL - COMUNICAÇÕES PESSOAIS, S.A.	1401	73 309,58 €	64 790,02 €
RECHEIO - CASH & CARRY, S.A.	1933	45 902,07 €	21 951,60 €
SAIPEM (PORTUGAL) - COMÉRCIO MARÍTIMO, SOCIEDADE UNIPESSOAL, LDA (ZONA FRANCA DA MADEIRA)	550	166 378,13 €	67 536,54 €
CEPSA - PORTUGUESA PETRÓLEOS, S.A.	124	737 766,80 €	61 720,54 €
CONTINENTAL MABOR - INDÚSTRIA DE PNEUS, S.A.	2095	41 904,88 €	42 714,64 €
WORTEN - EQUIPAMENTOS PARA O LAR, S.A.	3562	23 501,51 €	19 170,71 €
MOTA-ENGIL - ENGENHARIA E CONSTRUÇÃO ÁFRICA, S.A.	7904	6 664,26 €	8 485,21 €
ANA - AEROPORTOS DE PORTUGAL, S.A.	1262	63 071,69 €	62 771,23 €
PRIO ENERGY, S.A.	567	135 720,90 €	21 042,44 €
ITMP ALIMENTAR, S.A.	219	328 353,07 €	27 098,08 €
DIA PORTUGAL - SUPERMERCADOS, S.A.	3638	17 280,08 €	18 739,46 €
MERCEDES-BENZ PORTUGAL, S.A.	188	371 023,60 €	59 978,12 €
NAVIGATOR PAPER SETÚBAL, S.A.	388	164 800,86 €	34 222,61 €
LACTOGAL - PRODUTOS ALIMENTARES, S.A.	1462	45 401,29 €	27 335,29 €
APTIVPORT SERVICES, S.A.	1288	44 167,11 €	25 733,94 €
MIDSID - SOCIEDADE PORTUGUESA DE DISTRIBUIÇÃO, S.A.	250	203 003,93 €	24 626,59 €
CELULOSE BEIRA INDUSTRIAL (CELBI), S.A.	254	214 248,30 €	64 336,14 €
PEUGEOT CITRÖEN AUTOMÓVEIS PORTUGAL, S.A.	810	68 180,78 €	26 966,61 €
ALLIANCE HEALTHCARE, S.A.	408	135 695,06 €	27 721,02 €
NAVIGATOR BRANDS, S.A.	555	94 643,70 €	20 204,54 €
CTT - CORREIOS DE PORTUGAL, S.A.	10843	4 842,03 €	29 029,08 €
OCP - PORTUGAL - PRODUTOS FARMACÊUTICOS, S.A.	291	186 662,03 €	35 608,96 €
CONTINENTE HIPERMERCADOS, S.A.	3764	13 958,69 €	13 270,27 €
REPSOL POLÍMEROS, UNIPESSOAL, LDA	499	102 690,37 €	68 687,04 €
SIVA - SOCIEDADE DE IMPORTAÇÃO DE VEÍCULOS AUTOMÓVEIS, S.A.	198	248 719,84 €	43 027,82 €
EL CORTE INGLÊS - GRANDES ARMAZÉNS, S.A.	3106	16 291,19 €	21 983,23 €
NESTLÉ PORTUGAL, UNIPESSOAL, LDA	1765	27 390,51 €	40 493,73 €
TEIXEIRA DUARTE - ENGENHARIA E CONSTRUÇÕES, S.A.	3546	10 402,83 €	22 073,24 €
IKEA PORTUGAL - MÓVEIS E DECORAÇÃO, LDA	2501	18 163,20 €	17 647,41 €
VIAGENS ABREU, S.A.	1199	35 161,83 €	25 039,78 €
LEASE PLAN PORTUGAL - COMÉRCIO E ALUGUER DE AUTOMÓVEIS E EQUIPAMENTOS, UNIPESSOAL, LDA	328	123 337,02 €	45 149,86 €
BCM - BRICOLAGE, S.A.	3320	12 426,39 €	18 154,05 €
NETJETS - TRANSPORTES AÉREOS, S.A.	271	150 661,08 €	77 058,05 €
SUPER BOCK BEBIDAS, S.A.	820	48 506,32 €	46 466,08 €
TOYOTA CAETANO PORTUGAL, S.A.	511	71 166,87 €	31 781,94 €
MAKRO - CASH & CARRY PORTUGAL, S.A.	999	37 961,97 €	23 405,32 €
MOTA-ENGIL - ENGENHARIA E CONSTRUÇÃO, S.A.	2501	12 946,49 €	27 017,91 €
REN - REDE ELÉCTRICA NACIONAL, S.A.	215	162 744,30 €	87 983,58 €
SOMINCOR - SOCIEDADE MINEIRA DE NEVES-CORVO, S.A.	1200	28 453,88 €	67 140,28 €
