

REDIMENSIONAR
PARA CRESCER
FUSÕES & AQUISIÇÕES

AIP
PROJETO

ESTUDO DE
BENCHMARKING

FUSÕES E AQUISIÇÕES EM PORTUGAL



ASSOCIAÇÃO INDUSTRIAL PORTUGUESA
CCI - CÂMARA DE COMÉRCIO E INDÚSTRIA

Projeto Co-financiado



Agradecimentos

A AIP/CCI - Associação Industrial Portuguesa / Câmara de Comércio e Indústria gostaria de expressar o mais sincero agradecimento a todas as entidades (NERE – Associação Empresarial de Évora, NERPOR – Associação Empresarial de Portalegre, NERCAB – Associação Empresarial de Castelo Branco), à Moneris – Serviços de Gestão, S.A., pessoas e empresas que apoiaram e contribuíram para o enriquecimento do presente estudo subordinado ao tema das “Fusões e Aquisições”, inserido no projeto “Redimensionar para crescer”, co-financiado pelo Programa Operacional Fatores de Competitividade – COMPETE.

Lisboa, Dezembro de 2013

Índice

Introdução.....	5
Sumário Executivo.....	7
1. Fusões & Aquisições – Breves conceitos.....	8
2. Criação de Valor com F&A.....	9
3. Motivações inerentes às Fusões & Aquisições.....	13
3.1. Sinergias.....	14
3.2. Diversificação.....	18
3.3. F&A de empresas abaixo de valor	21
3.4. F&A de empresas com potencial de criação de valor pela melhoria da gestão.....	22
3.5. Motivações subjacentes à alienação de empresas	24
4. Avaliação de empresas e negócios.....	30
4.1. Modelos de Avaliação de Empresas	37
4.1.3 Outras Abordagens de Avaliação	59
4.2 Intervalo de valor de empresas.....	63
5. Qualidade da informação económica e financeira	65
5.1. <i>Due Diligence</i>	66
6. Processo Negocial	80
7. Contornos jurídicos das operações	86
7.1. Concentração de atividades empresariais.....	88
7.2. Fusões de sociedades	99
7.3. Outras Formas	116
7.4 Conclusões.....	121
8. Financiamento das fusões e aquisições	122
9. Consultoria e monitorização das concentrações de atividades empresariais (<i>Post-Deal</i>) ...	126
9.1. Planear os primeiros 90 dias	128
9.2. Questões culturais.....	130
9.3. Erros a evitar em F&A.....	131
9.4. Check-list para F&A	132
10. Casos práticos de Benchmark em M&A.....	133
11. Aspetos contabilísticos das concentrações de atividades empresariais.....	136

11.1. NCRF relacionadas com os grupos económicos	138
11.2. Investimentos em subsidiárias	145
11.3. Investimentos em associadas	148
11.4. Interesses em empreendimentos conjuntos.....	150
11.5. Conjunto completo de demonstrações financeiras de finalidades gerais	152
11.6. Demonstrações financeiras consolidadas	153
12. Aspetos fiscais das concentrações de atividades empresariais	157
12.1. Enquadramento em sede de IRC	157
12.2. Enquadramento em sede de IRS	164
12.3. Outras implicações fiscais.....	166
13. Auditoria das concentrações de atividades empresariais.....	168
13.1. Revisão/Auditoria nas fusões de sociedades	168
13.2. Revisão/Auditoria das demonstrações financeiras consolidadas	171
13.3. ISA 550 - Partes Relacionadas	173
13.4. ISA 600 - Considerações Especiais - Auditorias de Demonstrações Financeiras de Grupos (Incluindo o Trabalho dos Auditores do Componente)	174
13.5. Verificação da aplicação do método de equivalência patrimonial (MEP).....	176
Referências bibliográficas	179
Glossário	180

Introdução

Com o intuito de responder às necessidades das empresas e, em particular, de contribuir para uma eficácia maior na concretização de operações de Fusões & Aquisições, com a isenção necessária, a AIP concebeu o projeto F & A - Redimensionar e Crescer que pretende gerar uma noção de valor acrescentado que poderá ser induzido pelos processos de fusões e aquisições, ao contribuírem para que as empresas se tornem mais robustas e competitivas e simultaneamente potenciar o lançamento de um programa piloto de apoio a operações de F&A nas regiões Centro e Alentejo e que sirva de boa prática e referência nacional, no quadro de implementação da iniciativa FINTRANS do IAPMEI.

De entre os principais fatores que levaram a AIP a lançar um Programa Regional de Dinamização de Operações de Fusão e Aquisição, salientam-se:

- ✓ Dificuldades no matching entre empresas das regiões de Castelo Branco, Portalegre e Évora, com vista a dinamizar operações de F&A;
- ✓ A necessária reserva sobre a opção tomada pelos empresários em alienar total ou parcialmente o seu negócio, sendo este um facto sentido pela AIP e Associações Regionais Empresariais no seu contacto diário com os seus associados e que impedem normalmente a eficácia deste tipo de operações;
- ✓ A gestão das chamadas “imperfeições de mercado”, ou seja, sinais por vezes contraditórios entre compradores e vendedores e que têm alguma relevância cultural nas várias regiões;
- ✓ O facto das empresas que procuram crescer por via de aquisição, não disporem a nível local de apoio na busca de potenciais empresas alvo, adequadas à sua estratégia de expansão;
- ✓ A lógica nacional do Programa FINTRANS lançado e dinamizado pelo IAPMEI, que deve ser complementado por um conhecimento mais objetivo da realidade empresarial local.

Neste sentido, tendo como base o conhecimento profundo do tecido empresarial das regiões em causa, a AIP propõe-se, em conjunto com as associações regionais parceiras desenvolver:

- ✓ Estudo de benchmarking de fusões e concentrações no país e no estrangeiro e identificação de oportunidades de Fusão e Concentração nas regiões alvo;
- ✓ Apoio especializado para a montagem preliminar de seis operações de aquisição ou fusão de empresas.

No âmbito da implementação e dinamização do projeto F & A - Redimensionar e Crescer, a AIP selecionou o grupo Moneris para prestar consultoria especializada ao nível da realização de questionários, seminários e outras ações de divulgação, elaboração de um manual visando sintetizar os principais conceitos, métodos e técnicas relacionados com as operações de fusões e aquisições, o qual poderá ser utilizado pelas entidades que pretendam levar a efeito concentrações de atividades empresarias no âmbito deste projeto, quer na perspetiva de adquirentes ou adquiridas e, ao mesmo tempo, servir como guião para empresas que pretendam, num futuro próximo, encarar este tipo de operações como possível decisão estratégica para o seu crescimento e competitividade.

A intervenção do grupo Moneris passou também pelo apoio às entidades que pretenderam aderir ao projeto, através da análise da sua informação económica e financeira, culminando com a elaboração de um relatório de avaliação de empresa que permitiu estabelecer um intervalo de valor para auxiliar as entidades na concretização dos seus processos negociais, entenda-se, operações de fusão ou aquisição, total ou parcial, de empresas.

Sumário Executivo

O presente manual pretende introduzir aspetos e boas práticas básicas aos leitores que pretendam (ou se vejam envolvidos) num processo de Fusões & Aquisições.



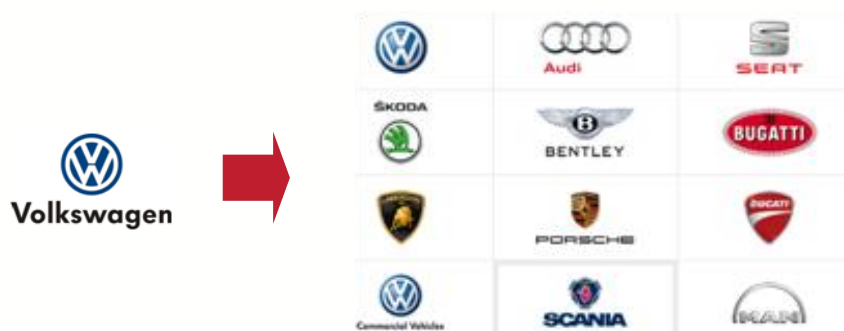
Pretende-se com o manual, seja como adquiridos, adquirentes, ou numa fusão, que se sintam confortáveis com o processo de F&A e que o possam desenvolver os diferentes na sua multiplicidade de áreas.

Esta manual não pretende no entanto substituir o aconselhamento junto de profissionais e especialistas como consultores, advogados e avaliadores, devido precisamente à multiplicidade de áreas que os processos de M&A envolvem além das partes interessadas – adquirente, adquirido ou fusão, profissionais e especialistas.

1. Fusões & Aquisições – Breves conceitos

Aquisições

O conceito de aquisição de empresa respeita à aquisição total ou parcial do capital de uma empresa. No entanto quando utilizado o termo fusões e aquisições (F&A) está-se normalmente a considerar as aquisições que conduzem à tomada de controlo de capital da empresa alvo. Presume-se que através de uma participação maioritária existe domínio da gestão, na medida em que, quem detém esta participação pode, para além de outros direitos, nomear os órgãos de gestão e de fiscalização da sociedade.



Fusões

A fusão (reunião) de 2 ou mais sociedades pode realizar-se por duas formas distintas:

Fusão – Incorporação [A + B = A]	Fusão – Concentração [A + B = C]
Através da transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra que se designa sociedade incorporante. A sociedade incorporante entrega por contrapartida aos sócios ou acionistas das empresas incorporadas, quotas ou ações representativas do seu capital social, na base do valor atribuído durante as negociações ao património das empresas alvo em relação ao valor da incorporante.	Mediante a constituição de uma nova sociedade para a qual se transferem os patrimónios das empresas fundidas e se atribuem aos sócios e acionistas da nova empresa as respetivas partes de capital em função do valor atribuído durante as negociações a cada uma das empresas a serem fundidas na nova sociedade.
	

2. Criação de Valor com F&A

As Fusões & Aquisições são uma importante área no mundo dos negócios. Muitas empresas líderes de hoje, fizeram o seu percurso recorrendo às F&A e no futuro as F&A manter-se-ão como um instrumento importante das empresas que pretendem crescer rapidamente e tornarem-se (ou manterem-se) líderes de mercado.

A globalização da economia mundial e consequente aumento da intensidade concorrencial, as alterações das necessidades dos consumidores e por outro lado a pressão dos investidores, são forças que reformulam, atualmente, a gestão empresarial. Destes fatores decorre a necessidade de formulação e implementação de estratégias empresariais que visam a tomada de decisões a médio e longo prazo relativas à definição de produtos, serviços, clientes alvo, posicionamento, objetivos de desenvolvimento entre outros e muito em especial os considerados fatores chave de sucesso de uma empresa.

A estas decisões, pelo seu carácter duradouro e pelo que representam no relacionamento futuro da empresa com o seu meio envolvente, atribui-se o carácter de **decisões estratégicas** sendo que estas precedem e condicionam as decisões operacionais, de forma a obter da gestão corrente o maior lucro possível através da satisfação dos clientes, sendo tomadas através de um processo de formulação da estratégia da seguinte forma:

Diagnósticos:

- ✓ **Externo:** uma fase prévia destinada a identificar ameaças e oportunidades que o meio envolvente pode trazer à empresa, no presente e/ou no futuro.
- ✓ **Interno:** consiste na identificação dos pontos fortes e fracos que a empresa revela, quando comparada com a concorrência.

Análise SWOT		Análise Interna	
		<i>S (strengths)</i> Pontos Fortes	<i>W (weaknesses)</i> Pontos Fracos
Análise Externa	<i>O (opportunities)</i> Oportunidades	Tirar o máximo partido dos pontos fortes para aproveitar ao máximo as oportunidades identificadas	Desenvolver estratégias que que minimizem os efeitos negativos dos pontos fracos e que aproveitem as oportunidades emergentes
	<i>T (threats)</i> Ameaças	Tirar o máximo partido dos pontos fortes para minimizar os efeitos das ameaças	As estratégias a desenvolver devem minimizar os pontos fracos e fazer face às ameaças

Com a elaboração do diagnóstico os condicionalismos mais frequentes que as empresas se deparam podem sistematizar-se em aspetos:

Relativamente à empresa e produto:	A sua dimensão ou seja, se é uma empresa grande ou pequena quando comparada com a sua concorrência;
	A sua posição relativa em termos de quota de mercado - empresa líder ou não líder;
	A fase do ciclo de vida em que se encontra o seu produto - lançamento, crescimento, maturidade ou declínio.
Relativamente à estrutura da indústria/sector em função do grau de concentração do mercado:	Muitas empresas com quotas de mercado pequenas - indústria/sector fragmentado ou disperso;
	Algumas, poucas, empresas repartem entre si a maioria do mercado; indústrias globais ou sector concentrado.

As conclusões retiradas vão condicionar as fases seguintes do processo que consistem em:

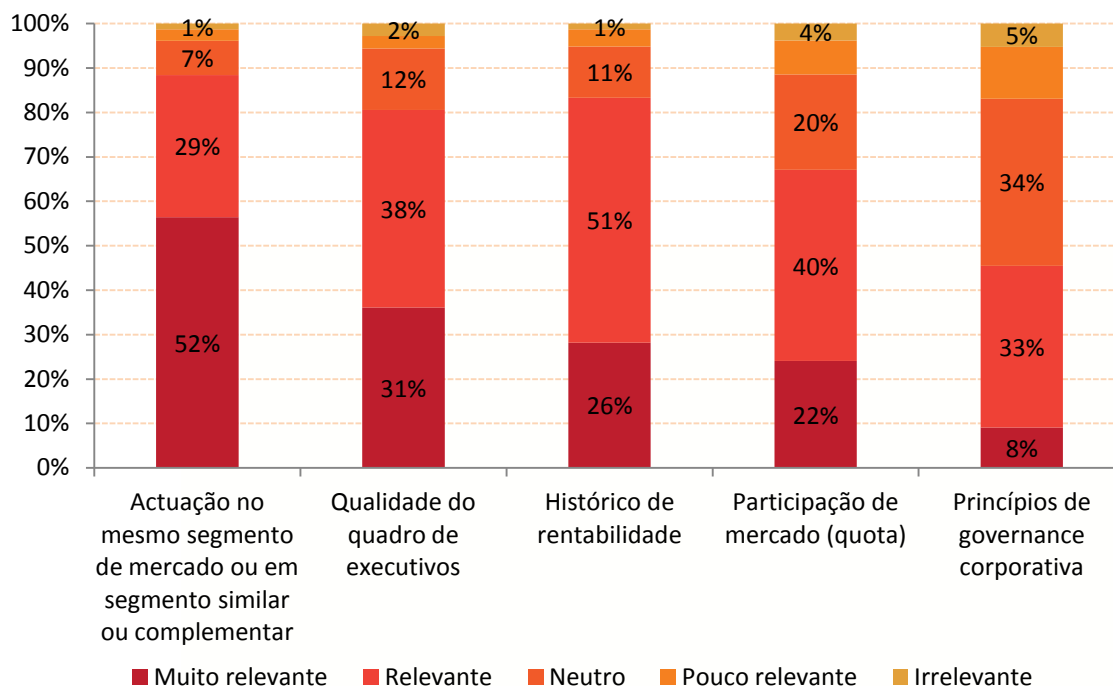
- ✓ Segmentação do mercado e análise dos segmentos do mercado;
- ✓ Escolha dos segmentos-alvo;
- ✓ Definição da ação comercial a implementar nesses segmentos;
- ✓ Definição dos objetivos de desenvolvimento a atingir.

