



Determinantes e Efeitos das Fusões e Aquisições:

Impactos para a empresa adquirida – o caso EDP

Rui Miguel Campos Lopes



Tese de Mestrado em Economia e Administração de Empresas



Orientado por

Hélder Manuel Valente da Silva



2021

Agradecimentos

Queria aproveitar este momento para agradecer a todas as pessoas que tornaram este trabalho e este mestrado uma realidade.

Em primeiro lugar, deixo uma palavra à minha família. Obrigado aos meus pais, aos meus avós, aos meus tios, à minha prima, ao meu afilhado e à minha namorada por terem estado sempre presentes para me apoiar nas minhas decisões e por nunca me terem deixado desistir. Espero ter-vos deixado orgulhosos. Todos, sem exceção, foram, são e serão os meus exemplos a seguir e acreditem que tento seguir os vossos exemplos todos os dias.

Devo ainda agradecer aos meus colegas de cursos que sempre me ajudaram e garantiram que eu não me perdia no meio de tantos exames e trabalhos.

Obrigado ainda às minhas chefias que sempre entenderam a minha situação e asseguraram todas as condições para que eu conseguisse seguir o meu rumo.

Deixo um agradecimento ao meu orientador, o Professor Doutor Hélder Valente da Silva, que sempre se mostrou disponível para ajudar no desenvolvimento desta dissertação.

Por fim, quero dedicar este trabalho ao meu afilhado. Martim, que o meu melhor seja sempre o teu pior.

Resumo

As fusões e aquisições (F&A) são métodos importantes através dos quais as empresas levam a cabo as suas estratégias nacionais e internacionais, sendo muitas vezes apontadas como as estratégias favoritas dos administradores. Cada vez mais, as F&A têm-se tornado recorrentemente ferramentas estratégicas com as quais as empresas tentam melhorar as suas performances e aumentar a suas quotas de mercado e, portanto, os estudos sobre as mesmas têm sido cada vez mais frequentes e em maior volume.

Na sequência da grave crise financeira de 2008 e com o aumento da dívida pública portuguesa, o Governo português iniciou uma série de privatizações de empresas estatais. Entre elas, em dezembro de 2011, a Parpública - Participações Públicas, SGPS, S.A (Parpública) - sociedade gestora de participações sociais de capitais exclusivamente públicos - vendeu a sua participação de 21,35% de ações da Energias de Portugal, S.A. (EDP) à empresa chinesa China Three Gorges Corporation (CTGC).

O foco deste trabalho passará, então, por compreender as determinantes e motivações das empresas em realizar F&A, bem como as suas consequências reais para os seus *stakeholders*, através de uma revisão de literatura. Posteriormente, será analisado em detalhe o caso da aquisição da EDP pela CTGC, sendo este o estudo de caso do trabalho.

Abstract

Mergers and acquisitions (M&A) are important methods through which companies run their national and international strategies, being many times named as the administrators' favourite strategies. More and more often, M&A are becoming important strategic tools that companies tend to use to improve their performances and increase their market shares and, therefore, the academic studies on them are becoming more relevant and more frequent.

Upon the great financial crisis of 2008 and with the increase of the Portuguese national public debt, the Portuguese Government initiated a series of privatizations of state corporations. Amongst them, on December 2011, Parpública - Participações Públicas, SGPS, S.A (Parpública) – the institute responsible for managing the Government stake on public companies – sold their part of Energias de Portugal, S.A. (EDP), on a deal corresponding to 21,35% of EDP's total shares to the Chinese company China Three Gorges Corporation (CTGC).

The focus of this paper is, therefore, to understand the determinants and motivations for companies to execute M&A, as well as their real consequences on their stakeholders, through an academic studies review. After that, the acquisition of EDP by CTGC will be used and analysed as a case study.

Índice

Agradecimentos.....	iii
Resumo.....	iv
Abstract	v
Índice de Gráficos e Tabelas.....	vii
Lista de Abreviaturas	viii
Introdução.....	1
Revisão de Literatura.....	2
1. Conceitos-chave e Classificações	2
2. Motivos	3
3. Efeitos	5
4. Contexto Histórico.....	6
5. Enquadramento Legal.....	8
6. Estudos Académicos.....	8
Estudo de Caso – O caso EDP	10
1. Metodologia Adotada	10
2. Análise das Empresas	11
a. EDP – Energias de Portugal	12
b. CTGC – China Three Gorges Corporation	14
3. O Mercado da Energia.....	15
4. Determinantes.....	22
5. Cronologia e Regulação.....	25
a. Eventos relevantes	25
b. Legislação	29
c. Regulação.....	33
6. Tipo de Fusão	36
7. Objetivos e Compromissos.....	37
8. Efeitos	38
a. Empresa.....	38
b. Acionistas	42
c. Equipa de Gestão	44
d. Trabalhadores	45
e. Mercado	46
f. Consumidores	49
Conclusão.....	51
Bibliografia.....	54

Índice de Gráficos e Tabelas

Gráfico 1 - Distribuição dos Consumidores por Tipo de Mercado (Energia Elétrica).....	17
Gráfico 2 - Adoção do Mercado Liberalizado por Segmento de Consumidores.....	18
Gráfico 3 - Quotas de Mercado do Total de Consumidores (Energia Elétrica).....	18
Gráfico 4 - Quotas de Mercado do Total de Consumo (Energia Elétrica).....	19
Gráfico 5 - Distribuição dos Consumidores por Tipo de Mercado (Gás Natural).....	20
Gráfico 6 - Quotas de Mercado do Total de Consumidores (Gás Natural)	20
Gráfico 7 - Quotas de Mercado do Total de Consumo (Gás Natural).....	21
Gráfico 8 - Indicadores Objetivo da EDP.....	39
Gráfico 9 – Evolução da Estrutura de Capitais da EDP	39
Gráfico 10 - Evolução da Dívida Financeira da EDP.....	40
Gráfico 11 - Peso da EDP Renováveis no Grupo EDP.....	41
Gráfico 12 - Capacidade Produtiva Instalada da EDP Renováveis por Geografia.....	42
Gráfico 13 - Evolução da Cotação das Ações da EDP.....	43
Gráfico 14 - Evolução das Remunerações na EDP.....	46
Gráfico 15 - Custos com os Colaboradores da EDP	46
Gráfico 16 - Peso Relativo de Consumidores no Mercado Liberalizado	47
Gráfico 17 - Evolução dos Preços da Energia Elétrica em Portugal	50
Gráfico 18 - Evolução dos Preços do Gás Natural em Portugal.....	50
Tabela 1 - Indicadores Chave da EDP	14
Tabela 2 - Indicadores Chave da CTGC	15
Tabela 3 - Indicadores Objetivo da EDP.....	38
Tabela 4 - Quotas de Mercado da EDP	40
Tabela 5 - Evolução da Estrutura Acionista da EDP.....	43
Tabela 6 - Indicadores Bolsistas e de Ações da EDP.....	44
Tabela 7 - Quotas de Mercado em Total de Clientes (Energia Elétrica)	48
Tabela 8 - Quotas de Mercado em Total de Clientes (Gás Natural)	48

Lista de Abreviaturas

CMVM: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CTCGI: China Three Gorges International (Hong Kong) Limited

CTGC: China Three Gorges Corporation

EDP: Energias de Portugal, S.A.

EDPR Europe: EDP Renewables, Europe, S.L.

EDPR Portugal: EDP Renováveis Portugal, S.A.

ERSE: Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos

F&A: Fusões e aquisições

IMAA: Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances

M&A: Mergers and acquisitions

MTF: Merger Task Force

Parpública: Parpública - Participações Públicas, SGPS, S.A.

REN: Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A

Introdução

As F&A são ferramentas importantes quer para as empresas, quer para os seus negócios, produções e estratégias geográficas. F&A têm-se tornado fundamentais para o crescimento de empresas multinacionais (Hitt, Harrison, & Ireland, 2001), têm impacto significativo nas suas performances (Laamanen & Keil, 2008) e trazem consequências a médio e longo prazo para as organizações (Capron & Pistre, 2002).

Segundo Ferreira, Santos, Almeida e Reis (2014), não existe nenhuma teoria dominante nos estudos académicos de F&A. Os autores observaram, no entanto, a preponderância de quatro vertentes teóricas: teoria de agência, teoria institucional, teoria de custos de transação e visão baseada em recursos. A investigação nesta área tem crescido significativamente nas últimas décadas, representando cerca de 3% dos artigos nas publicações científicas da área de Gestão. No entanto, apesar da extensa literatura, parece não haver grande consenso entre autores sobre os resultados práticos.

Analisando as empresas, a CTGC é uma empresa estatal chinesa, fundada em setembro de 1993. A empresa foi responsável pela construção da barragem das Três Gargantas, a maior central hidroelétrica do mundo. A CTGC é atualmente uma das maiores produtoras elétricas do mundo. A EDP é uma empresa líder no setor da energia nacional, tendo surgido em Portugal em 1976 através da fusão de cerca de treze empresas que tinham sido nacionalizadas em 1975. Encontra-se entre os grandes operadores europeus do setor da energia, sendo um dos maiores operadores energéticos da Península Ibérica, o maior grupo industrial português e o 3º maior produtor mundial de energia eólica. Além do setor elétrico, produção, distribuição e comercialização, tem também uma presença relevante no setor do gás da Península Ibérica. Em dezembro de 2011, a Parpública anunciou a venda de 21,35% das ações da EDP por 2,7 mil milhões de euros.

Revisão de Literatura

Conforme apontado por Ferreira *et al.* (2014) e por Haleblan, Devers, McNamara, Carpenter e Davison (2009), os estudos acadêmicos de F&A têm acumulado bastante conhecimento, fruto dos inúmeros trabalhos que têm sido produzidos. Nesta secção iremos analisar as temáticas mais recorrentes dos artigos de F&A.

1. Conceitos-chave e Classificações

Segundo Gaughan (1999), uma fusão é a combinação de duas organizações na qual apenas uma organização se mantém operacional e outra cessa a sua atividade. Neste processo, a empresa adquirente passa a deter os ativos (e passivo) da outra parte do negócio. O termo fusão é, muitas vezes, confundido com o termo consolidação. Consolidação é o processo que culmina na combinação de duas ou mais entidades formando, assim, uma nova organização. Desta forma, as empresas deixam de existir e os seus acionistas passam a ser acionistas da nova empresa. O autor exemplifica esta distinção com dois cenários: $A + B = A$ é uma fusão na qual a empresa A adquire a empresa B; $A + B = C$ é uma consolidação entre A e B resultando numa nova organização C. Apesar dos termos estarem altamente interligados, a sua grande distinção prende-se com o tamanho das organizações. Quando estas têm um tamanho semelhante trata-se de uma consolidação, quando uma é maior do que a outra o termo mais correto é fusão. Em termos práticos, é assumido que os termos se confundem e que fusão é aceite para ambos os cenários.

Outro conceito bastante relevante é o de *takeover*, variante de fusões na qual existe uma tomada de posse da empresa através da compra de pelo menos metade (ou até a totalidade) das ações da empresa. Geralmente, nestas situações acaba por se verificar uma mudança de gestores e/ou políticas da empresa. O mesmo autor refere que estes casos são muitas vezes realizados com recursos a fundos alheios, os *leverage buyouts*. Gaughan (1999) descreve os *leverage buyouts* como uma técnica usada por diversas entidades, incluindo os gestores da mesma ou grupos externos, em que usam dívida para adquirir ações da empresa, frequentemente privatizando a organização.

Outras alternativas com este mesmo fim são as *joint ventures* e as alianças estratégicas. Numa *joint venture* as empresas chegam a acordo quanto à cedência de recursos rumo a um objetivo de negócios, enquanto que numa aliança estratégica há maior flexibilidade no que toca a recursos cedidos e estes podem variar no horizonte temporal. (Gaughan, 1999).

Kishore (2009) oferece uma distinção das F&A quanto à natureza da oferta, podendo esta ser amigável ou hostil, estando até aqui de encontro com o que Gaughan (1999) identificou. No entanto, vai mais além e refere que também podem tomar a forma de *bailout*. Assim, as operações são amigáveis quando as gestões de ambas as empresas acordam de forma voluntária a fusão; porém, se a operação for forçada e contra a vontade da empresa adquirida, trata-se de uma operação hostil. Por sua vez, um *bailout* ocorre quando a empresa-alvo está em dificuldades e a operação visa a sua revitalização.

É ainda possível diferenciar os vários tipos de fusões quer sob a perspetiva económica, quer sob a perspetiva institucional. De acordo com Valente (2005), uma fusão pode ser horizontal, vertical ou de conglomerado (ponto de vista económico), ou podem ser fusões ou aquisições (ponto de vista institucional). Uma fusão horizontal acontece entre empresas que atuam no mesmo mercado, enquanto que uma fusão vertical ocorre entre organizações que se encontram em pontos distintos da mesma linha de produção. Já as fusões de conglomerado são realizadas entre empresas cujos mercados não estão relacionados. Por sua vez, numa fusão todos os acionistas originais se mantêm, mas numa aquisição os acionistas de uma das empresas deixam de ter participações.

Finalmente, é possível classificar as fusões numa vertente geográfica. Caso as fusões se realizem entre empresas de países diferentes estamos perante fusões internacionais ou *cross-border*; se as empresas forem do mesmo país trata-se de uma fusão nacional ou doméstica. Em teoria, fusões *cross-border* acontecem pelos mesmos motivos que as domésticas. Erel, Liao e Weisbach (2012) concluíram que a geografia, a qualidade da informação financeira disponível e as trocas bilaterais aumentam a possibilidade de fusões entre empresas de dois países. Os autores evidenciam que os mercados bolsistas nacionais tendem a ajudar a definir qual a empresa compradora e qual a empresa-alvo.

2. Motivos

Os processos de F&A são das ferramentas preferidas dos gestores e têm sido cada vez maiores e mais recorrentes. (Ferreira et al., 2014). Portanto, a sua popularidade é motivada pelos inúmeros ganhos que as empresas obtêm. Obviamente que cada caso terá as suas próprias determinantes e motivações, mas a literatura aponta-nos os principais motivos pelos quais as empresas entram nestas operações.

O primeiro (e principal) motivo estratégico apontado por Benitez, Ray e Henseler (2018) é o crescimento. Segundo o autor, qualquer empresa procura crescer e debate-se com

o dilema de o tentar fazer internamente ou através de uma fusão. O crescimento interno tende a ser mais lento e a trazer maior incerteza, enquanto que o outro método pode ser mais rápido, mas contendo as suas próprias incertezas. O crescimento procurado pode ser vertical ou horizontal, tal como as fusões. As empresas podem tentar ganhar quota de mercado ou então, podem tentar alargar-se pela linha de produção.

Outro motivo apontado para a concretização de F&A são as sinergias ganhas ao combinar recursos de duas empresas (Fich, Nguyen & Officer, 2018). Este conceito está altamente relacionado com o crescimento, acelerando o processo e reduzindo a incerteza, mas não se fica por aqui. Originalmente um termo das ciências físicas, neste contexto as sinergias significam que a combinação dos recursos de duas empresas é maior do que a soma dos valores individuais dos recursos de cada empresa. Obviamente, não há garantias que as sinergias se materializem e que as empresas cumpram os seus objetivos. No entanto, existem inúmeros casos de fusões malsucedidas onde não se verificaram ganhos com as potenciais sinergias.

Gaughan (1999) detalha os tipos de sinergias possíveis em processos de F&A. O autor aponta que existem sinergias operacionais, sinergias de aquisição e sinergias financeiras. Dentro das sinergias operacionais existem dois tipos de ganhos, provenientes de aumentos de receitas e de redução de custos. Uma das principais explicações para este fenómeno operacional são as economias de escala (Descubes & McNamara, 2016). As sinergias de aquisição correspondem ao excesso de valor de mercado que as empresas ganham com a expectativa dos investidores em relação ao futuro da organização. Por fim, as sinergias financeiras impactam os custos de capital das empresas em questão, reduzindo, assim, custos de financiamento (Alexandridis, Antypas, Gulnur & Visvikis, 2020).

A diversificação é também apontada como um motivo, sendo que, muitas vezes, as empresas pretendem crescer fora da sua indústria atual, preferencialmente em indústrias mais lucrativas. Conforme exposto anteriormente, as fusões de conglomerado ocorrem por este motivo, sendo que os casos mais bem-sucedidos são os das empresas que adquirem empresas líderes de mercado. Caso contrário, é um processo que tende a causar arrependimento às empresas (Gaughan, 1999). Os outros motivos apontados pelo autor passam pela integração vertical e pelo poder de mercado (criação de monopólios).

Valente (2005) distingue as explicações para as F&A tendo em conta a sua base. Existem as teorias baseadas em diferenças de eficiência (ganhos de eficiência, bastante relacionados com as sinergias), baseadas no poder de mercado (criação de monopólios ou

aumento de quota de mercado), baseadas na hipótese da informação (teoria mais financeira que afirma que havendo mais informação no mercado, o valor da empresa vai-se reajustando) e baseadas em problemas de delegação de autoridade (ajudam a resolver problemas de agência).

Por sua vez, Trautwein (1990) agrupa todos estes motivos em sete teorias distintas. A primeira, a Teoria da Eficiência, agrupa as sinergias financeiras, de operação e de gestão que são ganhas. A Teoria do Monopólio visa a conquista de quota e poder de mercado, bem como a formação de conglomerados. A Teoria da Avaliação sugere que as fusões são executadas por gestores com mais informação do que o restante mercado, avaliando, assim, mais corretamente as empresas em questão. A Teoria de Construção de Império constata que as fusões são realizadas para maximizar o bem-estar dos gestores, em detrimento dos restantes *stakeholders*. A Teoria do Processo, esta mais rudimentar, sugere que não são escolhas racionais, mas sim o resultado de processos conduzidos para resolver problemas mais facilmente. A Teoria do Caçador advém do termo *raider*, sendo alguém que cria e transfere riqueza dos acionistas da empresa-alvo, podendo assim receber uma compensação avultada após a operação ser concluída. Por fim, a Teoria da Perturbação indica que são os distúrbios económicos que incitam as fusões, uma vez que criam maior incerteza e pessimismo quanto ao futuro.

3. Efeitos

Cada caso é um caso. Se isto se aplica às motivações das F&A, no que toca aos efeitos ainda mais relevante se torna. No entanto, alguns estudos demonstram a tendência geral que estes processos trazem aos principais *stakeholders*.

Talvez a componente mais facilmente analisada são os acionistas, que são dos *stakeholders* mais impactados nas aquisições. Numa primeira instância, caso numa fusão uma das empresas deixe de existir, os acionistas da empresa-alvo deixam de ter as suas participações em troca de uma compensação. No que toca à criação de valor, Jensen e Ruback (1983) evidenciam que estes processos tendem a gerar ganhos para os *shareholders* da empresa-alvo, sendo que os da empresa que adquire não tendem a ter ganhos no imediato. Andrade, Mitchell e Stafford (2001) vão de acordo com esta evidência, afirmando que o valor que as fusões criam para os acionistas, principalmente para os da empresa-alvo. Segundo os autores, a comunicação ao mercado que uma fusão está iminente - assumindo que o mercado

é eficiente, logo incorpora a informação na avaliação – faz com que o preço das ações das empresas vá rapidamente ajustar-se, criando, assim, valor.

