
Motivações e efeitos das F&A: o caso Sumol+Compal

Magali Marinho Fernandes

Dissertação

Mestrado em Economia

Orientado por

Professor Doutor Helder Manuel Valente da Silva

2019

Nota biográfica

Magali Marinho Fernandes nasceu em Toulouse (França), em 5 de novembro de 1996.

Ingressou na Faculdade de Economia do Porto em 2014, tendo frequentado a licenciatura em Economia que terminou em 2017. Ao longo deste percurso frequentou várias atividades extracurriculares, nomeadamente um projeto de voluntariado de apoio ao consumidor endividado, uma associação estudantil e dois estágios, um na Direção de Controlo e Gestão do *Conseil Départemental de la Haute-Garonne*, em Toulouse (França) e outro na Direção *Market & Customer Intelligence* na NOS Comunicações, S.A.

Agradecimentos

Em primeiro lugar, quero agradecer ao meu orientador, Professor Doutor Hélder Manuel Valente da Silva, por toda a disponibilidade e acompanhamento durante esta etapa.

Quero também deixar aqui um agradecimento muito especial à minha família, principalmente aos meus pais que foram incansáveis ao longo destes anos académicos. Muito obrigada por me terem acompanhado, não só nos bons como também nos maus momentos, e por me terem ensinado a nunca desistir dos meus sonhos.

Por fim, agradeço também aos meus amigos por toda a atenção e apoio que me deram ao longo desta fase.

Resumo

As fusões e aquisições são estratégias utilizadas pelas empresas para atingirem diversos objetivos, como por exemplo, aumento de poder de mercado e ganhos de eficiência produtiva, podendo estas operações ter inúmeros efeitos para os agentes económicos envolvidos neste processo.

A indústria das bebidas é atualmente uma das mais importantes no mercado português e, sendo a fusão Sumol+Compal o exemplo mais relevante no setor das bebidas, será elaborada esta investigação de forma a consolidar o estudo do tema.

Nesse sentido, os objetivos desta dissertação são perceber as motivações dos decisores das empresas para optarem por F&A, as consequências que esta prática traz e, mais concretamente, observar o caso da Sumol+Compal, analisar os resultados antes e depois da fusão, perceber de que forma esta prática teve impacto nos resultados da empresa e se foi ou não de encontro com as expectativas que os decisores das empresas tinham quando optaram por esta estratégia. Este estudo será importante na medida em que a adoção de um caso de estudo não é muito frequente nas dissertações sobre F&A, nomeadamente, na indústria das bebidas.

De forma a atingir as metas propostas anteriormente, primeiramente, será feita uma revisão de literatura sobre o tema e, seguidamente, será adotada a metodologia de estudo de caso, sendo que, para esse efeito, será utilizada a base de dados SABI, de forma a recolher os dados dos Grupos Sumolis e Compal, antes e depois da fusão e, deste modo, conseguir analisar, através de indicadores económico-financeiros, a evolução destes grupos antes e depois da implementação desta estratégia.

Para concluir, é expectável que com a elaboração desta dissertação estejam reunidas as condições para averiguar se houve ou não um impacto positivo a nível dos resultados das empresas envolvidas, dos acionistas, da equipa de gestão e dos colaboradores, nos grupos Sumolis e Compal, com a adoção desta estratégia.

Códigos JEL: G34, L25, L66

Palavras-chave: Fusões, Aquisições, *Performance* operacional, Indústria das Bebidas

Abstract

Mergers and acquisitions are strategies used by companies to achieve various objectives, such as increased market power and efficiency gains, and these operations can have numerous effects on the economic agents involved in this process.

The beverage industry is currently one of the most important in the Portuguese market and, since the Sumol + Compal merger is the most relevant example in the Portuguese beverage industry, this research will be elaborated in order to consolidate the study of this subject.

In this sense, the objectives of this dissertation are to understand the motivations of companies' decision-makers to opt for M & A, the consequences of this practice and, more specifically, to observe the Sumol + Compal case, to analyze the results before and after the merger, to analyze the impact on the company's results and whether or not it met the expectations that decision-makers had when they opted for this strategy. This study will be important because the adoption of a case study is not very frequent in M & A dissertations, especially in the beverage industry.

In order to reach the goals previously proposed, first, a literature review about this subject will be done and, afterwards, the case study methodology will be adopted, and for that purpose, the SABI database will be used, in order to collect data from the Sumolis and Compal Groups, before and after the merger, and thus to be able to analyze, through economic and financial indicators, the evolution of these groups before and after the implementation of this strategy.

To conclude, it is expected that with this dissertation the conditions to determine whether the adoption of this strategy has been a positive impact on the results of the companies involved, shareholders, management team and employees in the Sumolis and Compal groups, will be met.

JEL-Codes: G34, L25, L66

Key-words: Mergers, Acquisitions, Operational Performance, Beverage Industry

Índice

NOTA BIOGRÁFICA.....	i
AGRADECIMENTOS.....	ii
RESUMO	iii
ABSTRACT	iv
ÍNDICE DE FIGURAS E TABELAS.....	vii
ABREVIATURAS E ESTRANGEIRISMOS.....	viii
INTRODUÇÃO.....	1
CAPÍTULO 1 – BREVE ENQUADRAMENTO SOBRE FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	3
1.1. Indústria das Bebidas.....	3
1.2. Conceitos sobre F&A.....	5
1.3. Tipos de Fusões	8
1.4. Ondas de Fusões.....	9
1.5. Causas das F&A.....	11
1.5.1. Teorias explicativas das F&A.....	14
1.5.1.1. Teorias baseadas em diferenças de eficiência.....	15
1.5.1.2. Teorias baseadas no poder de mercado	16
1.5.1.3. Teorias baseadas na hipótese da informação ou sinalização.....	17
1.5.1.4. Teorias baseadas em problemas de delegação de autoridade.....	17

1.6. Consequências das F&A.....	18
1.6.1. Para as empresas envolvidas	18
1.6.2. Para os acionistas	19
1.6.3. Para a equipa de gestão	19
1.6.4. Para os trabalhadores	20
 CAPÍTULO 2 – ESTUDO DE CASO: FUSÃO SUMOLIS E COMPAL	23
2.1. Metodologia	23
2.2. Grupos Sumolis e Compal	24
2.2.1. Grupo Sumolis	24
2.2.1. Grupo Compal	25
2.3. Fusão Sumol+Compal	26
2.4. Motivações da fusão Sumol+Compal.....	27
2.5. Análise do Regulador à fusão	28
2.6. Efeitos Resultantes da Fusão	31
2.6.1. Sobre as empresas envolvidas	31
2.6.2. Sobre os acionistas.....	34
2.6.3. Sobre a equipa de gestão.....	36
2.6.4. Sobre os colaboradores.....	37
 CONCLUSÃO	39
 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	44

Índice de Figuras e Tabelas

Figuras

Figura 1 - exemplo do que acontece numa fusão 7

Figura 2 - exemplo do que acontece numa consolidação 7

Tabelas

Tabela 1 - Rácios económico-financeiros da empresa Sumol+Compal (2007 – 2012) 31

Abreviaturas e Estrangeirismos

AdC: Autoridade da Concorrência.

Antitrust: legislação que tem como objetivo combater as práticas de monopólio.

Banking Panic: crise financeira que se desenrola quando se observa uma corrida aos depósitos bancários, sendo que geralmente costuma afetar muitos bancos simultaneamente.

BdP: Banco de Portugal.

Bitter: bebidas mais amargas.

Boom (económico): subida abrupta do nível da atividade económica (e, consequente, aumento do nível de investimento, aumento dos lucros, diminuição do desemprego, etc.).

Cash-Flow: Fluxo de Caixa.

Ceteris paribus: expressão em latim que significa “mantendo-se tudo o resto constante”.

CGD: Caixa Geral de Depósitos.

Crash (bolsista): queda súbita e acentuada do valor das ações no mercado financeiro

CUF: Companhia União Fabril.

Design: aspeto exterior de um objecto.

Earnings per share: Resultado Líquido por Ação.

EBITDA: Resultado antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (Earnings Before Interest, Taxes Depreciation and Amortization).

Endless Summer: passatempo criado pela Sumol, para conquistar o público mais jovem, que tinha como prémio uma participação especial na série Morangos com Açúcar.

EUA: Estados Unidos da América.

F&A: Fusões e Aquisições.

Free Cash-Flow (Teoria do): teoria que defende que as F&A são o resultado de conflitos entre acionistas e gestores, decorrentes da distribuição de *cash-flow* em excesso.

HORECA: setor da economia que engloba os hotéis, os restaurantes e os cafés.

Kick-in-the-pants: versão explicativa da hipótese da Informação ou Sinalização que refere que a oferta pública de aquisição fornece informação e envia um sinal aos gestores da empresa-alvo, fazendo com que estes implementem uma estratégia operativa mais eficiente (Valente, 2005).

Know-how: conhecimentos práticos detidos por uma entidade (empresa ou indivíduo) que lhe permitem adquirir uma vantagem competitiva.

MDD: Marcas de Distribuidor.

OPA: Oferta Pública de Aquisição.

PROBEB: Associação Portuguesa de Bebidas Refrescantes Não Alcoólicas.

SGPS: Sociedade Gestora de Participações Sociais.

Sitting-on-a-gold-mine: versão explicativa da hipótese da Informação ou Sinalização que revela que as negociações do processo de F&A divulgam nova informação ou fazem com que o mercado pense que a empresa ofertante dispõe de informação privilegiada, conduzindo a uma reavaliação das ações previamente subavaliadas, sendo que, neste caso, é vantajoso para uma empresa a fusão ou aquisição caso o objetivo seja aumentar a sua capacidade numa linha de negócio particular (Valente, 2005).

Slogan: palavra ou pequena frase usada em anúncios publicitários para captar a atenção dos consumidores.

Takeover: aquisição do controlo de uma empresa através da compra da totalidade ou da maioria dos títulos representativos do capital social da empresa.

Timing: período durante o qual algo é realizado.

Introdução

Atualmente, as fusões e aquisições (F&A) são uma importante fonte de crescimento externo e de desenvolvimento empresarial, representando um papel fundamental para a gestão estratégica (Cartwright, 2006). Segundo Gupta (2012), nos últimos anos, devido a fatores como a desregulação, privatização, globalização e liberalização estas estratégias têm sido recorrentes, daí a importância de estudar este tema para perceber o que realmente motiva este fenómeno em ascensão.

Além disso, a escolha deste tema prende-se com o facto de que embora, o estudo das F&A seja cada vez mais discutido e explorado, nomeadamente por autores tais como Martynova & Renneboog (2008) e Gaughan (1996), o estudo das F&A, em Portugal, mais concretamente na indústria das bebidas, ainda não foi muito debatido e, dado que atualmente este é um setor com uma crescente tendência de presença no mercado, como se pode confirmar pelos dados do Banco de Portugal, relativamente a 2015, que mostram que a taxa de variação anual do volume de negócios, na indústria das bebidas, foi de 1,9% e que a taxa de variação anual do EBITDA, na mesma indústria, foi de 8,7%, creio que esta dissertação é um bom contributo para a literatura e para a consolidação do estudo das F&A.

Nesse sentido, pretendo responder a duas questões de investigação. Uma mais genérica, designadamente, “Quais são as motivações dos decisores das empresas para optarem por uma estratégia de fusão e quais os impactos dessa decisão, a nível dos resultados da empresa, dos acionistas, da equipa de gestão e dos colaboradores?”. De forma a dar resposta a esta questão as tarefas passam por analisar a literatura existente sobre F&A, fazer um enquadramento histórico, perceber quais são as motivações que levam os gestores a optarem por esta estratégia, quais as consequências destas operações e quais os fatores que determinam o sucesso desta prática. E, por fim, responder a outra questão de investigação, mais particular, nomeadamente, “Quais as motivações dos gestores dos grupos Sumolis e Compal para a realização da fusão Sumol+Compal e qual o impacto que esta fusão teve para a empresa a nível dos resultados da empresa, dos acionistas, da equipa de gestão e dos colaboradores?”, pelo que são complementadas as conclusões obtidas, no primeiro capítulo, de revisão de literatura, com um estudo de caso, nomeadamente, o caso da fusão dos Grupos Sumolis e Compal, analisando as motivações que estiveram associadas a esta fusão, os efeitos que esta fusão teve e observando se as expectativas iniciais que

existiam para esta fusão foram atingidas, ou seja, se a fusão teve ou não a rentabilidade desejada.

Esta dissertação está dividida em duas partes. A primeira parte é composta pelo primeiro capítulo, no qual é efetuada uma revisão de literatura sobre as F&A, com especial destaque, para os processos ocorridos na indústria das bebidas. Este capítulo está dividido em seis subcapítulos, no primeiro é feita uma análise à indústria das bebidas, no segundo são definidos alguns conceitos relacionados com F&A, no terceiro são expostos os tipos de fusões, no quarto é feito um enquadramento histórico das várias ondas de fusões, no quinto são analisadas as causas e as teorias explicativas das F&A e, por fim, no sexto e último subcapítulo são analisadas as consequências das F&A. A segunda parte é composta pelo segundo capítulo, no qual é analisado, através de um estudo de caso, o processo de fusão dos Grupos Sumolis e Compal de forma a perceber o que determinou e motivou esta fusão e a verificar se os resultados atingidos com a fusão foram ou não favoráveis para a empresa. Nesse sentido teremos seis subcapítulos, o primeiro é uma análise à metodologia adotada, o segundo é uma breve exposição da evolução dos Grupos Sumolis e Compal, o terceiro conta com uma descrição da fusão Sumol+Compal, o quarto aborda as motivações desta fusão, o quinto expõe a análise do Regulador à fusão e, por fim, o sexto e último subcapítulo é uma análise dos efeitos resultantes da fusão sobre as empresas envolvidas, sobre os acionistas, sobre a equipa de gestão e sobre os colaboradores.

Capítulo 1 – Breve enquadramento sobre Fusões e Aquisições

Neste capítulo é efetuada uma revisão de literatura sobre as fusões e aquisições, com especial destaque, para os processos ocorridos na indústria das bebidas. O capítulo está dividido em seis partes, na primeira é feita uma análise à indústria das bebidas, na segunda parte são definidos alguns conceitos relacionados com F&A, na terceira são expostos os tipos de fusões, na quarta é feito um enquadramento histórico das várias ondas de fusões, na quinta são analisadas as causas e as teorias explicativas das F&A e, por fim, são analisadas as consequências das F&A.

1.1. Indústria das Bebidas

A indústria das bebidas é uma indústria que tem apresentado uma crescente tendência de presença no mercado ao longo dos últimos anos, tal como se pode observar pelos dados BdP. Em 2015, a taxa de variação anual do volume de negócios, na indústria das bebidas, foi de 1,9% e a taxa de variação anual do EBITDA, na mesma indústria, foi de 8,7%.