No âmbito do estudo efetuado junto dos associados da AIP, e no que respeita à estratégia ou necessidades que as empresas manifestaram para os anos de 2013 e 2014, relevam-se os seguintes dados:

Razões	Muito relevante	Relevante	Neutro	Pouco relevante	Irrelevante
Actuação no mesmo segmento de mercado ou em segmento similar ou complementar	52%	29%	7%	2%	1%
Qualidade do quadro de executivos	31%	38%	12%	2%	2%
Histórico de rentabilidade	26%	51%	11%	4%	1%
Participação de mercado (quota)	22%	40%	20%	7%	4%
Princípios de governance corporativa	8%	33%	34%	11%	5%

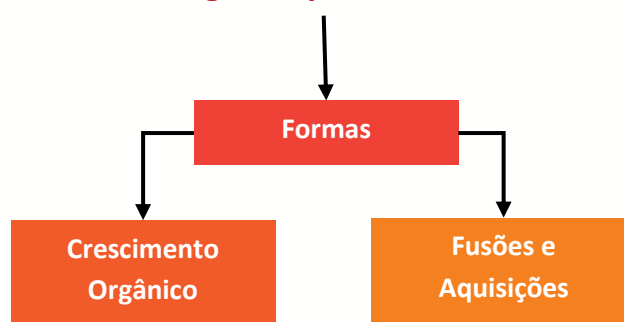
Numa perspectiva de projecto de fusão ou aquisição (quer como comprador ou vendedor da posição), quais os graus de relevância dos atributos na selecção das empresas-alvo

52% das empresas, e para eventuais processos de fusão ou aquisição, dão muita relevância à atuação no mesmo segmento de mercado ou similares / complementares.



Esta sequência assente na lógica de processo, não invalida o carácter interativo e sujeito a reavaliações regulares deste mesmo processo. A **implementação da estratégia empresarial** poderá posteriormente ser levada a cabo de duas formas:

Qual é a vossa **estratégia empresarial** para os próximos anos?



O crescimento orgânico consiste na expansão do negócio obtida pelo aumento da sua produção e vendas, em oposição a operações de concentração como fusões e aquisições, sendo consequentemente um crescimento mais lento dado que é realizado com a utilização dos recursos existentes na empresa.

Porque são importantes as F&A?

As Fusões & Aquisições oferecem às empresas a possibilidade de atingirem os seus objetivos estratégicos mais rapidamente



A estratégia de Fusões & Aquisições da empresa deverá no entanto acompanhar a estratégia empresarial sendo que existem 3 linhas de ação para que as empresas criem valor no contexto da sua estratégia empresarial fazendo uso das fusões e aquisições:



Objetivos claros

As melhores práticas indicam clareza e rigor ao longo de todas as fases do processo e na forma como contribuem para a estratégia empresarial pré – F&A



Conhecer o mercado

Os gestores deverão alocar recursos, *in-house* e/ou *outsourcing* para identificar os alvos certos na altura certa, permitindo obter maior eficácia e rentabilidade.



Integração

A capacidade de extrair o máximo de rentabilidade da operação é imperativo. As empresas deverão começar a planejar a integração ainda na fase de negociação.

3. Motivações inerentes às Fusões & Aquisições

Abordaremos de seguida um número de motivos pelos quais as empresas executam uma ou mais operações de Fusão ou Aquisição ou implementam uma estratégia de F&A.

Há 2 motivos dominantes que poderão surgir conjugados e de fácil entendimento que são:

- ✓ Aumento de quota de mercado onde atua,
- ✓ Maior amplitude geográfica de atuação.

Além destes, relacionados ao crescimento de um modo geral, existem motivações relacionadas com sinergias ou seja questões de eficiência/produtividade, de diversificação, de incorporação de tecnologia e/ou boas práticas e ainda oportunidades de compra abaixo do valor ou identificação de melhoria da gestão na empresa.

3.1. Sinergias

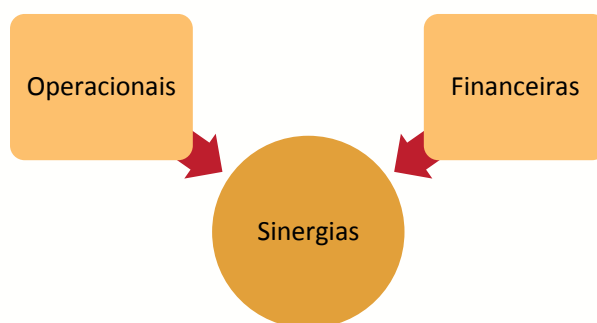
Sinergia é o valor adicional potencial que advém da combinação de duas empresas e é provavelmente um dos racionais mais utilizados em F&A. Damodaran (2005) define sinergia como o aumento do valor gerado pela combinação de duas empresas para criar uma empresa nova e/ ou mais valiosa, por via da obtenção de oportunidades que não estariam disponíveis para essas empresas / entidades caso as mesmas operassem de forma independente.

SINERGIA
 $1 + 1 = 3$

As operações de F&A devem ser realizadas quando o valor da sinergia for superior aos custos da aquisição. Estes são compostos pelo valor pago no âmbito da operação e pelos custos inerentes à transação em si.

As F&A proporcionam formas de melhorar o desempenho da administração ou de alcançar algum tipo de sinergia, aumentando, assim, a eficiência da economia e atividade das empresas / entidades envolvidas como um todo, aumentando a sua escala, partilhando capacidades e oportunidades e aplicando as melhores práticas das partes.

As Sinergias podem ser divididas em 2 tipos:



3.1.1. Sinergias operacionais

São aquelas que permitem a uma empresa aumentar o seu RO (EBIT) e podem por sua vez ser categorizadas em **sinergias de custos** e **sinergias de receitas**:

Economias de escala – permitem organizar o processo produtivo de maneira que se alcance a máxima utilização dos fatores produtivos envolvidos no processo, procurando como resultado baixos custos de produção e o incremento de bens e serviços.

Ocorrem quando a expansão da capacidade de produção de uma empresa ou indústria provoca um aumento na quantidade total produzida sem um aumento proporcional no custo de produção. Como resultado, o custo médio do produto tende a ser menor.

Exemplo:

A Moneris é uma empresa âncora resultante de um amplo processo de consolidação no mercado extremamente fragmentado dos serviços de apoio à gestão (contabilidade, fiscalidade, recursos humanos e *Corporate Finance*) em Portugal. A reduzida dimensão da maioria dos operadores de mercado associado a um movimento de consolidação, possibilitam uma rápida melhoria da *performance* operacional e para a geração de sinergias significativas decorrentes da eliminação de estruturas duplicadas, simplificação de processos e diluição de custos fixos. A estratégia baseou-se na integração de mais de 20 pequenas empresas, numa única empresa com gestão profissional. Este processo gera sinergias substanciais e economias de escala que permitem incrementar a eficiência e também permite a identificação e a introdução de novos serviços, desenvolvimento de oportunidades de cross-selling entre as bases de clientes existentes.

Em 5 anos a Moneris tornou-se uma empresa líder de mercado com mais de 4.500 clientes e 325 colaboradores.



Diminuição de custos administrativos - esta sinergia de custos administrativos pode ocorrer pela eliminação da duplicidade de funções, desde à administração, ao planeamento de gestão, marketing, a pesquisa e desenvolvimento, os recursos humanos, o departamento jurídico, a tecnologia de informação e o departamento de controlo de qualidade.

Exemplo:

O grupo 32 Senses é um exemplo de uma estratégia de investimento direcionada à criação de um grupo líder no mercado nacional de medicina dentária, através de uma ampla operação de consolidação setorial.

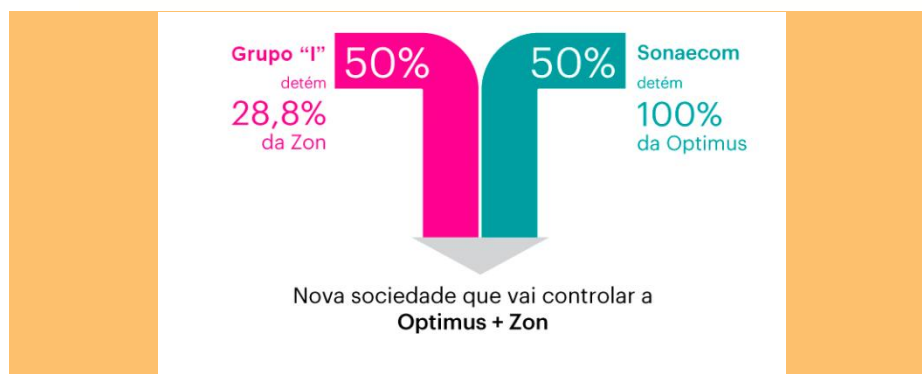
A lógica de investimento reside também na criação da maior rede integrada de clínicas dentárias em Portugal, *top-of-the-mind* no mercado nacional, e na geração de sinergias através da integração dos serviços de *back-office* e da centralização dos processos de compras.

Maior poder relacionado com preço de venda – procura-se a concorrência imperfeita (redução da concorrência, maior quota de mercado), em que uma única empresa ou poucas empresas, detêm o mercado de um determinado produto ou serviço, conseguindo portanto influenciar o preço do bem que comercializam e consequentemente com melhores resultados. Em indústrias ou setores com elevados investimentos iniciais e que funcionam como barreiras há entrada as situações poderão ocorrer mais facilmente.

Exemplo:

É de referir que em Portugal a ADC – Autoridade da Concorrência tem que aprovar esse tipo de operação devido ao poder de oligopólio que pode surgir dessa operação e no uso dos seus poderes de supervisão, exerce o controlo prévio de operações de concentração que cumpram os limiares de notificação estabelecidos na Lei da Concorrência (Lei n.º 19/2012, de 8 de maio). Alguns exemplos de operações de concentração sob análise foram a fusão da ZON com a Optimus ou da aquisição do Carrefour pelo Continente. A ADC analisa também operações das PME's podendo ser consultadas no sítio de internet da ADC (<http://www.concorrenca.pt>) e onde constam por exemplo as da MECWIDE S.A. sobre a sociedade SETROVA - Construção e Manutenção Industrial, S.A ou a Gestmin - Sociedade Gestora de Participações Sociais, S.A. ("Gestmin") com a aquisição das sociedades LN Moldes, Lda., LN Plás - Transformação de Matérias Plásticas, S.A. e T.P.S., Engenharia de Moldes, Lda. esta última com uma decisão não oposição à operação de concentração.

Combinação de diferentes competências – ocorre quando há transferência de tecnologia entre as empresas que agiliza as receitas. Por exemplo quando uma empresa com fortes competências de marketing adquire uma empresa com boa linha de produção cujo resultado será uma otimização da forma de distribuição e comercialização, possibilitando que os produtos e/ou serviços e soluções resultantes da fusão ou aquisição consigam gerar receitas maiores do que as duas empresas geravam isoladamente.

**Exemplo:**

O caso da Fusão entre a Optimus e ZON é um exemplo das sinergias de competências de forma a concorrerem com o líder de mercado a MEO.

Adaptado de Público, Empresas, Reuters

3.1.2 Sinergias financeiras

As sinergias financeiras incluem os benefícios fiscais, e resultam numa maior capacidade de endividamento e maiores fluxos de tesouraria por:

- ✓ A combinação de uma empresa / entidade com caixa excessivo, (e com poucas oportunidades de projetos), com uma empresa com projetos de elevado retorno, (mas com caixa limitado), pode adicionar valor para a empresa / entidade após a F&A. O valor adicionado e/ou gerado surge da possibilidade de realizar projetos que não seriam feitos devido à escassez de caixa, à pouca liquidez ou ainda devido à pouca capacidade de endividamento.
- ✓ Aumento da capacidade de endividamento devido à maior previsibilidade e estabilidade dos ganhos e fluxos de caixa da nova empresa / entidade após a F&A. Tal capacidade permite obter mais empréstimos do que conseguiriam agindo como empresas / entidades individuais, resultando num menor custo de capital.
- ✓ Acesso a benefícios fiscais dando uso a reporte de perdas fiscais de uma das empresas em anos anteriores. Adicionalmente após a aquisição de uma empresa deverão aumentar as depreciações e amortizações beneficiando assim de um benefício fiscal em sede de IRC.

Depois de encontradas as sinergias operacionais que motivam uma operação de F&A, as sinergias financeiras são “procuradas” pelas empresas de forma a darem maior robustez às operações por via de alavancagem das operações no financiamento das mesmas e/ou usando os benefícios fiscais.

3.2. Diversificação

A diversificação é uma abordagem estratégica que adota diferentes formas. Dependendo do critério de aplicação, existem diferentes classificações. A diversificação diminui a exposição ao risco de um determinado setor de negócio, mercado ou empresa e é uma abordagem estratégica que adota diferentes formas:

- ✓ Diversificação de produtos: novos produtos nos mesmos mercados.
- ✓ Diversificação de mercados: os mesmos produtos em mercados diferentes.
- ✓ Diversificação total: novos produtos em mercados diferentes.

Dependendo da direção da diversificação da empresa, os diferentes de diversificação centrado no produto ou serviço tipos são os seguintes:

- **Diversificação horizontal:** através desta estratégia, a empresa concentra o seu capital, pela compra ou associação com empresas similares e atua em ambiente económico que lhe é familiar, porque os consumidores são do mesmo tipo. Dá-se a aquisição de novos produtos ou a oferta de novos serviços que possam ser atrativos para os atuais grupos de clientes da empresa. Neste caso, a empresa conta com as vendas e as relações tecnológicas das linhas de produtos existentes.

Exemplo:

O exemplo da Mota-Engil que a 23 de julho de 1999, empresas do universo da família Mota, lançam uma Oferta Pública de Aquisição sobre a totalidade do capital da Engil SGPS, de que resultou, já no decorrer de 2000, a formação do Grupo Mota-Engil. Em 2002, a fusão das empresas Mota & Companhia, SA, Engil – Sociedade de Construção Civil, SA e Mota-Engil Internacional, dá origem à criação da maior construtora portuguesa intensificam-se a estratégia de diversificação, com especial ênfase nos sectores das concessões de transportes, ambiente e serviços.

- **Diversificação vertical:** ocorre quando uma empresa retrocede para estádios anteriores do seu ciclo de produção ou avança para estádios subsequentes do mesmo ciclo – a produção de matérias-primas ou distribuição do produto final. Por exemplo, se a sua empresa faz remodelação de casas e escritórios e começar a vender tintas e outros materiais de construção a utilizar nas remodelações. Este tipo de diversificação poderá também garantir um fornecimento regular de materiais com melhor qualidade e preços mais baixos.

Exemplo:

A compra NSDU, sociedade do grupo dono da Sagres de 100% do capital da Sodidel em que assegura as operações logísticas da venda dos produtos da Central de Cervejas em parte ou na totalidade dos distritos de Coimbra, Aveiro, Porto, Viana do Castelo, Évora, Beja e Setúbal é um exemplo em Portugal. A operação teve em linha de conta o impacto que tem no Canal Horeca com mais de 10 mil clientes, e o posicionamento estratégico da SCC e das suas marcas no “route to market”, numa proximidade maior com os seus clientes e consumidores.