Os gestores, principalmente das empresas-alvo, também acabam por ser altamente impactados. Por vezes, os processos de F&A são vistos como mecanismos reguladores dos problemas de agência entre gestores e acionistas. Assim, muitas vezes, as equipas de gestão podem ser contra as fusões, tomando medidas anti *takeover* e dificultando o processo. Uma das maiores ameaças para estes gestores é a possibilidade de substituição, uma vez que a empresa adquirente pode optar por não incluir os gestores da empresa-alvo na nova estrutura. Assim, estes podem estar motivados a tomar medidas que visam a não concretização da operação, tais como rejeitar propostas sem avisar (ou questionar) os acionistas ou apresentar queixa à Autoridade da Concorrência (AdC) afirmando que a proposta viola as leis definidas, sobretudo quando estamos perante a possibilidade de elevadas sinergias (Jensen & Ruback, 1983).

Quanto aos trabalhadores, a evidência não é tanta nem tão exata. No entanto, Gugler e Yurtoglu (2004) afirmam que no mercado europeu as fusões tendem a levar a uma redução nos gastos com os trabalhadores até ser alcançado o nível ideal. Ao contrário da Europa, onde esta quebra anda à volta dos 10%, a evidência mostra que esta tendência não se verifica nos Estados Unidos.

4. Contexto Histórico

As F&A são processos que tendem a ocorrer de forma cíclica. Quer Gaughan (1999), quer Motta (2004), constataam que desde o final do século XIX já ocorreram cinco ciclos, denominados de ondas (*merger waves*). Estas ondas são visíveis quer analisemos os mercados norte-americanos (Gaughan, 1999), quer analisemos o mercado europeu (Gugler, Mueller, Yurtoglu & Zulehner, 2003). No caso europeu, as primeiras vagas eram mais forte no Reino Unido, sendo que com o tempo alastrou-se aos restantes países industriais.

Foi no século XIX que se verificaram desenvolvimentos nos transportes e comunicações, o que permitiu às empresas poderem pensar em mercados maiores. Assim, as empresas cresceram e os modelos de gestão avançaram. No final desse século, vários problemas económicos e financeiros afetaram os mercados e as organizações. Numa tentativa de coordenação de preços e de tentar fugir às leis que regulamentavam os mercados, as empresas começaram a entrar em processos de fusões entre si.

Portanto, os estudos e a evidência empírica demonstram que ao longo dos anos podemos observar que existem períodos de maior dinâmica de F&A, sendo que após estes períodos se registam quebras nos processos verificados. Não só estas ondas ocorrem em grande magnitude, como são maiores que as anteriores (Steger e Kummer, 2007).

Posto isto, temos cinco ondas cíclicas: de 1897 a 1904, de 1916 a 1929, de 1965 a 1969, de 1981 a 1989 e de 1992 a 1999. A primeira vaga foi motivada pelos avanços tecnológicos da altura (transportes e comunicações) e caracterizou-se por fusões horizontais e consolidações. A segunda onda, para além de muitas fusões horizontais, começou a ter algum peso de fusões verticais. A terceira etapa destacou-se pela predominância das consolidações e dos conglomerados, principalmente entre indústrias distintas. A quarta onda foi única pela forma como se começou a usar a dívida e os *leverage buyouts* (Gaughan, 1999). A última vaga destaca-se das restantes pelo aumento das fusões *cross-border* (Gugler *et al*, 2003).

Em relação aquilo que causa estas *merger waves*, Harford (2005) afirma que se devem a *timings* de mercado ou a choques regulatórios. No entanto, o autor reitera que estes choques só originam ondas caso haja liquidez de capital suficiente. Os recentes picos verificados sugerem que existem motivações económicas por detrás das recentes fusões.

Segundo Steger e Kummer (2007), apesar das F&A estarem a atingir níveis históricos em volume e valor, a verdade é que a maioria destes processos não são bem-sucedidos. Perante esta constatação e após confirmarem a existência das cinco vagas, os autores justificam que as ondas continuam a ocorrer devido ao tempo excessivo que as empresas demoram até perceber que a fusão não vai resultar, face à rapidez com que concluem os processos. Para além disso, apontam os objetivos irrealistas e irreverência de alguns *stakeholders* como motivos para terminar os processos em massa até que haja uma nova onda.

Atualmente, estes processos continuam a ser bastante utilizados. Segundo dados do Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA), no passado ano de 2020, registaram cerca de 45.000 operações do género. Apesar deste ser o valor mais baixo desde 2014 e de se ter registado uma quebra de 8,92% face a 2019, é preciso ter em conta que 2020 foi um ano marcado por uma quebra económica mundial devido à pandemia do vírus COVID-19.

5. Enquadramento Legal

De modo a regular as empresas em atividade nos mercados existem as autoridades de concorrência. No final do século XIX, nos Estados Unidos, foi lançada uma lei que visava proibir acordos entre empresas que limitassem o mercado ou que criassem monopólios. Esta lei, o *Sherman Act*, foi pioneira neste capítulo. Em 1914, foi introduzido o *Clayton Act* que visava estender as medidas do *Sherman Act* e ainda atuar sob as muitas fusões que estavam a ocorrer como forma de fugir à legislação original. (Motta, 2004). Atualmente, no caso europeu, existem dois níveis de jurisdição, fruto das leis nacionais e ainda das leis impostas pela União Europeia. No caso da União Europeia e da sua AdC, as relações entre empresas estão reguladas pelos artigos 81º e 82º do Tratado da Comunidades Europeias, definindo, assim, os seus limites e respetivas exceções. Um dos seus principais objetivos é evitar que, havendo posições de mercados dominantes, sejam tomados comportamentos de abuso de poder, tal como o aumento exagerado dos preços.

Para além disso, tanto as fusões horizontais como as verticais são reguladas através do “Regulamento das Concentrações Comunitárias” e sujeitas a aprovação pela AdC. Processualmente está definido que quando as empresas europeias queiram fundir-se, devem notificar a Merger Task Force (MTF) que terá um mês para investigar e deliberar se pode aprovar a operação ou se esta levanta dúvidas quanto à compatibilidade com o que está protocolado no Tratado referido anteriormente. Uma vez que a MTF não tem capacidade para analisar todos os negócios é concedida autonomia para as entidades nacionais fazerem este papel. Sob a alçada da MTF ficam apenas algumas operações, tais como as de carácter *cross-border* (Motta, 2004).

6. Estudos Académicos

Para concluir esta análise, é importante denotar que mais tem sido escrito na área de F&A. Dada a sua, cada vez maior, relevância os estudos têm sido mais recorrentes e mais relevantes. Ferreira et al. (2014) destacam as publicações e os temas mais citados e estudados na área. Segundo os autores, o livro “Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal” de Haspeslagh e Jemison (1991) é o mais citado, seguido do *paper* “Corporate acquisitions: A process perspective” de Jemison e Sitkin (1986), com o artigo “Merger strategies and stockholder value” de Lubatkin (1987) a completar o pódio. São, portanto, na ótica dos investigadores, os trabalhos mais importantes na área das F&A.

No que toca a temas estudados, Ferreira et al. (2014) demonstram que existe elevada correlação entre alguns. Por exemplo, entre ‘performance’ e ‘parcerias organizacionais’ ou entre ‘cultura’ e ‘problemas de integração’. Para além disso apontam os temas centrais mais abordados: ‘parcerias organizacionais’, ‘performance’ e ‘governança da empresa’.

Finalmente, Haleblin et al. (2009) identificaram os tópicos que suscitam dúvidas e que têm ainda poucas tentativas de sintetizar o *know-how* já adquirido. São, portanto, o futuro da investigação de F&A, sendo estes temas os antecedentes, as consequências das aquisições e os problemas de medição.

Estudo de Caso – O caso EDP

1. Metodologia Adotada

O trabalho tem como objetivo principal perceber as motivações e determinantes das empresas em realizar F&A, assim como estudar os efeitos e resultados destes processos sobre a empresa e os seus *stakeholders*.

Este trabalho vai dividir-se em duas partes distintas: um primeiro capítulo com a revisão de literatura sobre F&A e um segundo que se foca no estudo da F&A da EDP com a CTGC. O facto de se tratar de um estudo de caso faz com que não venha a ser realizada qualquer tipo de análise económica.

Os dados utilizados serão publicações e artigos científicos para a revisão de literatura e os documentos oficiais da EDP para análise dos efeitos na mesma. Estes documentos podem assumir a forma de Relatório & Contas, demonstrações financeiras, entre outros.

A questão de investigação que será explorada é: “o que motivou esta fusão e qual o impacto da mesma sobre a EDP e os seus *stakeholders*?”, sendo para isso, usado o caso de estudo da aquisição da EDP pela CTGC. Convém notar que a EDP afirma que “a gestão de *stakeholders* é uma prioridade para a manutenção de um diálogo próximo e transparente com todos aqueles com quem a EDP se relaciona, desempenhando um papel cada vez mais distintivo para o negócio do Grupo”, daí a análise do impacto nos *stakeholders* torna-se altamente relevante.

De acordo com Fidel (1983), os estudos de caso são métodos de investigação focados a um setor, empresa ou acontecimento em específico com o intuito de se tirar ilações e conseguir melhorar o seu funcionamento. Apesar disso, as observações constatadas tendem a poder ser aplicadas a uma escala maior do que o caso individual analisado.

Segundo Yin (1994) o estudo de caso, tal como todos os outros métodos de investigação, têm vantagens e desvantagens e a sua aplicabilidade está sujeita a três fatores: o tipo de questão de investigação, o controlo sobre os eventos e o *timing* do fenómeno em questão. O estudo de caso é o método ideal quando: a questão de investigação é de “como” ou “porquê”, o controlo do investigador sobre os acontecimentos é nulo ou quase inexistente e o foco está num fenómeno contemporâneo no contexto da vida real.

No entanto, os estudos de caso estão longe de ser um método perfeito. Fidel (1983) aponta alguns problemas e entraves à sua realização. O primeiro está relacionado com os

acessos que são precisos para a obtenção de toda a informação ou recursos necessários. Depois, é pertinente também considerar a questão da imparcialidade do investigador e como isto será garantido, algo que noutras metodologias menos subjetivas não acontece. Para além disso, alguns dos tipos de informação recolhida também podem ser considerados subjetivos e trazem incerteza à análise.

Em sua defesa, Baxter e Jack (2008) defendem que isto é mais do que uma simples pesquisa. O facto de se trabalhar com tantas fontes de informação tem o potencial de situações e casos mais complexos, permitindo responder às questões de “como” e “porquê” tendo em consideração como um fenómeno é influenciado pelo seu contexto. É, todavia, crucial que seja garantida a fiabilidade e a convergência dos dados e informação para que seja possível chegar a uma conclusão viável.

Os estudos de caso podem ser qualitativos e/ou quantitativos (Feagin, Orum & Sjoberg, 1991). Os métodos quantitativos tendem a ser de dois tipos (inquéritos e experiências). Por outro lado, os métodos qualitativos são mais comuns e podem ser pesquisa de campo, análises biográficas, estudos sociais, políticos, etc.

Este caso é um misto de qualitativo e quantitativo tendo em conta que alguns dos dados e efeitos estudados são subjetivos e outros são objetivos. Tendo em conta que no caso de uma fusão existem bastantes indicadores, o tratamento puramente estatístico e quantitativo seria demasiado extensivo e não seria possível obter resultados fiáveis.

2. Análise das Empresas

Nesta etapa do trabalho vão ser analisadas as duas empresas envolvidas neste estudo de caso. No entanto, a análise de cada empresa terá uma perspetiva temporal diferente. Assim, vamos conhecer a EDP em 2011, no momento pré-fusão, uma vez que em partes subsequentes serão analisados os impactos na mesma pós-fusão. Por outro lado, quanto à CTGC vamos verificar como era a empresa em 2011 - imediatamente pré-fusão -, e em 2020, com base dos dados mais recentes da mesma.

a. EDP – Energias de Portugal

Conforme exposto acima, vai ser analisada a empresa EDP em 2011, no último ano antes da entrada da CTGC no seu capital e na sua gestão. Como o negócio foi confirmado no final de dezembro de 2011, considera-se que este ano foi independente da gestão do grupo chinês. Num momento posterior deste trabalho, será analisado em detalhe como a EDP evoluiu desde este momento até aos seus dados mais recentes.

Empresa líder no sector da energia, a EDP integra na sua cultura valores e compromissos com os seus clientes, com as pessoas e com o ambiente. É uma empresa global, dinâmica e inovadora tendo surgido em Portugal em 1976, através da fusão de cerca de treze empresas que tinham sido nacionalizadas em 1975. O Grupo EDP possui um vasto número de colaboradores em Portugal e, sendo uma das grandes empresas no país, é considerada uma das principais investidoras. Encontra-se entre os grandes operadores europeus do sector da energia, sendo um dos maiores operadores energéticos da Península Ibérica, o maior grupo industrial português e o terceiro maior produtor mundial de energia eólica. Além do setor elétrico, produção, distribuição e comercialização, tem também, uma presença relevante no sector do gás da Península Ibérica. A organização integra o Índice de Sustentabilidade Dow Jones, o mais exigente do mundo, que distingue as companhias com melhor desempenho nas questões ligadas à transparência, sustentabilidade e excelência na gestão económica ambiental e social.

A empresa é uma empresa pública, uma vez que é uma sociedade emitente de ações que estão admitidas a serem negociadas no mercado, apesar de ser muitas vezes referida como estatal dada a grande participação do Estado português na mesma. A estrutura acionista da EDP, em 2011, era encabeçada pela Parpública (25,5%), Iberdrola (6,8%), Liberbank (5,0%), José de Mello (4,8%), Senfora (4,15), Grupo BCP (3,4%), sendo estes os maiores acionistas da empresa que tinha ainda 0,9% de ações próprias.

A EDP como empresa estatal no setor da distribuição elétrica tem, fundamentalmente, o interesse de servir os seus clientes com a sua energia estipulando tarifas e preços únicos, sendo que a empresa chegou mesmo a deter o monopólio da eletricidade e da distribuição elétrica em Portugal. Atualmente, a EDP permanece como a maior produtora, distribuidora e comercializadora de eletricidade no país, o que lhe confere alguma credibilidade e transmite confiança aos consumidores, muito porque a empresa incorpora na sua cultura, valores e compromissos com as pessoas e com o ambiente, sendo ecologicamente responsável. A EDP pretende ainda continuar num registo inovador e

dinâmico. A empresa tem vindo a desenvolver ainda atividades que visam dar a conhecer o seu posicionamento de forma a sensibilizar os responsáveis pelas políticas e legislação para os legítimos interesses da organização e do setor. Esta atividade compreende a participação nas principais Associações Setoriais e a intervenção direta ou indireta de colaboradores nomeados para tal.

A sua atividade nas energias renováveis é um dos principais marcos da empresa. Por esse motivo, atua em diversos mercados e tem parques eólicos na Península Ibérica, Estados Unidos, Brasil, França, Bélgica, Polónia e Roménia, para além de desenvolver projetos eólicos no Reino Unido e Itália. O mercado brasileiro também é relevante para o grupo, uma vez que aqui opera na produção de eletricidade, distribuição e comercialização.

Em 2011 tinha uma posição significativa no cenário energético mundial, atuando em 13 países, servindo assim cerca de 9,6 milhões de clientes de energia elétrica, gerindo 1,3 milhões de pontos de ligação de gás e empregando mais de 12 mil colaboradores.

A antecipação de contextos difíceis e complicados permitiu à EDP mudar e adaptar-se a novos paradigmas e novas energias, daí ser uma pioneira e líder nas energias renováveis. Deste modo, é possível ver a confiança que o mercado tem na mesma uma vez que, até as maiores agências de crédito e *rating* consideram que a EDP é mais segura em termos de crédito do que Portugal e a sua dívida. A diferenciação da EDP dá um posicionamento único ao grupo, participando em projetos inovadores e, assim, ganhando visibilidade pública como uma empresa diferente e única. Exemplos disto passam por projetos de cariz social e cultural como o maior projeto português de responsabilidade social no mundo, no campo de refugiados de Kakuma, no Quénia, investimentos em cultura e inovação e apoio social através das diversas Fundações EDP, assim como a implementação de complexos hidroelétricos com a mão dos arquitetos portugueses de renome mundial, Eduardo Souto Moura e Álvaro Siza Vieira.

Do ponto de vista operacional e financeiro, e como é possível verificar no quadro abaixo, a empresa tem-se mantido estável e segura. O seu volume de negócio estava em fase de crescimento, atingindo mais de 15 mil milhões de euros em 2011. Este crescimento, aliado à diminuição constante do investimento operacional, tem evidenciado ganhos no resultado operacional (tornando a empresa mais eficiente) e no resultado líquido (tornando a empresa mais rentável). Esta diminuição no investimento é justificada por uma abordagem mais pragmática à nova realidade que a economia mundial atravessava. Por sua vez, o resultado por ação foi-se mantendo relativamente estável com o tempo.

Tabela 1 - Indicadores Chave da EDP

Milhares de Euros	2008	2009	2010	2011
Volume de negócios	13.894.063	12.198.183	14.170.742	15.120.851
Resultado Operacional	1.929.994	1.969.567	2.062.509	2.267.390
Investimento Operacional	3.618.187	3.234.740	2.667.341	2.160.624
Resultado Líquido	1.091.529	1.023.845	1.078.925	1.124.663
Resultado por ação (Euros)	0,30	0,28	0,30	0,31

Fonte: Relatórios & Contas EDP

b. CTGC – China Three Gorges Corporation

Por sua vez, a CTGC é uma empresa mais restrita no que se refere a informações disponíveis, uma vez que é controlada pelo rigoroso governo chinês. Desta forma, não divulga tanta informação para o mercado, bem como limita muita dessa informação a outros idiomas, disponibilizando algumas informações apenas em mandarim.

Em 1993, como parte do projeto de construção da barragem das Três Gargantas (Three Gorges) e do desenvolvimento do rio Yangtze, na cidade de Sandouping, foi fundada a empresa estatal China Three Gorges Project Corporation a 27 de setembro. O nome da organização acabou por ser alterado para China Three Gorges Corporation, em 2009, no dia em que completava 16 anos.