TD TECH DATA PORTUGAL, LDA	126	299 812,82 €	41 431,51 €
ZARA PORTUGAL - CONFECÇÕES, S.A.	2533	13 912,73 €	17 473,85 €
RENAULT CACIA, S.A.	1103	32 431,68 €	38 075,57 €
BA GLASS PORTUGAL, S.A.	1086	32 932,69 €	32 798,43 €
CAETANO - BAVIERA - COMÉRCIO DE AUTOMÓVEIS, S.A.	680	46 624,48 €	27 397,61 €
SOVENA PORTUGAL - CONSUMER GOODS, S.A.	214	150 810,42 €	48 842,87 €
SIEMENS, S.A.	1745	18 273,92 €	47 163,91 €
UNILEVER FIMA, LDA	343	93 979,47 €	64 353,14 €
FNAC PORTUGAL - ACTIVIDADES CULTURAIS E DISTRIBUIÇÃO DE LIVROS, DISCOS MULTIMÉDIA E PRODUTOS TÉCNICOS, SOCIEDADE UNIPESSOAL, LDA	1381	23 458,58 €	21 745,14 €
CPCDI - COMPANHIA PORTUGUESA DE COMPUTADORES DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS INFORMÁTICOS, S.A.	188	167 967,97 €	22 184,65 €
BONDALTI CHEMICALS, S.A.	249	124 705,33 €	43 075,66 €
SOVENA OILSEEDS PORTUGAL, S.A.	125	245 503,35 €	40 126,19 €
TABAQUEIRA II, S.A.	245	126 590,53 €	120 364,80 €
BENTELER - INDÚSTRIA DE COMPONENTES PARA AUTOMÓVEIS, LDA	359	85 998,05 €	17 918,60 €
AMORIM CORK, S.A.	890	31 922,64 €	27 439,36 €
GESPOST - GESTÃO E ADMINISTRAÇÃO DE POSTOS DE ABASTECIMENTO, UNIPESSOAL, LDA	506	59 847,26 €	14 679,67 €

Apêndice B

Empresas	Beneficiário Principal - Nome
PETROGAL, S.A.	Família de Américo Amorim
PINGO DOCE - DISTRIBUIÇÃO ALIMENTAR, S.A.	Jerónimo Martins - Sociedade Francisco Manuel dos Santos
MODELO CONTINENTE HIPERMERCADOS, S.A.	Família e fundação de Belmiro de Azevedo
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.	China Three Gorges - Governo Chinês
EDP COMERCIAL - COMERCIALIZAÇÃO DE ENERGIA, S.A.	China Three Gorges - Governo Chinês
VOLKSWAGEN AUTOEUROPA, LDA	Família Porsch/Piech
TRANSPORTES AÉREOS PORTUGUESES, S.A.	Estado Português
THE NAVIGATOR COMPANY, S.A.	Herdeiros de Pedro Mendonça de Queiroz Pereira
EDP SERVIÇO UNIVERSAL, S.A.	China Three Gorges - Governo Chinês
EDP DISTRIBUIÇÃO - ENERGIA, S.A.	China Three Gorges - Governo Chinês
MEO - SERVIÇOS DE COMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, S.A.	Patrick Drahi
GALP - GÁS NATURAL, S.A.	Família de Américo Amorim
REPSOL PORTUGUESA, LDA	Repsol, S.A
NOS COMUNICAÇÕES, S.A.	Isabel dos Santos - 50%; Família/Fundação Belmiro de Azevedo - 50%
EDP - GESTÃO DA PRODUÇÃO DE ENERGIA, S.A.	China Three Gorges - Governo Chinês
AUCHAN RETAIL PORTUGAL, S.A.	Família Mulliez
BP PORTUGAL - COMÉRCIO DE COMBUSTÍVEIS E LUBRIFICANTES, S.A.	BP PLC
INFRAESTRUTURAS DE PORTUGAL, S.A.	Estado Português
BOSCH CAR MULTIMÉDIA PORTUGAL, S.A.	ROBERT BOSCH INDUSTRIETREUHAND KOMMANDITGESELLSCHAFT
VODAFONE PORTUGAL - COMUNICAÇÕES PESSOAIS, S.A.	VODAFONE GROUP PUBLIC LIMITED COMPANY