- **Diversificação concêntrica:** diversificação da linha de produtos, com o aproveitamento da mesma tecnologia ou força de vendas, oferecendo-se uma quantidade maior de produtos no mesmo mercado com o objetivo de utilizar totalmente o potencial das tecnologias instaladas e o sistema de marketing. A diversificação concêntrica poderá ser uma estratégia muito eficiente, pois o negócio pode beneficiar de sinergias neste modelo de diversificação. Este tipo de diversificação é frequentemente utilizada por produtores de bens de consumo. Por exemplo uma padaria começa a produzir produtos de pastelaria e massas e empresas de novas tecnologias, por exemplo além de computadores passam a produzir, telemóveis e notebooks.

Exemplo:

A Intel Capital, o “braço” de M&A do grupo Intel que tem como missão identificar e investir em empresas de base tecnológica como elevado potencial de crescimento para que possa ser incorporado nos produtos Intel ou utilizar os canais de distribuição.

- **Diversificação conglomerada:** corresponde a diversificação para novos produtos ou serviços e ainda novos mercados que não têm relação tecnológica ou comercial com os produtos atuais, equipamentos, canais de distribuição, mas que podem ser atrativos para novos grupos de clientes. O maior motivo por detrás deste tipo de diversificação é o alto retorno do investimento na nova indústria. Além disso, a decisão de se avançar com este tipo de diversificação poderá levar a novas oportunidades indiretamente relacionadas com o negócio principal da empresa – acesso a novas tecnologias, oportunidades de parcerias estratégicas, etc.

Exemplo:

Um exemplo de conglomerado é a empresa Mitsubishi, que fabrica desde carros até canetas, ou a LG, que fabrica telemóveis, televisores, até eletrodomésticos e produtos petroquímicos. Controlados por uma holding, eles atuam em diferentes setores da economia. O objetivo básico é a manutenção da estabilidade dos conglomerados, garantindo um lucro médio, já que têm rentabilidades diferentes em cada setor.

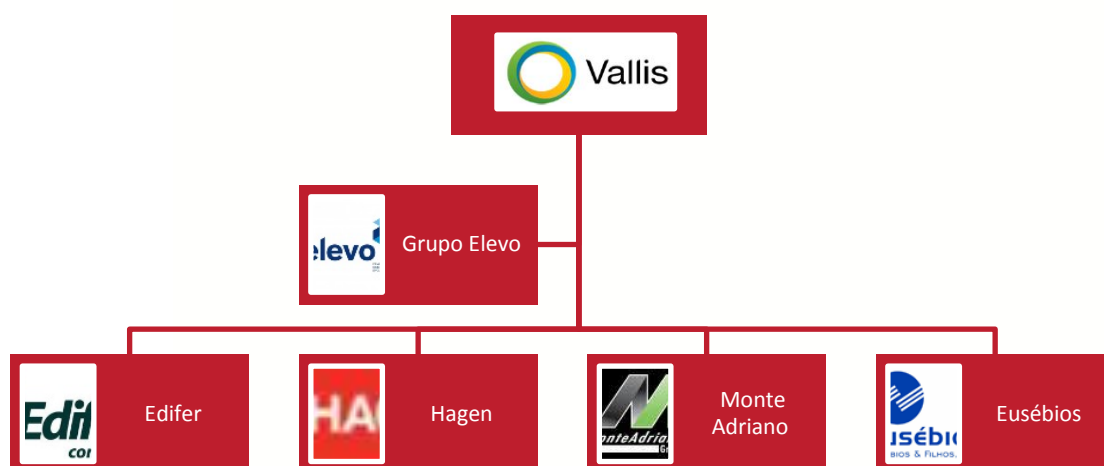
Relativamente à diversificação de mercado devemos salientar a **diversificação internacional** que é considerada um dos caminhos estratégicos para a continuação da diversificação das atividades da empresa, após a afirmação a nível nacional ter sido concluída. Independentemente dos grandes desafios e dificuldades de implementação, a diversificação internacional atrai empresas pois possibilita grandes oportunidades de crescimento a longo prazo, através da penetração em novos sectores de negócio e crescimento nos negócios existentes (novos para a empresa) nos mercados de outros países.

3.3. F&A de empresas abaixo de valor

Estas oportunidades estão normalmente relacionadas com uma gestão económico-financeira insuficiente ou de conflito acionista.

Exemplo:

O Grupo Elevo participado pela Vallis Capital Partners e através do seu fundo de consolidação do setor da construção civil adquiriu as empresas Edifer, Hagen, Monte Adriano e Eusébios empresas de engenharia e construção civil. A crise no sector, com a falta de obras e dificuldades de financiamento, ditou a falência de várias empresas. Para algumas construtoras, a alternativa ao encerramento é aderir ao fundo, que agora irá tentar recuperar estas empresas. A banca é um dos principais motores da estratégia da Vallis, sendo que as instituições financeiras acabaram por ficar a braços com dívidas elevadas que as construtoras não conseguiam pagar.



3.4. F&A de empresas com potencial de criação de valor pela melhoria da gestão

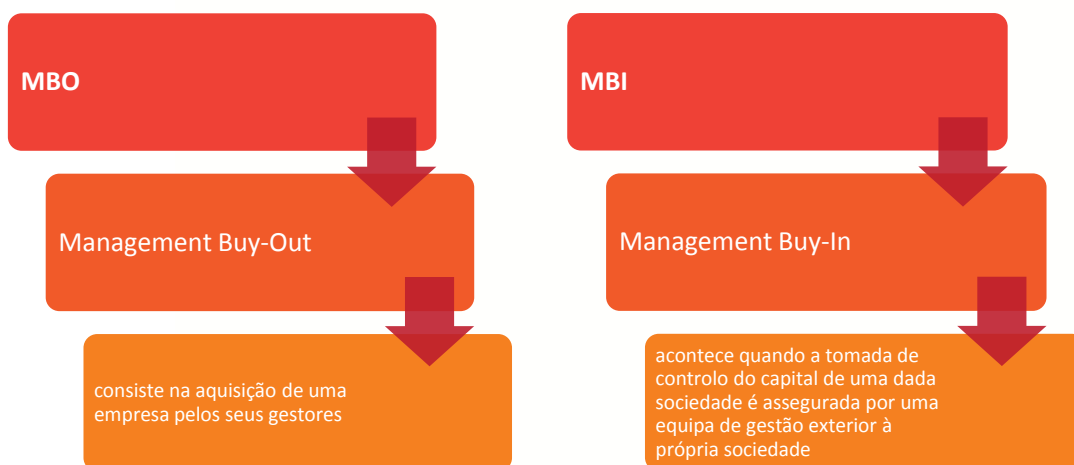
Algumas empresas não são geridas pelas melhores práticas pelo que poderão ser introduzidos no curto prazo medidas que potenciam os resultados das mesmas, sendo as bases de sucesso:

- ✓ A menor performance da empresa que deverá ser atribuída sem “sombra de dúvidas” à gestão,
- ✓ Após a aquisição terão de ser rapidamente implementadas “boas práticas” que permitirão aumentar os fluxos de caixa com os ativos já existentes, peracionar taxas de crescimento no curto prazo de vendas e/ou reduzir o custo do capital,
- ✓ A aquisição deverá ser feita a valores que não relevam as sinergias e melhorias que virão a ser introduzidas à nova gestão.

As motivações acima referidas não são mutuamente exclusivas, sendo que estatisticamente, o grau de sucesso de F&A aumenta quando maior o número de motivações inerentes à operação.

Exemplo:

A Espírito Santo Capital (ESC), comprou, em conjunto com os quadros da empresa, 100% da LogiC - Logística Integrada. A operação, que foi concretizada através de um management buy-out (MBO) no qual a ESC ficará com uma posição de 87,5% da LogiC e o restante será controlado pelos quadros da empresa. A aquisição enquadrou-se na estratégia com potencial de desenvolvimento elevado, permitindo assim a renovação das suas estruturas acionistas e estimulando a sua dinamização futura.



Exemplo:

A Cinclus - Project Management, S.A. é uma Empresa de Consultoria de Engenharia especializada na Gestão de Empreendimentos, tendo como atividade a prestação de Serviços no âmbito da Conceção, Coordenação, Planeamento e Controlo das diversas fases de um Empreendimento. A empresa foi criada pelo Grupo SONAE em 1983, o maior Grupo privado Português, tendo como objetivo a construção do Hotel Sheraton no Porto. Concluída aquela obra, a Empresa prosseguiu os seus trabalhos no âmbito do Grupo SONAE, desenvolvendo posteriormente atividades no mercado exterior ao Grupo. Em 2007, um "Management buy-in" foi efectuado por um grupo de profissionais do sector de Consultoria de Engenharia, o qual conduziu à aquisição da Empresa.



3.5. Motivações subjacentes à alienação de empresas

São vários os motivos para a venda de uma empresa ou parte dela e para os compradores, entender a razão pelo qual o proprietário de uma empresa está vendedor é uma informação muito útil, pelo que se procura enumerar infra os motivos mais comuns:

1. **Sucessão familiar** - Este é um motivo cada vez mais comum para a venda de um negócio e está entre os desafios mais difíceis enfrentados pelos proprietários de empresas. As decisões sobre essas questões determinam o futuro dos negócios aos quais os proprietários ou fundadores dedicaram as suas vidas e afetam o retorno de um ativo financeiro valioso (muitas vezes, o principal ativo da família) pelo que a venda é uma solução a considerar.
2. **Oportunidade de fazer um encaixe financeiro** – para assegurar a reforma, viver de rendimentos ou simplesmente ter maior liberdade financeira para aproveitar melhor a vida e passar mais tempo de qualidade com a família.
3. **Saber que está na altura de mudar** – o proprietário de uma empresa poderá ter em mente que o desempenho dos negócios nos últimos anos não é sustentável porque o mercado vai mudar de forma que fará com que a oferta de produtos/serviços da empresa se tornem menos desejáveis ou mesmo obsoletos e procura uma venda total ou parcial.
4. **Necessidades de investimento** – para que a empresa possa crescer, mas para o qual o proprietário não tem disponibilidade financeira é um dos motivos pelos quais os proprietários procuram a venda parcial da empresa, normalmente a investidores financeiros.
5. **Desinvestimento** - necessidade de financiar a área de negócio principal (core business) ou outras áreas de negócio que oferecem taxas de crescimento e rentabilidade mais atrativas em detrimento de outras.
6. **Novos desafios** - O atual proprietário procura uma mudança. Esta poderá ser uma grande oportunidade para um comprador, especialmente se o negócio é rentável e não é excessivamente dependente do esforço e talento do atual proprietário.

De seguida indica-se os principais motivos de venda que podem provocar uma deterioração do valor da empresa, tornando-a numa oportunidade de aquisição de baixo valor vendedor em que o ideal é avançar o mais rápido possível para a venda antes que o valor da empresa se deteriore:

7. **Exaustão pessoal** - Alguns empresários querem vender simplesmente porque estão cansados. Criaram o negócio de forma muito dependente do esforço pessoal do proprietário, e o proprietário não consegue desvincular-se da sobrecarga de trabalho.

8. **Incompatibilidade de gestão** - que vai lentamente bloqueando a gestão corrente e degradando o valor da empresa. Se a empresa corre o risco de perder o seu valor o melhor é transformar o negócio em liquidez, em vez de desperdiçar todo o trabalho, tempo e dinheiro.
9. **Dissidência entre sócios/acionistas** - há semelhança do ponto anterior o ideal é preparar a saída do negócio assim que possível para capitalizar o valor atual e futuro da empresa.
10. **Dificuldades de tesouraria** - devido a inadaptação às alterações na economia ou setoriais, uma incorreta gestão financeira ou por descapitalização da sociedade em ativos não operacionais.

Motivações comuns à alienação de empresas e negócios	Motivações associadas à deterioração de valor
✓ Sucessão familiar ✓ Oportunidade de fazer um encaixe financeiro ✓ Saber que está na altura de mudar ✓ Necessidades de investimento ✓ Desinvestimento ✓ Novos desafios	✓ Exaustão pessoal ✓ Incompatibilidade de gestão ✓ Dissidência entre sócios/acionistas ✓ Dificuldades de tesouraria

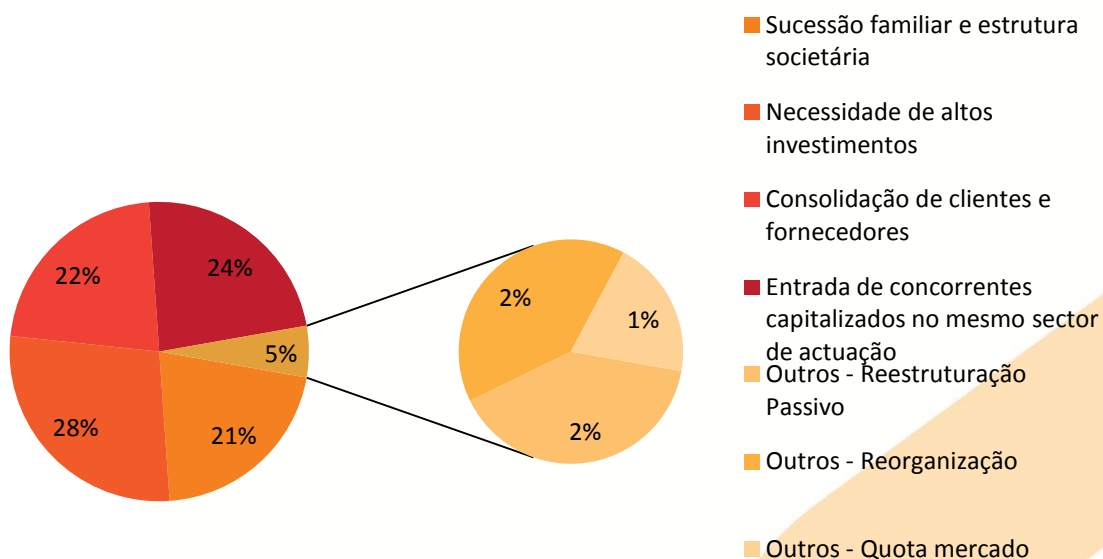
Nas decisões críticas e complexas das PME's a alienação da empresa está entre aquelas para as quais os proprietários frequentemente estão menos preparados. Podem ter décadas de experiência à frente de seus negócios, mas pouca ou nenhuma experiência com a sua saída do negócio ou com a entrada de um investidor numa operação de F&A.

Do estudo de benchmarking, as empresas referiram como principais motivações para a alienação:



Motivos associados a uma eventual venda de divisões, linhas de negócios ou empresas coligadas ou controladas.

No que respeita aos motivos para uma possível venda da empresa, divisões ou linhas de negócio, as empresas manifestaram os seguintes pontos:



Existe no entanto uma regra de ouro: a otimização do resultado da venda depende de uma estratégia de saída bem planeada e cuidadosamente analisada.