A CTGC é uma empresa detida e controlada pelo governo da República Popular da China que emprega mais de 15.000 funcionários e que detém um capital social avaliado em 305.240 milhões de renminbi, o equivalente a 39.345 milhões de euros. Esta equivalência está de acordo com a taxa de câmbio disponibilizada pelo Banco de Portugal a 16 de junho de 2021 que era de 1 CNY = 0,1289 EUR. Será esse o valor utilizado daqui em diante para a conversão dos indicadores disponibilizados pela CTGC para euros.

O grupo chinês posiciona-se estrategicamente como um grupo especializado em energias renováveis e no desenvolvimento, manutenção e gestão em larga escala de barragens hídricas como foco na produção, manutenção e distribuição de energia elétrica. A CTGC assume total responsabilidade pela construção e operação do Projeto da Três Gargantas desde a sua fundação, sendo, para isso, autorizado e imputado pelo governo chinês a desenvolver os recursos hídricos do rio Yangtze e a contruir quatro barragens hidroelétricas em Xiluodu, Xiangjiaba, Wudongde e Baihetan, bem como explorar os recursos eólicos da região.

Apesar das suas origens, e de modo a cumprir com os objetivos da empresa, a CTGC estabeleceu a sua sede principal na capital chinesa, Pequim. Para além disso, tem ainda escritórios em Yichang e Chengdu, estes dois focados na gestão dos recursos dos rios Yangtze e Jinsha, respetivamente.

A internacionalização da empresa e, assim, tornar-se uma referência mundial no setor da energia e das energias renováveis é um dos seus principais objetivos. A sua intenção passa por capitalizar os recursos e o conhecimento do Projeto das Três Gargantas para investir, construir, operar e dirigir projetos e empresas/subsidiárias noutras regiões. Para isso, considera em alocar capital, talento e tecnologia para ganhar vantagens competitivas e novos mercados. O foco é alargar a sua operação principalmente pela Europa, América e outras regiões asiáticas. Em 2019, já estava presente em mais de 40 países europeus, americanos, africanos e do sudeste asiático, entre os quais Portugal com a participação na EDP.

O grupo utiliza a subsidiária China Three Gorges International Investment Corporation para os seus projetos de expansão internacional, estando esta entidade responsável por levar a cabo a estratégia “*going global*” do grupo e torná-lo numa referência internacional.

É a décima quarta maior empresa estatal da República Popular da China, e mantém tendências de crescimento, principalmente desde 2011, ano em que resolveu investir e adquirir na EDP. O seu ativo tem aumentado anualmente, tal como as suas receitas operacionais, resultado líquido e EBITDA. A empresa está em claro crescimento, aumentando a sua rentabilidade e volume de negócios.

Tabela 2 - Indicadores Chave da CTGC

Milhares de Euros	2011	2015	2019
Ativo total	40.361.813	72.618.393	107.996.287
Resultado Operacional	4.036.890	8.187.728	12.794.614
EBITDA	3.293.395	6.495.271	8.586.029
Resultado Líquido	1.564.846	3.714.898	4.539.858

Fonte: Relatórios Anuais CTGC

3. O Mercado da Energia

O mercado português foi o mercado geográfico selecionado para análise. Quanto mercado de produto, por seu lado considera-se a produção, distribuição e venda de energia

elétrica e gás natural. A escolha destes mercados seguiu dois processos de seleção bastante distintos. No que ao mercado de produto diz respeito, a escolha é natural uma vez que assenta nas atividades chave do negócio da EDP. Por outro lado, a seleção do mercado geográfico foi mais complicada e assentou-se sobre vários pressupostos. A EDP regista no mercado português o seu maior volume de negócios e faturação, apesar do crescimento dos mercados externos, bem como é neste local que assume uma quota de mercado de liderança e uma posição privilegiada, tendo mesmo alcançado uma posição monopolística em tempos. Para além disso, importa frisar que um dos principais motivos que levou a CTGC a investir na empresa foi a aposta nas energias renováveis. Ora, segundo a AdC, o mercado geográfico relevante da EDP Renováveis é Portugal Continental. Por último, chegou a ser detida pelo estado português, pelo que se torna relevante a ligação entre a EDP e o mercado português.

O setor energético em Portugal está dividido em três setores distintos e é fundamental para a economia nacional, bem como para a sociedade e as suas necessidades do dia a dia. Assim, dada a sua importância e complexidade, estão envolvidas várias instituições e agentes na sua regulação e controlo, salvaguardando os interesses dos consumidores, do ambiente e de concorrência. Os três setores que compõe o setor são o elétrico, o de gás natural e o petrolífero. Tendo em conta a atividade da EDP, apenas serão abordados os dois primeiros.

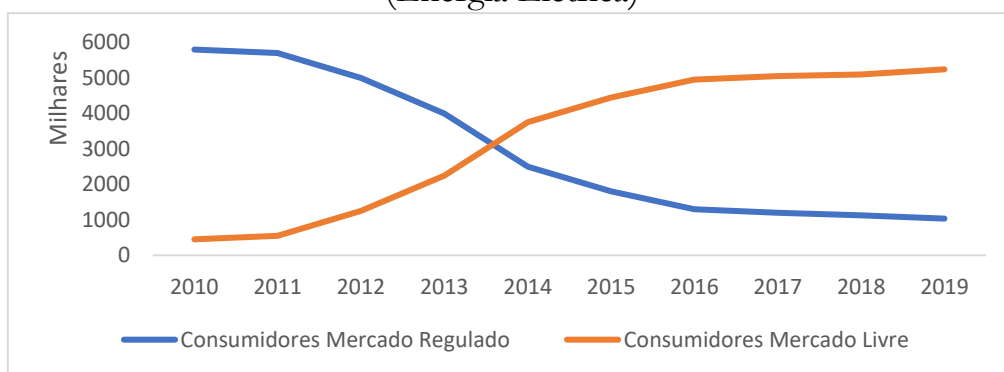
O mercado em Portugal funciona de forma liberalizada, ou seja, todos os consumidores podem livremente decidir qual será o seu fornecedor de energia, seja sob a forma de eletricidade ou de gás natural. A juntar a este poder de decisão, o consumidor pode ainda livremente optar por mudar a sua escolha, num processo estipulado por lei que assegura que a mudança é gratuita, sem restrições de mudanças e que existe uma tarifa social que deve ser aplicada a todos os fornecedores de energia. Os comercializadores são ainda obrigados a dar a conhecer aos seus clientes todas a informação pré-contratual para que estes possam ter conhecimento das ofertas de fornecimento que o mercado disponibiliza. Este mercado pode funcionar de forma livre ou regulada, sendo que no mercado livre cada operador define o preço cobrado e o serviço comercial que é fornecido, de acordo com as normas da concorrência, enquanto que no mercado regulado os preços para cada serviço são fixados anualmente pela Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos (ERSE).

Os mercados de eletricidade e de gás natural têm apresentado melhorias no seu funcionamento em Portugal. No que diz respeito à produção e consumo de energia, as fontes renováveis têm ganho cada vez mais peso e protagonismo com a potência instalada em

centrais de produção a representar 69% da potência total do sistema elétrico português. A produção de energia a partir de origens renováveis foi 56% do total de energia produzida no país, com destaque para as energias eólica (28%), hídrica (21%), biomassa (6%) e solar (2%).

O setor elétrico está dividido em cinco etapas distintas: produção (em regime especial ou em regime ordinário), transporte (assegurado pela REN), distribuição (assegurada por cada operador), comercialização (podendo ser um comercializador de último recurso ou um comercializador em regime de mercado) e, por fim, consumo (no mercado liberal ou no mercado regulado). Segundo os últimos dados disponibilizados pela ERSE, em 2019, 95% dos consumos pertenciam ao mercado livre retalhista e registou-se uma consolidação deste mercado, quer em termos de consumo global, quer em número de clientes. De acordo com esta entidade, o processo de liberalização tem ocorrido de forma progressiva, com o mercado livre a conseguir consolidar-se devido, principalmente, ao processo de extinção de tarifas reguladas em janeiro de 2013. Esta liberalização do mercado agradou bastante aos consumidores, conforme pode ser comprovado pelo gráfico abaixo.

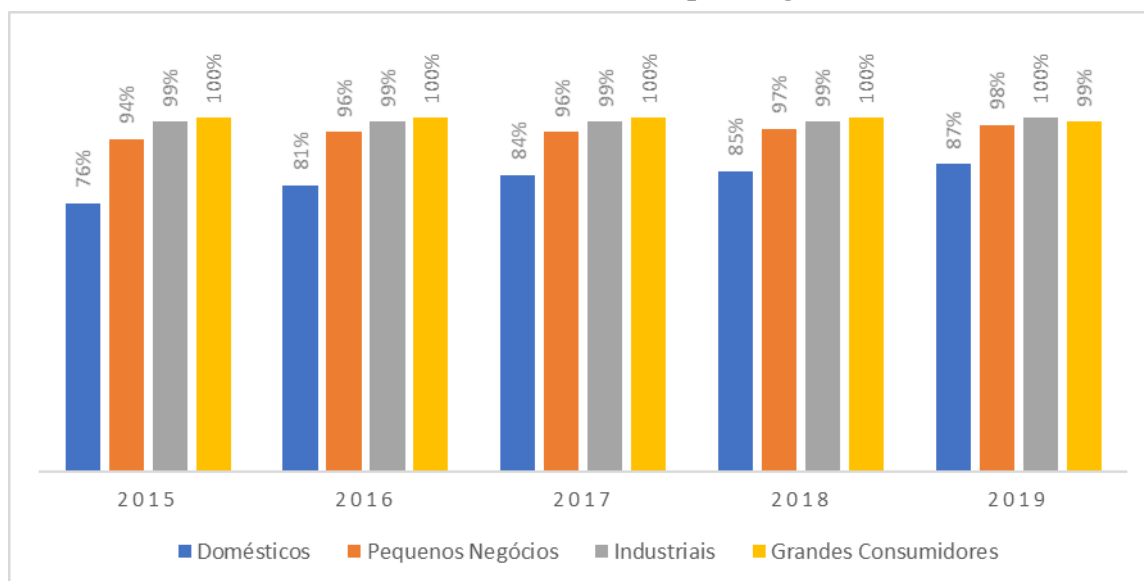
Gráfico 1 - Distribuição dos Consumidores por Tipo de Mercado
(Energia Elétrica)



Fonte: ERSE (2020)

Os consumidores são divididos em quatro segmentos, de acordo com o seu tipo de consumo: domésticos, pequenos negócios, industriais e grandes consumidores. Os principais consumidores do mercado livre são os clientes domésticos e os industriais, representando 35,8% e 34,6% do consumo deste mercado, respetivamente. A adoção do mercado liberalizado tem sido evidente em todos os segmentos, tendo em 2019 atingido valores máximos até à data.

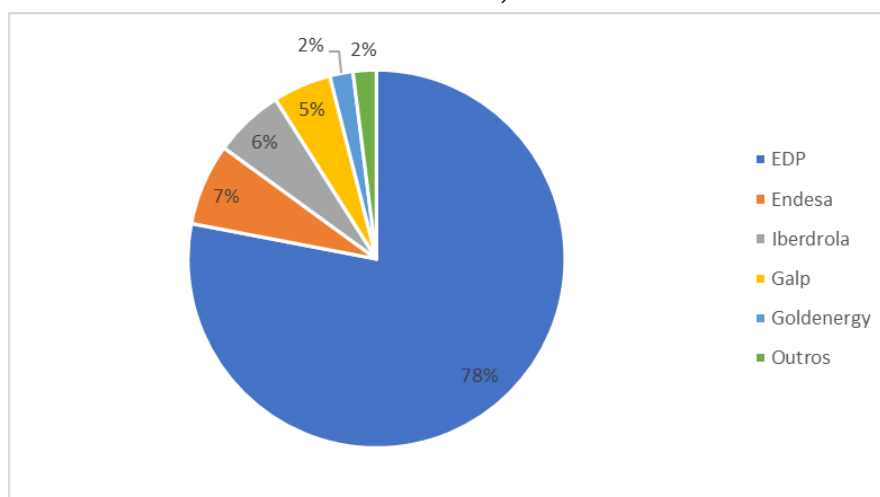
Gráfico 2 - Adoção do Mercado Liberalizado por Segmento de Consumidores



Fonte: ERSE (2020)

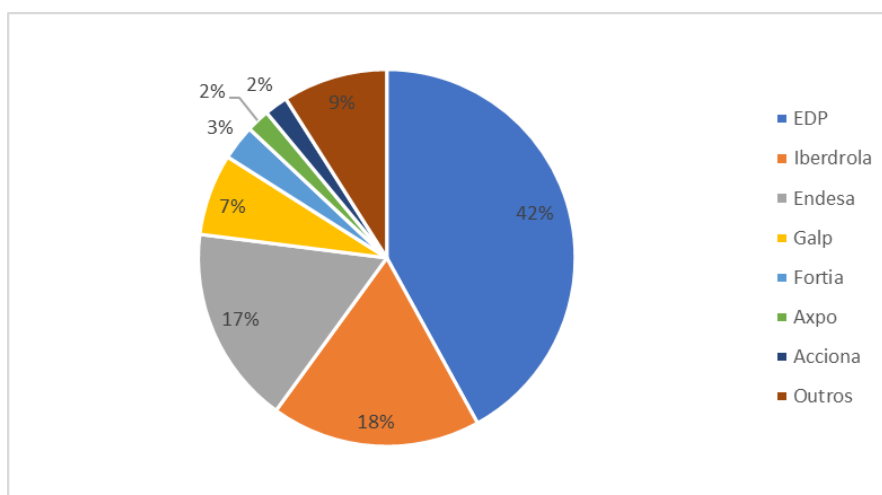
Do ponto de vista concorrencial, o mercado da eletricidade é regulado de forma a permitir um processo de competição dinâmica sem grandes barreiras de entrada ou saída. De acordo com os dados mais recentes do setor, em 2019, a EDP era líder de mercado em número de consumidores e em consumo total, com quotas de mercado de 78% e 42%, respetivamente. Estes valores são significativamente superiores aos dos seus concorrentes diretos. Desses, destacam-se a Endesa e a Iberdrola com quotas de 7% e 6% em número de clientes, por essa ordem, e com quotas de 17% e 18% a nível de consumo, respetivamente. Assim, a Endesa é segunda em termos de clientes e terceira em consumo, com a Iberdrola a ser a terceira em clientes e segunda em consumo.

Gráfico 3 - Quotas de Mercado do Total de Consumidores (Energia Elétrica)



Fonte: ERSE (2020)

Gráfico 4 - Quotas de Mercado do Total de Consumo (Energia Elétrica)

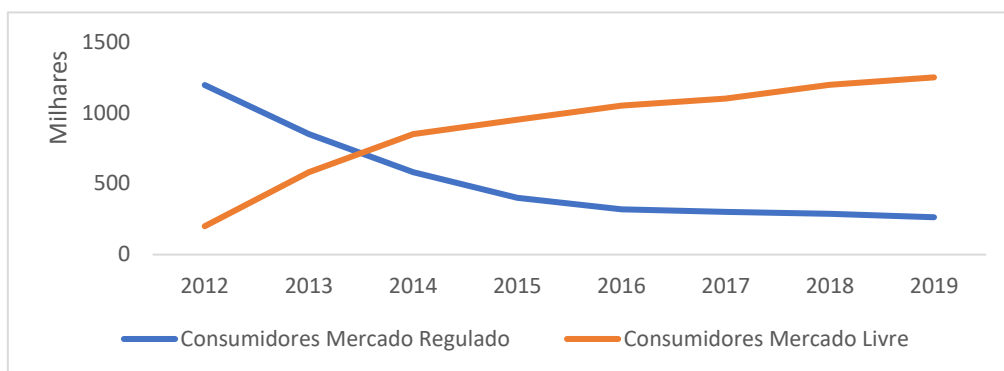


Fonte: ERSE (2020)

De notar ainda que, a EDP, líder do mercado total, vence nas categorias do consumo doméstico e dos pequenos negócios com 74% e 43%, respetivamente. Quanto aos clientes industriais e aos grandes consumidores a posição de liderança é detida pela Endesa e pela Iberdrola, com 24% e 28%.

Por sua vez, o setor do gás natural tem um funcionamento um pouco diferente, sendo composto por seis etapas: receção, armazenamento e regaseificação; armazenamento subterrâneo; transporte; distribuição; comercialização; consumo. As três primeiras fases são asseguradas pela REN. A liberalização do setor do gás natural em Portugal também tem vindo a ser feita de forma progressiva, com o mercado livre a consolidar-se, muito devido ao processo de extinção de tarifas reguladas que desde 2013 abrange todos os tipos e escalões de consumo. Como o gráfico abaixo comprova, e tal como ocorreu no setor elétrico, no ano de 2013 o mercado livre passou a ser o tipo de mercado dominante no país.

Gráfico 5 - Distribuição dos Consumidores por Tipo de Mercado (Gás Natural)

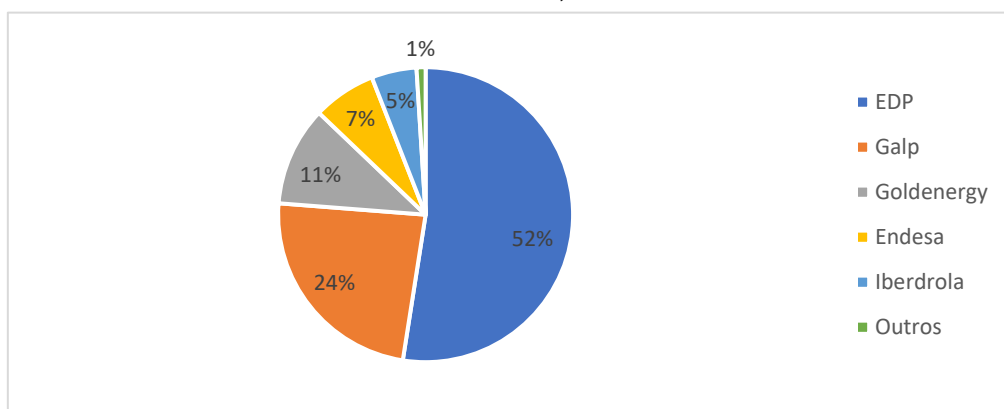


Fonte: ERSE (2020)

Quanto à evolução do mercado livre por segmento de clientes, o aumento gradual do número de clientes deve-se essencialmente à entrada contínua de clientes residenciais, que em 2019 aumentou cerca de 4,5% em relação ao ano anterior. Os clientes industriais foram os que registaram a maior taxa de crescimento, cerca de 7,8% face ao período homólogo. No entanto, em valores absolutos o aumento do segmento doméstico foi superior ao aumento do segmento dos industriais. Nos restantes segmentos, entre 2012 e 2019, registou-se um crescimento nas pequenas e médias empresas em cerca de 2% e uma pequena quebra no número de grandes consumidores.