Os dados do BdP também revelam que, em 2015, o volume de negócios médio da indústria das bebidas foi 12 vezes superior à média nacional, 80% do volume de negócios esteve ligado ao setor exportador, 57% do volume de negócios foi realizado com destino ao mercado externo e entre 2011 e 2015 houve um crescimento do volume de negócios desta indústria de 13%.

Segundo a Associação Portuguesa de Bebidas Refrescantes Não Alcoólicas (PROBEB), o setor das bebidas refrescantes não alcoólicas é dos setores mais dinâmicos da indústria alimentar, predominando a inovação, a reformulação e o lançamento de novos produtos, o que lhe confere variedade e diversidade de bebidas. Esta associação designa as bebidas refrescantes não alcoólicas como bebidas não alcoólicas à base de água, isto é, com cerca de 90% de água na sua constituição podendo, eventualmente, conter açúcar ou adoçantes, gás, fruta, sumo de fruta e/ou sais minerais ou podendo ser aromatizadas com extractos vegetais ou substâncias aromáticas e ser fabricadas com água mineral natural ou água de nascente, quando engarrafadas no local da nascente. Nesse sentido, nas bebidas refrescantes não alcoólicas estão incluídas diversas categorias de produtos, como os refrigerantes de sumo (laranja, ananás, limão, etc), as colas, as bebidas de extractos de lima-limão, as bebidas à base de chá, as tónicas, as *bitter* (bebidas mais amargas), as bebidas

energéticas, as águas aromatizadas ou frutadas, as bebidas funcionais mais adequadas a certas circunstâncias, por exemplo, com adição de vitaminas, e as bebidas especialmente desenvolvidas para desportistas que permitem uma hidratação mais rápida. No entanto, é importante relembrar que a indústria das bebidas está dependente do comércio internacional das matérias-primas e de uma grande pressão por parte de empresas de distribuição muito concentradas.

Adicionalmente, a PROBEB revela que o setor das bebidas refrescantes não alcoólicas é muito importante do ponto de vista económico, uma vez que gera muitos postos de trabalho diretos e indiretos, mais concretamente, mais de 12 000 postos de trabalho, e ainda tem um impacto positivo na restauração e no retalho.

A PROBEB vai ainda mais longe e informa que, em 2011, havia 23 empresas ligadas à produção e comercialização de bebidas refrescantes não alcoólicas. No entanto, estas empresas estavam sob ameaça uma vez que, tal como foi visto, existiam vários riscos que colocavam em causa a sua sobrevivência e, isto pode comprovar-se observando os resultados registados em 2009, que como se pode constatar, eram melhores do que os que se verificaram dois anos depois, em 2011. Em 2009, segundo a PROBEB, havia cerca de 25 empresas produtoras e comercializadoras de bebidas refrescantes não alcoólicas, sendo que este setor representava aproximadamente 5% do volume de negócios da indústria agro-alimentar, tendo o setor neste período registado uma faturação de cerca de 550 milhões de euros.

Segundo os dados da Globaldata, o mercado de bebidas não alcoólicas, em Portugal, teve uma evolução positiva em 2017 de, aproximadamente, 1,4%. Nesse ano, as bebidas refrigerantes, mesmo com uma evolução negativa de cerca de 7%, continuaram a ter um peso significativo, de cerca de 30%, no total do mercado de bebidas não alcoólicas.

Numa perspetiva europeia, os dados da Globaldata revelam que, em 2017, a evolução do consumo das bebidas não alcoólicas na União Europeia registou uma evolução positiva de 1,6% e embora a categoria de bebidas refrigerantes tenha apresentado uma evolução negativa de cerca de 0,4%, representou cerca de 44% do consumo total de bebidas não alcoólicas.

É também importante notar que, embora existam algumas empresas internacionais, este setor tem um grande predomínio de empresas nacionais de grande notoriedade e que, além disso, de acordo com o Ministério do Emprego e a PROBEB, este setor apresenta

uma grande variedade no que diz respeito à dimensão das empresas, quer em volume de emprego, quer em volume de negócios.

De forma a perceber melhor a dinâmica deste setor, Manikas & Jaswal (2015) estudaram esta indústria e concluíram que os consumidores estão cada vez mais preocupados com a relação qualidade-preço, o que obriga as empresas a enfrentar constantes pressões de forma a darem uma rápida resposta às mudanças na procura e lhes exige uma grande coordenação. Nesse sentido, as fusões verticais são uma solução, uma vez que as empresas ao longo da cadeia de distribuição trabalham em conjunto para melhorar a sua capacidade de resposta. Por outro lado, Perry (1989) defende que uma estratégia de fusão também ajuda a reduzir os custos de transação associados à troca de mercado, o que explica o facto de cada vez mais empresas da indústria das bebidas optarem por uma estratégia de fusão.

Para concluir, como veremos mais à frente existem vários motivos pelos quais as empresas da indústria das bebidas decidem optar por uma estratégia de fusão, nomeadamente, a redução dos riscos, a maior capacidade para inovar, a melhor troca de informações e a melhor posição no mercado.

1.2. Conceitos sobre F&A

De forma a tornar mais clara esta investigação vão ser definidos, neste capítulo, alguns conceitos fundamentais para analisar e compreender o tema Fusões & Aquisições, mais concretamente, vão ser definidos os conceitos de fusão e aquisição, uma vez que toda a investigação vai estar centrada nestes dois conceitos, sendo assim fundamental ter estas definições e outros conceitos importantes que surgirão ao longo desta dissertação bem presentes.

Começando pelo conceito de fusão, Gaughan (1999) define uma fusão como uma combinação de duas empresas em que apenas uma delas sobrevive, assumindo esta última os ativos e passivos da empresa incorporada. Já Gupta (2012) refere que uma fusão ocorre quando duas ou mais empresas formam uma só empresa, mais especificamente, o autor define uma fusão como uma transação que envolve duas ou mais empresas numa troca de títulos sendo que, à semelhança do que acontece numa aquisição, só uma empresa sobrevive. Resumindo, Gupta (2012) refere que quando os acionistas de mais que uma

empresa, geralmente duas, decidem agregar recursos das respectivas empresas sob uma entidade comum, estamos perante uma fusão.

Gupta (2012) define ainda o conceito de aquisição, referindo que se trata da aquisição do controlo efetivo sobre os ativos de uma empresa ou sobre a gestão de outra empresa sem que haja combinação física dos negócios. Segundo Mallikarjunappa & Nayak (2007), geralmente, uma empresa adquire um controlo efetivo sobre a empresa alvo detendo uma participação maioritária dessa empresa, embora esse controlo efetivo possa ser exercido com uma participação inferior, por exemplo, entre 10% e 40%, se os restantes acionistas tiverem participações dispersas e mal organizadas, uma vez que, deste modo, provavelmente não desafiarão o controlo do principal adquirente.

Apesar de os conceitos de fusão e aquisição estarem sempre presentes nesta dissertação, existe uma multiplicidade de conceitos relacionados com estes últimos, dos quais vamos destacar e explicar o conceito de fusão estatutária, fusão subsidiária, fusão hostil, fusão amigável e consolidação.

De acordo com Gaughan (1999), uma fusão estatutária difere de uma fusão subsidiária. Enquanto o primeiro conceito é usado para se referir à situação em que a empresa adquirente assume os ativos e passivos da empresa incorporada, o conceito de fusão subsidiária refere-se a uma fusão de duas empresas em que a empresa alvo se torna uma subsidiária ou parte de uma subsidiária da empresa-mãe. A aquisição pela *General Motors* da *Electronic Data Systems* é um exemplo de uma fusão subsidiária. Gaughan (1999) destaca ainda que quando estamos perante uma fusão subsidiária “de sentido inverso”, existe a incorporação da subsidiária da adquirente na empresa alvo.

Além destes conceitos referidos anteriormente, é importante distinguir os conceitos de F&A amigáveis e hostis, uma vez que são conceitos usados frequentemente quando se analisam F&A. Assim, segundo Gupta (2012), estamos perante uma fusão ou aquisição amigável quando a administração de empresas adquirentes e alvos concordam mutuamente e de bom grado com a operação em questão. Um exemplo de aquisição amigável foi a aquisição de 45% das ações da *Universal Luggage Company Ltd.* pela *Blow Plast Ltd.* e da *Ranbaxy* pela *Daiichi Sankyo*. Por outro lado, Gupta (2012) defende que uma F&A é hostil quando a aquisição é forçada ou é realizada contra a vontade da administração de destino, acrescentando que as fusões e aquisições hostis podem tomar a forma de uma oferta pública em que a oferta de compra das ações pela empresa adquirente será feita diretamente aos acionistas-alvo sem o consentimento da administração-alvo. A aquisição de

Shaw Wallace, Dunlop, Mather & Platt e *Hindustan Dorr Oliver* pela *Chhabrias* e a aquisição da *Asbok Leyland* pela *Hindujas* são exemplos de fusões e aquisições hostis.

Segundo Gaughan (1999), existem também diferenças entre os conceitos de fusão e consolidação, sendo este último uma combinação de negócios em que duas ou mais empresas se juntam para formar uma empresa totalmente nova. Assim, todas as empresas combinadas são dissolvidas e somente a nova entidade continua a operar. Um exemplo de consolidação foi a união, em 1986, dos fabricantes de computadores *Burroughs* e *Sperry* que se uniram para formar a *UNISYS*.

Tal como já foi dito, quando estamos perante uma consolidação, as empresas originais deixam de existir e seus acionistas tornam-se acionistas da nova empresa. Uma forma simples de analisar as diferenças entre uma fusão e uma consolidação é que, numa fusão, das empresas A e B surge a empresa A, isto é, a empresa B é incorporada à empresa A, tal como podemos ver na Figura 1, enquanto numa consolidação, das empresas A e B temos a formação de uma empresa totalmente nova, nomeadamente, a empresa C (Figura 2).

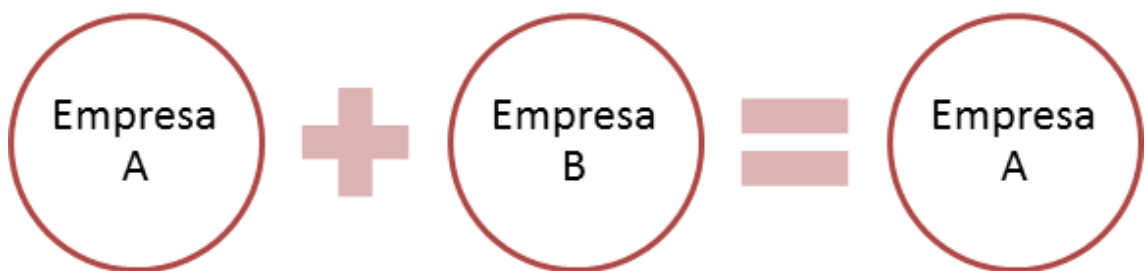


Figura 1 - Exemplo do que acontece numa fusão

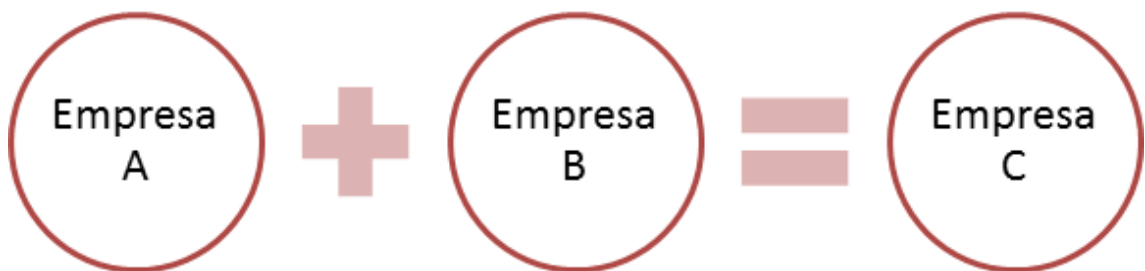


Figura 2 - Exemplo do que acontece numa consolidação

1.3. Tipos de fusões

Segundo Matos & Rodrigues (2000) existem três principais tipos de fusões, sendo eles, fusões horizontais, fusões verticais e fusões conglomerais.

Segundo Ferreira (2002) as fusões horizontais acontecem quando as empresas pertencem à mesma indústria ou se dedicam à mesma atividade, isto é, quando as empresas são concorrentes. Por exemplo, em 1994, duas empresas que atuavam no setor da defesa, *Northrop* e *Grumman*, realizaram uma fusão de 2,17 bilhões de dólares. No entanto, Gaughan (1999) refere que é importante notar que caso uma fusão horizontal leve a um aumento do poder de mercado da empresa combinada, que proporcione efeitos anticompetitivos, a fusão poderá ser contestada por razões *antitrust*.

As fusões verticais ocorrem quando as empresas se dedicam a atividades complementares situadas em fases diferentes da mesma cadeia de valor, dentro da mesma indústria, por outras palavras, são combinações de empresas que têm uma relação comprador-vendedor (Ferreira, 2002). Por exemplo, em 1993, a *Merk*, a maior empresa farmacêutica do mundo, adquiriu a *Medco Containment Services, Inc.*, a maior comerciante de medicamentos prescritos com desconto, por 6 bilhões de dólares, o que permitiu à *Merk* ser não só a maior empresa farmacêutica mas também a maior produtora e distribuidora integrada de produtos farmacêuticos (Gaughan, 1999). Embora esta operação tenha criado uma empresa nitidamente mais poderosa, a fusão não foi contestada pelos reguladores *antitrust*, que se limitaram a constatar que o resultado esperado era o aumento da concorrência e a existência de preços mais baixos.

Por fim, Ferreira (2002) refere que as fusões conglomerais ocorrem quando as empresas se dedicam a atividades que não estão diretamente relacionadas, por exemplo, atividades que pertencem a indústrias diferentes. Neste tipo de fusões as empresas nem são concorrentes nem têm uma relação comprador-vendedor. Temos como exemplo o caso da *Philip Morris*, empresa de tabaco, que adquiriu a *General Foods*, empresa de produtos alimentares, em 1985, por 5,6 bilhões de dólares, que como se pode constatar eram empresas que se situavam em linhas de negócios completamente diferentes (Gaughan, 1999).

1.4. Ondas de fusões

Embora a componente conceptual relacionada com F&A seja muito importante para a compreensão deste tema, é também muito importante fazer um enquadramento histórico das F&A ao longo dos últimos anos.

Nesse sentido, Gaughan (1999) estudou cinco períodos que foram marcados pela ocorrência de fusões, nos EUA, períodos esses que são conhecidos como “ondas de fusões”. A esses cinco períodos ainda se junta mais um, que se trata da onda mais recente da qual os investigadores, nomeadamente, Yaghoubi et al. (2016) têm conhecimento.