De acordo com a aplicação do questionário junto dos Associados da AIP, e numa perspetiva de benchmarking, as empresas apontaram como principais razões para um eventual processo de fusão ou aquisição:

- ✓ Aumento da quota de mercado e escala
- ✓ Ampliação do portfólio com produtos e serviços novos ou similares
- ✓ Novos mercados ou países
- ✓ Acesso a canais de distribuição

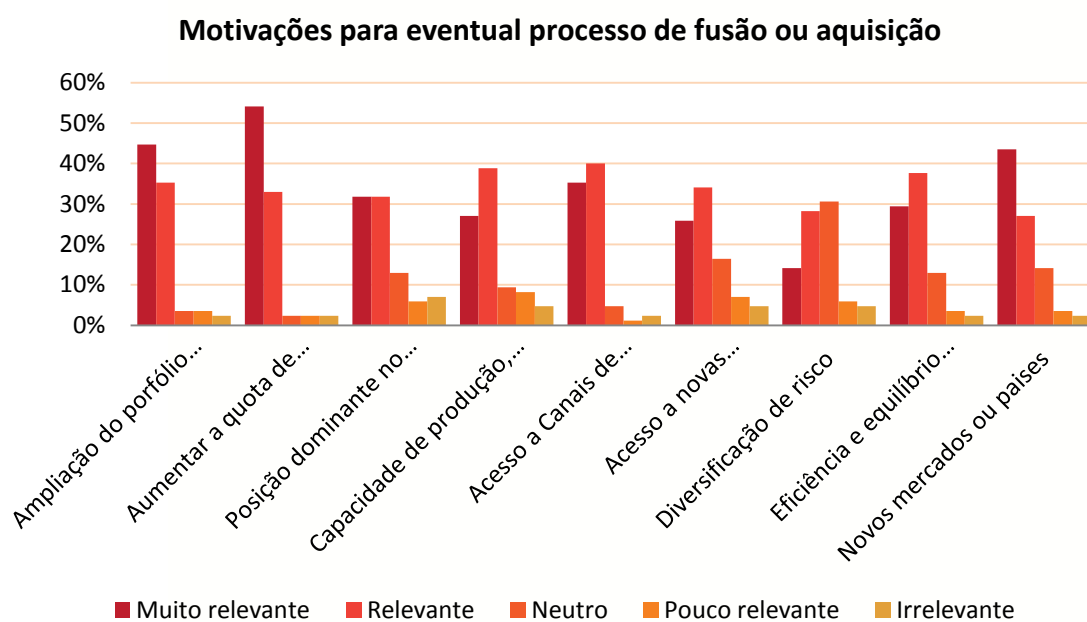
Numa análise mais profunda, relativa às principais motivações para um eventual processo de fusão ou aquisição temos os seguintes resultados:

Razões	Muito relevante	Relevante	Neutro	Pouco relevante	Irrelevante
Ampliação do portfólio com produtos e serviços novos ou similares	45%	35%	4%	4%	2%
Aumentar a quota de mercado e escala para melhorar a posição competitiva	54%	33%	2%	2%	2%
Posição dominante no mercado de actuação	32%	32%	13%	6%	7%
Capacidade de produção, racionalização e eficiência da produção	27%	39%	9%	8%	5%
Acesso a Canais de distribuição, áreas de actuação e mercados	35%	40%	5%	1%	2%
Acesso a novas tecnologias ou tecnologias complementares	26%	34%	16%	7%	5%
Diversificação de risco	14%	28%	31%	6%	5%
Eficiência e equilíbrio financeiro (sinergias financeiras)	29%	38%	13%	4%	2%
Novos mercados ou países	44%	27%	14%	4%	2%

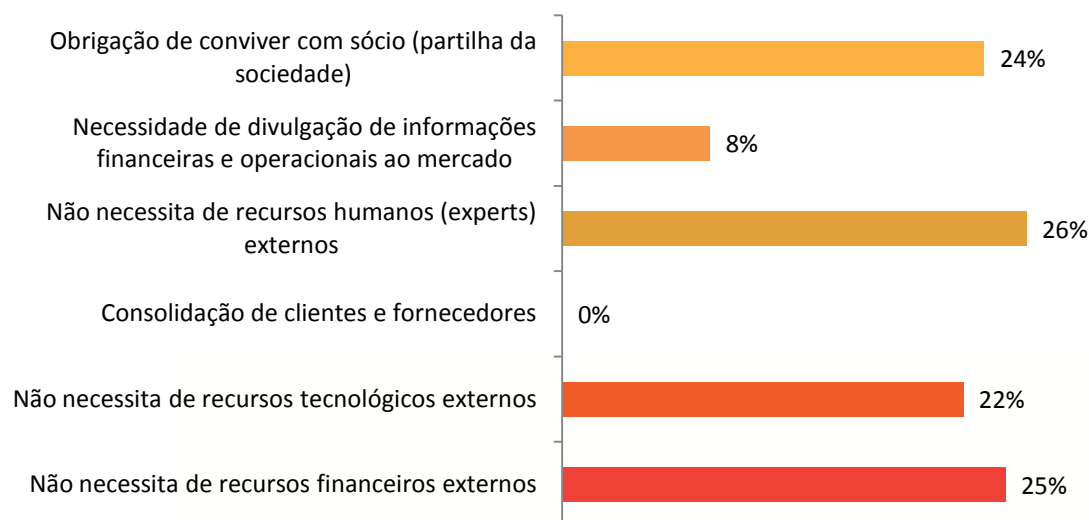
Razões apontadas para um eventual processo de fusão ou aquisição

De facto, e nos processos práticos que decorrem no âmbito do projeto “redimensionar para crescer”, temos as principais motivações:

Do lado do vendedor	Do lado do adquirente
✓ Novos mercados ou países ✓ Acesso a canais de distribuição	✓ Ampliação do portfólio com produtos novos ✓ Aumentar a quota de mercado e escala para melhorar a posição competitiva



Por outro lado, será relevante dar enfoque também às razões pelas quais as empresas manifestaram como motivos para não abrir capital ou venda de divisões, linhas de negócio, nomeadamente:



Motivos para não abrir capital / venda de divisões, linhas de negócios ou empresas coligadas ou controladas

Nesta análise existe duas questões que sobressaem:

- ✓ Cultural
 - Não partilha da sociedade
 - Perspetiva de que tem as capacidades todas internalizadas
- ✓ Financeira (saúde financeira)

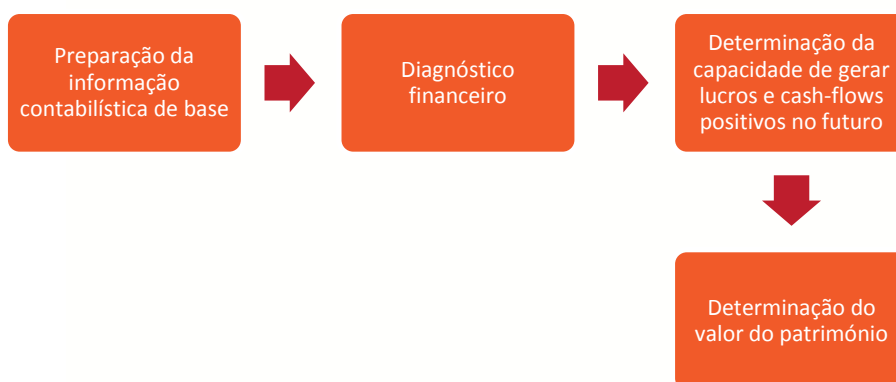
4. Avaliação de empresas e negócios

Contexto

A avaliação de empresas e negócios consiste no processo usado para determinar o valor de uma entidade comercial, industrial, agrícola, de serviços ou de investimento com o objetivo de exercer uma determinada atividade económica, consistindo a avaliação num processo inerentemente subjetivo, uma vez que depende, ou pode estar dependente de vários fatores, como sejam:

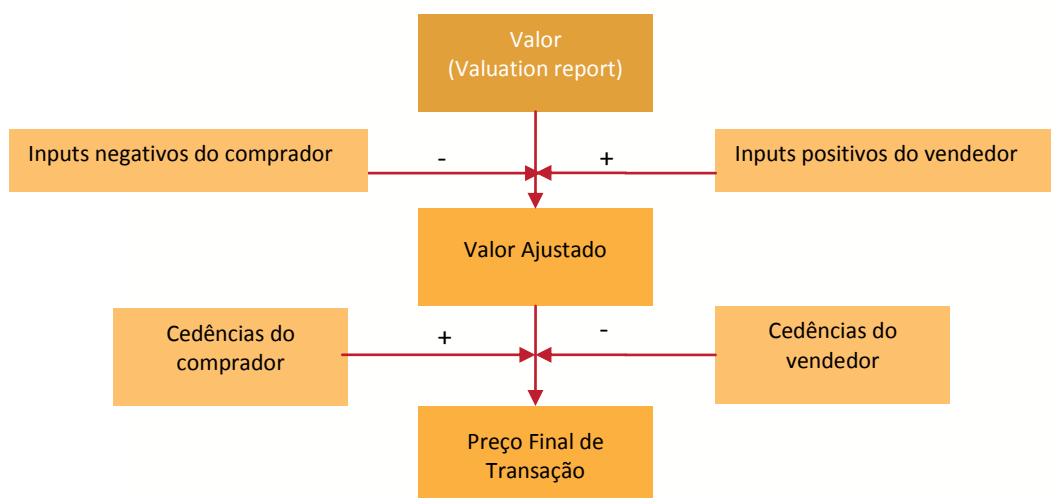
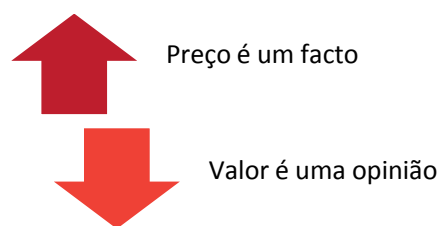
a perspetiva do avaliador, (vendedor, comprador, ou analista independente)	as características do avaliador, (valores, interesses, objetivos, etc.)	o contexto económico, político e social em que é efetuada a avaliação, (crise, prosperidade, crescimento, etc.)	as circunstâncias inerentes à necessidade de avaliação, (fusão, liquidação, reestruturação, etc.);	o tipo de modelo de avaliação adotado	os parâmetros utilizados, em termos de risco, rentabilidade, crescimento estimado, etc
--	---	---	--	---------------------------------------	--

Sendo a informação financeira um dos itens principais a ter em conta num processo de avaliação, pode-se identificar alguns dos contributos que advêm da análise financeira no processo de avaliação, a saber:



Podem, no entanto, surgir alguns problemas no decurso de determinado processo de avaliação, decorrentes da subjetividade que está inerente ao processo em si, nomeadamente relacionados com a pluralidade e divergência da noção de VALOR.

A noção de valor pode ser caracterizada de diferentes formas ou perspetivas, existindo portanto vários métodos para proceder ao seu cálculo. Assim, pode tornar-se bastante confusa a avaliação de uma empresa se não for identificada e caracterizada à partida o tipo de valor que se pretende quantificar.



VALOR	PREÇO
É a qualidade de algo, de acordo com a qual tal poderá ser mais ou menos desejável, útil, estimável ou importante. VALOR é uma opinião e não um facto, é uma estimativa de uma perspectiva individual num momento que antecipa benefícios e reconhece quer o risco quer o tempo necessário até à concretização desses mesmos benefícios.	É a quantidade de algum meio de troca, normalmente dinheiro que é necessário para adquirir algo ou que foi pago para adquirir algo. PREÇO é um facto, seja do conhecimento público ou apenas privado.

Justo Valor de Mercado (Fair Market Value)	Preço Provável de Venda (Most Probable Selling Price)
É o montante a que uma propriedade mudaria de “mãos” entre um comprador e vendedor dispostos a entrar em acordo, sendo que nenhum deles atua sob compulsão e ambos têm um conhecimento razoável dos factos relevantes.	Pretende ser o preço dos ativos para venda e representa o valor provável pelo qual vendedor e comprador acordariam a transação, considerando compulsão das partes e benefícios financeiros, estratégicos ou sinérgicos

Além disso, e de acordo com a subjetividade afeta ao processo de avaliação, pode-se identificar diversos fatores que influenciam de forma significativa o processo de avaliação, como:

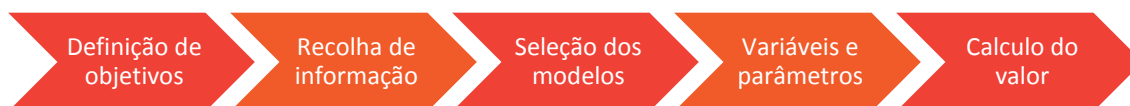
- ✓ circunstâncias da avaliação, (motivações que justificam a avaliação - fusão, reestruturação, aquisição, etc.);
- ✓ entidades que promovem o processo de avaliação, (comprador, vendedor, especialistas independentes, etc.);
- ✓ dimensão da empresa / entidade;
- ✓ fase em que a empresa / entidade se encontra, (lançamento, crescimento, maturidade ou declínio);
- ✓ mercado em que a empresa / entidade se insere e desenvolve a sua atividade;
- ✓ nível de desenvolvimento tecnológico ou outro utilizado pela empresa / entidade.

São diversos os casos em que se torna necessário proceder à avaliação de uma empresa ou entidade, sendo que a especificidade de cada situação condiciona, ou pode condicionar os métodos de avaliação a aplicar e a definição dos respetivos parâmetros.

Assim, pode ser necessário recorrer a uma avaliação de uma empresa ou entidade nos seguintes casos:

AVALIAÇÕES					
Análise de projetos de investimento	Liquidação	Fusões, aquisições e cisões	Privatizações e processos de entrada em bolsa	Reestruturação	Motivações legais

Fases do processo de avaliação



1. Definição dos objetivos da avaliação

Tendo em consideração o contexto da avaliação, é fundamental definir o tipo de Valor que se pretende avaliar, dependendo o valor da empresa / entidade dos objetivos e contexto da avaliação.

2. Recolha de informação

Nesta fase deve proceder-se à recolha de todo o tipo de informação contabilística e extra-contabilística relacionada com a empresa / entidade e respetivo, setor e mercado onde é desenvolvida a atividade e influências que possam condicionar, positiva ou negativamente, o desempenho futuro da empresa / entidade. É a fase de diagnóstico.

3. Seleção de modelos de avaliação

Na sequência da análise da informação anteriormente recolhida ou produzida procede-se à seleção do modelo de avaliação mais apropriado no âmbito dos objetivos da mesma.

4. Estimativa das variáveis e fixação dos parâmetros de avaliação

Selecionado o modelo de avaliação a aplicar, deve-se estimar as variáveis existentes e definir os parâmetros de avaliação em termos de risco, crescimento, rendibilidade, etc.

5. Cálculo do Valor da Empresa

Aplicação do modelo de avaliação e cálculo do valor da empresa / entidade.



Projeção dos componentes do valor da empresa
(Valuation Report - Projeto Magalhães – Moneris)

No final de qualquer processo de avaliação, mesmo no mais cuidado e detalhado, haverá sempre um grau de incerteza no que ao valor final obtido diz respeito.