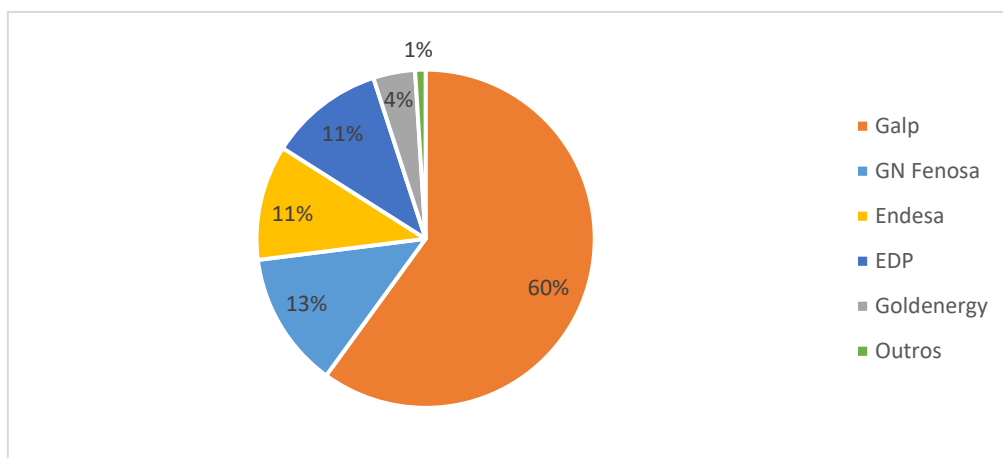
Quanto à concorrência neste setor, a liderança do mercado é repartida entre a EDP e a Galp. A EDP tem a maior quota de mercado em número de clientes, com 52% do total de clientes, enquanto a Galp lidera o mercado do consumo, com uma quota de mercado de 24%. As quotas de mercado no mercado livre do gás natural em número de cliente e em consumo, em 2019, podem ser constatadas abaixo.

Gráfico 6 - Quotas de Mercado do Total de Consumidores (Gás Natural)



Fonte: ERSE (2020)

Gráfico 7 - Quotas de Mercado do Total de Consumo (Gás Natural)



Fonte: ERSE (2020)

Na análise do consumo por segmento, a EDP lidera nos segmentos dos residenciais e nas pequenas e médias empresas, seguida da Galp. No entanto, os segmentos dos clientes industriais e dos grandes consumidores são totalmente liderados pela Galp, com a EDP a ter pouca relevância. Esta dicotomia justifica o facto da EDP fornecer mais de metade dos clientes em Portugal, mas isso apenas representar apenas 11% do consumo de gás natural em território nacional.

De salientar ainda o papel da regulação económica do setor, através da ERSE, onde uma entidade independente exerce uma regulação económica, através da fixação das condições económicas impostas à prestação das atividades que se encontram em situações de poder de mercado. Este poder de mercado, geralmente monopólios, pode acontecer devido a especificidades técnicas ou legais, onde se destacam o transporte, a distribuição e a comercialização de último recurso de energia elétrica e de gás natural. Segundo a ERSE, a regulação económica por parte de uma entidade independente é uma das formas de regulação das atividades exercidas em monopólio. Por sua vez, a ERSE exerce a regulação económica por determinação legal no caso da atividade de gestão de operações da rede de mobilidade elétrica. No âmbito desta regulação, compete à ERSE a aprovação e definição das metodologias tarifárias, para além da definição dos parâmetros e dos proveitos de regulação e, finalmente, a aprovação dos preços das tarifas reguladas. As tarifas estabelecidas visam oferecer a cada atividade proveitos permitidos calculados nos termos dos Regulamentos Tarifários aplicáveis. Por último, a definição das metodologias tarifárias e dos proveitos e a

aprovação de tarifas e preços cumprem deveres de transparência e partilha de informação pública.

4. Determinantes

Cada fusão é única e, com isso, não só temos um contrato entre duas partes diferentes dos restantes, como a formação de uma empresa original distinta da de qualquer outro negócio. Tal também se aplica aos motivos que estão na base de decisão, uma vez que cada transação tem determinantes distintas e específicas. Obviamente existem motivos genéricos, ou que de uma forma macro se assemelham e aproximam, mas todos eles têm particularidades específicas e que são exclusivas das partes envolvidas na transação. De modo a compreendermos o que levou a esta fusão, vamos apoiar-nos nos motivos expostos na literatura, as determinantes clássicas, e nos motivos que as empresas ou entidades foram divulgando com o tempo, as determinantes específicas.

Conforme exposto anteriormente, o principal motivo estratégico para a realização de F&A é o crescimento, sendo que este pode ser vertical ou horizontal. O crescimento pode ser feito internamente ou através de uma fusão, tendo em conta que o interno tende a ser mais lento e a trazer maior incerteza, enquanto que o outro método pode ser mais rápido, não deixando, mesmo assim de trazer as suas próprias incertezas. Para este caso em específico, podemos afirmar que este motivo é válido, dado que a CTGC procurou o crescimento horizontal do seu grupo, com a expansão para o mercado europeu. Por sua vez, a EDP assegurou com este negócio as garantias financeiras necessárias para continuar o seu projeto e o crescimento esperado.

Outro dos principais motivos clássicos são as sinergias que surgem, onde se espera que a combinação dos recursos das duas empresas é maior do que a soma dos valores individuais dos recursos de cada empresa. Neste caso em estudo, tendo em conta que ambas as organizações operam no mesmo mercado de produto, a sua partilha de conhecimentos de mercado e de investigação e desenvolvimento podem acelerar o crescimento das duas. Aliás, a EDP é uma empresa líder no setor das energias renováveis e dado que a CTGC pretende expandir-se nesse setor, o facto de poder aproveitar todo esse conhecimento que a energética portuguesa tem é um fator positivo. Por sua vez, a EDP pretende utilizar alguns dos recursos já existentes na energética chinesa para acelerar o seu crescimento e reduzir incertezas, desde linhas de financiamento ou os seus conhecimentos na produção e distribuição de energia elétrica em grande escala.

Os motivos clássicos de diversificação e de complementaridade, apesar de bastante populares na literatura e muitos frequentes na realidade, não são aplicáveis nesta situação. Não existe diversificação porque não existe pretensão de crescer fora das suas indústrias atuais, nem existe a procura de uma fusão de conglomerado. Por sua vez, não podemos verificar a existência de complementaridade dado que os serviços oferecidos aos clientes não são complementares, nem sequer existem clientes que tenham à disposição ofertas comerciais de ambas as empresas, tendo em conta os diferentes mercados onde operam.

Analisando, ainda, as sete teorias de Trautwein (1990), é possível identificar mais algumas determinantes. Destas sete teorias, e apenas para as relembrar, temos os seguintes pontos que não se aplicam neste caso: a Teoria da Avaliação que sugere que as fusões são executadas por gestores com mais informação do que o restante mercado; a Teoria de Construção de Império onde se constata que as fusões são realizadas para maximizar o bem-estar dos gestores, em detrimento dos restantes *stakeholders*; a Teoria do Caçador que advém do termo *raider*, sendo alguém que cria e transfere riqueza dos acionistas da empresa-alvo, podendo assim receber uma compensação avultada após a operação ser concluída. Tendo em conta as circunstâncias do negócio, as três teorias acima são descartadas, e sobram quatro teorias aplicáveis como determinantes desta fusão. A Teoria da Eficiência, que agrupa as sinergias financeiras, de operação e de gestão que são ganhas. Tal como exposto anteriormente, as empresas esperavam ganhar sinergias com a cooperação entre ambas. A Teoria do Monopólio visa a conquista de quota e poder de mercado, o que é algo que a EDP pretendia alcançar, reconquistar quota de mercado de um setor onde já deteve monopólio. A Teoria do Processo sugere que não são escolhas racionais, mas sim o resultado de processos conduzidos para resolver problemas mais facilmente, neste caso para gerir imposições da *troika* ao Governo português. Por fim, a Teoria da Perturbação indica que são os distúrbios económicos que incitam as fusões. Aqui é importante recordar que foi na sequência da crise financeira de 2008 que Portugal teve de solicitar ajuda externa e lhe foi imposta a venda da sua participação pública na EDP.

Importa agora compreender as motivações de cada empresa neste negócio. Do lado da EDP, é preciso perceber o que fez com que a Parpública alienasse a sua participação estatal. Na origem desta decisão está uma imposição da *troika*, aquando do pedido de ajuda externa do Estado português ao Fundo Monetário Internacional. No Memorando de Entendimento assinado a 17 de maio de 2011 ficou acordado o compromisso do governo português em “acelerar o programa de privatizações. O plano existente para o período que decorre até 2013 abrange transportes (Aeroportos de Portugal, TAP, e a CP Carga), energia

(Galp, EDP e REN), comunicações (Correios de Portugal), e seguros (Caixa Seguros), bem como uma série de empresas de menor dimensão. O plano tem como objetivo uma antecipação de receitas de cerca de 5,5 mil milhões de euros até ao final do programa, apenas com alienação parcial prevista para todas as empresas de maior dimensão. O Governo compromete-se a ir ainda mais longe, prosseguindo uma alienação acelerada da totalidade das ações na EDP e na REN”.

De modo a cumprir aquilo com que comprometeu no Programa de Assistência Financeira acordado com a União Europeia, o Fundo Monetário Internacional e o Banco Central Europeu, teria lugar um programa de reprivatizações com o objetivo de retomar a credibilidade financeira de Portugal e restaurar a confiança internacional na economia nacional. As reprivatizações visavam diminuir o peso da dívida pública na economia e reforçar a presença de investidores de referência no mercado português, em como diversificar as fontes de financiamento das empresas portuguesas.

Uma vez que estava definido que esta alienação teria de ocorrer, e na presença de vários interessados, importa perceber as determinantes que levaram à escolha da CTGC como o parceiro ideal. Para esta escolha foram apresentados três grandes motivos, o valor pago no momento inicial ao Governo, a abertura de uma linha de crédito para financiar o investimento e crescimento da EDP e a manutenção da gestão da empresa por parte da administração portuguesa. A proposta da elétrica chinesa implicou um pagamento à Parública de 2,69 mil milhões de euros, o compromisso de assegurar um investimento e linha de crédito no valor de 2 mil milhões de euros à EDP e a garantia que a equipa de administração se manteria a mesma e com a autonomia e liberdade para gerir a empresa como estava a ser feito até então.

Depois de entendido os motivos portugueses para proceder a este negócio e os motivos para a escolha deste parceiro, importa perceber as determinantes específicas do lado chinês. Aqui, os motivos acabam por ser mais simples, a elétrica chinesa tinha duas grandes linhas estratégicas que iam de encontro à oportunidade de negócio que a EDP apresentava.

O primeiro motivo era o de expansão internacional. Um dos principais objetivos da CTGC, em 2011, era o de conseguir expandir a sua operação a novos mercados geográficos, entre os quais o mercado europeu. Nesse ano, a CTGC fundou a sua subsidiária dedicada à expansão internacional e a garantir que a estratégia nacional chinesa de se globalizar é concretizada. A CTGC International é responsável pela aplicação da estratégia internacional, oferecendo uma plataforma para a procura e estabelecimento de parcerias e investimentos

internacionais nos principais continentes, nomeadamente Europa, América e Ásia. A estratégia passava por expandir o mercado geográfico, o conhecimento científico, adquirir ativos internacionais e assegurar a participação em projetos de grande escala. Tudo isto era possível com a parceria com a EDP.

O segundo fator prende-se com as energias renováveis. Um dos principais objetivos do grupo CTGC passava por tornar-se uma referência mundial no setor das energias renováveis. Assim, o investimento na EDP revela-se ainda mais crítico, uma vez que as energias renováveis são uma das referências do grupo EDP. A CTGC afirmava, em 2011, que os principais investimentos internacionais deveriam passar por projetos de energia hídrica, eólica ou solar. Esta determinante era tão relevante que, no contrato final entre as partes, ficou logo acordado que, assim que possível, a CTGC iria adquirir uma parte significativa da subsidiária EDP Renováveis de modo a ter um papel ativo na gestão das energias renováveis do grupo EDP. Foi ainda comunicado à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) que as empresas iriam combinar esforços no sentido de se tornarem líderes mundiais no mercado da produção de energia renovável.

Para além disso, importa lembrar que a CTGC é uma empresa detida pela República Popular da China e, portanto, também lhe interessa deferente a estratégia nacional chinesa. Nesse âmbito, o investimento em Portugal e a negociação com o Estado português foi visto como a abertura de uma porta para o investimento chinês em empresas, públicas ou privadas, portuguesas.

Portanto, é possível constatar que este negócio tem uma particularidade muito específica, pois a sua premissa original, a determinante que deu origem ao processo, não partiu de nenhuma das partes envolvidas, mas sim de uma imposição por parte de uma entidade externa. Apesar das empresas terem motivos para avançar com a fusão, esta só foi concretizada porque foi imposta pela *troika*, e só a partir desse momento as empresas começaram a negociar.

5. Cronologia e Regulação

a. Eventos relevantes

A falência do banco de investimentos norte-americano Lehman Brothers em setembro de 2008 foi o culminar de uma crise financeira que já se havia iniciado no ano

anterior. Num primeiro momento, a crise teve origem nos Estados Unidos da América e no seu sistema financeiro. No entanto, devido ao investimento de vários bancos estrangeiros no sistema financeiro americano, a crise rapidamente se alastrou ao resto da economia mundial, gerando crises de dívida pública em inúmeros países. Para ajudar a resolver o caso português, no dia 6 de abril de 2011, o então Primeiro-Ministro português José Sócrates anunciou que o país solicitou ajuda externa. Esta ajuda financeira trouxe consigo a figura da *troika*, um grupo formado por representantes da Comissão Europeia, do Banco Central Europeu e do Fundo Monetário Internacional.

A decisão de vender a participação estatal da EDP ficou acordada com a *troika* aquando do pedido de ajuda e foi ainda definido que o negócio deveria ficar concluído até ao final do ano 2011.

Em maio desse ano, o Governo decidiu acabar com os direitos especiais do Estado na EDP, na Galp e na Portugal Telecom, as chamadas *golden shares*. As *golden shares* são ações que dão ao acionista privilégios e direito de veto a alterações na estrutura da empresa. Têm também direitos especiais de votos, dando ao acionista a capacidade de impedir acionistas ordinários de adquirirem elevados volumes de ações. Este decreto-lei foi aprovado em assembleia extraordinária na Assembleia da República em julho de 2011. Nessa mesma sessão ficou previsto que a privatização da EDP iria incluir a cedência do controlo da empresa de modo a maximizar o valor da venda, bem como o negócio estaria, inicialmente previsto, limitado a 20% das ações da EDP.

A primeira reação oficial do lado da EDP surgiu a 13 de maio, com o presidente do grupo, António Mexia, a afirmar que a privatização era uma oportunidade de crescimento. O gestor declarou, ainda, que esta operação deveria garantir vários objetivos estratégicos e não se tratar apenas uma questão de tesouraria. Acrescentou que era importante que a EDP controlasse o seu próprio destino e também encontrasse acionistas que contribuíssem para a estabilidade e para o crescimento da empresa. António Mexia afirmou que não seria difícil encontrar tais investidores, uma vez que havia sabido encontrar e fomentar parcerias bastante produtivas ao longo dos anos.

Após alguns contactos iniciais, o Governo português selecionou alguns interessados como potenciais compradores. Os grupos que integraram esta lista apresentaram a sua proposta e os seus argumentos à compra de uma participação de 21,35% da EDP, o que faria deste comprador o maior acionista da empresa.

As negociações com os vários interessados duraram alguns meses, com alguns avanços e recuos. Já Pedro Passos Coelho era o primeiro-ministro português, a 19 de junho de 2011, quando surgiram as primeiras reações de empresas apontadas como potenciais interessadas. No final de agosto, o governo anunciou a contratação do Caixa Banca Investimento e da Perella Weinberg Partners como assessores financeiros no projeto de privatização da EDP. A inclusão desta última empresa gerou alguma polémica na altura, mas a escolha foi justificada pela experiência e currículo das entidades em questão na assessoria estratégica do Governo. A meio de setembro, os maiores escritórios de advogados juntaram-se ao negócio, ajudando empresas estrangeiras na tentativa de compra. Depois de Pedro Passos Coelho garantir que não ia vender a EDP a preço de saldos, a CTGC e a China Power alinharam entre si uma derradeira oferta, que acabou por ficar a cargo da primeira empresa. Na reta final do prazo delimitado pelo governo, as quatro empresas na corrida à compra da EDP – a alemã E.On, a chinesa CTGC e as brasileiras Eletrobras e Cemig - entregaram as suas ofertas vinculativas na Parpública.

No dia 22 de dezembro de 2011 foi comunicado oficialmente o negócio através de um comunicado da Parpública: "O Conselho de Ministros, de acordo com informação transmitida à Parpública, procedeu hoje à seleção da China Three Gorges Corporation para efetuar a aquisição da totalidade das 780.633.782 ações representativas de 21,35% do capital social da EDP". Para a aquisição destas ações, o grupo chinês pagou cerca de 2,69 mil milhões de euros.

Por sua vez, a EDP emitiu um comunicado ao mercado onde se pode ler que “no âmbito da 8ª fase de reprivatização da EDP, o Estado Português anunciou hoje que a China Three Gorges (“CTGC”) foi selecionada para ser a adquirente de uma participação de 21,35% no capital social da EDP. Em conformidade, foi aprovado pelo Conselho de Administração Executivo da EDP, após parecer favorável do Conselho Geral e de Supervisão, o estabelecimento de uma parceria estratégica com a CTGC.”.

Nesse mesmo anúncio foram dados os primeiros sinais da nova estrutura operacional: “A EDP e a CTGC, o maior grupo chinês de energias limpas, vão combinar esforços no sentido de se tornarem líderes mundiais de produção de energia renovável, através de uma parceria estratégica em projetos de energia renovável, sendo que a EDP irá liderar na Europa, Estados Unidos da América, Canadá, Brasil e outros mercados sul-americanos selecionados, enquanto que a CTGC irá liderar nos mercados asiáticos onde está presente e/ou onde possui vantagens tecnológicas ou industriais.”.

A nível de financiamento foi também exposto que “a CTGC irá investir 2 mil milhões de euros (...) dos quais 800 milhões de euros serão investidos nos primeiros 12 meses após a assinatura da parceria”, e que “a parceria com a CTGC inclui um compromisso firme de financiamento por parte de uma instituição financeira chinesa à EDP, ao nível corporativo, num montante até 2 mil milhões de euros com maturidade de até 20 anos.”.

Aquando da assinatura do contrato a formalizar o negócio, o então Ministro dos Negócios Estrangeiros, Paulo Portas afirmou que o grupo chinês foi o escolhido porque “a proposta chinesa significava a melhor receita e significava também a melhor ajuda no endividamento (...). Não faria nenhum sentido que aqueles que oferecem melhor preço e dão melhor ajuda no endividamento fossem prejudicados”. Por sua vez, o antigo Ministro das Finanças, Vítor Gaspar afirmou que “foi a melhor escolha, foi isso que disse a análise dos critérios que constavam do caderno de encargos”.