Segundo Gaughan (1999), a primeira onda ocorreu depois da Depressão de 1883 e terminou em 1904, tendo atingido o seu pico entre 1898 e 1902. Esta onda foi marcada pela criação de grandes monopólios, resultantes de muitas fusões horizontais e consolidações industriais, vigorando assim, neste período, uma estrutura de mercado monopolista. Este período foi ainda destacado pelo primeiro negócio de megafusões, de bilhões de dólares, que ocorreu quando a *U.S. Steel*, fundada por J.P. Morgan, se juntou com a *Carnegie Steel*, fundada por Andrew Carnegie, e foi agregada com as suas outras maiores rivais, criando-se, deste modo, uma empresa gigante na área siderúrgica, que fundiu 785 empresas independentes. Gaughan (1999) refere também que o desenvolvimento da Bolsa de Valores de Nova Iorque, as significativas alterações na tecnologia, o desenvolvimento dos processos de industrialização e a adoção de uma nova legislação para as sociedades foram alguns dos fatores que potenciaram esta onda, que viria a terminar devido a restrições legais e fatores financeiros, nomeadamente, o *crash* do mercado bolsista em 1904, seguido pelo *Banking Panic* em 1907, uma vez que os requisitos financeiros básicos para financiar as F&A estavam, deste modo, ausentes.

Stigler (1950) distinguiu a primeira e a segunda ondas pela natureza da estrutura do mercado, enquanto na primeira onda as fusões conduziam à formação de monopólios, na segunda várias indústrias foram consolidadas, verificando-se a formação de oligopólios e um mercado essencialmente dominado por duas ou mais empresas. Segundo Gaughan (1999), as fusões deste período foram facilitadas pelo *boom* económico que se viveu no pós-Primeira Guerra Mundial, e também por um conjunto de outros fatores como, por exemplo, a aplicação limitada de leis *antitrust* e o incentivo dos governos federais à formação de cooperativas de negócios para aumentar a produtividade do país como parte do esforço de guerra. À semelhança do que aconteceu na primeira onda, o término da

segunda onda de fusões também se deveu a um *crash* bolsista, desta vez em 29 de outubro de 1929. Assim, esta "Terça-feira Negra" marcou o maior *crash* do mercado bolsista da história até o *crash* de outubro de 1987 e embora este colapso não tenha sido a causa da Grande Depressão, teve muito impacto, na medida em que contribuiu para uma queda drástica na confiança de empresas e investimentos e que os gastos das empresas e dos consumidores foram ainda mais reduzidos, o que agravou a depressão.

A recessão económica vivida durante esta época justificou o facto de a existência de uma terceira onda não ter sido imediata. De facto, só a partir de 1965 é que se registaram elevados níveis de F&A, dando origem a esta terceira onda. Gaughan (1999) refere que isto se deveu em muito à fase de recuperação económica em que a economia se encontrava. Durante estes anos, muitas vezes conhecidos como o período de fusões do conglomerado, era comum que empresas relativamente menores optassem por adquirir empresas maiores, contrariamente ao que aconteceu durante as duas primeiras ondas, em que a maioria das empresas-alvo eram significativamente menores do que as empresas adquirentes. Segundo Gaughan (1999), os conglomerados formados durante este período apresentaram uma grande diversificação, havendo atividades comerciais em diferentes sectores. Por exemplo, na década de 1960, a *ITT* adquiriu diversos negócios, como a *Avis Rent a Car*, a *Sheraton Hotels*, a *Continental Baking* e outras empresas, não relacionadas, como redes de restaurantes, agências de crédito ao consumidor, empresas de construção civil e empresas de estacionamento de aeroportos. Tal como nas duas últimas ondas, o *crash* bolsista também influenciou o fim desta onda, mas foi o choque petrolífero de 1973 o grande responsável pelo seu fim e pela grande recessão que a economia atravessou.

A tendência de queda que caracterizou as fusões e aquisições na década de 1970 até 1980 acabou por inverter-se, dando origem à quarta onda em 1984. Gaughan (1999) refere que o quarto período de F&A pode ser distinguido dos outros três pelo tamanho e proeminência das metas das fusões e aquisições, sendo que algumas das maiores empresas foram alvos de aquisições durante os anos 80, tornando-se este período na onda das megafusões. Além do aumento do tamanho médio das transações típicas, houve um aumento significativo do valor em dólares das fusões. O número de transações igual ou superior a 100 milhões de dólares aumentou mais de 23 vezes entre 1974 e 1986. Essa foi uma grande diferença em relação à era dos conglomerados da década de 1960, na qual predominava a aquisição de pequenas e médias empresas. Outra diferença comparativamente à terceira onda foi o facto de a grande parte das fusões terem sido

hostis, isto é, terem sido realizadas sem o consentimento da direção da empresa-alvo, e do pagamento ter sido feito com dinheiro e não com títulos. No entanto, à semelhança dos períodos anteriores, o fim desta onda está associado ao *crash* bolsista de 1987.

A partir de 1992, o número de fusões e aquisições voltou a aumentar, surgindo a quinta onda. De acordo com Gaughan (1999), nesta quinta onda apesar de terem continuado a surgir megafusões, houve menos acordos hostis e passou a haver fusões mais estratégicas, pois era mais fácil atingir uma determinada estratégia através desta prática do que por via da expansão interna. À medida que a economia se recuperava da recessão de 1990-91, as empresas começaram a procurar a expansão e as fusões eram vistas como uma forma rápida e eficiente de a conseguir. Estas transações foram financiadas através do aumento do uso de capital, o que resultou numa significativa redução do grau de alavancagem e, consequentemente, as empresas adquirentes do início dos anos 90 foram menos vulneráveis a crises económicas do que muitos dos negócios altamente alavancados dos anos 80. No entanto, como é habitual na história das ondas, o fim deste quinto período foi traçado devido ao *crash* do mercado bolsista de 2000/2001, e também pelo ataque terrorista vivido nos EUA, no dia 11 de setembro de 2001.

Mais recentemente, em 2003, iniciou-se a sexta onda de F&A, que se pautou essencialmente pelo crescimento das F&A transfronteiriças. Este período de crescimento do número das F&A foi beneficiado pela recuperação económica da pós-recessão de 2000 (Martynova & Renneboog, 2008). Estas operações foram, na generalidade, concluídas por meio de negociações amigáveis e os pagamentos foram realizados em dinheiro. De acordo com Yaghoubi et al. (2016) o fim desta onda terá sido determinado pela recessão económica de 2008.

Para concluir esta análise do enquadramento histórico das F&A podemos destacar que as fases de expansão económica foram determinantes para que estas ondas tivessem início e que todos estes períodos de maior afluência de F&A foram interrompidos devido a colapsos no mercado bolsista.

1.5. Causas das F&A

Relativamente aos motivos pelos quais os decisores das empresas optam por uma fusão, Kumar & Bansal (2008) argumentam que existem diversos, dos quais se destacam, os ganhos de poder de mercado, o acesso a capacidades inovadoras, a maximização da

eficiência através de economias de escala e de escopo e, finalmente, a reformulação do escopo competitivo de uma empresa.

A opinião de que existe uma multiplicidade de razões para a realização destas operações é unânime, sendo estas apresentadas por vários autores. Segundo Gaughan (1999), esses motivos podem passar, por exemplo, pela expansão, pois a aquisição de uma empresa numa linha de negócios ou área geográfica na qual a empresa tem interesse em se expandir pode ser uma forma mais rápida de crescer do que a expansão interna. Além disso, Gaughan (1999) refere que este tipo de estratégia faz com que a empresa adquirente beneficie de sinergias, isto é, beneficie do facto da junção das duas unidades produtivas, resultante da implementação da estratégia, conferir uma maior produtividade e menores custos do que a soma das duas unidades individuais.

Manikas & Jaswal (2015) também defendem que a principal razão das empresas optarem por fusões é criar boas soluções de custo-benefício, isto é, soluções rentáveis, e criar uma base de operações mais económica em relação às outras empresas da mesma indústria, obtendo assim sinergias operacionais. Segundo os autores, as empresas ineficientes podem ser fechadas e as atividades de distribuição podem ser parcialmente combinadas e reduzidas em tamanho quando os centros próximos servem algumas das mesmas áreas geográficas e a força de vendas e as atividades de marketing podem ser combinadas e reduzidas quando cada empresa tem vendedores a tratar do mesmo cliente.

Assim, a sinergia dos custos da cadeia de distribuição pode ser alcançada pelas empresas combinadas devido à compra em maior volume dos fornecedores comuns e da colaboração mais estreita com os parceiros da cadeia de distribuição. Da mesma forma, as atividades administrativas podem ser reduzidas e comprimidas resultando numa poupança de custos. Por exemplo, a fusão que originou a *DaimlerChrysler* começou com o objetivo de usar a sua elevada capacidade, que era superior àquela que era necessária. As duas empresas *Daimler-Benz* e *Chrysler* acreditavam que se fechassem algumas instalações ineficientes e realinhassem as atividades através da combinação de atividades da cadeia de distribuição, *design* e administração do produto iriam obter poupanças de custos significativas. Além disso, grande parte das fusões foram realizadas com o intuito de substituir pequenas empresas de elevado custo por uma empresa mais económica. É também importante notar que o impacto destas estratégias também se sentiu a nível da logística pois através de fusões, grandes operadores conseguiram obter economias de escala (Marchese et al., 1998).

Outro motivo apontado por Gaughan (1999) é o facto de as empresas quererem optar por outras linhas de negócios, usando assim esta estratégia para fins de diversificação da(s) sua(s) área(s) de negócio. Manikas & Jaswal (2015) também defendem que a diversificação é um dos principais motivos para a implementação desta estratégia. Jose et al. (1986) definiram a diversificação como um processo de entrada em diferentes indústrias com o objetivo de melhorar o desempenho financeiro e aumentar o valor para o acionista e segundo eles a diversificação ajuda a reduzir os efeitos prejudiciais de riscos específicos da indústria. As empresas preferem fundir-se com empresas similares do que experimentar uma nova linha de negócio, em que falte experiência e *know-how* (Hitt et al., 2005). Wang & Reuer (2006) afirmam que os acionistas tendem a reduzir o seu risco através de fusões, onde diversificam o seu portfólio de negócios de forma a mitigar os riscos associados ao setor.

Shelton (1988) argumenta que as fusões também providenciam um caminho para entrar em novos mercados, de forma a aumentar o valor das empresas. Nesse sentido, Manikas & Jaswal (2015) defendem que uma das melhores formas de expandir um negócio a nível geográfico é adquirir uma empresa na localização desejada. Isso também ajuda a lidar com a sobreposição geográfica e com o benefício colateral de redução de custos através da eliminação da duplicação de atividades. Muitas empresas tais como a *Nestle*, *Kraft*, *Unilever* e *Procter & Gamble* escolheram este caminho para expandir os seus negócios em diferentes partes do mundo. Contudo, em algumas fusões, é importante que os objetivos de ambas as empresas estejam alinhados entre si (Das & Teng, 2000) para obter melhores sinergias (Eun & Resnick, 2004) e para o sucesso desejado (Srilata et al., 2003). A internacionalização é uma das estratégias importantes que as empresas estão atualmente a adotar no mercado para divulgar as suas operações em países estrangeiros. As fusões internas são mais fáceis de executar devido à familiarização de ambas as empresas envolvidas, às leis, aos procedimentos e outros fatores, no entanto, no caso das fusões internacionais, existem muitas complexidades envolvidas (Hitt et al., 2005) apesar de as empresas que optam por esta via se salvaguardarem do tempo dispensado para entrar e construir uma empresa num país estrangeiro. Eun et al. (1996) realizaram um estudo nos EUA que revela que as fusões transfronteiriças criam muita riqueza para os acionistas da empresa adquirente. As empresas consideram operações no exterior por motivos de eficiência da produção, por exemplo, através do trabalho de baixo custo, no entanto, questões de dupla tributação e de *antitrust* tornam, por vezes, essas transações pouco

atraentes (Gaughan, 1999) mas apesar disso, as fusões multinacionais têm elevado risco devido às flutuações na taxa de câmbio, aos riscos políticos e à distinção pouco clara entre os fluxos de caixa da empresa-mãe e da subsidiária, o que as pode tornar menos atraentes. Brewer et al. (2001) foram ainda mais longe no estudo das fusões internacionais e concluíram que muitas fusões internacionais foram mal sucedidas devido à dificuldade de manter cadeias de distribuição globalizadas e gerir a logística, onde muitas questões sérias sobre efeitos competitivos e má administração de cadeias de distribuição foram levantadas, durante as fusões.

Segundo o ponto de vista de Gupta (2012), as fusões ganharam mais expressividade, enquanto estratégia de crescimento externo, devido ao aumento da desregulamentação, da privatização, da globalização e da liberalização adotada por muitos países. Ainda nesta linha de raciocínio, Yadav & Kumar (2005) referem que as F&A transformaram-se num importante veículo para expandir portefólios de produtos, entrar em novos mercados, adquirir novas tecnologias, obter acesso a investigação e desenvolvimento e a recursos que permitem à empresa competir a uma escala global.

Por fim, Gaughan (1999) refere que as motivações tributárias e fatores financeiros também podem influenciar a decisão de optar por uma fusão. Por exemplo, a análise financeira de uma empresa adquirente poder revelar que a empresa alvo está subvalorizada, isto é, o valor do comprador ser superior ao valor de mercado, mesmo quando um prémio normalmente associado a mudanças no controlo é adicionado ao preço de aquisição, o que pode ser decisivo no momento em que uma empresa tem de escolher implementar ou não uma estratégia de fusão.

No entanto, analisando outra perspectiva, Roll (1986) argumenta que em alguns casos, as F&A foram realizadas apenas para dar prestígio e para construir o perfil da empresa e não por motivos de maximização de valor.

1.5.1. Teorias explicativas das F&A

De forma a aprofundar mais esta temática, vão ser analisadas as teorias que explicam a ocorrência das F&A. Segundo Valente (2005) existem quatro tipos de teorias, nomeadamente, teorias baseadas em diferenças de eficiência, teorias baseadas no poder de

mercado, teorias baseadas na hipótese da informação ou sinalização e teorias baseadas em problemas de delegação de atividade.

1.5.1.1. Teorias baseadas em diferenças de eficiência

As teorias baseadas em diferenças de eficiência são o primeiro grupo de teorias apontado por Valente (2005) para explicar as F&A. Segundo o autor este grupo de teorias é o mais otimista no que diz respeito ao potencial benefício social que resulta destas práticas, que inclui também sinergias, fazendo com que o valor da empresa resultante da fusão exceda o valor das empresas consideradas individualmente.

Valente (2005) destaca também a Teoria da Eficiência Diferencial, referindo que as empresas mais eficientes adquirem empresas menos eficientes, obtendo um ganho social líquido, resultante do aumento de eficiência que conseguem em relação às empresas menos eficientes que adquiriram. É também notado que, uma vez que a medição deste diferencial é muitas vezes difícil de conseguir, existe uma maior probabilidade de este tipo de F&A ocorrer em indústrias relacionadas, sendo assim mais fácil a sua identificação.