Apesar do processo ser baseado em modelos quantificados, os parâmetros introduzidos e considerados dependem da perceção do analista, quer quanto às previsões sobre a performance futura da empresa / entidade (cash-flows, rácios, taxas de crescimento, etc.), como no que à evolução da economia em geral diz respeito (taxas de inflação e de juros, etc.).

Assim, não é realista a expectativa de obtenção de precisão num processo de avaliação, uma vez não ser possível eliminar de todo o "erro" de previsão ou estimativa. A subjetividade está sempre presente, e deve ser prevista uma margem de erro razoável ou espectável quando da elaboração do relatório final de avaliação.

O mercado financeiro comporta sempre incerteza e, consequentemente, risco, pelo que a qualidade da avaliação é diretamente proporcional à qualidade dos dados e informações disponíveis.

No final do processo de avaliação deverá ser emitido o correspondente Relatório de Avaliação, não existindo em Portugal um guião tipo, pelo que a maioria dos avaliadores segue as orientações emitidas pela American Society of Appraisers (ASA).

De acordo com as normas da ASA, devem constar no Relatório de Avaliação as seguintes informações:

- Definição do serviço de avaliação

- Objeto da avaliação, (identificação da empresa e sua forma jurídica);
- Identificação do avaliador e da sua relação com a empresa;
- Propósito da avaliação, (objetivos, contexto, noções de valor);
- Data da avaliação.

- Descrição do Negócio

- Resenha histórica da empresa;
- Produtos e serviços prestados;
- Mercados e clientes;
- Competitividade no setor / concorrência;
- Órgãos de gestão;
- Informações contabilísticas, (balanço, demonstração de resultados, Fluxos de Caixa, rácios, etc.);
- Principais ativos, (tangíveis e intangíveis), e passivos;
- Perspetivas sobre o setor e economia em geral.

- Análise e Planeamento Financeiro

- Correções e/ou ajustamento efetuados aos demonstrativos financeiros;
- Análise dos demonstrativos financeiros dos últimos 3/5 exercícios;
- Projeção de tendências e planeamento futuro;
- Análise comparativa da empresa com os principais concorrentes e enquadramento no setor onde se insere.

- Metodologia de Avaliação

- Justificação dos métodos de avaliação selecionados e aplicados;
- Justificação dos parâmetros de avaliação, (rendibilidade e risco);
- Descrição dos pressupostos para a projeção futura de variáveis-chave;
- Análises de sensibilidade e risco.

- Conclusão

- Certificação do Avaliador

- Declaração de Condicionantes e Limitações

- Independência do avaliador;
- Credibilidade das fontes de informação utilizadas;
- Qualidade dos dados.

4.1. Modelos de Avaliação de Empresas

Em termos de resumo, e por tipologia de empresas, os métodos mais frequentemente aplicados, nas operações de F&A, são:

Tipo de Empresas	Método
Micro e pequenas empresas	✓ Patrimonial ✓ Múltiplos (relativa ou de mercado)
Médias empresas	✓ Múltiplos (relativa ou de mercado) ✓ Cash Flows atualizados (Ótica avaliação FFCF)
Grandes empresas	✓ Cash Flows atualizados (Ótica avaliação FFCF [empresa] e Ótica avaliação FFCE [dividendos])

4.1.1. Avaliação com base no mercado

- **Modelo de Base: O Modelo de Gordon**

O valor de uma empresa / entidade integra as informações relevantes que tenham afetado, afetem ou possam vir a afetar a sua performance no futuro. Assim, o valor não é imutável, uma vez que está permanentemente a ser atualizado por via da incorporação de novas informações que possam surgir sobre a empresa / entidade ou sobre o mercado em si.

Metodologias de avaliação		
Metodologia	Aplicabilidade	Descrição
Avaliação Patrimonial		A avaliação através desta metodologia resulta da análise da informação financeira histórica, onde o total dos capitais próprios em 30/06/2013 ascendia a 1.734 mil euros. Contudo, consideramos desadequado avaliar a entidade pelo seu valor patrimonial por duas razões: 1) a empresa vale em continuidade e não numa perspectiva de encerramento e liquidação; 2) tanto mais que neste cenário haveria lugar à avaliação de mercado dos AFT, bem como ao apuramento dos custos relacionados com as indemnizações do pessoal; e 3) admite-se que os elementos contabilísticos disponibilizados referentes a 30 de novembro de 2013 careçam de eventuais ajustamentos, tendo em conta que a empresa apenas elabora demonstrações financeiras com periodicidade anual.
Avaliação Comparativa de Mercado		Nesta ótica de avaliação, também designada por avaliação relativa ou por múltiplos, toma-se por base empresas comparáveis que estejam cotadas ou que tenham sido recentemente transacionadas, e usam-se as cotações ou os preços de transação como base comparativa para a empresa ou negócio a avaliar. Utilizou-se um conjunto de múltiplos disponíveis no site institucional do Prof. Aswath Damodaran confrontando com os valores históricos da entidade, bem como, com as projeções em 31/12/2013, o que permitiu analisar as tendências de valor obtidas através da análise pela metodologia do rendimento.
Avaliação pelo Método do Rendimento Atualizado		Nesta ótica de avaliação considera-se que o valor da empresa depende dos rendimentos futuros que pode gerar, os quais são atualizados ao momento em que é efetuada a avaliação. Poderão ser utilizados vários métodos, destacando-se: • Atualização dos dividendos (utiliza-se geralmente para avaliar participações minoritárias); • Atualização dos fluxos de caixa (estimam-se os fluxos de caixa futuros e atualizam-se ao custo do capital). As principais conclusões relativas ao valor da entidade, constantes no presente relatório de avaliação são suportadas por esta metodologia.

 Aplicável
 Não aplicável

A abordagem com base no mercado baseia-se fundamentalmente em rácios calculados a partir da cotação bolsista (P_0), das ações da empresa, sendo portanto esta abordagem mais adequada para as empresas cotadas em bolsa.

No entanto, também pode ser aplicado em empresas não cotadas, através da utilização de informações de empresas semelhantes em termos de dimensão, risco e rentabilidade, ou de aplicação / comparação com indicadores médios do setor se aplicável. Neste caso, o valor da empresa é calculado através da comparação com transações efetuadas no mercado de empresas com características semelhantes.

Numa ótica de mercado, os analistas financeiros tentam analisar o valor das empresas comparando-as com os principais concorrentes, utilizando para tal diversos indicadores, como o Price Earnings Ratio (PER), Price Book Value (PBV), ou Price Sales Ratio (PSR).

O valor pode então ser calculado pelo produto entre variáveis contabilísticas da empresa e indicadores de mercado que reflitam as expectativas do mercado em relação ao risco, aos dividendos ou ao crescimento.

A utilização deste modelo tende a eliminar a problemática da estimativa dos parâmetros de risco, taxas de crescimento ou distribuição de dividendos (necessários nos modelos baseados no rendimento), uma vez que o preço é fixado pelo mercado, supondo-se que o mesmo é eficiente, sendo as variáveis, as contabilísticas, o que elimina a subjetividade relativa a algumas outras abordagens. Assim, torna-se necessário aferir o grau de eficiência e a viabilidade do mercado, uma vez que se tal não estiver assegurado a análise será gravemente prejudicada.

Os indicadores de mercado derivam de um modelo amplamente aceite e utilizado na teoria financeira: o Modelo de Gordan.

De acordo com o Modelo de Gordan, o valor atual de mercado de uma ação (P_0), é explicado pelas expectativas em relação aos dividendos futuros esperados (DPA1), atualizados à taxa de remuneração exigida pelos investidores, que reflete o risco percecionado por estes (k_e), segundo uma renda perpétua e de crescimento constante (g).

METODO	FORMULA	OBSERVAÇÕES
Valor de Mercado de uma ação	$P_0 = \frac{DPA1}{k_e - g}$	P_0: cotação atual da ação, (reportado ao ano 0); DPA1: dividendos por ação esperados para o exercício seguinte, (ano 1); k_e: indicador de risco percecionado ou remuneração exigida pelos investidores; g: taxa de crescimento esperada.

Partindo deste modelo e desenvolvendo os cálculos dos dividendos esperados com base nos resultados obtidos (RPA: resultados por ação), e numa taxa de distribuição de dividendos (d):

$$P_0 = \frac{DPA_1}{K_e - g} = \frac{RPA_0 \times d \times (1+g)}{K_e - g}$$

1. Se dividirmos ambos os membros da equação pelos Resultados por Ação (RPA0):

METODO	FORMULA
Rácio Price Earning Ratio (PER)	$PER = \frac{P_0}{RPA_0} = \frac{d(1+g)}{K_e - g}$

2. Se dividirmos pelo Valor Contabilístico dos Capitais Próprios ou Book Value (BV0):

METODO	FORMULA
Rácio Price Book Value (PBV)	$PBV = \frac{P_0}{BV_0} = \frac{RCP \times d \times (1+g)}{K_e - g}$

3. Se dividirmos pelo Volume de Negócios (VN0):

METODO	FORMULA
Rácio Price Sales Ratio (PSR)	$PSR = \frac{P_0}{VN_0} = \frac{RVendas \times d \times (1+g)}{K_e - g}$

Assim, os indicadores de mercado são função crescente da taxa de distribuição de dividendos, da taxa de crescimento e da rentabilidade, e função decrescente do risco.

Para as empresas cotadas e que dispõem de valor de mercado (cotação P0), os indicadores podem funcionar como variáveis explicativas do mesmo. Por exemplo, conhecendo a cotação atual, pode-se calcular a expectativa dos investidores relativamente à taxa de crescimento esperada implícita na cotação.

De notar que, por exemplo para o PER, se:

$$PER = \frac{P_0}{RPA_0} = \frac{d(1+g)}{K_e - g}$$

então: $P_0 = PER \times RPA_0$

$$P0 = \frac{d(1+g)}{Ke - g} \times RPA0$$

Para as empresas não cotadas em bolsa, que, naturalmente, não dispõem de cotação (P0), o seu valor de mercado pode ser calculado com base em variáveis contabilísticas e estimativas. Em alternativa, pode ser utilizado o modelo multiplicativo, considerando as Variáveis Contabilísticas da Empresa (VCE), e os Indicadores do Mercado ou Multiplicadores (Mm), relativos a empresas / entidades concorrentes ou que apresentem características e níveis de risco idênticos, ou ainda a médias setoriais.

Neste caso o valor de mercado da empresa / entidade é assim calculado:

$$\text{Valor de Mercado da Empresa} = VCE \times Mm$$

Os indicadores de mercado mais utilizados são:

Variáveis		Multiplicadores	
Resultados (Earnings)	EMPRESA	Price Earnings T Ratio (PER)	EMPRESAS DE RISCO SIMILAR
Capital Próprio (Equity)		Price Book Value (PBV)	
Vendas (Sales)		Price Sales Ratio (PSR)	
Dividendos (Dividends)		Price Cash Dividends (PCD)	
Cash Flow		Price Cash Flows (PCF)	

- **Price Earning Ratio (PER)**

Tal como referido, o rácio *Price Earning Ratio* (PER), pode ser diretamente calculado pela expressão seguinte:

$$PER = \frac{\text{Cotação atual}}{\text{Resultados por ação}}$$

Genericamente, correspondendo a cotação o montante a desembolsar por um investidor que pretenda adquirir uma determinada ação, e a rentabilidade os resultados por ação do investimento, o PER traduz o número de anos necessários à recuperação do investimento nessa ação, face aos resultados atuais. Quanto menor o PER, mais rápido será o retorno do investimento, ou seja, quando os resultados são elevados (denominador), o PER é mais baixo.

O contrário do PER, o EPR - *Earnings Price Ratio*, traduz a taxa de rentabilidade das ações:

$$ERP = \frac{\text{Resultados por ação}}{\text{Cotação atual}}$$

No entanto, pelo desenvolvimento do Modelo de Gordon, o PER pode ser calculado da seguinte forma:

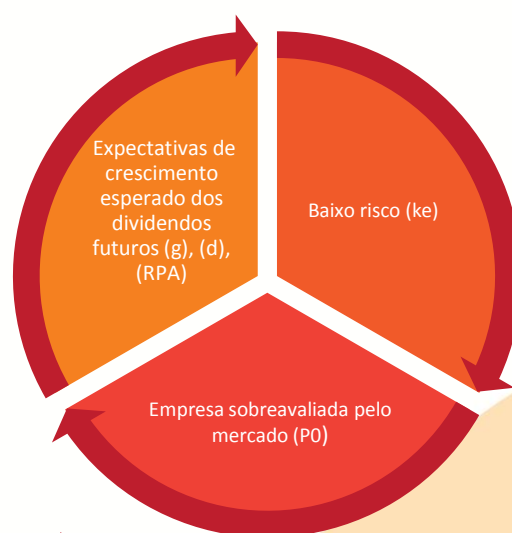
$$PER = \frac{d \times (1 + g)}{ke - g}$$

O PER traduz assim a opinião que o mercado tem da gestão da empresa ao nível operacional e financeiro (rendibilidade e política de distribuição de dividendos), as expectativas de crescimento e o comportamento dos investidores face ao risco.

Um PER elevado pode indiciar boas expectativas de crescimento esperado dos dividendos futuros (g), (d), e ou baixo risco, (ke).

De acordo com as teorias financeiras, um acionista racional é avesso ao risco, e uma elevada rentabilidade tende a implicar risco elevado. Assim, quanto maiores forem os resultados, maior o risco (que se reflete na taxa de atualização ke), e menor o PER. Neste contexto, empresas / entidades de elevado risco têm PER baixos, pelo que os investidores tendem a preferir empresas com PER mais alto, isto é, de risco mais baixo.

Além do referido, o PER ao refletir o potencial de crescimento apercebido pelo mercado bolsista, o nível de risco associado ao negócio bem como a política de dividendos praticada pela empresa, uma vez representar o valor de mercado baseado nas expectativas dos investidores quanto ao potencial da empresa para gerar rendimento no futuro, quando aumentam os resultados, de acordo com a fórmula de cálculo direta, parece que o PER diminui. Contudo esta premissa não é realista uma vez que aumentos de resultados promovem aumento nas expectativas dos investidores relativamente ao potencial da empresa refletindo-se na sua cotação. De forma resumida, um PER elevado pode indicar:



O PER pode e deverá ser utilizado e analisado de forma comparativa em termos de:

- ✓ evolução temporal (para uma mesma empresa / entidade, através do estudo da evolução do PER durante determinado período temporal);
- ✓ entre empresas / entidades do mesmo setor de atividade;
- ✓ entre empresas / entidades de diferentes setores de atividade (avaliação de alternativas de investimento para investidores que pretendam investir em diferentes setores);
- ✓ em diferentes países (com objetivo de avaliação de mercados em diferentes países, devendo neste caso ter em conta as respetivas realidades económicas ou sociais e diferentes políticas contabilísticas ou fiscais).

Sendo o PER um dos indicadores mais utilizados, o mesmo apresenta as seguintes vantagens:

- ✓ É interpretado de forma simples e direta, uma vez que representa o preço pago relativamente aos rendimentos obtidos;
- ✓ É de cálculo fácil e possibilita a comparabilidade entre ações;
- ✓ Pode ser utilizado como uma variável substituta de outra de maior complexidade (proxy), nomeadamente no risco e crescimento;
- ✓ Incorpora as perceções do mercado relativamente às principais políticas operacionais e financeiras da empresa / entidade.