Das reações à assinatura do negócio destaca-se ainda o facto desta operação ter sido vista como a abertura do mercado português ao investimento chinês. Segundo o presidente do CTCG, Cao Guangjing, “esta transação serve como uma ponte para uma cooperação mais próxima entre as empresas chinesas e portuguesas e vai encorajar maior investimento de mais empresas chinesas em Portugal”.

Mais tarde, em outubro de 2012, o Governo aprovou uma resolução que permitia à Parpública vender os restantes 4,14% que ainda detinha na EDP a partir de dezembro desse ano. No entanto, ficou salvaguardo que essa transação estaria dependente da autorização dos detentores das obrigações em curso destas ações. Em comunicado à imprensa, foi exposto que o “Conselho de Ministros aprovou uma resolução que determina a conclusão da sétima fase de reprivatização da EDP - Energia de Portugal, tendo por objeto um lote composto pelas ações representativas de 4,14% do capital social da empresa”. De referir que estas ações não foram incluídas no negócio original com a CTGC porque estavam dadas como garantia de um empréstimo obrigacionista realizado pela Parpública em 2007 com maturidade de 7 anos, mas que a partir de agora poderiam ser vendidas com a libertação das ações do empréstimo obrigacionista pelos investidores. Por isso, apenas em fevereiro de 2013 o Estado português vendeu a sua restante participação na EDP. Esta venda rendeu 356,1 milhões de euros, tendo os investidores pago 2,35 euros por cada ação, valor que correspondia à cotação em bolsa das mesmas.

De notar que, nesta operação em 2013, o Estado obteve um valor inferior por ação do que na transação de 2011 com a CTGC. Nessa altura cada ação foi vendida por 3,45

euros, enquanto que dois anos depois cada ação foi valorizada em 2,35 euros. Isto deve-se, em parte, ao leilão a que a venda da EDP exigiu, tendo os chineses pago um valor acima do valor de mercado para garantir o concurso. Por outro lado, em 2013 as ações foram vendidas no mercado de capitais, pelo seu valor de mercado.

Importa ainda realçar que um marco importante relacionado com esta operação deu-se também em 2013, com o grupo chinês a adquirir 49% da EDP Renováveis, uma subsidiária da EDP. Esta operação foi sujeita a aprovação da AdC apesar da operação, que havia sido anunciada em dezembro do ano transato, estar prevista no plano de aquisição aquando da privatização da EDP. Neste plano, foi acordado que a empresa portuguesa venderia ativos eólicos à CTGC, sob a forma da EDP Renováveis, para garantir uma maior integração das duas empresas e justificar a entrada de capital na EDP. Este negócio apenas foi validado pela AdC em 2013, confirmando, assim, a aquisição de 49% do capital da EDP Renováveis por 359 milhões de euros.

Em outubro de 2017, o maior acionista da EDP reforçou a sua posição, passando a deter 23,26% do capital da mesma. A CTGC tinha 21,35% da EDP e adquiriu 70,1 milhões de ações correspondentes a cerca de 1,9183% do capital social. Este negócio implicou um preço por cada ação de 2,9637 euros, numa operação que ficou registada em 207 milhões de euros. Em maio de 2018, a CTGC lançou uma oferta pública de aquisição à EDP e EDP Renováveis. A operação, avaliada em mais de 10 mil milhões de euros (oferecendo 3,26 euros por ação e 7,33 euros por ação respetivamente), caiu por terra em abril de 2019 devido a uma blindagem dos estatutos que não foi levantada, sendo isso um dos requisitos para que a oferta avançasse. A desblindagem foi votada em assembleia-geral da empresa e mais de dois terços votaram contra, pelo que a votação fez com que a oferta não seguisse em frente.

Por outro lado, e após a tentativa falhada de aquisição total da empresa, a CTGC alienou, em fevereiro de 2020, 65 milhões de ações representativas de 1,8% do capital social da EDP e, em janeiro de 2021, alienou 100 milhões de ações da empresa, representativas de cerca de 2,52% do capital. Nestas operações, a CTGC recebeu 300 milhões de euros e 534 milhões de euros, respetivamente.

b. Legislação

Ao longo deste processo, foram considerados muitos requisitos. Desde o início, aquando da imposição da *troika*, Portugal sabia que este negócio teria de servir de exemplo,

quer pelo valor, quer pelo processo. Tendo tudo isto em consideração, a 26 de outubro, foi publicado em Diário da República o Decreto-Lei nº 106-A/2011 que visava regular o processo de privatização da EDP.

Assinado pelo então Presidente da República, Aníbal Cavaco Silva, este Decreto-Lei expunha os parâmetros e procedimentos legais que este negócio deveria seguir. Visto que, este se trata do documento mais importante, emitido pelo Estado português durante as negociações, esta parte do trabalho tratará de analisá-lo.

O documento começa por explicar os motivos pelos quais a EDP será privatizada e o pelos quais este negócio assume uma importância tremenda para o Estado: “O Governo está comprometido com o escrupuloso cumprimento dos objetivos e das medidas previstas no Programa de Assistência Financeira acordado com a União Europeia, o Fundo Monetário Internacional e o Banco Central Europeu, tendo em vista retomar a credibilidade financeira do País e a confiança internacional na economia portuguesa.”. É, ainda, exposto que este não será a única transação do género dado que se encontrava prevista a realização de uma série de reprivatizações, que incluíam a venda da totalidade da participação pública no capital da EDP.

Um dos principais objetivos imediatos passava pela redução da dívida pública e revitalizar a economia portuguesa, uma vez que a realização de reprivatizações no sector empresarial do Estado contribuiria para a diminuição do peso da dívida pública na economia. Deste modo, haveria efeitos positivos no esforço de consolidação orçamental, com o objetivo de reforçar a presença de investidores estrangeiros no mercado português e diversificar as fontes de financiamento das empresas portuguesas. Portanto a nossa economia teria de ser mais atrativa. Para conseguir cumprir com estes planos, o Governo aprovou a 8.^a fase do processo de reprivatização do capital social da EDP, na qual se alienaria um máximo de 21,35% do capital social da EDP, sob a forma de ações detidas pela Parpública, tornando, assim, agora legal e oficial a intenção de venda da participação estatal na empresa.

Os modelos pretendidos para a privatização passam a ser detalhados, uma vez que é escrito que será feita uma venda direta a investidores de referência, nacionais ou estrangeiros – daí a abertura de concurso e as conversações com tantas grupos e empresas estrangeiras – que tivessem um perfil de investidor industrial ou um perfil de investidor financeiro. O Governo pretendia que o comprador realizasse um investimento estável e de longo prazo, com o objetivo de salvaguardar o interesse nacional, principalmente numa altura de grande

instabilidade económica ainda a sofrer as consequências da crise de 2008. Deste modo, pretende-se também maximizar o valor dos capitais transacionados.

É, posteriormente, justificada a escolha do recurso a investidores em detrimento de recorrer ao mercado de capitais. Esta modalidade permitia “não só otimizar os proveitos associados à alienação das participações de entes públicos na EDP (...) como ainda promover o reforço do desenvolvimento da empresa”. A maximização das mais-valias ficaria comprometida com o simples recurso aos mercados de capitais nas condições financeiras da altura, bem como não seria possível ter qualquer tipo de garantia de que a empresa continuaria a servir os interesses nacionais, uma vez que no documento assinado na privatização isso ficaria contratualizado.

No entanto, o recurso ao mercado de capitais foi aprovado como plano alternativo, dado que o interesse nacional era o de concretizar a privatização. Por conseguinte, no caso de não se concretizar a venda direta de referência a um investidor tal como pretendido, ficou autorizada a “realização de uma venda direta institucional para subsequente dispersão das ações no mercado nacional e em mercados internacionais, bem como de uma oferta pública de venda no mercado nacional.”.

As ações da empresa que foram sujeitas a venda foram agrupadas em três lotes de ações ordinárias e de categoria especial. Tem-se, portanto, um primeiro lote de ações ordinárias representativas de cerca de 5,79% do capital, um segundo lote de ações de categoria especial representativas de aproximadamente 3,93% do capital, e um último lote de ações de categoria especial valendo cerca de 11,62% do capital. Apesar desta divisão, é a vontade do Estado de alienar estes três lotes em conjuntos.

Com a execução desta reprivatização, o Estado deixaria no imediato de deter participações no capital social da EDP, mas manteria e reafirmaria o reconhecimento do relevante interesse público associado às atividades do sector energético realizadas pela empresa. Mesmo assim, foi optada a alienação total das ações, uma vez que existiam “diferentes instrumentos jurídicos que permitem ao Estado exercer a sua função reguladora e de supervisão sobre o funcionamento do sector”. Deste modo, não era estritamente necessário reter uma posição no capital social para assegurar a salvaguarda interesse público.

Após todas estas premissas estarem expostas, o Decreto-Lei é composto por doze artigos, dos quais se destacam, pela sua relevância, os artigos a seguir referenciados. O Artigo 1º diz respeito ao objeto, aprovando assim a reprivatização do capital social da EDP, é um

parágrafo bastante curto e direto. O Artigo 2º detalhe que esta fase do processo define que se deve proceder a uma venda direta a um ou mais investidores de referência e que esta transação não pode ir além de 21,35% do capital social da empresa, através das ações da Parpública.

Por sua vez, o Artigo 3º descreve como deve ocorrer o processo de venda direta de referência. Fica, então, definido que as ações a alienar por esta via são objeto de uma ou várias operações junto de um investidor ou vários, podendo ser nacionais ou estrangeiros. Na lista de potenciais compradores estavam incluídas entidades com perfil de investidor industrial ou de investidor financeiro, desde que assegurassem um investimento estável e de longo prazo, com vista ao desenvolvimento estratégico da empresa e de acordo com o interesse nacional. As condições finais das operações necessárias à concretização da venda direta de referência seriam estabelecidas pelo Conselho de Ministros, após a validação das resoluções necessárias. As resoluções necessárias à aceitação das condições passavam pela aprovação do caderno de encargos que define as condições específicas, determinação dos critérios para a alienação de ações no âmbito de cada operação, autorização para estabelecer a exigência de uma prestação pecuniária, identificação do investidor ou investidores de referência, fixação da quantidade de ações a transmitir pela Parpública para o investidor e fixação do preço unitário de cada alienação de ações.

Em relação ao Artigo 4º, que se debruça sobre o processo de alienação, podemos verificar passo a passo as etapas que esta reprivatização deverá seguir. Portanto, este pode ser organizado em diferentes fases, com uma fase inicial de recolha de intenções de aquisição junto de potenciais compradores, em relação à totalidade ou a uma parcela do lote de ações. Este percentual não pode ser inferior a 5% do capital social. Ficaram ainda definidos os critérios de seleção para consideração dos potenciais investidores, sendo estes o preço indicativo para a compra das ações disponibilizadas, a existência de um projeto estratégico que vise o desenvolvimento da empresa e que proteja os interesses nacionais, a inexistência de restrições jurídicas, económicas ou financeiras que impeçam o negócio, os prazos e condições de pagamento, bem como a idoneidade, capacidades financeiras e técnicas e, por último, as garantias bancárias.

O Decreto-Lei expõe no Artigo 5º algumas limitações a que o comprador ficará sujeito, uma vez que as ações adquiridas através da venda direta de referência podem ficar sob o regime de indisponibilidade por um prazo máximo de cinco anos desde a data de aquisição. É o Conselho de Ministros que determina as situações nas quais o regime de

indisponibilidade deverá ser aplicado. Para além disso, ficam proibidos negócios em que o titular das ações se obrigue a exercer os direitos de voto num determinado sentido, sendo que esses mesmos direitos de voto não podem ser exercidos por interposta pessoa.

Apesar da venda direta de referência ser o cenário ideal traçado pelo Governo, os Artigo 6º e Artigo 7º definem uma espécie de plano alternativo. Pode ler-se que o “processo de reprivatização do capital social da EDP pode integrar, na eventualidade de não se concretizar a alienação da totalidade das ações objeto da venda direta de referência, uma venda direta (...) a um conjunto de instituições financeiras que ficam obrigadas a proceder à subsequente dispersão das ações no mercado nacional e em mercados internacionais, adiante designada abreviadamente por venda direta institucional”. Caso esta alternativa seguisse em frente, seria dado direito de preferência aos trabalhadores da EDP, sendo que caso a procura manifestada excedesse a quantidade de ações para venda direta institucional, essa quantidade poderia ser aumentada até 15% da quantidade de ações originalmente previstas. As ações do lote adicional que não sejam alienadas podem ser transacionadas no mercado de capitais. Tal como na venda direta de referência, cabe ao Conselho de Ministros estabelecer os parâmetros aos quais as ações serão transacionadas, nomeadamente os critérios de preços e quantidades iniciais de ações, bem como os lotes suplementares que possam existir.

Por último, os restantes artigos abordam questões mais administrativas e burocráticas como a publicidade de participações (“no prazo máximo de 60 dias a EDP publica a lista dos acionistas”), a delegação de competências (“para a realização da operação são delegados no Ministro de Estado e das Finanças poderes bastantes para praticar os atos de execução”), isenções de taxas e emolumentos (“estão isentos de taxas e emolumentos todos os atos relativos à alienação de ações que decorram ao abrigo do disposto no presente decreto-lei”), quais as normas que ficam revogadas (“é revogado o Decreto-Lei n.º 105/2010”) e quando entra em vigor (“o presente decreto-lei entra em vigor no 1.º dia útil após a sua publicação”).

c. Regulação

A transação ocorrida em 2011 entre a CTGC e a Parpública para a alienação de 21,35% do capital da EDP, não estava sujeita a validação prévia por parte da AdC. No entanto, em 2013, a CTGC pretendia adquirir 49% do capital da EDP Renováveis à EDP, algo que estava previsto no memorando entre a CTGC e a Parpública, e negócio sim padecia de validação oficial.

Portanto, a 13 de março de 2013, a AdC emitiu um comunicado publicado nos jornais Jornal de Negócios e Diário de Notícias, onde comunicava ao mercado que recebeu uma notificação prévia de uma operação de concentração de empresas, envolvendo a CTGC e a EDP.

Esta operação de concentração consistia na aquisição do controlo conjunto, pela China Three Gorges International (Hong Kong) Limited (CTGCI) e EDP Renewables, Europe, S.L. (EDPR Europe) sobre a EDP Renováveis Portugal, S.A. (EDPR Portugal), que à data era detida em exclusivo pela EDPR Europe. A CTGC iria comprar 49% do capital social da EDPR Portugal, posição que apesar de ainda minoritária daria capacidade de exercer influência a nível estratégico, comercial e financeiro desta entidade. Ou seja, a estrutura acionista da EDPR Portugal passaria a ser de 51% da EDPR Europe e 49% da CTGCI, com o grupo chinês a assumir maior tomada de decisão.

O comunicado de aviso ao mercado servia também para alertar potenciais opositores de que dispunham de um prazo temporal para formalizarem a sua oposição, de modo que as suas opiniões fossem tidas em conta na deliberação final da AdC.

Posteriormente, a 11 de abril de 2013, a AdC emitiu a sua decisão informando que optou por não se opor à operação de concentração. Na deliberação deste processo, em cooperação com a ERSE, a AdC emitiu um comunicado a expor e explicar a sua decisão. Esta notificação, na sua versão pública, dispunha de sessenta pontos, divididos em sete capítulos, e abordavam toda a linha de raciocínio e de tomada de decisão.

Inicialmente, nos primeiros pontos são expostas a operação notificada – uma operação de concentração que consiste na aquisição do controlo sobre a EDP Renováveis – e as partes envolvidas. Nestas primeiro são expostas as empresas envolvidas, ou seja, as empresas que teriam controlo, a CTGCI e a EDPR Europe, e a empresa adquirida, a EDPR Portugal. A CTGCI é uma sociedade detida inteiramente pela China Three Gorges International Investment Corporation, sendo esta detida completamente pela China Three Gorges Corporation, sociedade-mãe do grupo CTGC, que é detido totalmente pelo Estado Chinês e que atua no mercado europeu exclusivamente através da participação na EDP, dado relevante para AdC. Por sua vez, a EDPR Europe é uma sociedade detida pela EDP Renováveis, SGPS, S.A. (EDP Renováveis), que é detida em 77,5% pela EDP (e consequentemente, pela CTGC) e os restantes 22,5% estão cotados na bolsa de Lisboa. É uma das principais empresas no sector das energias renováveis a nível mundial, apostando principalmente no sector elétrico, com a produção, manutenção e distribuição de energia

eólica. A empresa adquirida, a EDPR Portugal, era detida exclusivamente pela EDPR Europe e dedicava-se ao projeto, construção e exploração de energia elétrica renovável, em Portugal, destacando-se o desenvolvimento e exploração de parques eólicos.

Posto isto, é descrita a natureza da operação que tinha por base um contrato de *Share Purchase and Shareholder Loans and Supplementary Capital Contributions Assignment Agreement*, no qual a CTGCI se comprometia a comprar à EDPR Europe 49% do capital da empresa EDPR Portugal. Esta operação exigia deliberação da AdC porque permitiria exercer influência sobre a estratégia comercial e financeira da EDPR Portugal, mesmo assumindo uma participação minoritária, dado que a operação implica uma passagem de controlo da empresa.

A AdC passa a determinar os mercados em questão que devem ser analisados e considerados para a tomada de decisão. Primeiro, é feita uma análise ao mercado produto relevante, ou seja, ao mercado elétrico. A CTGC e a EDP dividem a sua atividade em produção de eletricidade, transporte, distribuição e comercialização/fornecimento ao cliente final, defendendo que o seu mercado relevante é o Produção em Regime Especial. Este regime consiste numa forma regulada de produção de energia em que os produtores vendem ao consumidor final a preços fixados administrativamente. Por sua vez, a AdC discordou e considerou que o mercado relevante consistia no mercado da produção da energia elétrica, quer fosse em regime especial ou em regime ordinário ou de mercado, uma vez que parte da produção era vendida a preços regulados pelo mercado. Do ponto de vista geográfico, quer as empresas, quer a AdC concluem que o mercado geográfico relevante é o mercado português, apesar das empresas entenderem que também poderia ser considerado o mercado ibérico.

Posto isto, é exposta a avaliação jusconcorrencial entre as empresas adquirentes. Neste ponto, a AdC expõe que a CTGC não possui capacidade produtiva em Portugal e que a EDP tinha uma quota de mercado de 40-50% a nível de capacidade instalada em Portugal e 30-40% da energia produzida em Portugal. Assim sendo, é afirmado que não existe sobreposição horizontal entre as empresas, mesmo que a análise se estendesse ao território da Península Ibérica. É, no entanto, deixado o alerta que a CTGC é detida pela República Popular da China que também detém a empresa State Grid Corporation of China que é dona de 25% da Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A. (REN). A REN é a empresa em Portugal que controla as concessões para a gestão do Sistema Elétrico Nacional e para o transporte de energia em território nacional. Apesar disto, a AdC entende que não haverá qualquer conflito de interesses.