Ainda relacionado com diferenças de eficiência, Valente (2005) introduz a Teoria da Eficiência Operativa, também designada por, Teoria da Sinergia Operativa, que defende que as F&A permitem atingir níveis de atividade que serão mais propícios a obter economias de escala e de gama. Segundo Rodrigues (1993), isto é explicado pelo facto de as capacidades das empresas envolvidas se complementarem, permitindo obter as economias de gama e de escala já referidas.

Outra teoria apontada é a Teoria da Ineficiência na Gestão, que justifica a ocorrência de F&A em indústrias não relacionadas, pelo facto de a equipa de gestão da empresa-alvo ter um tal grau de incapacidade, que qualquer outra equipa estará em condições de obter melhores resultados. Esta teoria é considerada uma justificação para a existência de um mercado pelo controlo de empresas, sendo que pode representar um caso particular de economias de escala ou de gama.

Dentro deste grupo de teorias, a última referida por Valente (2005) é a Teoria da Sinergia Financeira, também designada por Ganhos de Eficiência em Termos Financeiros que sugere a hipótese de existência de complementaridades ao nível da função financeira, através das F&A. Deste modo, empresas presentes em setores em declínio podem gerar

cash-flows em excesso, devido à falta de oportunidades de investimento atrativas, enquanto empresas presentes em indústrias em crescimento podem enfrentar problemas relacionados com falta de meios financeiros para financiar os próprios projetos de investimento. Assim, a combinação destas empresas, via F&A, resultará num menor custo de capital e numa afetação de recursos financeiros mais eficiente.

1.5.1.2. Teorias baseadas no poder de mercado

O segundo grupo de teorias apresentado por Valente (2005) analisa as teorias baseadas no poder de mercado. As F&A permitem aumentar a quota de mercado, conduzindo a uma maior concentração do mesmo, o que pode originar efeitos monopolísticos e eventuais práticas de conluio, sendo um fator merecedor de atenção por parte das autoridades da concorrência, de forma a avaliar os possíveis efeitos negativos para o bem-estar dos consumidores. No entanto, este assunto é alvo de alguma controvérsia na Economia Industrial, uma vez que vários autores argumentam que um aumento de concentração é o resultado de uma concorrência ativa e intensa nos mercados. Rasmussen (1988) defende que a aquisição de uma empresa que entrou recentemente num setor tem um impacto positivo na dissuasão de entrada de outros concorrentes, uma vez que os candidatos à entrada podem ameaçar a empresa instalada com uma estratégia de preços baixos e, por isso, o facto da empresa recém-entrada poder eventualmente ser adquirida constitui uma vantagem para a adquirente. Spence (1977) e Dixit (1980) acrescentam ainda que as empresas candidatas à entrada podem exercer um efeito de chantagem sobre a empresa já presente no mercado, através da ameaça de manterem os preços baixos, o que ainda pode ser mais benéfico para os entrantes se for tido em conta o facto de que estes podem ser alvos de uma aquisição. Esta utilização de excesso de capacidade levará a um decréscimo do preço pós-entrada e poderá ser extremamente perigosa para a empresa instalada.

Valente (2005) também indica que outra vantagem das F&A passa pelo facto de estas operações serem boas alternativas de entrada num mercado em que existem barreiras à entrada, uma vez que, através da aquisição, a empresa entrante, apesar de ter de operar com uma capacidade próxima da empresa-alvo, consegue erradicar a sua desvantagem estratégica pós-entrada.

1.5.1.3. Teorias baseadas na hipótese da informação ou sinalização

Outro grupo de teorias apresentado por Valente (2005) são as teorias baseadas na hipótese da informação ou sinalização, que estão mais relacionadas com fatores de natureza financeira. A hipótese da Informação ou Sinalização ilustra que o mercado encarrega-se de reavaliar o valor das ações das empresas, uma vez que a nova informação é disponibilizada no mercado, ao longo dos processos de F&A. Nesse sentido, Bradley et al. (1983) apresentam versões alternativas para explicar esta hipótese. Uma delas é a versão *kick-in-the-pants*, que sugere que a oferta pública de aquisição fornece informação e envia um sinal aos gestores da empresa-alvo, fazendo com que estes implementem uma estratégia operativa mais eficiente (Valente, 2005). Outra versão é designada por *sitting-on-a-gold-mine* que refere que as negociações do processo de F&A divulgam nova informação ou fazem com que o mercado pense que a empresa ofertante dispõe de informação privilegiada, conduzindo a uma reavaliação das ações previamente subavaliadas, sendo que, neste caso, é vantajoso para uma empresa a fusão ou aquisição caso o objetivo seja aumentar a sua capacidade numa linha de negócio particular (Valente, 2005).

1.5.1.4. Teorias baseadas em problemas de delegação de autoridade

O último grupo de teorias explicativas das F&A abordado por Valente (2005) é o das teorias baseadas em problemas de delegação de autoridade, problemas esses que são também conhecidos por problemas de agência ou da relação agente-principal. Os problemas de agência surgem quando existem conflitos de interesses entre os gestores e os acionistas ou entre os acionistas e os titulares da dívida da empresa. Note-se que em situações que os acionistas não conseguem fazer a supervisão da atividade dos gestores, a ameaça de *takeover* é uma solução para identificar os gestores que têm interesses compatíveis com os dos acionistas. No entanto, existem teorias próximas da gestão, que defendem que as F&A não são a solução, mas o resultado dos problemas de agência, na medida em que as F&A são efetuadas com o objetivo de aumentar a dimensão da empresa, aumento esse que constitui uma finalidade dos gestores, nomeadamente, pelo facto de muitas vezes os benefícios e remunerações destes estarem dependentes dessa dimensão. (Valente, 2005)

No entanto, segundo Roll (1986), os problemas de delegação de autoridade também podem estar relacionados com o sobreotimismo dos gestores, o que pode resultar em erros de avaliação e num preço das ações da empresa-alvo demasiado elevado.

No seguimento desta temática, Jensen (1986) apresentou a *Teoria do Free Cash-Flow*. De acordo com esta teoria, as F&A são o resultado de conflitos entre acionistas e gestores, decorrentes da distribuição de *cash-flow* em excesso. Jensen (1988) alega que esse *cash-flow* remanescente deve ser distribuído pelos acionistas, sob a forma de dividendos, sendo que este procedimento reduzirá o poder discricionário dos gestores e estes ficarão mais propensos a serem investigados pelo mercado de capitais. Jensen (1988) defende ainda, que a emissão de dívida pode ser uma boa forma para atenuar os custos de delegação de autoridade, pois pode atuar como um substituto da política de dividendos e implicar aos gestores o pagamento de *cash-flows* futuros, de uma forma mais credível, dado que, deste modo, o *cash-flow* disponível para gastos discricionários dos gestores vai ser menor.

Como podemos observar são várias as razões para as empresas optarem por uma fusão ou aquisição, daí ser importante esta análise para perceber os principais motivos. No entanto, também é importante analisar o impacto que estas operações têm e, nesse sentido, vão ser apresentados, de seguida, os efeitos das F&A.

1.6. Consequências das F&A

Neste subcapítulo vai ser feita uma análise das consequências que as F&A têm, mais concretamente, para as empresas envolvidas, para os acionistas, para a equipa de gestão e para os colaboradores.

1.6.1. Para as empresas envolvidas

Relativamente ao impacto que as F&A têm para as empresas, Gugler et al. (2003) estudaram o desempenho das empresas, em relação aos lucros e à sua relação com as F&A e constatarem que, na maior parte dos casos, estas estratégias são responsáveis por um aumento destes. Esta evolução dos lucros, segundo os autores, justifica-se pelo facto de as F&A estarem associadas a um aumento do poder de mercado e da eficiência. Segundo os dados do estudo em questão, nos EUA, nos cinco anos após a fusão, houve um aumento dos lucros de cerca de 8,1%.

Por outro lado, Healy et al. (1992) concluem no seu estudo que após a fusão, a produtividade dos ativos em relação à indústria aumenta consideravelmente com estas operações, aumentando também os retornos dos fluxos de caixa operacionais. Adicionalmente, os autores defendem que as fusões não tem impacto no que diz respeito aos investimentos em I&D e a cortes no capital a longo prazo e finalmente, concluem que a data de anúncio do processo de fusão tem um impacto positivo no aumento dos fluxo de caixa e no retorno anormal das ações, ou seja, o anúncio da fusão conduz a uma melhoria da reavaliação de capital da empresa na sequência da melhoria das expectativas económicas que os agentes têm quando o anúncio é feito.

1.6.2. Para os acionistas

Como seria de esperar as F&A também têm efeitos sobre os acionistas, Andrade et al. (2001) analisaram a reação anormal do mercado de capitais ao anúncio da fusão e observaram que existiam efeitos positivos para os acionistas, havendo uma tendência para a criação de valor por parte das F&A, sendo que é na empresa-alvo que se regista a maior parte dos ganhos. No entanto, no mesmo estudo, é possível constatar que as empresas adquirentes apresentam retornos negativos.

À semelhança do que foi mencionado por Andrade et al. (2001), Jensen & Ruback (1983) analisaram os retornos anormais do preço das ações depois das F&A, isto é, a diferença entre os retornos reais e os esperados, e concluíram que as aquisições criam ganhos que beneficiam os acionistas da empresa-alvo sendo que, neste estudo, os acionistas da empresa-adquirente apresentaram um resultado nulo. Relativamente à criação de poder de mercado, estes autores não encontraram evidência para tal, uma vez que a análise dos autores aos retornos das ações das empresas concorrentes não revelou retornos anormais negativos. Adicionalmente, Jensen & Ruback (1983) elaboraram uma análise dos retornos tendo em conta diferentes tipos de operações e concluíram que quando se está perante uma OPA mal sucedida, caso não exista uma nova oferta num período de dois anos, os retornos são nulos e quando estamos na presença de fusões mal sucedidas, há uma tendência para os retornos desaparecerem em pouco tempo.

1.6.3. Para a equipa de gestão

Relativamente ao impacto que as F&A têm na equipa de gestão, Jensen & Ruback (1983) acreditam que este só será positivo quando o controlo de ativos da empresa-alvo for

transferido para a empresa adquirente. Segundo os autores, os acionistas das empresas-alvo vão ser prejudicados caso os gestores se oponham à realização das F&A, pelo que há tendência para estes últimos terem atitudes que tornem a probabilidade da sua empresa ser desejada por outras mais reduzida, de forma a garantirem os seus benefícios apesar de, para isso, os acionistas saírem prejudicados. Essas atitudes podem passar, por exemplo, por queixas pelo facto de a operação em causa violar as leis da concorrência ou mesmo pelo cancelamento de uma proposta sem a consulta dos acionistas. Além disso, a recompra de ações, com um prémio, que se trata de um pagamento a um potencial licitante para cessar a atividade de aquisição, ou os acordos de moratória, que constituem contratos voluntários nos quais as empresas se comprometem a limitar a sua participação noutras empresas, também podem prejudicar gravemente os acionistas, embora a oposição da equipa de gestão a uma oferta de aquisição também possa beneficiar os acionistas caso conduza a uma subida do preço das ações ou a um aumento do valor da oferta. Finalmente, os autores concluem que, de uma forma geral, este tipo de operações leva a uma redução dos gastos com os vencimentos da equipa de gestão.

No que diz respeito à remuneração, Jovanovic (2013) refere que quando as remunerações dos agentes são elevadas e uma estratégia de fusão é adotada, os acionistas preferem optar por sinergias em detrimento do esforço da gestão. Isto só não acontecerá se o número de acionistas for reduzido, uma vez que os salários da administração da empresa resultante da fusão também podem ser alvos de um decréscimo e de uma reestruturação empresarial, o que fará com que os gestores optem por níveis de esforço mais baixos.

1.6.4. Para os trabalhadores

Por fim, as F&A também têm impacto para os colaboradores das empresas envolvidas. Para analisar esta temática, Gugler & Yurtoglu (2004) observaram os efeitos das F&A na procura de mão-de-obra nos EUA e na Europa, estimando a função de ajuste do emprego com dados de 10 282 empresas, entre 1987 e 1998, e concluíram que se registou um aumento do desemprego nas duas últimas décadas, na União Europeia e nos EUA, embora esse aumento tenha sido muito mais expressivo na União Europeia, acabando pelo impacto nos EUA ser pouco significativo. Tal acontecimento pode ser justificado pelo facto de os custos de ajustamento laboral europeus serem mais elevados do que os dos EUA, o que faz com que, seja mais difícil para as empresas situadas na Europa atingir um nível de emprego ótimo após um choque económico. Tendo por base o exemplo de

Portugal, é fácil nos apercebermos que as leis laborais, nomeadamente, as leis de proteção contra os despedimentos, são mais rígidas, o que pode originar tanto um aumento da duração do período de trabalho como também do período de desemprego, daí ser importante tomar medidas que permitam obter uma maior flexibilização a nível das leis laborais.

Nesse sentido, os autores concluem que os efeitos que as F&A têm no emprego variam entre países com diferentes características no que diz respeito ao mercado de trabalho, sendo sugerido por eles que o facto de as F&A não terem muito impacto no emprego, no caso dos EUA, se deve à sua facilidade de redução da força de trabalho, ao passo que em países onde existe uma maior dificuldade em despedir trabalhadores, como é, por exemplo, o caso da França, as empresas podem tentar ajustar o emprego durante as fusões de forma a encontrarem o nível de emprego ótimo. Assim, Gugler & Yurtoglu (2004) concluíram que o efeito das F&A na procura de mão-de-obra é insignificante para os EUA, embora o caso do Reino Unido e dos países da Europa continental seja diferente, tendo o emprego sofrido um decréscimo de 12,4% e 7,9%, respetivamente.

Segundo Kubo & Saito (2012), os funcionários de uma empresa, associam as F&A a perda de empregos e a cortes salariais. Um questionário realizado pelo *Nikkei Newspaper* mostra que mais de 80% dos funcionários de empresas japonesas não tem uma opinião favorável acerca da possibilidade da sua empresa ser adquirida por outra, o que se deve, por exemplo, ao facto dos trabalhadores preverem que, com esta estratégia empresarial, as suas hipóteses de serem promovidos serem menores, principalmente se a empresa que vai liderar a fusão não for a empresa a que estes colaboradores pertencerem.

Beckman & Forbes (2004) exploraram a influência no emprego e nos salários das 62 aquisições realizadas, entre 1987 e 1995, no Reino Unido e concluíram que a mediana do emprego total das empresas adquirentes e adquiridas diminuiu cerca de 11% nos cinco anos após a realização da aquisição e que os salários aumentaram cerca de 19% para aquisições entre empresas de indústrias relacionadas e cerca de 8% para aquisições entre empresas de indústrias não relacionadas.