No entanto, deverá ser observado as suas limitações, como:

- ✓ Sem significado quando os resultados são negativos, sendo no entanto possível ultrapassar esta questão com recurso a RPA médios ou normalizados;
- ✓ É sensível a pequenas oscilações dos resultados;
- ✓ É pouco explicativo, dado que compara expectativas futuras (no P0 reflete-se as expectativas do mercado em sede de crescimento, distribuição de dividendos e risco), com resultados históricos (RPA0). Esta questão pode ser ultrapassada com recurso a resultados previsionais;
- ✓ Altamente influenciado pelos métodos e políticas contabilísticas, inviabilizando a comparabilidade de empresas / entidades, setores ou países que utilizem práticas contabilísticas diferentes;
- ✓ Dificuldade na identificação de empresas / entidades comparáveis (com características e risco similares).

O PER e o ciclo de vida da empresa

O PER pode ser determinado pelo Modelo de Gordon, segundo o mesmo o valor é determinado por via de uma renda perpétua de crescimento constante, ou seja, apropriado apenas para empresas em fase de maturidade ou estabilidade.

Assim, para as empresas que se encontram em fase de lançamento ou crescimento e com taxas de crescimento supranormais, é necessário proceder ao cálculo do valor atual dos rendimentos futuros, através do cálculo de duas rendas: uma de termos certos e outra perpétua, como segue:

FORMULA	OBSERVAÇÕES
Fase Crescimento $PER = \frac{d(1+g) \left[1 - \frac{(1+g)^n}{(1+k)^n} \right]}{ke - g} + \frac{dn(1+gn)^n}{(ken - gn)} (1+gn)(1+ke)^{-n}$ Fase Maturidade	d: taxa distribuição de dividendos na fase de crescimento; dn: taxa distribuição de dividendos na fase de maturidade; g: taxa crescimento na fase de crescimento; gn: taxa crescimento na fase de maturidade; ke: custo capitais próprios na fase de crescimento; ken: custo capitais próprios na fase de maturidade.

O que caracteriza este modelo é precisamente a existência de duas fases de crescimento, pelo que torna-se necessário confirmar se:

$g > gn$: uma vez que se espera uma taxa de crescimento supranormal na fase de crescimento

$d < dn$: uma vez que, segundo a taxa de crescimento sustentável, a empresa / entidade na fase de maturidade não precisa reter elevados montantes de resultados, logo, pode distribuir mais dividendos.

Relativamente ao risco ou custo dos capitais próprios e dadas as relações definidas entre as variáveis do modelo, não se define uma relação fixa entre o valor esperado para as duas fases. No entanto, sendo a fase de maturidade uma fase que se caracteriza por um crescimento moderado e constante, pode-se concluir que será certamente uma fase de menor rendibilidade, logo, de menor risco.

- **Price Book Value (PBV) ou Preço Valor Contabilístico (PVC)**

O indicador *Price Book Value* (PBV), ou Preço Valor Contabilístico pode ser calculado diretamente pela seguinte expressão:

$$PBV = \frac{\text{Cotação atual}}{\text{Valor contabilístico capitais próprios por ação}}$$

Considerando que a cotação reflete o valor de mercado da ação e o valor contabilístico dos capitais próprios o valor investido pelos acionistas na ação, quando:

PBV > 1	PBV = 1	PBV < 1
a ação vale mais do que nela foi investido	a ação vale o que nela foi investido	a ação vale menos do que nela foi investido

No entanto, pelo desenvolvimento do Modelo de Gordon, o PBV pode igualmente ser calculado da seguinte forma:

$$PBV = RCP \times \frac{d \times (1 + g)}{ke - g} = RCP \times PER$$

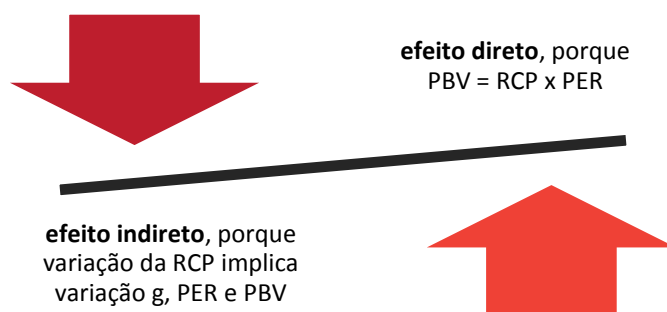
Para além das vantagens que lhe podem ser imputadas por relação direta com o PER, pode ainda referir-se as seguintes:

- ✓ Pode ser utilizado mesmo com resultados negativos;
- ✓ Pode ser utilizado por empresas / entidades que não distribuam dividendos.

Às limitações associadas por relação direta com o PER, pode acrescentar-se as seguintes:

- ✓ Inapropriado para empresas / entidades de serviços com ativos fixos de montantes pouco significativos;
- ✓ Não aplicável a empresas / entidades com valor contabilístico do capital próprio negativo, (tecnicamente falidas);
- ✓ Sensível a variações da RCP, uma vez que:

$PBV = \frac{RCP \times d \times (1 + g)}{(ke - g)}$ verificando-se uma relação direta entre o PBV e a RCP. E sendo g a taxa de crescimento sustentável, quando se registam variações na RCP, registam-se dois tipos de efeito na variação do PVB:



- **Price Sales Ratio (PSR) ou Preço Vendas (PV)**

Outros dos indicadores de mercado, como o rácio Price Sales Ratio, pouco acresce em termos de análise, mas pode ser útil quando o valor de mercado está diretamente relacionado com o volume de negócios e em que os documentos contabilísticos não reflitam de forma justa o seu real valor (exemplo das empresas / entidades virtuais de venda exclusiva pela internet). O PSR pode ser diretamente calculado como segue:

$$PSR = \frac{\text{Cotação atual}}{\text{Vendas por ação}}$$

Genericamente, a expressão acima traduz a relação entre o valor de mercado de determinada ação (PO), e o valor do retorno pelas vendas por ação dos capitais investidos na empresa. Pode igualmente o seu cálculo ser efetuado através do PER, aplicando o Modelo de Gordon:

$$PSR = R_{vendas} \times \frac{d \times (1 + g)}{(ke - g)} = R_{vendas} \times PER$$

Assim, toda a análise atrás desenvolvida relativamente ao PER tem aplicabilidade neste indicador. Será no entanto necessário algum cuidado na análise deste indicador, uma vez que para níveis de volume de negócios superiores, obtemos PSR inferiores.

De referir também que de acordo com o modelo desenvolvido deste indicador, o mesmo tem uma relação direta com a rendibilidade das vendas, sendo portanto importante avaliar não só o nível de atividade da empresa relativamente a anos anteriores e/ou a empresas concorrentes, mas igualmente a margem comercial e respetivo nível de rendibilidade.

Este indicador pode ainda ser utilizado com objetivo de valorizar o efeito produzido por uma marca no valor da empresa, comparando os indicadores de mercado de duas empresas semelhantes de marcas distintas, ou ainda comparando o indicador de uma empresa com marca com o indicador de uma empresa semelhante mas sem marca.

Se o Valor da Empresa = PSR x Volume de Negócios, o contributo da marca para o valor da empresa x, comparativamente ao valor da empresa y, (sem marca), traduz-se na seguinte expressão:

$$\text{Valor da Marca} = (PSR_{\text{empresa x}} \times PSR_{\text{empresa y}}) \times \text{Volume vendas empresa x}$$

Ou também:

$$\text{Valor da Marca} = (PSR_{\text{marca}} \times PSR_{\text{genérico}}) \times \text{Volume vendas marca}$$

Relativamente às vantagens deste indicador, para além das imputadas por relação direta com o PER, pode-se referir:

- ✓ Pode ser calculado também para empresas / entidades em deficiente situação económico-financeira;
- ✓ Não é facilmente manipulado por políticas contabilísticas (depreciações, valorização de inventários, etc.), ou de financiamento;
- ✓ Não é tão sensível, uma vez que as vendas tendem a ser menos variáveis que os resultados;
- ✓ Análise direta relativamente aos efeitos das políticas comerciais praticadas pela empresa / entidade.

Quanto a limitações, e para além das imputadas por relação direta com o PER, acrescenta-se as seguintes:

- ✓ Quando da avaliação de empresas / entidades em situação económico-financeira difícil, com resultados negativos, este rácio não controla o efeito da estrutura de gastos;
- ✓ Não evidencia o risco operacional e financeiro, em virtude da maior estabilidade do volume de negócios relativamente aos resultados líquidos;
- ✓ É sensível a variações d rendibilidade das vendas.

4.1.2. Avaliação com Base no Rendimento

Os modelos de avaliação com base no rendimento são bastante mais completos que os relativos a outras abordagens, uma vez que incluem o risco económico e financeiro, o fator da atualização de fluxos em relação ao tempo, os investimentos futuros, a gestão do fundo de maneo, a política de dividendos e a neutralização dos efeitos da utilização de critérios contabilísticos alternativos, dado que promovem o uso dos cash-flows em detrimento dos resultados líquidos.

Uma empresa / entidade vale pela sua potencialidade em criar riqueza no futuro e da expectativa que tem de gerar fluxos de caixa, sendo estes atualizados ao custo de capital ajustado ao risco desses mesmos fluxos.

Assim, em termos gerais, o valor da empresa de acordo com a abordagem baseada no rendimento é calculado pela atualização de fluxos futuros, ao custo de capital que reflita o risco associado a esses fluxos, sendo que podem ser considerados vários modelos:

- ✓ Base nos fluxos económicos (resultados ou lucros);
- ✓ Base nos fluxos de tesouraria (dividendos);
- ✓ Base nos fluxos financeiros (cash-flows).

No entanto, como referido anteriormente relativamente às limitações apontadas aos resultados como fator determinante do valor de uma empresa / entidade, os modelos de maior aplicação dentro da abordagem de avaliação com base no rendimento são os de ótica financeira, isto é, com base nos fluxos financeiros ou cash-flows.

- **Método dos Dividendos Atualizados**

De acordo com este modelo, o valor da empresa ou das ações da empresa, corresponde ao valor atual dos dividendos esperados (DPA), atualizados à taxa de retorno mínima exigida pelos acionistas, isto é, ao custo do capital próprio (ke). Quando da aquisição de ações, o investidor, normalmente, espera obter dois tipos de retorno:

- ✓ dividendos durante o período de posse das ações;
- ✓ mais-valias por via de um preço de venda superior ao preço de aquisição.

Assim, o valor das ações incorporará estes dois fatores:

METODO	FORMULA	OBSERVAÇÕES
Dividendos atualizados	$V_0 = \sum \frac{DPAn}{(1 + ke)^n} + \frac{Pn}{(1 + ke)^n}$	V_0: valor de atualização da ação, (ano 0); $DPAn$: dividendos esperados no ano n; ke: taxa de retorno exigida pelos acionistas ou custo dos capitais próprios; Pn: preço de venda (cotação), no final do período de posse.

No entanto, o preço de venda das ações no final do período de posse é calculado com base nas expectativas relativas aos dividendos futuros a partir dessa data, atualizados de acordo com uma renda perpétua de crescimento constante, como segue:

$$Pn = \frac{DPA_{n+1}}{Ken - gn}$$

Pelo que:

$$V_0 = \frac{\sum DPAn}{(1 + ke)^n} + \frac{DPA_{n+1}}{ken - gn} (1 + ke)^{-n}$$

Do ponto de vista matemático, e como referido no cálculo do PER, o apuramento do valor deve ser realizado de acordo com uma renda perpétua de crescimento moderado e constante (fase de maturidade), ou segundo duas rendas: uma de termo certo (com crescimento supranormal), e outra renda perpétua (com crescimento moderado e constante).

Ou seja:

Um (1)

Caso a empresa / entidade se encontre numa fase de maturidade, com crescimento moderado e constante, deverá ser utilizado uma versão do modelo com base numa renda perpétua e com uma taxa de crescimento constante a longo prazo:

$$V_0 = \frac{DPA_1}{ke - gn}$$

No fundo, este modelo corresponde ao Modelo de Gordon.

Estando a considerar uma perpetuidade, a taxa de crescimento dos dividendos (gd), é igual à taxa de crescimento dos resultados (gr) - crescimento estável, uma vez que se tal não se verificasse:

- ✓ $gd < gr$: os dividendos serão superiores aos resultados, o que não é sustentável para a empresa / entidade;
- ✓ $gd > gr$: a taxa de distribuição de dividendos tende para zero, o que representa instabilidade.

Por outro lado, quando são consideradas perpetuidades a taxa de crescimento deve ser referenciada à taxa de crescimento de longo prazo da economia ou do setor onde a empresa / entidade se insere.

Normalmente, a taxa de crescimento (g), não é superior ao custo do capital (ke), uma vez que este último traduz, naturalmente, o crescimento da empresa / entidade, e empresas com maior crescimento nos resultados envolvem maior risco, acrescendo o facto de não ser viável a longo prazo uma empresa sustentar taxas de crescimento médias superiores ao custo do capital.

Pode-se então referenciar como principais limitações deste modelo:

- ✓ É difícil assumir um crescimento constante para um período infinito, dado a variabilidade dos resultados de uma empresa / entidade e dos fatores externos a que a mesma está sempre sujeita;
- ✓ À medida que a taxa de crescimento se aproxima do custo do capital, o valor das ações tende para o infinito;
- ✓ Dificuldade em fixar dividendos a muito longo prazo, uma vez que os mesmos dependem de muitas variáveis e torna-se perigoso avançar com expectativas para os investidores que podem não ser alcançadas no futuro;
- ✓ Os mercados financeiros e a rentabilidade exigida pelos diferentes acionistas não é igual para todos.

Dois (2)

No caso da empresa / entidade encontrar-se na fase de crescimento, ter-se-á que considerar duas fases de crescimento, uma vez que a fase de crescimento supranormal é normalmente seguida de uma fase de maturidade com crescimento moderado. Deverá então, neste caso, aplicar-se uma das seguintes versões:

Modelo de Malkiel

Prevendo o Modelo de Gordon a utilização de uma única taxa de crescimento previsional para um período finito, Malkiel desenvolveu o seguinte modelo por forma a ultrapassar essa limitação:

$$V_0 = \sum \frac{DPAn}{(1+ke)^n} + \frac{DPAn+1}{ken-gn}(1+ke)^{-n}$$

Podendo igualmente ser traduzido pela seguinte expressão:

$$V_0 = \frac{DPA_0(1+g)\left[1-\frac{(1+g)^n}{(1+ke)^n}\right]}{ke-g} + \frac{DPA_{n+1}}{ken-gn}(1+ke)^{-n}$$

fase crescimento
fase maturidade



Fase de crescimento - aquela em que os dividendos esperados apresentam uma taxa de crescimento supranormal (g), e são atualizados de acordo com uma renda postecipada de termos finitos

Fase de maturidade - aquela em que os dividendos esperados apresentam uma taxa de crescimento moderado e constante (gn), e são atualizados de acordo com uma renda perpétua.