Tendo tudo isto em conta, a AdC solicitou o parecer da ERSE, mas deixou claro que a sua decisão era a de não oposição à operação de concentração entre a CTGCI, EDPR Europe e EDPR Portugal, dado que o negócio não previa criar entraves significativos à concorrência no mercado da produção de energia elétrica em Portugal.

6. Tipo de Fusão

Uma vez definidos os termos do negócio e do contratos, as três partes alinharam o tipo de acordo e de fusão que seria aplicado. Segundo o comunicado que a EDP enviou ao mercado e à CMVM, o acordo com a CTGC funcionaria como uma aliança estratégica.

Foi, então, comunicado que a EDP e a CTGC iriam aliar esforços e recursos com o objetivo de se tornarem líderes mundiais de produção de energia renovável. Isto seria consumado através de uma parceria estratégica em projetos de energia renovável, assegurando que a EDP coordenaria os esforços essencialmente na Europa, Estados Unidos da América, Canadá e Brasil e, por sua vez, a CTGC ficaria encarregue do continente asiático e dos mercados onde possui vantagens tecnológicas ou industriais.

Apesar de ser semelhante, e por vezes confundida com uma *joint venture*, a aliança estratégica é um pouco diferente e mais abrangente. Numa *joint venture* as empresas chegam a acordo quanto à cedência de recursos rumo a um objetivo de negócios, enquanto que numa aliança estratégica há maior flexibilidade no que toca a recursos cedidos e estes podem variar no horizonte temporal.

No entanto, é possível basearmo-nos na literatura e determinar se haverá ou não, mais algum tipo de fusão onde esta transação se encaixa. Recordando a distinção clássica de Gaughan (1999) entre fusão e consolidação - onde uma fusão é o processo onde $A + B = A$ na qual a empresa A adquire a empresa B e uma consolidação corresponde a $A + B = C$ resultando numa nova organização C -, é possível constatar que não estamos perante uma consolidação, mas sim perante uma fusão, apesar de não ser uma fusão tradicional. No entanto, tal como o autor afirma, o termo fusão é aceite para ambos os cenários.

Existe um *takeover* parcial, uma vez que não existe uma tomada de posse da empresa através da compra de pelo menos metade, mas existe uma alteração na estrutura societária onde se verifica um novo maior acionista da empresa. A operação foi amigável, em vez de

hostil, visto que a operação estava alinhada entre a Parpública e a EDP, apesar da imposição da *troika* à alienação da participação do Estado. É ainda possível classificar esta fusão como *cross-border*, dadas as nacionalidades das empresas envolvidas serem diferentes, e como uma fusão horizontal, uma vez que as empresas são as duas do mesmo mercado de produto, com serviços comerciais similares, mas que operam em mercados geográficos distintos.

7. Objetivos e Compromissos

No acordo estabelecido entre a EDP e CTGC ficaram alguns compromissos e objetivos assumidos, logo à partida, como essenciais para o sucesso desta aliança. No documento enviado à CMVC é exposto que a CTGC iria investir 2 mil milhões de euros até 2015 em participações de energia renovável, dos quais 800 milhões de euros deveriam ser investidos no primeiro ano da parceria. Este compromisso ficou por demais evidente quando, em 2013, a CTGC adquiriu 49% da EDP Renováveis após deliberação positiva da AdC.

Para além disso, a CTGC fez um compromisso de financiamento por parte de uma instituição financeira chinesa à EDP, constituindo assim uma linha de crédito num montante até 2 mil milhões de euros com maturidade de até 20 anos. Este compromisso foi um dos fatores chave para a escolha da elétrica chinesa como parceira escolhida pelo Governo português.

Do lado da EDP ficou assumido o objetivo de atingir um rácio de dívida líquida/EBITDA abaixo de 3,0x em 2015 e de aumentar os resultados líquidos por ação da EDP a partir de 2012. Recorrendo aos Relatórios & Contas da empresa, é possível constatar que a empresa não foi capaz de cumprir com os objetivos traçados. Em relação ao rácio de dívida líquida/EBITDA, a EDP nunca foi capaz de descer dos 3,5x (atingido em 2017), e no ano de 2015, quando estava antecipado que cumprisse o objetivo, o rácio foi de 4,4x, um valor bastante próximo dos 4,5x que a empresa já apresentava em 2011. Para tal insucesso contribuiu o facto do EBITDA não crescer conforme esperado, já que a dívida líquida foi diminuindo ao longo dos anos. Quanto ao resultado líquido por ação, a elétrica portuguesa também não conseguiu aumentar regularmente o indicador a partir de 2012, uma vez que o resultado líquido não sofreu aumentos constantes, mas sim oscilações, refletindo-se assim nas subidas e descidas do resultado líquido por ação.

Tabela 3 - Indicadores Objetivo da EDP

Milhares de euros	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dívida Líquida	16 948 236	18 233 280	17 451 380	17 042 000	17 380 000	15 923 000	13 902 000	13 480 000	13 827 000	12 243 000
EBITDA	3 755 588	3 628 458	3 598 009	3 642 393	3 923 958	3 759 307	3 989 949	3 317 129	3 730 628	3 949 962
Dívida Líquida/EBITDA	4,5	5,0	4,9	4,7	4,4	4,2	3,5	4,1	3,7	3,1
Resultado Líquido	1 331 979	1 182 155	1 193 644	1 263 810	1 247 142	1 200 111	1 441 435	876 081	899 327	1 161 193
Resultado Líquido por ação	0,31	0,28	0,28	0,29	0,25	0,26	0,31	0,14	0,14	0,21

Fonte: Relatórios & Contas EDP

8. Efeitos

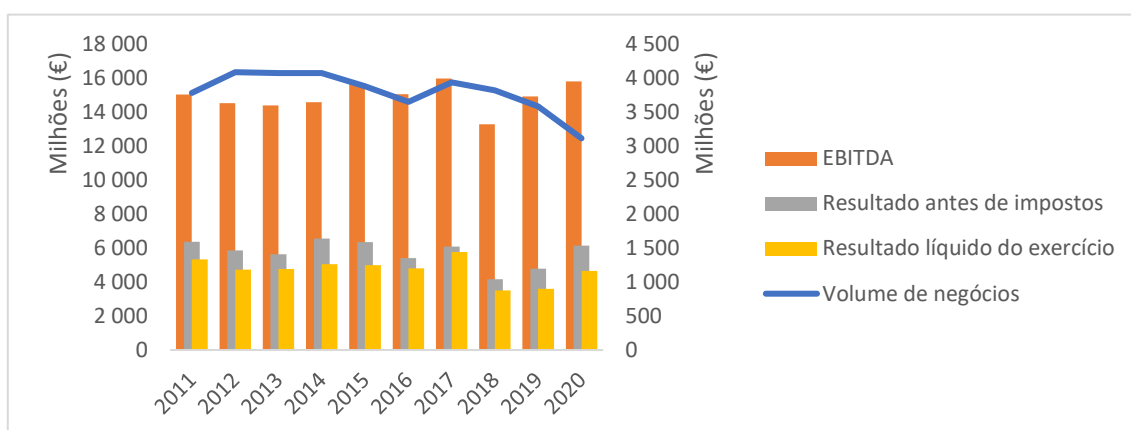
Um negócio desta magnitude tem, obviamente, repercussões significativas na própria empresa. No entanto, e tal como a literatura nos reporta, todos os *stakeholders* saem impactados nesta situação. Posto isto, importa compreender como cada interessado saiu afetado e viu as suas condições alteradas de 2011 até 2020.

a. Empresa

Após a fusão ocorrida em 2011, a EDP manteve o seu rumo, uma vez que este negócio previu uma estratégia de continuidade e um voto de confiança à gestão da empresa. Assim, a empresa estava decidida em continuar a aumentar o seu volume de negócios, controlar a exposição ao risco, reduzir emissões de CO₂, assegurar investimentos contínuos em projetos de investigação e desenvolvimento, entre outros objetivos estratégicos.

Um dos primeiros aspetos a analisar é a evolução do volume de negócios da EDP e os seus resultados. Apesar da garantia de financiamento assegurada pela CTGC, a empresa não foi capaz de manter os seus objetivos e alcançar os resultados esperados, tendo definido que queria registar crescimento do EBITDA e crescimento do resultado líquido anual. Conforme se pode verificar no gráfico abaixo, o volume de negócios total da EDP tem vindo a descer anualmente (com a exceção clara do ano de 2017) – métrica medida pelo eixo da esquerda. Seguindo uma tendência semelhante, e como consequência da quebra do volume de negócios, o EBITDA, o resultado antes de impostos e o resultado líquido da empresa, também não alcançaram o crescimento augurado pela mesma – métricas medidas pelo eixo da direita.

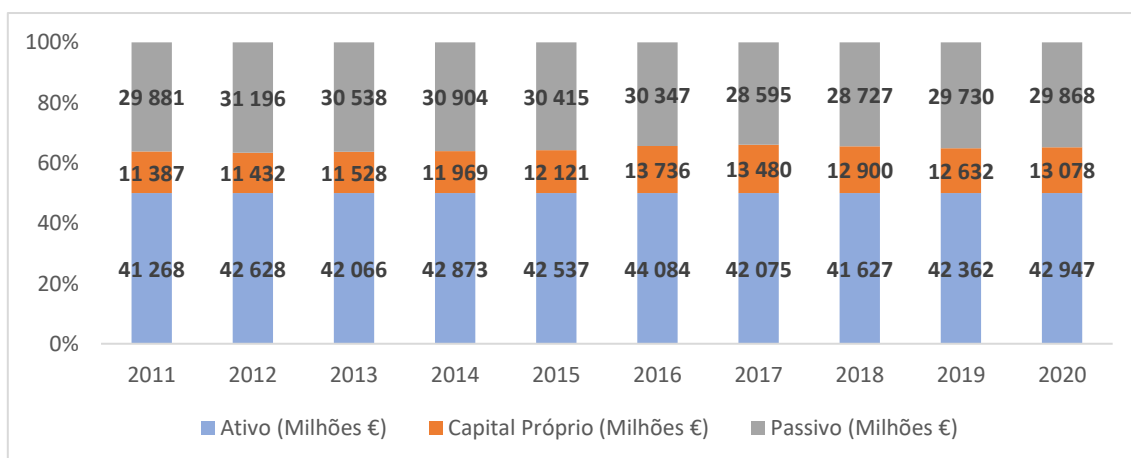
Gráfico 8 - Indicadores Objetivo da EDP



Fonte: Relatórios & Contas EDP

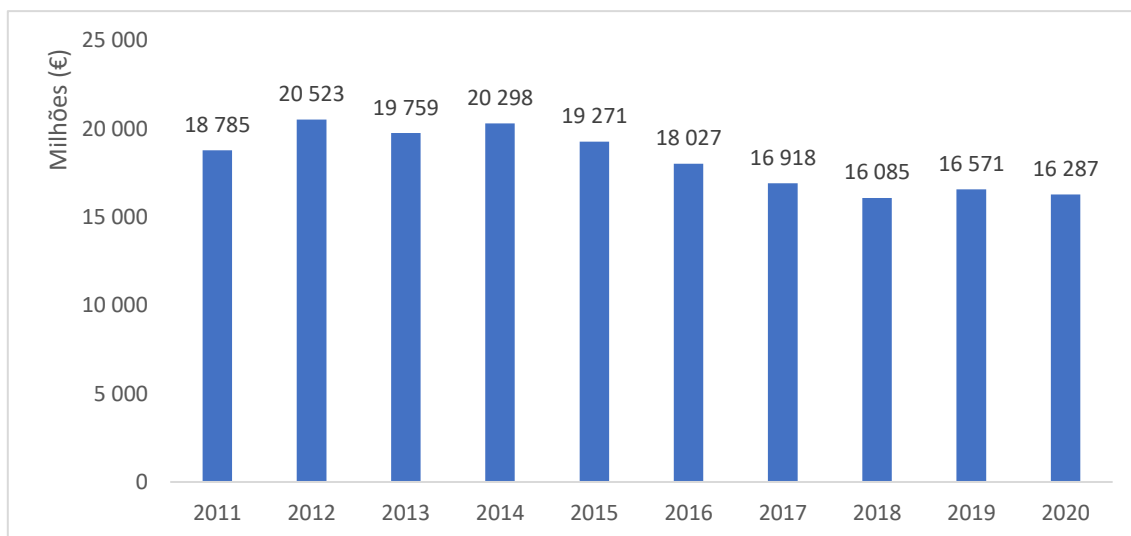
De notar que esta quebra no crescimento da empresa, aliada à linha de crédito assegurada pelo parceiro chinês, permitiu que a EDP estabilizasse a sua estrutura de capitais e mantivesse um valor de dívida financeira estável, assegurando que a empresa pudesse manter a sua atividade e investimentos com estabilidade. Como é possível verificar, entre 2011 e 2020 a empresa conseguiu aumentar um pouco o seu ativo e capitais próprios, não aumentou o passivo durante o período em questão, apesar de manter a sua dívida financeira aberta e não abdicando dos seus custos com pessoal nem dos seus investimentos, independentemente de não ter conseguido obter os resultados esperados. A linha de crédito prevista era de 2 mil milhões de euros, e como se pode comprovar abaixo, a dívida financeira aumentou sensivelmente, nesse valor, entre 2011 e 2014, até que a partir desse momento começou a reduzir.

Gráfico 9 – Evolução da Estrutura de Capitais da EDP



Fonte: Relatórios & Contas EDP

Gráfico 10 - Evolução da Dívida Financeira da EDP



Fonte: Relatórios & Contas EDP

Não obstante não ter logrado aumentar o seu volume de negócios, a EDP conseguiu ganhar quotas de mercado no seu principal mercado geográfico, o mercado português, no setor da energia elétrica, com um aumento de 1 p.p. a nível de cliente e de consumo totais. Por outro lado, a sua quota de mercado no setor do gás natural teve um comportamento peculiar. A empresa conseguiu aumentar a sua quota de mercado do total de clientes em 28 p.p., mas viu a sua quota do consumo total reduzir em 8 p.p., sendo que esta discrepância é explicada pelo aumento dos consumidores ter-se dado no segmento dos clientes domésticos, em detrimento de clientes industriais, que representam consumos totais mais baixos.

Tabela 4 - Quotas de Mercado da EDP

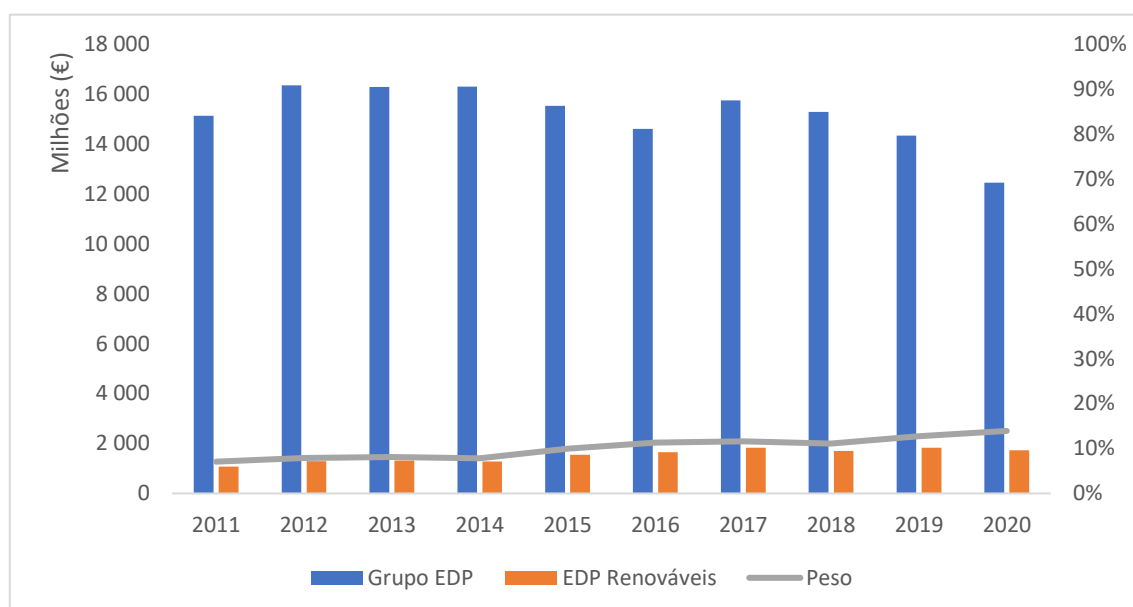
Segmento	Quota de Mercado		
	2011	2019	Variação
Eletricidade - Nº Clientes	77%	78%	1 p.p.
Eletricidade - Consumo	41%	42%	1 p.p.
Gás natural - Nº Clientes	25%	53%	28 p.p.
Gás natural - Consumo	19%	11%	-8 p.p.

Fonte: Relatórios Anuais ERSE

O facto da estratégia de expansão internacional da CTGC assentar em projetos de investimento em energias renováveis em mercados internacionais, é importante verificar como se comportou a EDP nestas duas vertentes.

Na perspetiva das energias renováveis, o volume de negócios da EDP Renováveis aumentou anualmente, quer em valores absolutos, quer em valor percentual face ao volume de negócios do grupo EDP. Em 2011, o peso das energias renováveis nos negócios do grupo era de 7% e esse valor quase duplicou em 2020 com a EDP Renováveis a representar 14% do volume de negócios totais. Em termos absolutos, no período em análise, o volume de negócios aumentou 62%, um aumento incrível quando comparado com a mesma métrica, que no grupo todo, diminuiu 18%.