Segundo Kubo e Saito (2012), este aumento dos salários poderá dever-se a três razões. A primeira está relacionada com o facto de os trabalhadores que recebem salários mais baixos optarem por deixar a empresa, até porque, como já foi visto, em alguns casos, existe uma tendência para a redução da força de trabalho durante o processo de fusão, e esta saída dos trabalhadores com salários inferiores faz com que o salário médio, após a

fusão, aumente. A segunda razão prende-se com o facto de que, quando existe uma fusão entre duas empresas, as políticas salariais de ambas podem ser diferentes e, por isso, a empresa resultante da fusão, precisa ajustar e unificar os seus níveis salariais, sendo a estratégia mais utilizada adotar o nível de salário mais alto uma vez que, caso não o fizessem, os trabalhadores que estavam habituados a ter os salários altos da antiga empresa, iam sentir-se desmotivados, por verem o seu salário ser reduzido, e isso afetaria a produtividade e os resultados da empresa. A terceira razão pode ser explicada pelo aumento da produtividade, pois com a realização de uma fusão, e com eventuais economias de escala, a produtividade aumenta e, deste modo, os salários também serão positivamente influenciados.

Ainda no que diz respeito à rentabilidade e aos salários, Conyon et al. (2004) realizaram uma análise empírica sistemática dos efeitos da atividade de fusões e aquisições sobre os lucros e a remuneração dos empregados no Reino Unido, usando uma base de dados especialmente construída para o período 1979-91 e constataram que tanto a rentabilidade quanto os salários sobem após a aquisição, com o tamanho e o *timing* dos impactos diferindo de acordo com o tipo de aquisição que está sendo considerado. Os trabalhadores cujas empresas estão envolvidas numa fusão com uma empresa do mesmo setor obterão maiores aumentos salariais do que as empresas que produzem produtos não relacionados. Estas empresas não só beneficiam de uma melhor posição de negociação, *ceteris paribus*, como também beneficiam da melhor posição de lucro da empresa com quem eles o compartilham, o que pode dever-se em parte a um aumento na eficiência da mão-de-obra utilizada.

Capítulo 2 – Estudo de Caso: Fusão Sumolis e Compal

No capítulo anterior foi realizada uma revisão de literatura, de forma a perceber o que já foi estudado e analisado, e o que ainda pode ser debatido em relação a este tema das F&A. Assim, o capítulo anterior mostra que as F&A são um processo bastante pormenorizado e bem delineado consoante as necessidades e objetivos das empresas em questão.

Neste capítulo, pretende-se, através de um estudo de caso, analisar o processo de fusão dos Grupos Sumolis e Compal permitindo, assim, perceber, para este caso concreto, o que determinou e motivou a fusão e verificar se os resultados atingidos com a fusão foram ou não favoráveis para a empresa. Nesse sentido temos seis subcapítulos, o primeiro é uma análise à metodologia adotada, o segundo é uma breve exposição da evolução dos Grupos Sumolis e Compal, o terceiro conta com uma descrição da fusão Sumol+Compal, o quarto aborda as motivações desta fusão, o quinto expõe a análise do Regulador à fusão e, por fim, o sexto e último subcapítulo é uma análise dos efeitos resultantes da fusão sobre as empresas envolvidas, sobre os acionistas, sobre a equipa de gestão e sobre os colaboradores.

2.1. Metodologia

A metodologia adotada é o estudo de caso, que segundo Yin (1994) se trata de uma estratégia muito usada quando o investigador tem o seu foco num fenómeno contemporâneo dentro de um contexto real.

Neste caso, estamos perante uma metodologia qualitativa, embora estejam incluídas variáveis quantitativas, necessárias para a obtenção das nossas conclusões. No que diz respeito ao tipo de caso de estudo, estamos na presença de um caso de estudo descritivo, pois foca-se na observação de um fenómeno no seu contexto real, mas também pode ser considerado um caso de estudo explicativo, na medida em que explica as causas de um fenómeno real (Yin, 1981).

Assim sendo, através da recolha de dados económico-financeiros presentes na base de dados SABI, para os grupos Sumolis e Compal, antes e depois da fusão, estarão reunidas as condições para se conseguir analisar, através de indicadores económico-financeiros, a evolução destes grupos, antes e depois da implementação desta estratégia, e perceber se as

expetativas iniciais que existiam para esta fusão foram atingidas, ou seja, se a fusão teve ou não a rentabilidade desejada.

2.2. Grupos Sumolis e Compal

De forma a perceber a dinâmica e a estrutura destes dois grupos vai ser analisada, de seguida, a sua evolução desde o momento da criação até ao momento da fusão.

2.2.1. Grupo Sumolis

O Grupo Sumolis teve a sua origem no ano de 1945 com um grupo de amigos que com cerca de 500 € decidiu abrir uma fábrica de gelo e bebidas gaseificadas, que designaram de Refrigor. A entrada de um novo sócio, António João Eusébio, em 1950, foi determinante para a grande transformação da empresa devido à sua capacidade de empreendedorismo e de inovação. Assim, surgiu em 1954, numa garrafa de vidro 0.25 litros, a primeira bebida de sumo de fruta pasteurizada, a Sumol Laranja e, quatro anos mais tarde, a Sumol Ananás.

É também importante mencionar que a Sumol foi pioneira no que diz respeito à estratégia de marketing, pois nenhuma bebida não alcoólica tinha, até então, adotado uma estratégia de marketing moderna, sendo apenas frequente a publicidade através de jornais ou de anúncios publicitários nos locais de venda e, com a sua estratégia inovadora, a Sumol decidiu não só colocar cartazes e *slogans* por todo o país mas também, em 1965, criar um anúncio televisivo alusivo à marca. Estas campanhas publicitárias foram tão bem sucedidas que, nos anos 70, as imitações da bebida Sumol se foram propagando. No entanto, a Sumol continuou com a sua estratégia inovadora e, em 1978, lançou um segundo anúncio televisivo, desta vez, com uma figura pública, Herman José, o que nunca tinha acontecido até esta altura.

Nos anos 80, novos formatos de embalagem foram comercializados, nomeadamente, as garrafas de plástico de 1,5 e 2 litros e as latas de 0,33 litros, o que também constituiu uma inovação no mercado. Ainda nesta década, mais concretamente, em 1984, a Sumol apostou no segmento jovem, tendo mesmo realizado anúncios publicitários focados nesta faixa etária.

A década de 90 também foi muito bem sucedida para a Sumol. Além da mudança da imagem da marca, em 1991, surgiu em 1994 um novo sabor, o Sumol Maracujá. Outro fator de destaque nesta década foi o seguimento da aposta da Sumol no segmento jovem, tendo mesmo feito um acordo de patrocínio com a banda Xutos e Pontapés para uma digressão de quarenta concertos e campanhas publicitárias destinadas a este segmento.

Em 2006, a Sumol inovou a sua marca lançando o Sumol Manga e a Sumol Z, que se tratava de uma linha de refrigerantes destinada à população jovem. Ainda no âmbito de um reforço da sua posição no segmento jovem, entre 2005 e 2009, a Sumol associou-se à série Morangos com Açúcar, tendo mesmo criado nesta época a edição especial Sumol Morango e um passatempo, *Endless Summer*, que permitiu ao vencedor ter uma participação especial na série.

Por fim, em 2009, nasceu a Sumol+Compal, resultante da fusão entre os grupos Sumolis e Compal e já em 2010, a empresa optou por uma aposta noutros segmentos, difundindo a campanha "Mantém-te Original", que pretendia transmitir a mensagem aos consumidores de serem originais independentemente da idade, de forma a atrair outras faixas etárias.

2.2.2. Grupo Compal

A Companhia de Conservas Alimentares, SA, mais conhecida por Compal, foi criada em 1952 e, tal como o nome indica, pertencia à indústria alimentar.

Alguns anos após a sua criação, nos anos 60, a Companhia União Fabril (CUF) integrou a Compal, o que lhe permitiu a esta última reforçar os capitais da empresa, recorrer a crédito e construir uma nova unidade fabril em Almeirim.

É também importante notar que, apesar de esta empresa ter começado por se dedicar à produção de conservas de tomate, também apostou na diversificação do seu negócio e começou a produzir também sumos de fruta, néctares, refrigerantes, vegetais em conserva e águas gaseificadas.

Além disso, em 1998, a Compal decidiu internacionalizar a marca e entrou no mercado de sumos e de bebidas à base de sumos, em Espanha.

Em 2005, esta empresa foi vendida ao consórcio formado pela Sumolis e pela Caixa Geral de Depósitos (CGD).

E, por fim, em 2009, fruto da fusão da Compal e da Sumol, foi criada, tal como já foi visto, a empresa Sumol+Compal.

2.3. Fusão Sumol+Compal

A Sumol+Compal surgiu, em 2009, através da fusão de duas empresas portuguesas com mais de 60 anos de história e uma forte presença no mercado, nomeadamente, a Sumol e a Compal. Este processo teve início em 2005 com a compra da Compal e da Nutricafés à empresa Nutriveste por parte da Sumolis e do Grupo Caixa Geral de Depósitos (Sumol+Compal, 2010).

Quando estes dois grupos optaram pela fusão, definiram como missão ser uma empresa de destaque, a nível internacional, nos mercados de bebidas de fruta, alcançar a liderança nos mercados de bebidas de alta rotação em Portugal, e continuar a ser uma empresa de referência no que diz respeito aos mercados de vegetais preparados e de derivados de tomate. Associando isto ao seu lema de que a água, os vegetais e a fruta estão cada vez mais presentes na alimentação dos consumidores, por questões de saúde e bem-estar, estes grupos viram aqui uma grande oportunidade nos mercados de bebidas de alta rotação, o que os levou a encarar esta oportunidade como um desafio para crescer neste mercado.

Atualmente a Sumol+Compal, empresa resultante da fusão dos dois grupos líderes na indústria das bebidas, Sumolis e Compal, é uma empresa de referência no setor das bebidas não alcoólicas, sendo que se tornou, desde 2010, líder na indústria de bebidas não alcoólicas, em Portugal. Segundo o Relatório de Contas de 2017, a Sumol+Compal tem uma quota de mercado superior a 26% (Sumol+Compal, 2017) e os últimos dados disponíveis, do Relatório de Contas de 2017, apontam para um volume de vendas, em Portugal, de aproximadamente 251,7 milhões de euros. A Sumol+Compal é também uma referência a nível internacional, estando presente em cinco países além de Portugal, nomeadamente, em França, Suíça, China, Angola e Moçambique, apresentando, segundo os dados do Relatório de Contas de 2017, um volume total de vendas, nestes países, de cerca de 96 milhões de euros.

2.4. Motivações da fusão Sumol+Compal

Numa tentativa de manter a sua posição de mercado os grupos Sumolis e Compal optaram por uma estratégia de fusão, em 2009, de forma a contornar o cenário que se apresentava neste período, nomeadamente, o facto das Marcas de Distribuidor (MDD) estarem a dominar o mercado, com as suas campanhas de comunicação. Temos como exemplo a marca Pingo Doce que devido aos preços baixos praticados, no que diz respeito aos seus sumos e néctares, conseguia ter uma vantagem estratégica sobre as marcas de fabricante.

As Marcas de Distribuidor, também designadas como Marcas Brancas, eram anteriormente associadas a produtos de baixa qualidade pelo facto de utilizarem matérias-primas de qualidade inferior. No entanto, atualmente o cenário já é diferente e estas marcas conseguiram conquistar a confiança, e em muitos casos, a fidelidade dos consumidores, pois ao longo dos anos provaram que têm uma boa relação qualidade-preço.

Estas marcas adotaram uma estratégia de seguidoras das marcas de fabricante líderes de mercado, como por exemplo a Compal. Assim, através de pequenas e médias empresas especializadas neste tipo de serviços ou através dos próprios fabricantes de marcas que pretenderam otimizar a sua capacidade produtiva instalada produzindo marcas próprias, as marcas brancas conseguiram garantir a produção e o sucesso da sua estratégia. Desta forma, as MDD conseguiram entrar com mais facilidade nos segmentos de mercado indiferenciados, isto é, onde a capacidade de diferenciação e o valor acrescentado, por parte das marcas fabricantes, são inferiores. Temos como exemplo o segmento das polpas de tomate, uma vez que foi um segmento em que as MDD atingiram um rápido alcance da liderança do mercado. Além disso, uma vez que estes segmentos indiferenciados não necessitam de despesas relacionadas com taxas de entrada em linha e com investimento em desenvolvimento industrial, as MDD podem apresentar propostas de inovação e de valor acrescentado nestes segmentos.

Relativamente aos segmentos não indiferenciados, isto é, os segmentos onde o desenvolvimento de produtos é mais complexo, as MDD apostaram na imitação sensorial das propostas do líder de mercado e na semelhança das suas embalagens. Nesse sentido, as MDD têm usado como estratégia a introdução, em loja, dos seus produtos juntos dos do líder de forma a atrair a atenção do consumidor para o facto de o seu produto poder ser adquirido a baixo preço, o que tem prejudicado as marcas de fabricante.

Nesse sentido, as posições de liderança das marcas de fabricante foram postas em causa, tendo as MDD conquistado a sua posição junto dos consumidores. Deste modo, de forma a contornar esta estratégia de preços baixos, os grupos Sumolis e Compal optaram por unir forças e tirar partido do melhor das duas empresas, alargando consideravelmente o seu portefólio de produtos e beneficiando de sinergias, de forma a superar a concorrência através do aumento de poder de mercado e dos ganhos de eficiência resultantes da fusão (Brito, 2003).

2.5. Análise do Regulador à fusão

De forma a analisar a decisão do regulador, neste caso, da Autoridade da Concorrência (AdC), à fusão será examinado o documento que diz respeito à Decisão da AdC.

Assim, constata-se que a AdC foi notificada a 20 de Março de 2008, pelas partes interessadas de que existia interesse por parte destas em realizar uma operação de concentração que consistiria na aquisição por parte da Sumolis do controlo exclusivo da Compal, através da aquisição de 80% do seu capital social.

No seguimento do processo, a AdC publicou um anúncio referente à manifestação do interesse das partes envolvidas na realização desta operação e recebeu observações de terceiros relativamente à prática em questão.

Adicionalmente, a AdC identificou as entidades envolvidas, designadamente, a Sumolis, sociedade aberta controlada pela Refrigor, SGPS,S.A., empresa pertencente ao setor das bebidas, mais concretamente, de refrigerantes com gás, sumos, néctares, refrigerantes de fruta sem gás, águas engarrafadas lisas e com gás, e cervejas, fazendo parte da constituição do grupo Sumolis a Sumolis Gestão de Marcas, a Sasel, a Cibal e a Codibal, sendo este grupo, Sumolis, a manifestar interesse em adquirir o capital social da Compal, sociedade anónima controlada pelo Grupo Caixa Geral de Depósitos, cuja atividade se dedica à produção e comercialização de bebidas, mais especificamente, sumos, néctares, refrigerantes sem gás, águas com gás e também produtos alimentares, como por exemplo, os vegetais preparados e os derivados de tomate. Tendo como objetivo a aquisição de 80% do capital social da Compal e, conseqüentemente, do seu controlo exclusivo, a Sumolis celebrou um Contrato Quadro com promessa de compra e venda de ações com o Grupo CGD.