Como principais limitações deste modelo pode-se referir:

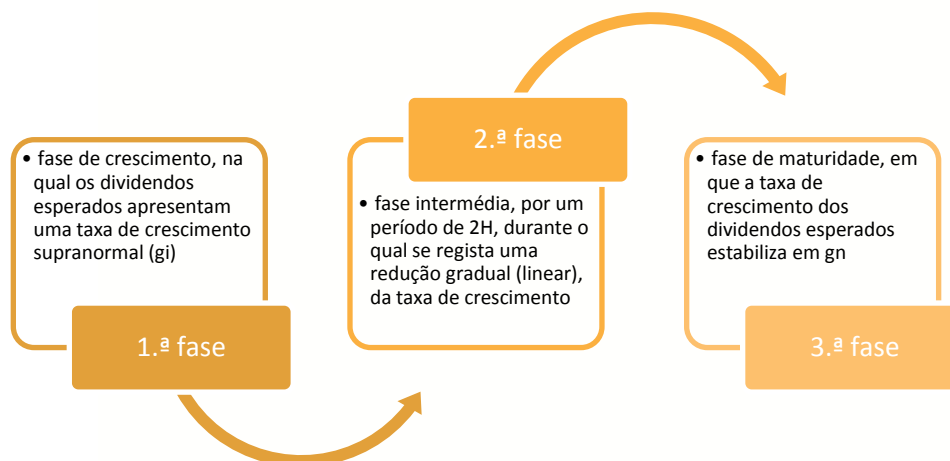
- ✓ É difícil definir o número de anos da fase de crescimento supranormal, e quanto mais longo for esse período maior será o valor final apurado (V0);
- ✓ O modelo considera uma quebra acentuada e radical na taxa de crescimento, quando, realmente, o que normalmente se verifica é uma redução suave e gradual até que seja atingida a estabilidade.

Modelo H

Muito semelhante ao modelo anterior, mas considerando e introduzindo uma redução progressiva da taxa de crescimento.

METODO	FORMULA	OBSERVAÇÕES
Modelo H	$V_0 = \frac{DPA_0(1 + g_n)}{k_e - g_n} + \frac{DPA_0H(g_i - g_n)}{k_e - g_n}$	g_i: taxa de crescimento no início g_n: taxa de crescimento no final de 2H anos

Ou seja, o Modelo H define duas fases de crescimento, mas com características distintas, originando três fases, a saber:

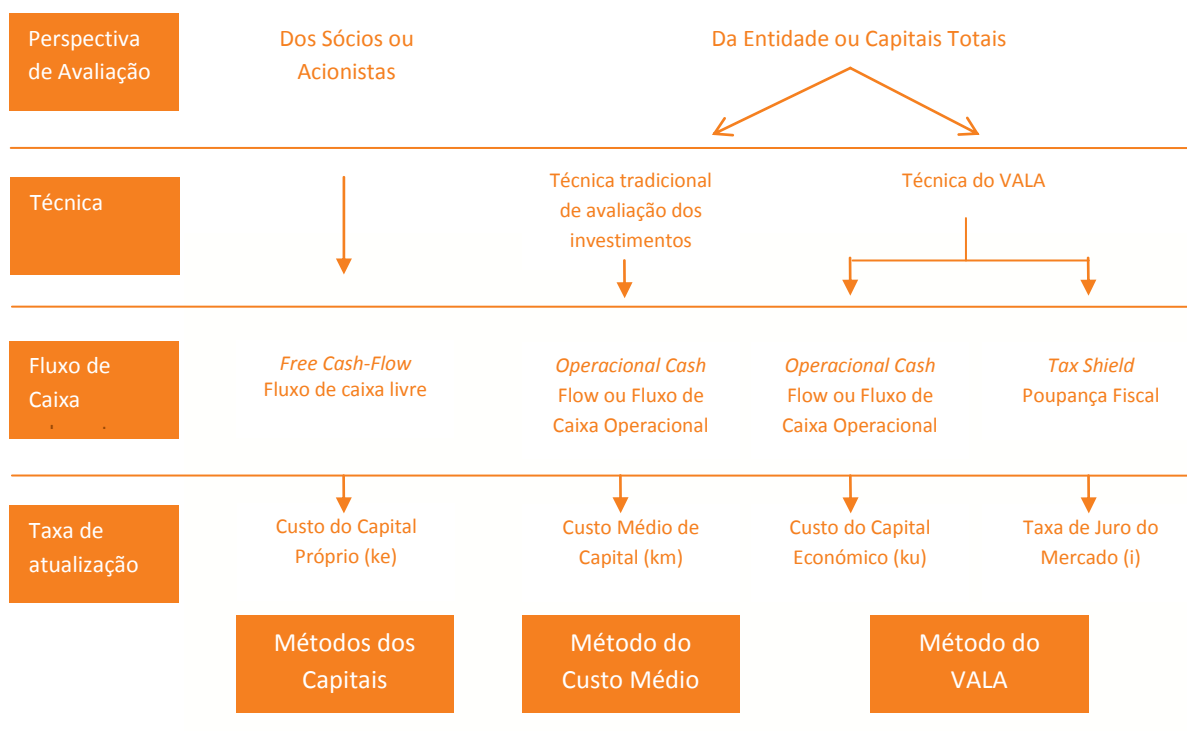


Resumindo, e relativamente ao Método dos Dividendos Atualizados, o mesmo não pode ser utilizado por empresas / entidades que não distribuem dividendos (ou o fazem muito pouco). Se, no limite, este modelo fosse aplicado em casos em que, de todo, não existe distribuição de dividendos, o valor apurado para a empresa / entidade seria nulo, chegando-se à conclusão que a mesma não teria valor. Ora, uma empresa / entidade que não distribua dividendos terá sempre valor, uma vez que o reinvestimento dos lucros pode traduzir-se em mais-valias para os acionistas.

- **Método dos Fluxos de Caixa Atualizados**

Com base neste método, genericamente, o valor da empresa / entidade, ou das respetivas ações, corresponde ao valor atual dos fluxos de caixa ou cash-flows, atualizado ao custo de capital que reflita o risco associado aos mesmos.

Esquematização dos submodelos do Método dos Fluxos de Caixa



Adaptado de Neves (2002a)

Método dos Capitais Próprios

De acordo com este modelo, o valor da empresa / entidade, ou das respetivas ações, é o valor atual dos fluxos de caixa do capital próprio, igualmente denominado fluxo de caixa livre (Free Cash Flow to Equity - FCFE), atualizado à taxa de retorno mínima exigida pelos acionistas, isto é, ao custo do capital próprio (k_e).

Os FCFE traduzem os cash-flows residuais depois de cumpridas as obrigações financeiras (pagamento de juros), e depois de cobertas as necessidades de investimento que permitam a manutenção dos ativos atuais e a criação de novos ativos que visem crescimento no futuro:

FCFE	=	Resultado Líquido
	+/-	Depreciações, Amortizações, Provisões, Imparidades e Ajustamento Justo Valor
	-	Investimento em Ativos Fixos
	-	Variações das Necessidades de Fundo de Maneio
	+	Variação do Endividamento Líquido

Assim, os FCFE representam os fluxos livres ou disponíveis da empresa / entidade para distribuição de dividendos, isto é, representam o potencial dividendo a distribuir.

No entanto, geralmente, os montantes de FCFE são diferentes dos montantes dos dividendos, uma vez que as empresas / entidades não distribuem a globalidade da sua capacidade potencial.

Podem ser vários os motivos que justificam as diferenças acima referidas, como por exemplo:

- ✓ Estabilidade na política de distribuição de dividendos;
- ✓ Necessidade de "resguardar" dividendos, criando uma reserva, por forma a fazer face a eventuais investimentos no futuro;
- ✓ Gestão de expectativas no que à política de distribuição de dividendos diz respeito, ou seja, uma quebra no valor do dividendo a distribuir pode ser mal interpretado pelos acionistas ou pelo mercado, indiciando eventual quebra de rendimento ou de crescimento, dificuldades económico-financeiras, etc.;
- ✓ Motivações fiscais; e
- ✓ Interesses das equipas de gestão das empresas / entidades.

No cálculo do valor da empresa / entidade com base neste modelo, deve ser considerado uma renda perpétua de crescimento moderado e constante (fase de maturidade), ou considerando duas rendas: uma de termo certo (com crescimento supranormal), e outra perpétua (com crescimento moderado e constante), isto é:

- 1. Caso a empresa / entidade se encontre em fase de maturidade, apresentando crescimento moderado e constante, utiliza-se a versão do modelo com base numa renda perpétua e com taxa de crescimento constante a longo prazo (semelhante ao Modelo de Gordon):**

$$V_0 = \frac{FCFE_1}{ke - gn}$$

A este modelo pode-se então apontar as mesmas limitações do Modelo de Gordon, sendo que entende-se que relativamente a FCFE uma empresa / entidade é estável quando:

- ✓ O investimento em ativos fixos não é significativamente diferente do montante das depreciações, uma vez que a empresa investe somente o necessário para as suas necessidades de longo prazo de acordo com um crescimento moderado e constante;
- ✓ O risco da empresa / entidade é semelhante ao risco médio do setor.

2. Caso a empresa / entidade se encontre em fase de crescimento, considera-se duas fases de crescimento, uma vez que esta fase caracteriza-se por um crescimento supranormal seguido normalmente de uma fase de maturidade (crescimento moderado), traduzido na seguinte expressão:

$$Vo = \sum \frac{FCFEn}{(1 + ke)^n} + \frac{FCFEn + 1}{ken - gn} (1 + ke)^{-n}$$

Caracteriza-se então este modelo pela existência de duas fases de crescimento, devendo-se confirmar que:

- ✓ nos FCFE da fase de crescimento é normal a existência de um valor elevado de investimento (em ativos fixos e em fundo de maneo);
- ✓ de acordo com a taxa de crescimento sustentável, a empresa / entidade na fase de maturidade não tem necessidade de reter elevados montantes de resultados, podendo distribuir mais dividendos;
- ✓ o risco da empresa / entidade diminui à medida que esta se torne mais estável.

Método da Entidade

- **Pelo Custo Médio do Capital**

De acordo com este modelo, o valor da empresa / entidade, ou das respetivas ações, corresponde ao valor atual dos fluxos de caixa da empresa / entidade, igualmente denominado fluxo de caixa operacional (Free Cash Flow to Firm - FCFF), atualizado ao custo médio ponderado do capital (km).

Os FCFF representam os cash-flows residuais depois de cobertas as necessidades de investimento que permitam a manutenção das ativos atuais e a criação de novos ativos para o crescimento futuro, independentemente da forma de financiamento, nomeadamente:

FCFF	=	Resultado Operacional Líquido de Imposto
	+/-	Depreciações, Amortizações, Provisões, Imparidades e variação Justo Valor
	-	Investimento em Ativos Fixos
	-	Variações das Necessidades de Fundo de Maneio

Também pode ser obtido a partir dos Resultados Líquidos:

FCFF	=	Resultado Líquido
	+	Gastos Financeiros Líquidos de Imposto
	+/-	Depreciações, Amortizações, Provisões, Imparidades e Ajustamento Justo Valor
	-	Investimento em Ativos Fixos
	-	Variações das Necessidades de Fundo de Maneio

Ou ainda através dos FCFE:

FCFE	=	FCFE
	+	Gastos Financeiros Líquidos de Imposto
	-	Variações do Endividamento Líquido

Tal como nos modelos anteriores e por motivos meramente matemáticos, o cálculo do valor deve ser efetuado de acordo com uma renda perpétua de crescimento moderado e constante (fase de maturidade) ou segundo duas rendas: uma de termo certo (com crescimento supranormal) e outra renda perpétua (com crescimento moderado e constante). Ou seja:

1. Se a empresa se encontrar numa Fase de Maturidade, com um crescimento moderado e constante, deverá utilizar a versão do modelo com base numa renda perpétua e com taxa de crescimento constante para o longo prazo, nomeadamente:

$$V0 = \frac{FCFF1}{ke - gn}$$

Este modelo é similar ao Modelo de Gordon, pelo que podemos apontar-lhe as mesmas limitações.

2. Se a empresa se encontrar em Fase de Crescimento, terá de considerar duas fases de crescimento, pois a Fase de Crescimento (caracterizada por um crescimento supranormal) é normalmente seguida de uma Fase de Maturidade (crescimento moderado), e deverá utilizar a versão seguinte:

$$Vo = \sum \frac{FCFFn}{(1 + km)^n} + \frac{FCFFn + 1}{kmn - gn} (1 + km)^{-n}$$

Dada a ótica de avaliação inerente a este modelo, ou seja, uma ótica de avaliação global e independente das formas de financiamento, é necessário ajustar a taxa de crescimento

sustentável à rentabilidade operacional liberta pelo capital total, pelo que a taxa de crescimento sustentável é calculada com base na rentabilidade económica do ativo (REA), expressada da seguinte forma:

$$g = REA \times (1 - d)$$

Esta fórmula deriva do facto que este modelo utiliza os fluxos de caixa operacionais não alavancados, pelo que a taxa de crescimento sustentável deve ser ajustada ao crescimento sustentável para uma empresa não endividada. Substituindo o valor do Passivo por zero, na fórmula de cálculo da RCP, obtemos:

$$RCP' = \left[REA + \frac{O}{CP} (REA - kd) \right] \times (1 - t)$$

$$RCP' = REA(1 - t) \text{ ou seja, } RCP' = \frac{RO(1-t)}{Ativo}$$

Assim, é possível estabelecer uma relação entre as taxas de crescimento sustentável utilizadas pelos dois modelos:

$$g_{FCFE} = g_{FCFF} \left(1 + \frac{P}{CP} \right)$$

- **Pelo Valor Atual Líquido Ajustado (VALA)**

De acordo com este modelo, o valor da empresa corresponde ao valor atual da empresa sem endividamento. Uma vez ser habitual as empresas possuírem endividamento, este modelo avalia os custos (gastos financeiros e, como consequência, o risco financeiro), e os benefícios (poupança fiscal), da dívida.

O valor da empresa será então calculado da seguinte forma, incluindo os ativos operacionais (afetos à exploração), e os não operacionais (não afetos à exploração), ambos sem endividamento:

VEO	=	Valor da empresa sem endividamento (V0)
	+	Benefícios fiscais do Endividamento (BF0)
	-	Custos do Endividamento (C0)

- Valor da Empresa sem Endividamento

O valor da empresa sem endividamento corresponde ao valor atual dos fluxos de caixa da empresa, também denominado fluxo de caixa operacional (*Free Cash Flow to Firm* - FCFF), atualizado ao custo económico (k_u). Logo,

1. Se a empresa se encontrar numa Fase de Maturidade, com um crescimento moderado e constante, deverá utilizar a versão do modelo com base numa renda perpétua e com taxa de crescimento constante para o longo prazo, nomeadamente:

$$V_0 = \frac{FCFF_1}{k_u - g_n}$$

Este modelo é similar ao Modelo de Gordon, pelo que podemos apontar-lhe as mesmas limitações matemáticas.