ENDESA ENERGIA, S.A. - SUCURSAL EM PORTUGAL	Enel SPA
RECHEIO - CASH & CARRY, S.A.	Jerónimo Martins - Sociedade Francisco Manuel dos Santos
SAIPEM (PORTUGAL) - COMÉRCIO MARÍTIMO, SOCIEDADE UNIPESSOAL, LDA (ZONA FRANCA DA MADEIRA)	Ministério da Economia e das Finanças Italiano
CEPSA - PORTUGUESA PETRÓLEOS, S.A.	GOVERNMENT OF ABU DHABI
PRIO SUPPLY, S.A.	FUNDO DE REESTRUTURAÇÃO EMPRESARIAL FCR
CONTINENTAL MABOR - INDÚSTRIA DE PNEUS, S.A.	CONTINENTAL AG
WORTEN - EQUIPAMENTOS PARA O LAR, S.A.	Família/Fundação de Belmiro de Azevedo
MOTA-ENGIL - ENGENHARIA E CONSTRUÇÃO ÁFRICA, S.A.	Sr. António Manuel Queiros Vasconcelos da Mota
JERÓNIMO MARTINS - SGPS, S.A.	Jerónimo Martins - Sociedade Francisco Manuel dos Santos
ANA - AEROPORTOS DE PORTUGAL, S.A.	VINCI
IBERDROLA CLIENTES PORTUGAL, UNIPESSOAL, LDA	IBERDROLA, SOCIEDAD ANONIM
PRIO ENERGY, S.A.	FUNDO DE REESTRUTURAÇÃO EMPRESARIAL FCR
ITMP ALIMENTAR, S.A.	Union des Mousquetaires
DIA PORTUGAL - SUPERMERCADOS, S.A.	Letterone Holdings, S.A.
RECHEIO, SGPS, S.A.	Jerónimo Martins - Sociedade Francisco Manuel dos Santos
RENAULT PORTUGAL, S.A.	RENAULT
MERCEDES-BENZ PORTUGAL, S.A.	DAIMLER AG
NAVIGATOR PAPER SETÚBAL, S.A.	Herdeiros de Pedro Mendonça de Queiroz Pereira
REAGRO - IMPORTAÇÃO E EXPORTAÇÃO, S.A.	Família Costa Relvas/ Anjinho
LACTOGAL - PRODUTOS ALIMENTARES, S.A.	LACTOGAL - PRODUTOS ALIMENTARES, S.A.
APTIVPORT SERVICES, S.A.	APTIVPORT SERVICES, S.A.
BRISA - CONCESSÃO RODOVIÁRIA, S.A.	Família José de Mello
CENIBRA-INTERNACIONAL - SERVIÇOS E COMÉRCIO (SOCIEDADE UNIPESSOAL), LDA	OJI HOLDINGS CORPORATION
MIDSID - SOCIEDADE PORTUGUESA DE DISTRIBUIÇÃO, S.A.	IMPERIAL BRANDS PLC
GALP POWER, S.A.	Família de Américo Amorim
CELULOSE BEIRA INDUSTRIAL (CELBI), S.A.	Sra. Ana Rebelo de Carvalho Meneres de Mendonça Mariz Fernandes
PEUGEOT CITRÖEN AUTOMÓVEIS PORTUGAL, S.A.	Família Denis Peugeot e Estado Francês
BMW PORTUGAL, LDA	Sr. Nobert Quandt Stefan
ALLIANCE HEALTHCARE, S.A.	ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS FARMÁCIAS
NAVIGATOR BRANDS, S.A.	Herdeiros de Pedro Mendonça de Queiroz Pereira

CTT - CORREIOS DE PORTUGAL, S.A.	Família Champalimaud
OCF - PORTUGAL - PRODUTOS FARMACÊUTICOS, S.A.	MCKESSON CORPORATION
CONTINENTE HIPERMERCADOS, S.A.	Família/Fundação de Belmiro de Azevedo
REPSOL POLÍMEROS, UNIPessoal, LDA	REPSOL SA.
ALCAPETRO - PETRÓLEOS E DERIVADOS, S.A.	Union des Mousquetaires
SIVA - SOCIEDADE DE IMPORTAÇÃO DE VEÍCULOS AUTOMÓVEIS, S.A.	Família Porph/Piech
EL CORTE INGLÊS - GRANDES ARMAZÉNS, S.A.	EL CORTE INGLES SA
PEUGEOT PORTUGAL - AUTOMÓVEIS, S.A.	Família Denis Peugeot e Estado Francês
NESTLÉ PORTUGAL, UNIPessoal, LDA	NESTLE S.A.