Assim, este acordo previa a concretização desta operação através de várias fases, designadamente, a aquisição ao Grupo CGD por parte da Sumolis de ações representativas de 29,9% do capital social e direitos de voto da Compal, a promoção da fusão entre a Sumolis e a Compal, a aquisição por parte da Sumolis ao Grupo CGD de ações representativas de 8,2% do capital social e direitos de voto da Compal e um aumento do respetivo capital social em espécie, promovido pela Sumolis, a realizar pelo Grupo CGD com a entrega de ações representativas de 41,9% do capital social da Compal, o que fez com que participação do Grupo CGD passasse a ser de, aproximadamente, 20,6%.

Relativamente à definição de mercado relevante, a nível do produto, e dadas as atividades de ambas as empresas, a AdC entendeu que essa definição abrangeria o mercado dos sumos, néctares e refrigerantes de fruta sem gás, o das águas com gás sem sabor, o do embalamento de alimentos líquidos, o dos vegetais preparados, o dos derivados de tomate, o das águas com gás aromatizadas, o das bebidas energéticas, o das águas sem gás, o dos refrigerantes com gás, o dos *ice teas*, o das bebidas isotónicas, o da cerveja e, por fim, o das bebidas de sumo refrigeradas.

No que diz respeito ao mercado relevante, em termos geográficos, a AdC considera que este é nacional, com a exceção dos mercados geográficos dos sumos, néctares, refrigerantes de fruta sem gás, derivados de tomate, vegetais preparados, embalamento de líquidos alimentares e bebidas de sumo refrigeradas, que têm uma dimensão ibérica.

Outro aspeto destacado pela AdC são as implicações que a fusão pode ter a nível da concorrência, mais concretamente, as barreiras que pode criar à entrada de novos concorrentes. Assim, a AdC destaca quatro tipos de barreiras à entrada, nomeadamente, as barreiras relacionadas com a diversificação e com a gama de produtos, as barreiras relacionadas com a notoriedade da marca, as barreiras relacionadas com as economias de escala e de gama e, por fim, as barreiras relacionadas com as redes de distribuição.

Relativamente ao primeiro tipo de barreiras enunciado, a AdC acredita que a diversificação e a gama de produtos podem criar barreiras à entrada na medida em que sendo os Grupos Sumolis e Compal empresas que dispõe de uma vasta gama de sumos e néctares com diversos sabores de fruta, a fusão pode dissuadir a entrada de novos concorrentes uma vez que esta diversidade de produtos vai ocupar muito espaço nas prateleiras dos pontos de venda e vai limitar o espaço disponível para a comercialização dos produtos dos concorrentes.

O segundo tipo de barreiras à entrada referidas são as relacionadas com a notoriedade da marca, pois nos mercados dos sumos, néctares e refrigerantes, as empresas que já possuem uma presença consolidada no mercado têm uma forte notoriedade e, por isso, beneficiam da fidelização dos consumidores, o que pode criar entraves à entrada de novos concorrentes, uma vez que estes terão de fazer grandes investimentos para conseguirem conquistar o mercado.

O terceiro tipo de barreiras de entrada mencionadas são as relacionadas com as economias de escala e de gama, sendo que o setor em estudo é caracterizado por beneficiar de economias de escala e de gama, o que faz com que estas sejam muitas vezes responsáveis pelo afastamento de novos entrantes, uma vez que a entrada em pequena escala implica custos médios de produção superiores em relação aos que as empresas de maior escala suportam e, deste modo, as empresas já instaladas têm uma vantagem acrescida. Além disso, a saída das empresas deste setor também é dificultada na medida em que existem muitos custos fixos e afundados, como por exemplo, o valor gasto no arrendamento das instalações produtivas e nos equipamentos utilizados para a produção, o que conduziria a avultadas perdas económicas e financeiras no caso de saída do mercado.

O quarto e último tipo de barreiras à entrada abordadas pela AdC são as relacionadas com as redes de distribuição. Relativamente a este grupo de barreiras a AdC refere que caso não haja uma rede de distribuição desvinculada, isto é, uma rede de distribuição independente, que garanta a distribuição até aos pontos de venda HORECA, mesmo nas zonas mais periféricas, colocar-se-ão entraves à entrada dos concorrentes que pretendam aceder a estes mercados.

Por fim, são apresentados os compromissos propostos pela Notificante, designadamente, a suspensão da comercialização, em Portugal, das marcas Sumol Néctar, Sumol Néclight e Sumol 100% Sumo, no prazo de doze meses e por um período de três anos; a alienação da Marca Socol para os territórios de Portugal e Espanha, bem como as Formulações utilizadas em Socol, Sumol Néctar, Sumol Néclight e Sumol 100% Sumo; a sua disponibilização para prestar serviços de enchimento de sumos e néctares, em condições de mercado, a quaisquer marcas de fabricante, em garrafas de vidro de tara perdida no formato 0,20 litros, durante um período de três anos; e a eliminação dos acordos de exclusividade, em Portugal, com os distribuidores de sumos, néctares e refrigerantes de fruta sem gás.

Para concluir, dada toda a informação analisada que consta deste processo, a AdC decidiu adoptar uma decisão de não oposição, juntamente com a imposição de certas condições e obrigações, como vimos anteriormente, que se destinam a garantir o cumprimento do conjunto de compromissos assumidos pela Notificante, pelo que a proposta de aquisição da Compal por parte da Sumolis foi aceite.

2.6. Efeitos Resultantes da Fusão

Depois de ter sido analisada a decisão do Regulador à fusão, vão ser agora apresentados os efeitos que as F&A têm, nomeadamente, sobre as empresas envolvidas, sobre os acionistas, sobre a equipa de gestão e sobre os colaboradores.

2.6.1. Sobre as empresas envolvidas

De forma a perceber o impacto desta operação de fusão para os Grupos Sumolis e Compal vão ser analisados alguns rácios económico-financeiros calculados a partir das demonstrações financeiras observadas nos relatórios de contas da empresa Sumol+Compal e dos dados retirados da base de dados SABI, antes e depois da fusão, isto é, no período entre 2007 e 2012.

Tabela 1 - Rácios económico-financeiros da empresa Sumol+Compal (2007-2012)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Rendibilidade dos Capitais Próprios	0,32%	-9,08%	-4,34%	6,18%	4,49%	0,75%
Rendibilidade das Vendas	0,16%	-4,06%	-1,77%	2,45%	1,84%	0,31%
Rendibilidade Operacional do Ativo	3,70%	1,00%	2,80%	5,30%	4,40%	3,70%
Earnings per Share	0,01€	-0,14€	-0,06€	0,10€	0,04€	0,01€

Fonte: rácios calculados com base nos dados obtidos no Relatório de Contas da empresa e na base de dados SABI

Em primeiro lugar foi calculada a rentabilidade dos capitais próprios, que é o rácio entre o resultado líquido e os capitais próprios. Este rácio permite analisar a capacidade dos capitais investidos em gerar retorno financeiro. Quando analisamos este indicador, é importante notar que quanto maior for o seu valor, melhor será o desempenho da empresa relativamente à utilização dos investimentos dos seus proprietários. Neste caso em concreto, tal como podemos observar pela tabela, este rácio a partir de 2008 apresenta resultados negativos, pelo que podemos concluir que, antes e após a estratégia de fusão, a Sumol+Compal apresentou uma baixa capacidade de financiamento e foi pouco atrativa do ponto de vista de futuros potenciais investidores pois, tomando como exemplo o ano de 2008, em que o rácio de rentabilidade dos capitais próprios é de -9,08%, por cada euro de investimento dos proprietários, estes tiveram resultados líquidos de cerca de nove centavos negativos, ou seja, incorrem em prejuízo face ao montante investido. Além disso, é de louvar a importância deste rácio pois permite comparar o desempenho não só entre diferentes empresas, mas também entre diferentes aplicações de capital.

O segundo indicador analisado foi o rácio da rentabilidade das vendas, que traduz o quociente entre o resultado líquido e a soma das vendas e dos serviços prestados. Este indicador permite saber qual é o lucro obtido por cada unidade monetária vendida, sendo que através deste rácio conseguimos obter a margem total de vendas após os efeitos fiscais, financeiros e de exploração da mesma. No caso da Sumol+Compal podemos constatar que apenas a partir de 2009, ano em que a fusão teve efeitos retroativos, este rácio atingiu valores positivos, tendo em 2009 registado um valor de -1,77%, o que se trata de uma evolução positiva, uma vez que em 2008 se registou -4,06%. Segundo Ferreira (2012), isto pode dever-se ao facto das fusões entre empresas poderem conduzir a um aumento das vendas através da pressão sobre os mercados, via aumento dos preços, devido a um poder de negociação mais forte, ou via aumento da quantidade vendida e, além disso, o crescimento pode também concretizar-se por via da extensão da linha dos produtos vendidos e pela expansão geográfica. E efectivamente, houve uma tendência para um aumento da quantidade vendida durante o período em análise, isto é, entre 2007 e 2012, como se pode constatar pelos Relatórios e Contas da empresa. Em 2007, a quantidade vendida era de 237,9 milhões de litros, em 2008 a quantidade vendida ascendeu a 395,2 milhões de litros, em 2009 a 384,2 milhões de litros, em 2010 a 396,7 milhões de litros, em 2011 a 398,5 milhões de litros e, por fim, em 2012 a 374,3 milhões de litros. No entanto, é importante notar que, uma vez que se vivia uma grande crise económico-financeira no

período em que a fusão decorreu, já seria de esperar, que os resultados não fossem tão animadores como seria suposto caso esta fusão tivesse ocorrido num momento em que a envolvente económica fosse mais favorável, até porque devido a estas circunstâncias a empresa foi obrigada em vários anos, nomeadamente em 2008, em 2009, em 2011 e em 2012 a baixar o seu preço de venda para atenuar as quebras na procura, sendo que para agravar a situação em 2011 e em 2012 ainda houve um aumento de preço de algumas matérias-primas, o que também não foi favorável para estes resultados. No entanto, apesar deste cenário podemos dizer que esta fusão teve efeitos favoráveis a nível da quantidade vendida e só não teve efeitos tão positivos, como seria de prever, a nível do volume de vendas, em milhares de euros, devido a estas reduções do preço de venda. No entanto, apesar disso podemos inferir pela análise dos Relatórios e Contas da empresa que, dadas as circunstâncias, os valores não foram assim tão preocupantes. Em 2007, as vendas registaram um aumento de 0,6%, o que significou um volume de vendas de 156,4 milhões de euros. Em 2008, as vendas cresceram 1,3%, o que perfiz um total de 324,5 milhões de euros. Em 2009, decresceram 3,7%, fixando-se nos 308,5 milhões de euros. Em 2010, as vendas tiveram um crescimento de 4,6%, o que se traduziu num valor de 322,5 milhões de euros. Em 2011, as vendas sofreram um decréscimo de 1,6%, o que representou um valor de 317,3 milhões de euros. E, por fim, em 2012, as vendas voltaram a sofrer um decréscimo, desta vez de 10,6%, sendo que perfizeram um total de 283,5 milhões de euros. Para concluir, é importante destacar que quanto maior for o rácio rentabilidade das vendas, maior é o peso de cada unidade vendida na formação dos resultados.

O terceiro rácio analisado foi o da rentabilidade operacional do ativo, que denota a relação entre o resultado operacional e o ativo. Este indicador é muito importante pois permite avaliar a capacidade de gestão dos ativos da empresa e a sua eficiência em termos de produção de resultados financeiros, sendo que quanto maior for este rácio melhor será o desempenho da empresa relativamente ao uso dos seus ativos. É também importante notar que caso o custo do capital alheio seja mais baixo que a rentabilidade operacional do ativo, um aumento da dívida da empresa conduzirá a um aumento da rentabilidade dos capitais próprios. No nosso caso, a Sumol+Compal foi eficiente em todo o período considerado, isto é, entre 2007 e 2012, o que significa que os ativos da empresa tiveram capacidade para gerar retorno financeiro. Por exemplo, em 2010, ano em que o rácio foi de 5,30%, cada euro de ativo líquido detido pela empresa gerou 5,30 cêntimos de resultados líquidos.

O quarto indicador designa-se *earnings per share* e traduz o quociente entre o resultado líquido do período e o número de ações e permite analisar a rentabilidade das ações de uma empresa. Observando a tabela constatamos que os valores deste rácio até 2009 não eram muito animadores, sendo que em 2008 atingiu os 14 cêntimos negativos, ou seja, as ações da empresa apresentaram uma rentabilidade negativa. No entanto, a partir de 2009 esta tendência negativa inverteu-se, sendo que em 2010 o rácio *earnings per share* já atingia os 10 cêntimos por acção. Esta tendência positiva manteve-se em 2011, embora tenha descido para os 4 cêntimos, pelo que se pode concluir que a estratégia de fusão teve um impacto positivo sobre este indicador.

No entanto, uma vez mais, devemos ter em conta que para os valores obtidos nestes indicadores também contribuiu a envolvente económica e é importante notar que durante o processo de fusão da Sumol+Compal, estava a decorrer uma grande crise económico-financeira.

2.6.2. Sobre os acionistas

De forma a perceber o impacto que esta operação teve sobre os acionistas vai ser analisada a evolução das cotações da Sumol+Compal.

Em 2007, antes da fusão, o capital da Sumolis, integralmente subscrito e realizado, encontrava-se representado por 49.473.445 ações ordinárias, de valor nominal unitário de 1€.

No ano anterior ao anúncio da fusão, isto é, em 2008, podemos constatar pela análise do respetivo Relatório e Contas que o capital social da Sumol+Compal, foi de 100.092.500,00€, estando dividido por 100.092.500 ações, com um valor nominal de 1€. Além disso, as cotações das ações registaram o seu máximo no dia 28 de Março, com um valor de 1,77 € e o seu mínimo no dia 27 de Novembro com um valor de 0,84€. Em termos de evolução ao longo do ano, verificou-se uma valorização anual de 19,6%, uma vez que a ação iniciou o ano a 1,38 € e fechou a 1,65€. Relativamente à evolução do PSI Geral, este sofreu uma desvalorização anual de 49,2%, o que seria de esperar visto que o valor de fecho da ação em 2008 foi inferior ao registado no período homólogo do ano anterior, que se situou nos 1,70 €. Durante este ano foram adquiridas 156.845 ações próprias por 183.043,59 € e no fecho do ano, a Sumol+Compal detinha 1.205.480 ações próprias, sendo que a filial Sumol+Compal Distribuição detinha 1.039.020 ações da

Sumol+Compal, que segundo o Artigo 325ºA do Código das Sociedades Comerciais, são tidas como ações próprias (Sumol+Compal, 2008).