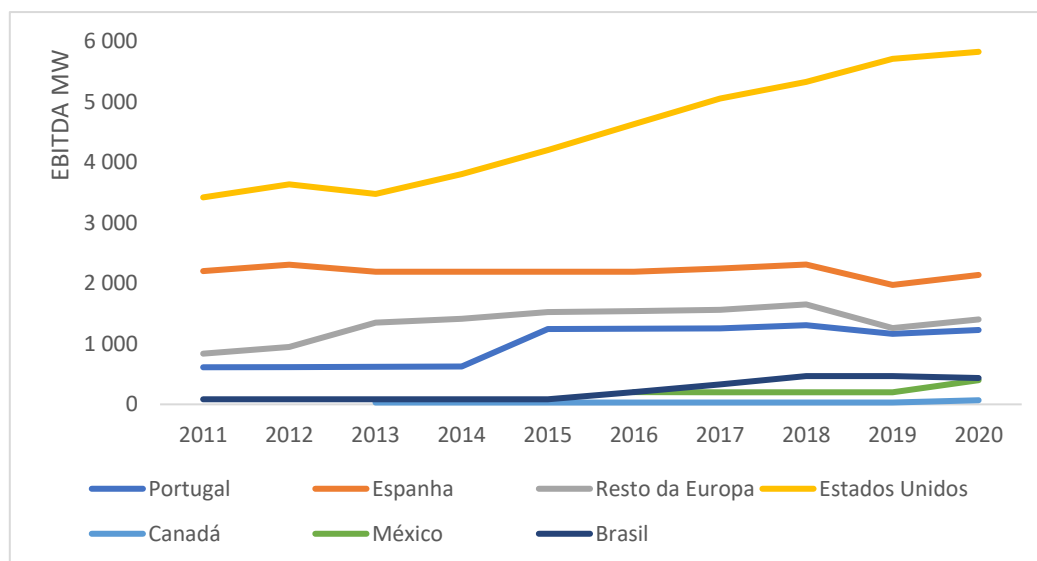
Gráfico 11 - Peso da EDP Renováveis no Grupo EDP



Fonte: Relatórios & Contas EDP

Relativamente à expansão para novos mercados em investimentos em energias renováveis – a estratégia *going global* da CTGC – a EDP ficou responsável pela Europa, América do Norte e Brasil. Nesse sentido, a EDP continuou a expandir a sua operação e a aumentar a sua capacidade instalada em Portugal, outros países europeus, Estados Unidos da América e Brasil. Entrou ainda nos mercados canadiano e mexicano, tendo, por outro lado, estagnado a sua capacidade instalada em Espanha.

Gráfico 12 - Capacidade Produtiva Instalada da EDP Renováveis por Geografia



Fonte: Relatórios & Contas EDP

Assim, é possível constatar que apesar de atravessar anos difíceis e de não conseguir obter os valores de crescimento pretendidos, a empresa mostrou-se determinada e capaz de crescer e ser lucrativa no segmento das energias renováveis e na expansão de novos e diferentes mercados geográficos. Isto é bastante relevante, uma vez que era uma prioridade assumida do acionista CTGC.

b. Acionistas

Do ponto de vista dos acionistas é importante compreender como se modificou a estrutura acionista, bem como se comportarem alguns indicadores chave. A nível da estrutura acionista, num momento pré-fusão esta era protagonizada pela Parpública, Iberdrola, Liberbank, José de Mello, Senfora e Grupo BCP. O grande destaque em 2012 foi a troca de papéis de acionista principal entre a Parpública e a CTGC, com a energética asiática a deter 21,4% do capital da empresa. Em 2012 há ainda a destacar a entrada da gestora de fundos norte-americana Blackrock que passou a deter 2% do grupo. Durante o período em análise, a CTGC cimentou a sua posição de principal acionista, tal como a Sonatrach, Norges Bank e Blackrock que aumentaram as suas participações. Os espanhóis da Oppidum e os norte-americanos AllianceBernstein entraram, de forma relevante, no capital do grupo EDP com participações de 7,2% e 2,7%, respetivamente. Por outro lado, alguns grupos deixaram de ter uma posição relevante após terem alienado as suas ações, tais como a Iberdrola, BES, José de Mello, Liberbank e o Grupo BCP.

Tabela 5 - Evolução da Estrutura Acionista da EDP

Acionista	Participação		
	2011	2012	2020
Parpública	25,5%	4,1%	
CTGC		21,4%	21,6%
Iberdrola	6,8%	6,8%	
BES	2,2%	2,4%	
José de Mello	4,8%	4,6%	
Liberbank	5,0%	5,0%	
Grupo BCP	3,4%	3,4%	
bSonatrach	3,3%	2,4%	2,2%
Norges Bank	2,2%	2,2%	3,1%
Senfora	4,1%	4,1%	
Qatar Investment Authority	2,0%	2,3%	2,3%
Blackrock		2,0%	5,1%
Oppidum			7,2%
AllianceBernstein			2,7%
Ações Próprias	0,9%	0,9%	0,5%
Restantes Acionistas	39,8%	38,4%	55,4%

Fonte: Relatórios & Contas EDP

Tendo em conta que o negócio foi concluído no final de dezembro de 2011, o período para a análise dos próximos indicadores será compreendido entre o início de 2012 até ao final de 2020, ano do último Relatório & Contas publicado. As ações da EDP são transacionadas na Bolsa de Lisboa e recorrendo ao valor de fecho de cada dia podemos comprovar que, tendencialmente, as ações da EDP subiram a sua cotação. O valor da cotação de fecho mais alta foi de 5,26 euros sendo atingido a 29 de dezembro de 2020, enquanto que o valor mais baixo registou-se em 1,66 euros a 30 de maio e 1 de junho de 2012. Deste modo, podemos comprovar que foi criada riqueza aos seus acionistas.

Gráfico 13 - Evolução da Cotação das Ações da EDP



Fonte: Investing.com

O outro tipo de riqueza associada às ações vem sob a forma de dividendos. Em relação a estes dividendos distribuídos, o objetivo da equipa de gestão da EDP passa por

manter um *payout ratio* entre os 55% e os 65%. Como é possível comprovar no quadro abaixo, o valor total dos dividendos distribuídos aos acionistas tem sido relativamente constante ao longo do tempo, sendo que o maior aumento ocorreu com a entrada da CTGC na estrutura acionista. Portanto, o valor que tem influenciado o cumprimento do objetivo para o rácio é o resultado líquido que, caso seja muito alto como em 2011 e 2017, torna o indicador inferior a 55% ou, caso seja muito baixo como em 2018 e 2019, dispara o valor para acima dos 65%. O resultado líquido por ação, métrica relevante para o próprio controlo da empresa e para os próprios acionistas, não tem vindo a crescer anualmente tal como é objetivo da EDP.

Tabela 6 - Indicadores Bolsistas e de Ações da EDP

Milhares de euros	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Resultado Líquido	1 331 979	1 182 155	1 193 644	1 263 810	1 247 142	1 200 111	1 441 435	876 081	899 327	1 161 193
Dividendos	616 581	670 829	670 932	671 879	672 308	672 537	690 637	690 517	690 675	690 739
Payout Ratio	46%	57%	56%	53%	54%	56%	48%	79%	77%	59%
Resultado Líquido por ação	0,31	0,28	0,28	0,29	0,25	0,26	0,31	0,14	0,14	0,21

Fonte: Relatórios & Contas EDP

c. Equipa de Gestão

Num primeiro momento, a equipa de gestão da EDP manteve-se inalterada. Aliás, esta foi um dos pontos chave nas negociações do Governo português com os vários potenciais compradores e o facto da CTGC aceitar e apoiar a administração portuguesa foi um dos argumentos utilizados para justificar a escolha do grupo chinês.

De salientar, em primeiro lugar, que a EDP assume um modelo dualista a nível da estrutura de governo, composto pelos seguintes órgãos sociais: Assembleia Geral, Conselho de Administração Executivo, Conselho Geral e de Supervisão e Revisor Oficial de Contas. O Conselho de Administração Executivo é o órgão responsável pela gestão das atividades sociais e pela representação da Sociedade, nos termos previstos nos Estatutos da EDP, sendo eleito pelos acionistas em Assembleia Geral.

Este Conselho era presidido por António Mexia e pelos seus vice-presidentes. António Mexia foi eleito em 30 de março de 2006 para exercer funções como Presidente do Conselho de Administração Executivo da EDP a partir de 30 de junho de 2006, tendo sido reeleito em 15 de abril de 2009, em 20 de fevereiro de 2012, 21 de abril de 2015 e 5 de abril de 2018. Portanto, é notório que mesmo com esta mudança de acionistas, a equipa de gestão se manteve estável, mantendo as mesmas funções e a mesma equipa de liderança. Em 2020, António Mexia foi suspenso de funções por ordem judicial, no seguimento de um caso instaurado pelo Ministério Público, tendo anunciado que não se iria recandidatar a mais

nenhum mandato. Em consequência desta suspensão, o então vice presidente Miguel Stillwell de Andrade assumiu o cargo de presidente do Conselho de Administração Executivo.

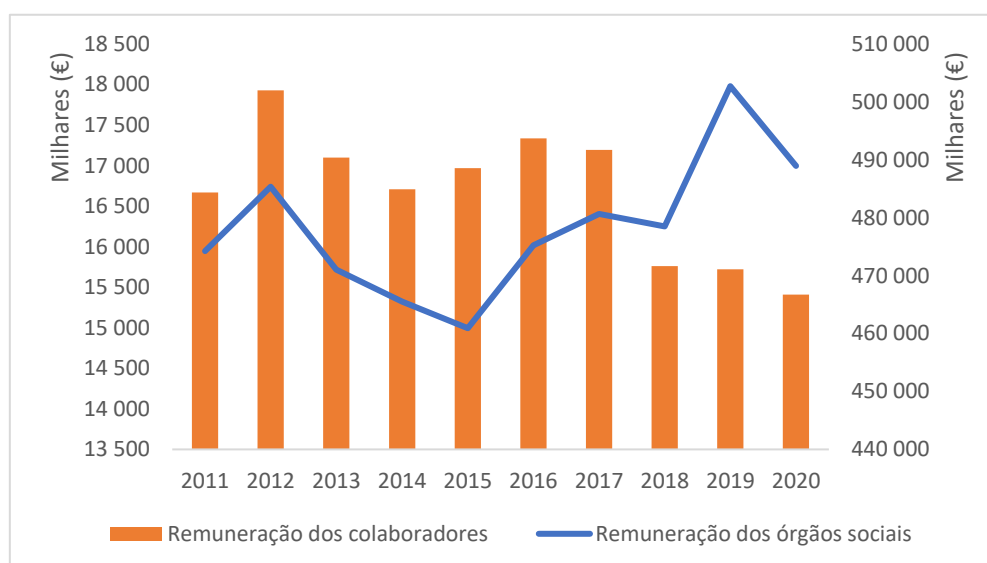
Nesse sentido, e para este caso em estudo, não foi possível constatar que esta fusão funcionasse como um mecanismo regulador dos problemas de agência entre gestores e acionistas. A equipa de gestão não se demonstrou ser contra a fusão, evitando assim tomar medidas anti *takeover* ou dificultar o processo. Isto deveu-se ao facto de que uma das maiores ameaças para estes gestores ser a possibilidade de substituição, e essa possibilidade estava excluída à partida.

As maiores diferenças evidenciadas por este negócio foi a inclusão de membros representativos da CTGC no Conselho de Supervisão, tal como previsto nos estatutos da empresa, garantindo a representação dos acionistas, e o aumento da remuneração dos órgãos sociais em 6,6% entre 2011 e 2020 tendo atingido um pico em 2019.

d. Trabalhadores

Os impactos sobre os trabalhadores não são tão aprofundados na literatura. No entanto, Gugler e Yurtoglu (2004) afirmam que no mercado europeu as fusões tendem a levar a uma redução nos gastos com os trabalhadores até ser alcançado o nível ideal, num quebra que anda à volta dos 10%. No caso da EDP, esta redução na remuneração dos colaboradores ficou-se nos 3,6% entre 2011 e 2020. Esta tendência verificou-se oposta aquela que foi verificada com a remuneração verificada nos órgãos sociais, conforme demonstra o quadro abaixo – com a remuneração dos colaboradores representada no eixo da esquerda em milhares de euros e a remuneração dos órgãos sociais representada no eixo da direita em milhares de euros.

Gráfico 14 - Evolução das Remunerações na EDP



Fonte: Relatórios & Contas EDP

Numa análise mais detalhada aos custos e benefícios com o pessoal, rubrica da qual foram excluídas as remunerações dos órgãos sociais, e ao número total de trabalhadores, é possível constatar que durante o período analisado houve uma oscilação constante nestas métricas. Assim, não se consegue encontrar uma tendência de investimento ou desinvestimento para com os empregados, mesmo com o foco em 2011 e 2020 verifica-se um ligeiro aumento no custo médio por colaborador.

Gráfico 15 - Custos com os Colaboradores da EDP

Milhares de Euros	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Custos com o Pessoal e Benefícios aos Empregados	618.955	654.794	616.058	540.115	637.984	644.598	664.430	635.290	602.215	650.316
Total de Colaboradores (pessoas)	12.119	12.275	12.171	11.798	12.084	11.992	11.657	11.631	11.700	12.180
Custo Médio por Colaborador	51	53	51	46	53	54	57	55	51	53

Fonte: Relatórios & Contas EDP

Tendo em conta todos os indicadores acima expostos, fica notório que não houve um esforço por parte da EDP para reduzir custos com os seus colaboradores, nem mesmo um esforço para reduzir o seu número de funcionários, pelo que estes não foram muito impactados com a fusão ocorrida em 2011.

e. Mercado

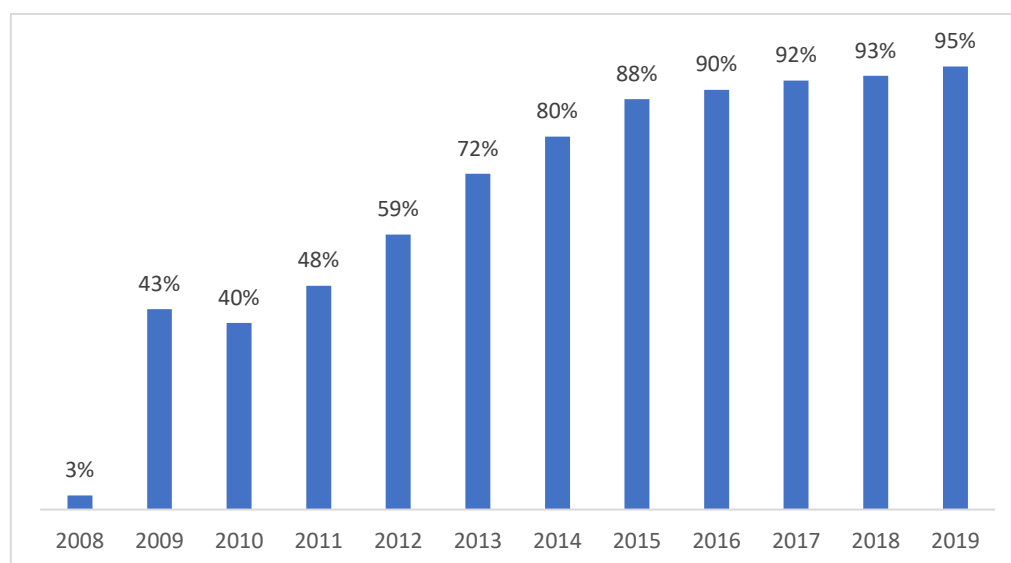
Para se perceber os efeitos que esta fusão teve no mercado (e posteriormente nos consumidores) é importante compreender dois aspetos chave. O primeiro tem que ver com a privatizações que o Governo português fez, a partir de 2011, seguindo instruções da *troika*. Para além da alienação da EDP, outras empresas estatais foram alvo de operações

semelhantes, nomeadamente a REN. A EDP e a REN eram as duas empresas mais importantes do mercado energético português, tendo a EDP chegado a exercer uma posição de monopólio na comercialização de serviços energéticos em Portugal. O segundo aspeto é a liberalização do mercado de energia elétrica e de gás natural que se iniciou a nível nacional, após as reprivatizações.

A liberalização do mercado veio permitir que todos os consumidores pudessem livremente decidir qual o seu fornecedor de energia, seja sob a forma de eletricidade ou de gás natural. Este mercado passou a funcionar de forma livre ou regulada, sendo que no mercado livre cada operador define o preço cobrado e o serviço comercial que é fornecido, de acordo com as normas da concorrência, enquanto que no mercado regulado os preços para cada serviço são fixados anualmente pela ERSE. A necessidade de liberalizar o mercado assenta na tentativa de regular uma atividade que se apresentava como um monopólio natural, pretendendo, assim, obter maior eficiência na gestão e operação dos recursos do setor. O modelo de liberalização do mercado veio introduzir a existência de mercados organizados, funcionando como plataformas de negociação independentes dos agentes que atuam nas atividades de produção e de comercialização de eletricidade.

O processo de liberalização do setor elétrico em Portugal foi efetuado de forma progressiva, com o mercado liberalizado a consolidar-se devido à extinção de tarifas reguladas. Esta extinção das tarifas passou a compreender todos os clientes a partir de janeiro de 2013. No entanto, foi em janeiro de 2011, ainda antes da fusão, que se começou o processo de término das tarifas reguladas de venda a clientes finais.

Gráfico 16 - Peso Relativo de Consumidores no Mercado Liberalizado



Fonte: ERSE (2020)

O crescimento do mercado liberalizado intensificou-se a partir de 2009, devido ao fim de tarifas reguladas e ao aumento da concorrência e dos comercializadores ativos no mercado, acabando assim com o monopólio. Em 2008, apenas 3% do total de clientes pertencia ao mercado liberalizado, enquanto que esse valor subiu para 95% em 2019.

O término do mercado de monopólio e a entrada de novos agentes no mercados provocou uma alteração nas quotas de mercado. A EDP destaca-se pela positiva com o ganhos de quotas de mercado, quanto ao número de total de clientes ao ganhar 1 p.p. na eletricidade e 27,6 p.p. no gás natural. Outros destaques passam pela Galp que, por outro lado, teve uma quebra de 46,9 p.p. do total dos clientes do mercado de gás natural e a Endesa que perdeu 13 p.p. na mesma métrica para a eletricidade. A Goldenenergy destaca-se pela sua entrada no mercado e conquista de quotas de 2% e 11% nos mercados da eletricidade e gás natural, respetivamente. Por sua vez, a Iberdrola também conseguiu ganhar quota de mercado nos dois segmentos.

Tabela 7 - Quotas de Mercado em Total de Clientes (Energia Elétrica)

	Eletricidade		
	2011	2019	Varição
EDP	77,00%	78,00%	1 p.p.
Endesa	20,00%	7,00%	-13 p.p.
Iberdrola	2,30%	6,00%	3,7 p.p.
GN Fenosa	0,50%	0,00%	-0,5 p.p.
Galp	0,20%	5,00%	4,8 p.p.
Goldenergy	0,00%	2,00%	2 p.p.
Outros	0,00%	2,00%	2 p.p.

Fonte: Relatórios Anuais ERSE

Tabela 8 - Quotas de Mercado em Total de Clientes (Gás Natural)

	Gás Natural		
	2011	2019	Varição
Galp	70,90%	24,00%	-46,9 p.p.
EDP	25,40%	53,00%	27,6 p.p.
Endesa	0,20%	6,50%	6,3 p.p.
Iberdrola	0,30%	4,50%	4,2 p.p.
GN Fenosa	0,90%	0,00%	-0,9 p.p.
Goldenergy	0,00%	11,00%	11 p.p.
Outros	2,30%	1,00%	-1,3 p.p.