TEIXEIRA DUARTE - ENGENHARIA E CONSTRUÇÕES, S.A.	Família Teixeira Duarte
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	Família de Américo Amorim
IKEA PORTUGAL - MÓVEIS E DECORAÇÃO, LDA	STICHTING INGKA FOUNDATION
VISTEON PORTUGUESA, LTD	
VIAGENS ABREU, S.A.	Sr. Alberto de Macedo Vieira de Abreu e Sr. Artur de Macedo Vieira de Abreu
LEASE PLAN PORTUGAL - COMÉRCIO E ALUGUER DE AUTOMÓVEIS E EQUIPAMENTOS, UNIPessoal, LDA	Sr. Manjit Dale; Sr. Stephen Robertso; Sr. Mitchell Thomas Andrew; Sr. Blair Thompson
BCM - BRICOLAGE, S.A.	Família Mulliez
NETJETS - TRANSPORTES AÉREOS, S.A.	MANFRED SEITZ UG
NAVIGATOR PULP FIGUEIRA, S.A.	Herdeiros de Pedro Mendonça de Queiroz Pereira
SUPER BOCK BEBIDAS, S.A.	Sr. Manuel Soares de Oliveira Violas Sra. Rita Celeste Soares Violas e Sá
TOYOTA CAETANO PORTUGAL, S.A.	Sr. Salvador Fernandes Acacio Martins Caetano Sra. Maria Angelina Martins Caetano Ramos
PT PORTUGAL - SGPS, S.A.	Patrick Drahi
MAKRO - CASH & CARRY PORTUGAL, S.A.	METRO AG
MOTA-ENGIL- ENGENHARIA E CONSTRUÇÃO, S.A.	Sr. António Manuel Queiros Vasconcelos da Mota
EDP GÁS.COM - COMÉRCIO DE GÁS NATURAL, S.A.	China Three Gorges - Governo Chinês
REN - REDE ELÉCTRICA NACIONAL, S.A.	China-People's Republic
SOMINCOR - SOCIEDADE MINEIRA DE NEVES-CORVO, S.A.	Lukas Henrik Lundin
TD TECH DATA PORTUGAL, LDA	TECH DATA CORP
ZARA PORTUGAL - CONFECÇÕES, S.A.	Sr. Amancio Ortega Gaona
FAURECIA - ASSENTOS DE AUTOMÓVEL, LDA	Família Denis Peugeot e Estado Francês
RENAULT CACIA, S.A.	RENAULT
BA GLASS PORTUGAL, S.A.	BA GLASS B.V.
CAETANO - BAVIERA - COMÉRCIO DE AUTOMÓVEIS, S.A.	Sr. Salvador Fernandes Acacio Martins Caetano Sra. Maria Angelina Martins Caetano Ramos
VIOLAS - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	Sr. Manuel Soares de Oliveira Violas Sra. Rita Celeste Soares Violas e Sá
SOVENA PORTUGAL - CONSUMER GOODS, S.A.	MELFIL HOLDING B.V
SAMSUNG - ELECTRÓNICA PORTUGUESA, S.A.	SAMSUNG ELECTRONICS CO.,LTD
TURBOGÁS - PRODUTORA ENERGÉTICA, S.A.	MARUBENI CORPORATION
SIEMENS, S.A.	SIEMENS AG
UNILEVER FIMA, LDA	Jerónimo Martins - Sociedade Francisco Manuel dos Santos
FNAC PORTUGAL - ACTIVIDADES CULTURAIS E DISTRIBUIÇÃO DE LIVROS, DISCOS MULTIMÉDIA E PRODUTOS TÉCNICOS, SOCIEDADE UNIPessoal, LDA	FNAC DARTY
NAVIGATOR PULP SETÚBAL, S.A.	Herdeiros de Pedro Mendonça de Queiroz Pereira
NOS, SGPS, S.A.	Isabel dos Santos - 50%; Família/Fundação Belmiro de Azevedo - 50%
NISSAN IBÉRIA S.A. - SUCURSAL EM PORTUGAL	NISSAN MOTOR CO LTD
CPCDI - COMPANHIA PORTUGUESA DE COMPUTADORES - DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS INFORMÁTICOS, S.A.	Sr. António Alexandrino de Oliveira Daniel
BONDALTI CHEMICALS, S.A.	Família José de Mello
SOVENA OILSEEDS PORTUGAL, S.A.	MELFIL HOLDING B.V.
TABAQUEIRA II, S.A.	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL INC.
BENTELER - INDÚSTRIA DE COMPONENTES PARA AUTOMÓVEIS, LDA	DR. ING. E.H. HELMUT BENTELER GMBH Sr. Andreas Hubertus Benteler
COOPROFAR - COOPERATIVA DOS PROPRIETÁRIOS DE FARMÁCIA, C.R.L.	COOPROFAR - COOPERATIVA DOS PROPRIETÁRIOS DE FARMÁCIA, C.R.L.
AMORIM CORK, S.A.	Família/Fundação de Américo Amorim
GESPOST - GESTÃO E ADMINISTRAÇÃO DE POSTOS DE ABASTECIMENTO, UNIPessoal, LDA	REPSOL SA.