A fusão Sumol+Compal começou a ter efeitos retroativos em 2009, sendo que durante esse ano as cotações das ações registaram o seu máximo no dia 5 de janeiro, atingindo os 1,63 €, e o seu mínimo no dia 17 de setembro, com o valor de 1,26 €. O ano de 2009 iniciou-se com a ação a valer 1,63 € e fechou com a ação a valer 1,47 €, registando-se, assim, uma desvalorização anual de 9,8%, embora o PSI Geral tenha apresentado uma valorização anual de 38,0%. No decurso de 2009 não foram adquiridas quaisquer ações próprias pelo que, no fecho do ano, a Sumol+Compal detinha 1.205.480 ações próprias, sendo que a filial Sumol+Compal Distribuição era detentora de 1.039.020 ações da Sumol+Compal que são tidas como ações próprias, segundo o Artigo 325º-A do Código das Sociedades Comerciais, pelo que se pode concluir, pela soma destas duas quantidades, que em 2009 o Grupo detinha um total de 2.244.500 ações próprias (Sumol+Compal, 2009).

No Relatório e Contas de 2010 podemos constatar que a ação da empresa Sumol+Compal fechou o ano de 2010 a 1,48 €, o que representa uma valorização de 0,7% uma vez que no ano de 2009 a ação tinha fechado o ano com uma cotação de 1,47 €. Ainda neste ano, o valor mínimo registado por cada ação foi de 1,08 €, no dia 2 de Novembro, e o valor máximo foi de 1,53 €, no dia 21 de Dezembro. Assim, observou-se uma desvalorização do PSI Geral de 6,2% entre o início e o final do ano. No decorrer do quarto trimestre de 2010, foram adquiridas pela Sumol+Compal 617.214 ações a um preço médio de 1,24 € por ação. Estas ações foram, ainda em 2010, no seguimento do processo de reestruturação da empresa, transmitidas a terceiros. Assim, no fecho do ano de 2010, a Sumol+Compal detinha directamente 1.203.480 ações próprias, sendo que a Sumol+Compal Distribuição era detentora de 1.039.020 ações da Sumol+Compal que são consideradas como ações próprias, segundo o Artigo 325º-A do Código das Sociedades Comerciais. É também importante referir que esta participação, a partir do dia 1 de Janeiro de 2011, passou a ser detida pela Sumol+Compal Marcas em virtude da fusão promovida que conduziu à incorporação nesta sociedade da Sumol+Compal Distribuição e de outra empresa do grupo. Nesse sentido, o exercício de 2010 concluiu-se com um total de 2.242.500 ações próprias.

No Relatório e Contas de 2011 constatou-se que no ano em questão se verificou uma desvalorizou 20,4% do PSI Geral, uma vez que a ação fechou o ano a 1,19 € e no

período homólogo de 2010 tinha fechado a 1,48 €. Além disso, a ação teve, ao longo do ano de 2011, uma desvalorização de 19,6% visto que no início do ano a ação valia 1,43 € e no final, tal como já foi referido, a ação fechou o ano a 1,19 €. Ao longo do ano de 2011, o valor mínimo da ação foi de 1,11 €, valor registado no dia 16 de Novembro, enquanto o valor máximo foi de 1,43 € e foi registado no dia 3 de Janeiro. No decorrer deste ano, foram adquiridas pela Sumol+Compal 943.713 ações próprias, ao preço médio de 1,22 €. Assim, a Sumol+Compal detinha no final de 2011 2.147.193 ações próprias, sendo que a filial Sumol+Compal Marcas era detentora de 1.039.020 ações do Grupo Sumol+Compal que são consideradas como ações próprias, segundo o Artigo 325º-A do Código das Sociedades Comerciais. Nesse sentido, na data de fecho a Sumol+Compal era detentora de um total de 3.186.213 ações próprias.

No Relatório e Contas de 2012, podemos verificar que no decorrer deste período o PSI Geral teve uma valorização de 7,7%, uma vez que a ação fechou o ano de 2012 com um valor de 1,11 € e no final do ano de 2011 tinha fechado a 1,19 € embora, ao longo de 2012, a ação tenha sofrido uma desvalorização de 6,7%. Além disso, no decorrer de 2012 foram transaccionadas 1.367.291 ações, sendo que neste ano o valor mínimo registado por ação foi 1,05 €. No que diz respeito às ações próprias, a Sumol+Compal adquiriu 750.600 ações pelo valor total de 857.602 €, isto é, a um preço médio de 1,14 €. Nesse sentido, no fecho de 2012, a Sumol+Compal detinha 2.897.793 ações próprias, sendo que Sumol+Compal Marcas detinha 1.039.020 ações da Sumol+Compal que são tidas como ações próprias, segundo o Artigo 325º-A do Código das Sociedades Comerciais. Assim, temos que a Sumol+Compal detinha, no final de 2012, um total de 3.936.813 ações próprias, o que equivale a 3,9% do capital social do Grupo Sumol+Compal.

Concluindo, podemos constatar que, de uma forma geral, a fusão teve impactos negativos para os acionistas, pois embora em 2008, ano em foi anunciada a fusão, as ações tenham tido uma valorização anual de 19,6%, nos anos seguintes as ações registaram uma tendência de desvalorização, que se observou já a partir de 2009, ano em que se verificou uma desvalorização anual de 9,8%, sendo que o único ano do período em estudo em que se observou uma valorização anual das ações foi em 2010 e essa valorização foi de 0,70%.

2.6.3. Sobre a equipa de gestão

No que diz respeito à equipa de gestão podemos concluir que a fusão Sumol+Compal, apesar de ter sido apoiada pelos decisores dos respetivos grupos, Sumolis

e Compal, teve, tal como seria de esperar e como a literatura prevê, impacto a nível dos administradores, mais concretamente, a nível da redução do número de administradores. Assim, uma das consequências desta fusão foi o corte a nível dos seus gastos salariais com os administradores, devido à redução do número de administradores de 14 para 9. Ora, dado que os gastos com os vencimentos dos administradores eram em 2008, de 1.707.662€, temos que, em 2008, cada administrador recebia, em média, aproximadamente 121.975,86€, enquanto em 2009, após a fusão, os gastos com os vencimentos dos administradores eram de 1.417.278€, o que significa que cada administrador recebia, em média, cerca de 157.475,33€. Assim, podemos concluir que esta fusão teve dois efeitos antagónicos no que diz respeito ao impacto sobre a equipa de gestão. Por um lado teve um impacto negativo na medida em que levou à redução do número de administradores mas por outro lado teve um impacto positivo sobre os administradores que se mantiveram na empresa Sumol+Compal, visto que o salário médio destes aumentou de 121.975,86€ para 157.475,33€.

Se analisarmos esta fusão numa perspetiva temporal, podemos constatar que esta linha de raciocínio é consistente com a evolução temporal visto que em 2010 os custos com a equipa de gestão foram de 1.504.732€, em 2011 foram de 1.490.824€ e em 2012 foram de 1.341.266€. Nesse sentido, como se pode constatar pelos valores anteriores, os gastos relacionados com a equipa de gestão foram diminuindo ao longo do tempo após a realização da fusão.

Concluindo, fazendo uma análise pré e pós fusão, constatamos que a Sumol+Compal teve, em termos globais, uma redução do montante gasto com os custos da sua equipa de gestão, comprovando, assim, os resultados constatados na revisão de literatura e que, a nível do impacto sobre a equipa de gestão teve efeitos ambíguos, na medida em que houve uma redução do número de administradores e, por isso, foi prejudicial, mas também houve um aumento do salário médio dos administradores que permaneceram na empresa e, nesse sentido, foi benéfica para estes.

2.6.4. Sobre os colaboradores

Tal como já vimos no capítulo 1, Gugler & Yurtoglu (2004) revelam que uma estratégia de fusão ou aquisição pode ser utilizada para ajustar o nível de emprego da empresa até esta atingir o nível ótimo, pelo que o impacto que esta estratégia tem para os colaboradores pode ser bastante significativo, principalmente nos países europeus, onde

existe uma maior dificuldade em despedir trabalhadores sendo, portanto, uma fusão uma boa solução para ajustar a força de trabalho.

De forma a perceber o impacto da fusão para os colaboradores vão ser utilizados como medida os Custos com o Pessoal, presentes na Demonstração de Resultados divulgada pelo Grupo Sumol+Compal. Assim, podemos observar pelos dados do Relatório e Contas da empresa que em 2007 os Custos com o Pessoal foram de 22.840.005 €, o que correspondeu a um salário médio de 21961,54 € por trabalhador. Em 2008, os Custos com o Pessoal foram de 43.162.402 €, o que se traduziu num salário médio por colaborador de 28210,72 €. No ano em que a fusão começou a ter efeitos retroativos, isto é, em 2009, os custos com o pessoal situaram-se nos 40.682.554 €, correspondendo a um salário médio por colaborador de 28730,62 €. No ano seguinte, em 2010, a Sumol+Compal incorreu em Custos com o Pessoal no valor de 37.295.884 €, o que representou uma redução de 8,3% face ao ano anterior sendo que neste ano, cada colaborador recebeu um salário médio de 26831,57 €. Em 2011, os custos com o pessoal foram de 36.179.993 €, verificando-se um decréscimo de 3,0% relativamente ao ano anterior, sendo que o salário médio foi de 26919,64 €. Por fim, em 2012, os custos com o pessoal foram de 35.352.039 €, tendo havido uma redução de 2,3% face ao período anterior, o que se traduziu num salário médio de 26362,45 € por colaborador. É importante salientar que todas estas reduções nos gastos com o pessoal se devem a ganhos de eficiências resultantes desta operação de reestruturação, nomeadamente, da fusão realizada entre a Sumol e a Compal.

O que acabamos de analisar leva-nos a concluir que, tal como foi dito anteriormente, existem casos em que estas estratégias de fusão/aquisição podem levar a um impacto negativo para os colaboradores, neste caso específico, via redução do número de colaboradores. A redução de 220 colaboradores durante o processo de fusão, já seria de esperar uma vez que o mercado de trabalho português é rígido e, por isso, seria expectável que esta operação fosse utilizada para ajustar o nível de emprego até ao seu ótimo.

Nesse sentido, podemos constatar que apesar desta redução da mão-de-obra ter levado a uma redução dos Custos com o Pessoal, o salário médio por colaborador também aumentou após a fusão, pelo que se pode concluir que a fusão foi benéfica para os colaboradores que permaneceram na empresa.

Conclusão

Com este trabalho pretendeu-se explicitar os motivos que levam os decisores das empresas a optarem por uma estratégia de fusão ou aquisição e as consequências que estas operações têm para a empresa, mais concretamente, a nível dos resultados, para os acionistas, para a equipa de gestão e para os trabalhadores, bem como fazer um paralelismo com o caso concreto da fusão Sumol+Compal.

Assim, depois da análise da literatura existente sobre o tema observou-se que existe um amplo leque de motivos tais como os ganhos de poder de mercado, o acesso a capacidades inovadoras, a maximização da eficiência através de economias de escala e de escopo e a reformulação do escopo competitivo de uma empresa (Kumar & Bansal, 2008). Gaughan (1999) destaca como principais motivos da ocorrência de F&A a expansão das empresas em questão, uma vez que a aquisição de uma empresa numa linha de negócios ou área geográfica na qual a empresa tem interesse em se expandir é geralmente mais fácil do que a expansão interna; as potenciais sinergias que se conseguem obter com uma fusão ou aquisição, isto é, a obtenção de uma maior produtividade e menores custos; e o facto de a empresa se querer diversificar, optando por outras linhas de negócios. Segundo Hitt et al. (2005), a internacionalização é também uma das estratégias importantes que as empresas estão atualmente a adotar no mercado para divulgar as suas operações em países estrangeiros, uma vez que embora as fusões internas sejam mais fáceis de executar devido à familiarização de ambas as empresas envolvidas, às leis, aos procedimentos e a outros fatores, as fusões internacionais, apesar de envolverem um maior grau de complexidade, permitem às empresas que optam por esta via salvaguardarem-se do tempo dispensado para entrar e construir uma empresa num país estrangeiro.

No que diz respeito ao caso concreto da fusão Sumol+Compal, a principal motivação que os decisores dos Grupos Sumolis e Compal tiveram para realizar esta operação foi o facto de ser necessário redefinir a sua estratégia, uma vez que as marcas de distribuição estavam a alcançar uma excelente posição no mercado, fruto dos baixos preços praticados, ameaçando assim a liderança das marcas de fabricante, tais como a Sumol e a Compal.

Relativamente às consequências das F&A, foi elaborada uma análise a quatro níveis, designadamente, a nível da empresa, a nível dos acionistas, a nível da equipa de gestão e, por fim, a nível dos colaboradores. Depois da análise da literatura existente sobre o tema, conclui-se que o impacto que as F&A têm nos resultados das empresas é, na maior parte

dos casos, positivo. Gugler et al. (2003) estudaram o desempenho das empresas, em relação aos lucros e à sua relação com as F&A e constataram que esta evolução positiva dos lucros se deve ao facto de as F&A aumentarem a eficiência e o poder de mercado das empresas envolvidas tendo os autores concluído, no seu estudo, que em empresas dos EUA, cinco anos após a fusão, houve um aumento dos lucros de cerca de 8,1%. Healy et al. (1992) acrescentam que após uma fusão, a produtividade dos ativos aumenta consideravelmente, o que faz com que aumentem também os retornos dos fluxos de caixa operacionais.

A nível dos acionistas, as F&A também tem impactos positivos. Andrade et al. (2001) observaram a reação anormal do mercado de capitais ao anúncio da fusão e concluíram que existiam efeitos positivos para os acionistas e que as F&A estão associadas à criação de valor, sendo que é na empresa-alvo que se regista a maior parte dos ganhos. Jensen & Ruback (1983) também analisaram os retornos anormais do preço das ações depois da realização de F&A, isto é, a diferença entre os retornos reais e os esperados, e concluíram que as aquisições criam ganhos que beneficiam os acionistas da empresa-alvo sendo que, de acordo com o estudo destes autores, os acionistas da empresa-adquirente apresentaram um resultado nulo.

No que diz respeito às consequências das F&A para a equipa de gestão, Jensen & Ruback (1983) defendem que este só será positivo quando o controlo de ativos da empresa-alvo for transferido para a empresa adquirente. Os autores acrescentam ainda que os acionistas das empresas-alvo podem sair prejudicados caso os gestores se oponham à realização das F&A, havendo uma tendência para estes últimos terem atitudes que diminuam a probabilidade da sua empresa ser desejada por outras, por exemplo, fazerem queixas pelo facto de a operação em causa violar as leis da concorrência ou cancelarem uma proposta sem a consulta dos acionistas, de forma a garantirem os seus benefícios.