Fonte: Relatórios Anuais ERSE

Estas alterações no mercado não estão diretamente relações com a fusão, mas o facto de as maiores empresas nacionais do setor, EDP e REN, deixarem de ter uma participação significativa do Estado contribuiu para a maior e mais rápida liberalização do mercado.

f. Consumidores

Por sua vez, os consumidores foram essencialmente afetados com a liberalização do mercado elétrico. Com esta alteração passaram a ter uma maior liberdade de escolha e maior facilidade em mudar de operador. Com o fim do monopólio e com a maior concorrência, registaram-se alterações nos preços da energia em Portugal, algo que impacta diretamente os consumidores.

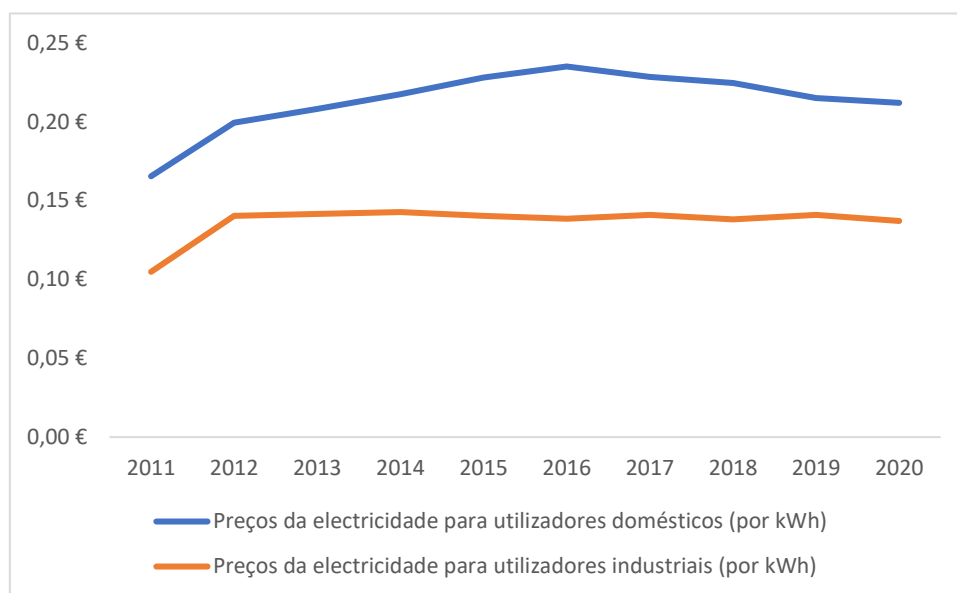
É de salientar que em Portugal, os preços e tarifas do mercado regulado são fixadas pela ERSE, de modo a garantir uma alternativa ao mercado liberalizado e evitar que as empresas pratiquem preços excessivos, salvaguardando, assim, os interesses dos consumidores. Não obstante, os consumidores têm optado por se juntar ao mercado liberalizado em detrimento do mercado regulado.

No que concerne às mudanças entre operadores, a Iberdrola foi, em 2019, o comercializador que conseguiu atrair o maior número de clientes nas mudanças de operador, cerca de 63 mil clientes, seguida da Endesa, com 45 mil consumidores que optaram por mudar de fornecedor e aderir à marca. Por outro lado, a EDP apresentou o saldo mais negativo em número de clientes, com cerca de 119 mil clientes a abandonarem os seus serviços.

Relativamente à evolução de preços da energia em Portugal, podemos verificar um comportamento distinto entre a eletricidade e o gás natural. Ambas as fontes sofreram um aumento logo em 2012, coincidentemente com a perda do poder estatal sobre a EDP, e depois, revelaram evoluções diferentes. O preço do gás natural continuou a subir até 2015, altura em que se começou a verificar uma descida de preços para níveis semelhantes a 2011. Por sua vez, o preço da energia elétrica demonstrou uma ligeira tendência de subida até 2016 e uma quebra até aos últimos dados, no caso dos clientes domésticos. Os preços para os clientes industriais têm se mantido estáveis desde 2012. De notar ainda que o preço do gás natural para utilizadores industriais é superior ao preço para utilizadores domésticos,

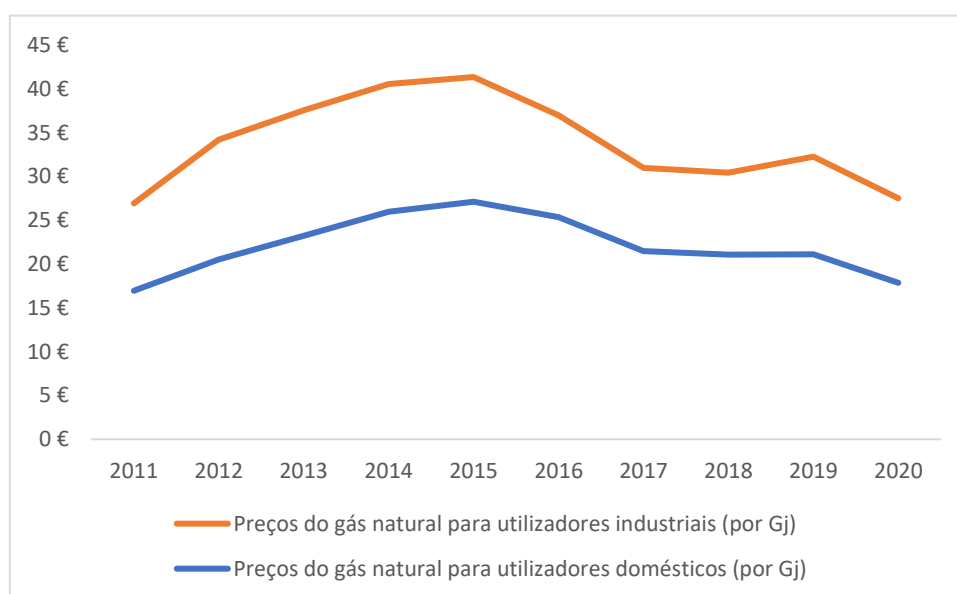
enquanto que a relação entre preços da energia elétrica é oposta ao preço para clientes domésticos, com este último a ser superior ao preço para clientes industriais.

Gráfico 17 - Evolução dos Preços da Energia Elétrica em Portugal



Fonte: PORDATA

Gráfico 18 - Evolução dos Preços do Gás Natural em Portugal



Fonte: PORDATA

Conclusão

Os processos de fusões e aquisições estão na base desta dissertação, nomeadamente as suas determinantes e efeitos. O tema é bastante relevante dada sua importância na literatura, com o aumento de artigos publicados sobre o assunto e dado o número de negócios deste tipo que têm vindo a ser feitos ao longo do tempo.

No entanto, e apesar da literatura fornecer uma série de motivos e efeitos genéricos que podem ser aplicados ou encontrados em quase todos os casos, cada fusão é única e tem as suas próprias especificidades. Se, por um lado os estudos académicos são relativamente coerentes naquilo que motiva a ocorrência de fusões, por outro, divergem noutros aspetos. Por exemplo, os efeitos sob os diferentes *stakeholders* podem diferir bastante consoante o tipo de negócio, o mercado geográfico, o perfil do *stakeholder*, entre outros.

Os principais motivos para a realização de fusões, de acordo com os principais autores da área, passam pela obtenção de sinergias entre as duas empresas e os seus recursos que visam a obtenção de crescimentos maiores e mais rápidos do aqueles que obteriam sem esta operação.

Quanto aos efeitos apontados pelos estudos académicos, a consensualidade já não é tão evidente. No entanto, os mesmos apontam que estes servem para gerir problemas de agência entre gestores e acionistas, trazendo valor aos acionistas e maior controlo às equipas de gestão. De notar que também podem ocorrer reduções nos encargos com os trabalhadores e os ganhos finais da empresa não estão garantidos, sendo que alguns autores indicam que estes chegam a ser nulos ou inexistentes.

Portanto, considerando os motivos apontados anteriormente, torna-se relevante utilizar um caso de estudo para que seja possível identificar as reais determinantes e os verdadeiros efeitos consequentes que se verificaram nestes processos.

A fusão analisada especificamente neste trabalho tem algumas particularidades na sua base que transformam as determinantes e efeitos clássicos em determinantes e efeitos específicos. Num primeiro momento, esta fusão não partiu da vontade de nenhuma das empresas envolvidas, mas sim de uma imposição de uma entidade externa ao Estado português. Essa obrigação fez com que uma das partes procurasse o parceiro ideal para a fusão. Do lado da CTGC, esta oportunidade de negócio era ideal para a concretização da sua estratégia de internacionalização.

Da série de reprivatização que o Governo português teve de fazer, o negócio entre a EDP e a CTGC foi o maior e o mais relevante. No entanto, importa frisar que não foi o único, nem sequer o único no mercado da energia, uma vez que a Parpública também alienou a sua participação da REN, algo que contribuiu ainda mais para os efeitos e mudanças no mercado.

Para viabilizar o cumprimento do memorando de entendimento com a *troika*, o Governo português agiu rapidamente, com o Presidente da República a formalizar através de um Decreto-lei os termos que o negócio deveria seguir, tendo o mesmo ficado concluído ainda no final desse ano.

Dos efeitos sentidos com esta fusão destaca-se a maior aposta e maior preponderância do setor das energias renováveis para a EDP, mesmo numa altura em que o volume de negócios do grupo estagnou, principalmente em novos e diferentes mercados geográficos. Este facto é altamente relevante, uma vez que vai de encontro àquilo que a CTGC procurava ao concretizar o investimento na elétrica portuguesa.

De destacar ainda que os acionistas foram vencedores neste negócio, dado que a cotação bolsista subiu significativamente, aumentando a sua riqueza, além de terem assistido a uma tendência de subida dos dividendos distribuídos.

Uma vez que esta fusão não foi hostil e foi dada garantia de apoio à equipa de gestão da EDP, esta manteve-se estável e sem ocorrerem problemas de agência entre esta e os acionistas.

No que concerne aos trabalhadores, não houve um esforço para reduzir custos com os colaboradores, nem mesmo um esforço para reduzir o número de funcionários. Ainda assim, registou-se uma ligeira quebra nos gastos com os colaboradores, mas um ligeiro aumento no custo médio por colaborador.

Por sua vez, o mercado foi essencialmente impactado pela sua liberalização e não necessariamente por esta fusão. Mesmo assim, importa destacar que a EDP foi capaz de reter a sua posição de líder de mercado. Estas consequências sentidas no mercado refletem-se de forma muito idêntica nos consumidores, onde se destaca a sua maior liberdade de escolha de fornecedor de energia.

Os principais obstáculos à obtenção de conclusões mais profundas e mais assertivas para esta dissertação passam pelo tipo de informação disponível – os documentos oficiais e disponibilizados pelas empresas ao mercado dispõem apenas a informação que têm e

pretendem comunicar e não necessariamente a informação mais relevante para a consulta pretendida – e a falta de um “modelo” que permitisse verificar as reais consequências caso, *ceteris paribus*, acontecesse apenas esta fusão e quais os impactos em cada *stakeholder*.

Tendo em conta os pontos abordados no trabalho, e as limitações sentidas, fica a sugestão de investigação dos impactos das reprivatizações que o Estado português realizou, por imposição externa, nos mercados e nos consumidores, bem como na própria revitalização da situação económica e financeira do país.

Bibliografia

- Alexandridis, G., Antypas, N., Gulnur, A., & Visvikis, I. (2020). Corporate financial leverage and M&As choices: Evidence from the shipping industry. *Transportation Research Part E- Logistics and Transportation Review*.
- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, pp. 103-120.
- Autoridade da Concorrência. (2013). *Decisão de Não Oposição da Autoridade da Concorrência - EDPR Europe*CTGI / EDPR Portugal*.
- Banco de Portugal. (2021). *Taxas de Câmbio*. Obtido de Banco de Portugal: <https://www.bportugal.pt/taxas-cambio>
- Baxter, P., & Jack, S. (2008). Qualitative Case Study Methodology: Study Design and Implementation for Novice Researchers. *The Qualitative Report*, pp. 544-559.
- Benitez, J., Gautam, R., & Henseler, J. (2018). Impact of Information Technology Infrastructure Flexibility on Mergers and Acquisitions. *MIS Quartely*, pp. 25-43.
- Capron, L., & Pistre, N. (2002). When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*, pp. 781-794.
- China Three Gorges Corporation. (2012). *Annual Report 2011*.
- China Three Gorges Corporation. (2020). *Annual Report 2019*.
- Cox, R. (2006). Mergers and Acquisitions: a Review of the Literature. *Journal of Corporate Ownership & Control*, pp. 55-59.
- Descubes, I., & McNamara, T. (2016). SMES Versus Listed Companies: On Equal Footing When Confronted with a Merger and Acquisition Orgazitional Culture Integration Challenge? *10th International Days of Statistics and Economics*.
- EDP - Energias de Portugal. (2011). *EDP e China Three Gorges estabelecem parceria estratégica*.
- EDP - Energias de Portugal. (2011). *Relatório e Contas 2010*.
- EDP - Energias de Portugal. (2012). *Relatório e Contas 2011*.
- EDP - Energias de Portugal. (2013). *Relatório e Contas 2012*.
- EDP - Energias de Portugal. (2014). *Relatório e Contas 2013*.
- EDP - Energias de Portugal. (2015). *Relatório e Contas 2014*.
- EDP - Energias de Portugal. (2016). *Relatório e Contas 2015*.
- EDP - Energias de Portugal. (2017). *Relatório e Contas 2016*.
- EDP - Energias de Portugal. (2018). *Relatório e Contas 2017*.
- EDP - Energias de Portugal. (2019). *Relatório e Contas 2018*.

- EDP - Energias de Portugal. (2020). *Relatório e Contas 2019*.
- EDP - Energias de Portugal. (2021). *Relatório e Contas 2020*.
- Erel, I., Liao, R., & Weisbach, M. (2012). Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, pp. 1045-1077.
- ERSE - Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos. (2011). *Resumo Informativo do Mercado Liberalizado da Eletricidade*.
- ERSE - Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos. (2011). *Resumo Informativo do Mercado Liberalizado do Gás Natural*.
- ERSE - Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos. (2020). *Energia em Números: Edição 2020*.
- ERSE - Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos. (2020). *Relatório Anual Sobre os Mercados de Eletricidade e de Gás Natural em 2019*.
- ERSE - Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos. (2020). *Relatório Sobre os Mercados Retalhistas de Eletricidade e de Gás Natural em Portugal em 2019*.
- Feagin, J., Orum, A., & Sjoberg, G. (1991). *A Case for the Case Study*. UNC Press Books.
- Ferreira, M., Santos, J., Almeida, M., & Reis, N. (2014). Mergers & acquisitions research: A bibliometric study of top strategy and international business journals. *Journal of Business Research*, pp. 2550-2558.
- Fich, E., Nguyen, T., & Officer, M. (2018). Large Wealth Creation in Mergers and Acquisitions. *Financial Management*, pp. 953-991.
- Fidel, R. (1983). The Case Study Method: A Case Study. *Library & Information Science Research*, pp. 273-288.
- Gaughan, P. (1999). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. John Wiley & Sons, Inc.
- Gugler, K., & Yurtoglu, B. (2004). The effects of mergers on company employment in the USA and Europe. *International Journal of Industrial Organization*, pp. 481-502.
- Gugler, K., Mueller, D., Yurtoglu, B., & Zulehner, C. (2003). The effects of mergers: an international comparison. *International Journal of Industrial Organization*, pp. 625-653.
- Haleblian, J., Devers, C., McNamara, G., Carpenter, M., & Davison, R. (Junho de 2009). Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, pp. 469-502.
- Harford, J. (2005). What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*, pp. 529-560.
- Haspeslagh, P., & Jemison, D. (1991). *Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal*. The Free Press.
- Hitt, M., Harrison, J., & Ireland, R. (2001). *Mergers and acquisitions: A guide to creating value for stakeholders*. Oxford University Press.

- Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances. (2021). *M&A Statistics*. Obtido de Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
- Investing.com. (2021). *EDP Energias de Portugal SA (EDP)*. Obtido de Investing.com: <https://pt.investing.com/equities/edp-historical-data>
- Jemison, D., & Sitkin, S. (1986). Corporate Acquisitions: A Process Perspective. *The Academy of Management Review*, pp. 145-163.
- Jensen, M., & Ruback, R. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, pp. 5-50.
- Kishore, R. (2009). *Financial Management: Comprehensive Text Book with Case Studies*. Taxmann.
- Laamanen, T., & Keil, T. (2008). Performance of serial acquirers: toward an acquisition program perspective. *Strategic Management Journal*, pp. 663-672.
- Lubatkin, M. (1987). Merger Strategies and Stockholder Value. *Strategic Management Journal*, pp. 39-53.
- Ministério das Finanças. (2011). Decreto-Lei n.º 106-A/2011. *Diário da República*, 4720-(2)-4270(5).
- Motta, M. (2004). *Competition Policy. Theory and Practice*. Cambridge University Press.
- PORDATA. (2021). *Preços da electricidade para utilizadores domésticos e industriais (Euro/ECU)*. Obtido de PORDATA: [https://www.pordata.pt/Europa/Pre%3%a7os+da+electricidade+para+utilizadores+dom%3%a9sticos+e+industriais+\(Euro+ECU\)-1477](https://www.pordata.pt/Europa/Pre%3%a7os+da+electricidade+para+utilizadores+dom%3%a9sticos+e+industriais+(Euro+ECU)-1477)
- PORDATA. (2021). *Preços do gás natural para utilizadores domésticos e industriais (Euro)*. Obtido de PORDATA: [https://www.pordata.pt/Europa/Pre%3%a7os+do+g%3%a1s+natural+para+utilizadores+dom%3%a9sticos+e+industriais+\(Euro\)-1478](https://www.pordata.pt/Europa/Pre%3%a7os+do+g%3%a1s+natural+para+utilizadores+dom%3%a9sticos+e+industriais+(Euro)-1478)
- Público. (2011). *Memorando da troika anotado*. Obtido de Público: <https://acervo.publico.pt/economia/memorando-da-troika-anotado>
- Steger, U., & Kummer, C. (2007). Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur – The Vicious Circle from Pressure to Failure. *IMD Working Papers*.
- Trautwein, F. (1990). Merger Motives and Merger Prescriptions. *Strategic Management Journal*, pp. 283-295.
- TVI. (2011). *Acordo com a China prova que Portugal é "atractivo"*. Obtido de TVI24: <https://tvi24.iol.pt/economia/negocios/acordo-com-a-china-prova-que-portugal-e-atractivo>
- TVI. (2011). *Proposta chinesa para a EDP era a melhor*. Obtido de TVI21: <https://tvi24.iol.pt/economia/negocios/portas-proposta-chinesa-para-a-edp-era-a-melhor>
- Valente, H. (2005). *Fusões e Aquisições: Regulação e Finanças das Empresas*. Vida Económica.

- Yin, R. (1981). The Case Study Crisis: Some Answers. *Administrative Science Quarterly*, pp. 58-65.
- Yin, R. (1994). *Case Study Research – Design and Methods*. Sage Publications.