A nível do impacto das F&A para os colaboradores, a opinião dos autores que se dedicaram ao estudo do tema não é unânime. Gugler & Yurtoglu (2004) observaram os efeitos das F&A na procura de mão-de-obra nos EUA e na Europa, estimando a função de ajuste do emprego com dados de 10 282 empresas, entre 1987 e 1998, e concluíram que se registou um aumento do desemprego nas duas últimas décadas, na União Europeia e nos EUA, embora esse aumento tenha sido muito mais expressivo na União Europeia. Estas conclusões são justificadas pelo facto de os custos de ajustamento laboral europeus serem mais elevados do que os dos EUA, o que faz com que seja mais difícil para as empresas situadas na Europa atingir um nível de emprego ótimo após um choque económico e, por

isso, as empresas europeias aproveitam para ajustar o seu nível de emprego durante as fusões, de forma a alcançarem o nível de emprego ótimo. Ainda nesta linha de raciocínio, Gugler & Yurtoglu (2004) concluíram que o efeito das F&A na procura de mão-de-obra é insignificante para os EUA, embora o caso do Reino Unido e da Europa continental seja diferente, tendo o emprego sofrido um decréscimo de 12,4% e 7,9%, respetivamente. Beckman & Forbes (2004) também exploraram a influência no emprego e nos salários das 62 aquisições realizadas, entre 1987 e 1995, no Reino Unido e concluíram que a mediana do emprego total das empresas adquirentes e adquiridas diminuiu cerca de 11% nos cinco anos após a realização da aquisição e que os salários aumentaram cerca de 19% para aquisições entre empresas de indústrias relacionadas e cerca de 8% para aquisições entre empresas de indústrias não relacionadas. Segundo Kubo e Saito (2012), este aumento dos salários poderá dever-se a três razões, nomeadamente, o facto de os trabalhadores com salários mais baixos poderem optar por deixar a empresa durante o processo de fusão, o facto de, após a fusão, a política salarial seguida ser habitualmente a da empresa com salários mais altos, pois caso assim não acontecesse, iria haver uma grande onda de descontentamento dos colaboradores e, por fim, o facto de uma fusão estar associada a um aumento da produtividade, devido ao aproveitamento das economias de escala, o que faz com que, os salários sejam positivamente influenciados.

Relativamente ao caso concreto da fusão Sumol+Compal, também se analisaram os impactos que a fusão teve para as empresas envolvidas, para os acionistas, para a equipa de gestão e para os trabalhadores. A nível dos resultados observaram-se quatro indicadores económico-financeiros, nomeadamente, rendibilidade dos capitais próprios, rendibilidade das vendas, rentabilidade operacional do ativo e *earnings per share*.

Da análise à rendibilidade dos capitais próprios concluiu-se que, antes e após a estratégia de fusão, a Sumol+Compal teve uma baixa capacidade de financiamento e foi pouco atrativa do ponto de vista de futuros potenciais investidores. Desta análise inferiu-se também que apenas a partir de 2009, ano em que a fusão começou a ter efeitos retroativos, o rácio rendibilidade dos capitais próprios, atingiu valores positivos. Segundo Ferreira (2012) isto pode dever-se ao facto das fusões entre empresas poderem conduzir a maiores vendas através da pressão sobre os mercados, via aumento dos preços, devido a um poder de negociação mais forte, ou via aumento da quantidade vendida e, além disso, o crescimento pode também concretizar-se por via da extensão da linha dos produtos vendidos e pela expansão geográfica, sendo importante destacar que quanto maior for este

rácio maior é o peso de cada unidade vendida na formação dos resultados. Da análise à rentabilidade operacional do ativo constatou-se que a Sumol+Compal foi eficiente em todo o período considerado, isto é, entre 2007 e 2012, os ativos da empresa tiveram capacidade para gerar retorno financeiro. E por fim, da análise do rácio *earnings per share* que traduz o quociente entre o resultado líquido do período e o número de ações e que permite analisar a rentabilidade das ações de uma empresa constatou-se que os valores deste rácio até 2009 não eram muito atrativos, sendo que em 2008 e 2009 o rácio atingiu valores negativos, o que significa que as ações da empresa apresentavam uma rentabilidade negativa. Contudo, a partir de 2009, este cenário negativo inverteu-se e, em 2010, o rácio *earnings per share* chegou aos 10 cêntimos por ação, e esta tendência positiva manteve-se em 2011, embora o rácio tenha descido para os 4 cêntimos, pelo que se pode concluir que a estratégia de fusão teve um impacto positivo sobre este indicador. No entanto, devemos ter em conta que para os valores obtidos nestes indicadores também contribuiu a envolvente económica e é importante notar que durante o processo de fusão da Sumol+Compal, estava a decorrer uma grande crise económico-financeira embora, de uma forma geral, possamos concluir que esta fusão teve efeitos positivos sobre os resultados da empresa.

Relativamente aos efeitos que a fusão teve a nível dos acionistas podemos constatar que esta operação teve impactos negativos, uma vez que embora em 2008, ano em foi anunciada a fusão, as ações tenham tido uma valorização anual de 19,6%, nos anos seguintes as ações registaram uma tendência de desvalorização, que se observou já a partir de 2009 verificando-se, neste ano, uma desvalorização anual de 9,8%, sendo que o único ano do período em estudo em que se observou uma valorização anual das ações foi em 2010 e essa valorização foi de 0,70%.

Em termos da equipa de gestão, a fusão Sumol+Compal teve efeitos contraditórios, uma vez que foi prejudicial no sentido em que houve uma redução do número de administradores, nomeadamente de 14 para 9 administradores, mas também foi benéfica para os administradores que continuaram na empresa na medida em que estes viram o seu salário médio aumentar. No entanto, é importante salientar que em termos globais, a empresa teve uma redução com os custos relacionados com os vencimentos dos administradores.

Por fim, foi analisado o impacto que a fusão Sumol+Compal teve a nível dos colaboradores e constatou-se que, à semelhança do que aconteceu com a equipa de gestão, este impacto foi ambíguo, isto é, foi negativo no sentido em que houve uma redução do

número de colaboradores, mais concretamente de 220 colaboradores, mas foi positivo no sentido em que o salário médio dos colaboradores da empresa aumentou após a fusão. Além disso, constatou-se que, em termos gerais, houve uma redução dos gastos com o pessoal, o que foi benéfico do ponto de vista da empresa. É também importante salientar que esta redução do número de colaboradores já seria de prever dada a rigidez do mercado de trabalho português, que leva a que as empresas usem estas estratégias como forma de ajuste do seu nível de emprego até ao nível de emprego ótimo.

Concluindo, podemos constatar que, de uma forma geral, a fusão teve um impacto positivo para a Sumol+Compal no que diz respeito aos resultados, à equipa de gestão e aos colaboradores. No entanto, no que diz respeito aos acionistas o impacto não foi tão favorável pois, tal como foi visto, as ações apresentaram uma tendência de desvalorização durante o período em estudo.

Assim, depois de tudo o que foi analisado podemos dizer que este trabalho permite consolidar o estudo das fusões e aquisições relativamente aos motivos que levam os decisores das empresas a optarem por estas estratégias e aos efeitos que estas podem ter.

Como limitações desta investigação, é de destacar a escassa informação disponibilizada pela Sumol+Compal, nomeadamente a nível do que motivou a realização desta fusão e o facto da base de dados SABI ser muito incompleta, daí terem sido usados os Relatórios e Contas da empresa de forma a elaborar uma análise económico-financeira mais precisa.

Para terminar, considero que será interessante aprofundar, em investigações futuras, a dinâmica das ações das empresas envolvidas, analisando de forma mais pormenorizada os seus retornos, após um anúncio de fusão ou aquisição e os efeitos que estas operações têm a nível dos consumidores, mais concretamente, a nível do seu bem-estar.

Referências bibliográficas

- Andrade, G., Mitchell, M. & Stafford, E. (2001), “New Evidence and Perspectives on Mergers”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, N° 2, pp. 103-120.
- Beckmann, T. & Forbes, W. (2004), “An Examination of Takeovers, Job Loss and the Wage Decline within UK Industry”, *European Financial Management*, Vol. 10, pp. 141-165.
- Bradley, M., A. Desai & E. H. Kim (1983), “The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, N° 1-4, pp. 183-206.
- Brewer, A., Button, K., & Hensher, D. (2001), *Handbooks in Transport Vol 2: Handbook of Logistics and Supply Chain Management*, 1ª edição, Oxford: Elsevier Science Ltd.
- Brito, D. (2003), “Preemptive Mergers Under Spatial Competition”, *FCT Working Papers*, Universidade Nova de Lisboa.
- Cartwright, S. (2006), “Mergers and Acquisitions: an Update and Appraisal”, *International Review of Industrial and Organizational Psychology*, Vol. 20, pp. 1–38.
- Das, T., & Teng, B. (2000), “A Resource-based View of Strategic Alliances”, *Journal of Management*, Vol. 26, N° 1, pp. 31–61.
- Dixit, A. (1980), “The Role of Investment in Entry Deterrence”, *Economic Journal*, Vol. 90, pp: 95-106.
- Eun, A., & Resnick, D. (2004), *International Financial Management*, 3ª edição. New York: McGraw-Hill.
- Eun, S., Kolodny, R., & Scheraga, C. (1996), “Crossborder Acquisitions and Shareholder Wealth: Tests of the Synergy and Internalization Hypotheses”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 20, pp.1559-1582.
- Ferreira, D. (2002), *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas*, 1ª edição. Lisboa: Edições Sílabo.
- Gaughan, P. (1999), *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 2ª edição. New York: John Wiley & Sons, Inc.

- Gugler, K., Mueller, D., Yurtoglu, B. & Zulehner, C. (2003), "The Effects of Mergers: an International Comparison", *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 21, pp. 625-653.
- Gugler, K. & Yurtoglu, B. (2004), "The Effects of Mergers on Company Employment in the USA and Europe", *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 22, pp. 481-502.
- Gupta, P. (2012), "Mergers and Acquisitions (M&A): The Strategic Concepts for the Nuptials of Corporate Sector", *Innovative Journal of Business and Management*, Vol. 1, N° 4, pp. 60-68.
- Healy, P., Palepu, K. & Ruback, R. (1992), "Does Corporate Performance Improve After Mergers?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, N° 2, pp. 135-175.
- Hitt, M., Ireland, R. & Hoskisson, R. (2005), *Strategic Management Competitiveness and Globalization (Concepts)*, 6ª edição, Mason: Thomson South Western.
- Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *The American Economic Review*, Vol. 76, N° 2, pp. 323-329.
- Jensen, M. (1988), "Takeovers: Their Causes and Consequences", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, N° 1, pp. 21-48.
- Jensen, M. & Ruback, R. (1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 5-50.4
- Jose, M., Nichols, L., & Stevens, J. (1986), "Contributions of Diversification, Promotion and R&D to the Value of Multiproduct Firms: A Tobin's Q approach", *Financial Management*, Vol.15, pp. 33-42.
- Jovanovic, D. (2013), "Mergers, Managerial Incentives, and Efficiencies", *DICE Discussion Paper*, N° 88.
- Kubo, K. & Saito, T. (2012), "The Effect of Mergers on Employment and Wages: Evidence from Japan", *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 26, N° 2, pp. 263-284.
- Kumar, S. & Bansal, L. (2008), "The Impact of Mergers and Acquisitions on Corporate Performance in India", *Management Decision*, Vol. 46, N° 10, pp. 1531-1543.

- Lourenço, M. (2017), *Caraterização da Indústria das Bebidas em Portugal*, Banco de Portugal: Núcleo de Análise Setorial.
- Mallikarjunappa, T. & Nayak, P. (2007), “Why do Mergers and Acquisitions Quite Often Fail?”, *AIMS International*, Vol. 1, N° 1, pp. 53-69.
- Manikas, I. & Jaswal, F. (2015), “Supply Chain Synergies in Post-merger Environments: The Case of the UK Food Industry”, *Operations and Supply Chain Management: An International Journal*, Vol. 120.
- Marchese, U., Musso, E., & Ferrari C. (1998), “The Role for Ports in Intermodal Transport and Global Competition: a Survey of Italian Container Terminals”, *World Transport Research: Selected Proceedings of the 8th World Conference on Transport Research*, pp.141-154.
- Martynova, M. & L. Renneboog (2008), “A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where do We Stand?”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32, N° 10, pp. 2148-2177.
- Matos, P. & Rodrigues, V. (2000), *Fusões e Aquisições – Motivações, Efeitos e Política*, 1ª edição. Cascais: Principia.
- Pepall, L., Richards, D. & Norman, G. (2014), *Industrial Organization – Contemporary Theory and Empirical Applications*, 5ª edição. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
- Perry, M. (1989), *Vertical integration: Determinants and effects*, in: Schmalensee, R., & Willig, R. (eds.) *Handbook of Industrial Organisation*, 1ª edição. New York: North Holland.
- PROBEB - Associação Portuguesa de Bebidas Refrescantes Não Alcoólicas (2019). Visualizado a 14 de janeiro de 2019 em <https://probeb.pt/>.
- Rasmussen, E. (1988), “Entry for Buyout”, *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 36, pp. 281-299.
- Roll, R. (1986), “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, *The Journal of Business*, Vol. 59, N° 2, pp. 197-216.
- Shelton, L. (1988), “Strategic Business Fits and Corporate Acquisition: Empirical Evidence”, *Strategic Management Journal*, Vol.9, N° 3, pp. 279-287
- Spence, A. (1977), “Entry, Capacity, Investment and Oligopoly Pricing”, *Bell Journal of Economics*, Vol.8, pp: 534-544.

- Srilata, Z., Schomaker, M., & Genc, M. (2003), “Identity Versus Culture in Mergers of Equals: European”, *Management Journal*, Vol. 21, N° 2, pp. 185-191.
- Stigler, G. (1950), “Monopoly and Oligopoly by Merger”, *The American Economic Review*, Vol. 40, N° 2, pp. 23-34.
- Sumol+Compal, Breve Perfil (2018). Visualizado a 29 de dezembro de 2018 em <https://sumolcompal.pt/pt-pt/sumol-compal/breve-perfil-sc>.
- Sumol+Compal, Relatório e Contas (2017). Visualizado a 29 de dezembro de 2018 em <https://sumolcompal.pt/pt-pt/investidores/relatorios-e-contas/2017>.
- Valente, H. (2005), *Fusões e Aquisições – Regulação e Finanças das Empresas*. Porto: Vida Económica.
- Wang, H., & Reuer J. (2006), “Risk Reductions Through Acquisitions: The Roles of Firm Specific Investments and Agency Hazards”, *Advances in Mergers and Acquisitions*, Vol. 5, pp. 25–49.
- Yadav, A. & Kumar, B. (2005), “Role of Organization Culture in Mergers and Acquisitions”, *SCMS Journal of Management*, Vol. 2, N° 3, pp. 51-63.
- Yaghoubi, R., Yaghoubi, M., Locke, S. & Gibb, J. (2016), “Mergers and Acquisitions: a Review. Part 1”, *Emerald Group Publishing Limited*, Vol. 33, N° 1, pp. 147-188.
- Yin, R. (1981), “The Case Study Crisis: Some Answers”, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 26, N° 1, pp. 58-65.
- Yin, R. (1994), *Case Study Research – Design and Methods*, 2ª edição. London: Sage Publications.