2. Se a empresa se encontrar em Fase de Crescimento, terá de considerar duas fases, pois a Fase de Crescimento (caracterizada por um crescimento supranormal) é normalmente seguida de uma Fase de Maturidade (crescimento moderado) e deverá utilizar a versão seguinte:

$$V_0 = \sum \frac{FCFF_n}{(1 + k_u)^n} + \frac{FCFF_{n+1}}{k_{un} - g_n} (1 + k_u)^{-n}$$

- Benefícios Fiscais do Endividamento

Os benefícios fiscais do endividamento são somados ao valor da empresa sem endividamento e são determinados pelos Juros e Gastos Similares Suportados (JGSS) (atualizados à taxa de juro do mercado (r) e pela taxa de imposto sobre o rendimento (t)).

$$BF_0 = \sum \frac{JGSS_n \times t}{(1 + r)^n}$$

Considerando que os gastos financeiros dependem diretamente do montante do endividamento no início do período (Passivo $n-1$), e do custo do capital alheio (k_d):

$$BF_0 = \sum \frac{(Passivo_{n-1} \times k_d)_n \times t}{(1 + r)^n}$$

Em termos de longo prazo, deverá admitir-se uma das seguintes possibilidades para a fase de maturidade:

- ✓ rácio de endividamento mantém-se constante, uma vez que o crescimento será financiado pela mesma estrutura de capitais. Assim, pode-se calcular o valor atual dos

benefícios fiscais de acordo com uma renda perpétua, com taxa de crescimento constante para o longo prazo:

$$BFo = \frac{JGSS \times t}{r - g}$$

- ✓ o montante do endividamento mantém-se constante, uma vez que o crescimento futuro se autofinancia. Neste caso, o valor atual dos benefícios fiscais corresponderá ao valor atual de uma renda perpétua, sem crescimento:

$$BFo = \frac{JGSS1 \times t}{r}$$

- Custos do Endividamento

Os custos do endividamento são deduzidos ao valor da empresa sem endividamento e são determinados pelos Juros e Gastos Similares Suportados (JGSS), atualizados à taxa de juro do mercado (r).

$$Co = \sum \frac{JGSSn}{(1 + r)^n}$$

E considerando que os gastos financeiros dependem diretamente do montante do endividamento no início do período (Passivo n-1) e do custo do capital alheio (kd):

$$Co = \sum \frac{(Passivo\ n - 1 \times kd)n}{(1 + r)^n}$$

As hipóteses referentes aos pressupostos para a fase de maturidade são semelhantes às referidas para os benefícios fiscais. A empresa / entidade terá ainda um acréscimo de valor no caso do custo do capital alheio (kd), ser inferior à taxa de juro do mercado (r).

O VALA será o método que melhor se adapta à avaliação de empresas com diferentes atividades ou negócios, e em fase de reestruturação de ativos. As diferentes unidades de negócio (quando aplicável), podem ser avaliadas autonomamente sem considerar o endividamento associado, sendo que o financiamento é analisado de forma global para a empresa.

Será também o VALA o método que melhor se adapta a empresas com elevadas variações de endividamento, uma vez que incorpora o valor criado pela dívida e reflete a variabilidade da estrutura de capital em termos previsionais.

4.1.3 Outras Abordagens de Avaliação

- **Avaliação com Base no Património**

A abordagem mais direta para determinar o valor de uma empresa / entidade é a abordagem com base no património, uma vez que o valor é fundamentalmente apurado com base nas informações fornecidas pelo balanço.

Uma empresa / entidade vale pela sua situação líquida ou capital próprio, devendo no entanto ser observado que a análise do valor contabilístico não é suficiente nem correto, uma vez que há necessidade de quantificar os valores da empresa / entidade tendo em atenção as suas particularidades. A contabilidade é uma técnica de registo essencialmente baseada em custos históricos, não considerando o potencial da empresa / entidade de gerar riqueza no futuro.

De notar que a noção de justo valor tem ganho grande relevância relativamente à mensuração de ativos, nomeadamente desde que entrou em vigor em Portugal o Sistema de Normalização Contabilística. O conceito de justo valor é aplicável aos diferentes ativos, por via das normas contabilísticas de relato financeiro (NCRF), nomeadamente:



Valor Nominal, Contabilístico e Intrínseco

O Valor Nominal corresponde ao valor que consta na escritura pública e na ata de constituição ou de aumento de capital (Capital Social, Público, Individual ou Cooperativo).

O Valor Contabilístico Bruto constitui o valor do conjunto de ativos confiados à empresa, independentemente da sua forma de financiamento (Total do Ativo) e o Contabilístico Líquido o valor dos ativos após cumprimento dos compromissos assumidos face a terceiros, ou seja, o valor dos Capitais Próprios. Trata-se de uma forma de cálculo que pode conduzir a valores muito afastados da realidade, porque os ativos podem estar subavaliados ou sobreavaliados em relação aos valores de mercado. Além disso, se a empresa tiver uma estrutura de capitais favorável e uma boa rentabilidade, conseguirá negociar um valor bastante superior ao do seu património.

Os pontos fracos deste método residem no facto de que o valor dos ativos e passivos são baseados nos seus custos históricos, não tendo em linha de conta fatores como a inflação e a obsolescência, e podem divergir muito dos seus valores de mercado. Além disso, existem ativos intangíveis valiosos como, por exemplo, o valor das marcas, as redes de relacionamentos, a qualidade dos seus recursos humanos, a reputação da empresa, etc. e que não estão refletidos no Balanço.

Na tentativa que contornar estas limitações surgiu a noção de Valor Intrínseco ou, também denominado, Valor Contabilístico Corrigido. Podemos obter valores contabilísticos corrigidos brutos e líquidos, que são semelhantes em termos de forma aos conceitos anteriormente apresentados mas após correções, de modo a substituir os valores contabilísticos por valores reais.

As correções ao valor contabilístico são efetuadas rubrica a rubrica e podem apoiar-se nos seguintes critérios de valorimetria: valor venal, liquidação, substituição, valor atual de mercado, etc..

Esta abordagem é utilizada, nomeadamente, em processos de fusão e tem em conta a rentabilidade, o volume de negócios e o ativo líquido corrigido, sendo que o valor da empresa / entidade pode ser obtido da seguinte forma:

$$V = \frac{\text{Ativo Líquido corrigido} + \text{Valor de Rentabilidade} + \% \text{Volume de Negócios}}{3}$$

O ativo líquido corrigido é o valor do capital próprio (ativo - passivo), somado das reservas ocultas, sendo que o valor de rentabilidade, pode ser apurado da seguinte forma:

- ✓ Resultados líquidos atualizados a uma taxa de atualização adequada;
- ✓ Resultados líquidos x 10;
- ✓ Cash-flow bruto x 5.
- ✓ A "% do volume de negócios" é calculada com recurso à seguinte expressão:

$$X\% = \left(\frac{\text{Ativo Líquido corrigido}}{\text{Ativo Líquido}} + \frac{\text{Ativo Líquido}}{\text{Volume de Negócios}} \right)$$

Valor Substancial

Segundo a noção de Valor Substancial, genericamente, a empresa vale pelo seu potencial económico produtivo, ou seja, o valor real da empresa como instrumento de produção. O Valor Substancial determina-se pela atribuição de valores à estrutura produtiva necessária para criar uma empresa com capacidade de produção semelhante, incluindo valores intangíveis.

Em termos gerais, o Valor Substancial inclui a valorização:

- ✓ dos ativos afetos à exploração, independentemente da sua forma de financiamento e forma jurídica (os ativos de exploração devem ser avaliados pelo seu valor de substituição);
- ✓ dos ativos não pertencentes à empresa, mas necessários (de carácter permanente), à exploração normal, de acordo com o valor de aquisição dos mesmos;
- ✓ dos ativos extra-exploração, que devem ser avaliados pelo seu respetivo valor venal;
- ✓ dos ativos intangíveis necessários à exploração.

Pode-se ainda obter o **Valor Real** da empresa se ao Valor Substancial deduzirmos o valor de mercado das dívidas da empresa (Passivo).

- **Avaliação dos Lucros Supranormais Atualizados**

- *Goodwill*

Em termos contabilísticos, o *Goodwill* é a parte da diferença de aquisição que não é imputável a qualquer elemento patrimonial. De acordo com as Normas Contabilísticas de Relato Financeiro (NCRF), o *Goodwill* deve ser contabilizado como um ativo não amortizável, (intangível com vida útil indefinida) - NCRF 14, e deverá sofrer testes de imparidade com periodicidade anual - NCRF 12, testes esses que têm como objetivo aferir se o *Goodwill* perdeu valor (tendo como referência o justo valor ou a sua quantia recuperável).

As perdas por imparidade, quando ocorrem, não são revertíveis, sendo que nos casos em que é apurado um *Goodwill* negativo, o mesmo deve ser reconhecido imediatamente nos resultados. O *Goodwill* pode ser avaliado por um dos seguintes métodos, entre outros:

- Método Aditivo

Avalia-se cada elemento intangível de acordo com a estimativa do investimento necessário para que uma nova empresa atingisse o mesmo nível de qualidade. Dada a possível variedade de intangíveis pertencentes a uma determinada empresa, este método é pouco prático e de difícil implementação.

- Método Subtrativo ou Indireto

Através deste método o *Goodwill* traduz-se na diferença entre o valor de rendimento e o valor substancial do ativo tangível:

$$GW = \text{valor rendimento} - \text{valor substancial}$$

A obtenção do valor do rendimento pode ser efetuada com base num modelo com base no rendimento, mas na perspetiva dos fluxos económicos, isto é, por via da atualização de resultados.

- Método dos Lucros Excedentes, Supranormais ou Económicos

O *Goodwill* corresponde ao excesso de resultados que é possível obter em relação aos resultados considerados normais para os capitais investidos na empresa, atualizado à taxa de atualização que reflita o risco associado aos mesmos. Assume-se que este excesso de resultados é obtido, dadas as vantagens competitivas de que a empresa dispõe provenientes dos seus ativos intangíveis.

Neste método, o Valor Substancial corresponde ao valor do capital investido na empresa no início do período, do qual é esperado um rendimento normal (cuja taxa de rendimento corresponde à taxa de remuneração exigida pelos investidores, ou seja, o custo do capital). Deste modo, o rendimento normal esperado pelo capital investido é dado pela expressão:

$$\text{capital} (n - 1) \times \text{custo do capital}$$

O excesso de resultados é calculado pela diferença entre os resultados esperados e os resultados normais decorrentes da expressão acima referenciada.

4.2 Intervalo de valor de empresas

O valor de uma empresa, genericamente, pode ser definido como o montante pelo qual pode ser estimado em termos de meio de troca. Existem no entanto diversos conceitos de valor, a saber:

Valor de mercado (fair market value):

Preço pelo qual uma empresa poderia ser trocada, entre um comprador conhecedor e interessado, mas não forçado, e um vendedor nas mesmas condições, numa transação ao seu alcance, livremente negociada e num mercado aberto.

Valor de investimento (investment value) - avaliação:

Num processo de avaliação de empresas, o valor do investimento, é um valor para um vendedor ou para um comprador, específicos, e não hipotéticos. É um valor económico. Podemos então ter valor para o detentor da empresa (*owner value*), e ou valor para o potencial comprador (*intrinsic value*).

Valor económico:

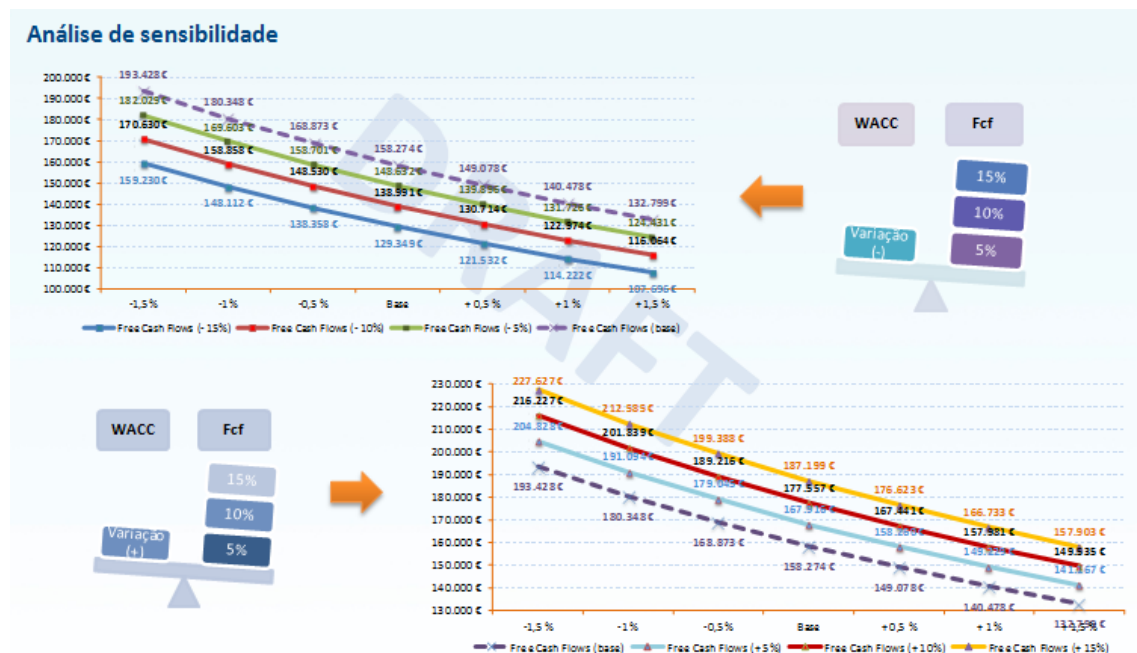
O valor económico de uma empresa corresponde ao valor atual (à taxa de retorno exigida pelo investidor), dos rendimentos futuros que lhe estão associados. Regra geral, o valor económico e o valor de mercado tendem a coincidir, uma vez que, ao valor de mercado, deverá ser indiferente ao vendedor vender ou manter a empresa / entidade.

No entanto, pode haver divergências entre os valores (de mercado e económico), nomeadamente nos casos em que o vendedor seja ineficiente (**valor económico inferior a valor de mercado**), ou nos casos em que o comprador tiver economias de escala/sinergias (**valor económico superior a valor de mercado**).

Existe grande controvérsia sobre o resultado dos processos de F&A na perspetiva de criação de valor para o acionista, e essa controvérsia se prolongar-se-á por via do embate teórico e das evidências empíricas favoráveis e desfavoráveis no âmbito deste tipo de processos. As dificuldades na obtenção de um consenso ocorrem devido, entre outros, aos seguintes fatores:

- ✓ determinação do tamanho da amostra para que os resultados possam ser generalizados;
- ✓ análise de curto, médio e longo prazo;
- ✓ variáveis a serem utilizadas tais como: dados do mercado de capitais, variáveis de desempenho económico e ou financeiro;

- ✓ como isolar os efeitos de um processo de F&A sobre o desempenho de uma empresa, tendo em conta a possível ou eventual coexistência de várias e diversificadas estratégias adotadas ou a adotar.



5. Qualidade da informação económica e financeira

Ocorrem todos os dias inúmeras fusões, aquisições e cisões de sociedades, quer a nível nacional, quer a nível internacional. Esta situação implica um conhecimento jurídico, económico e financeiro do mercado. Obviamente, que o mercado global se tornou mais competitivo, gerando e proporcionando ao mesmo tempo inúmeras oportunidades de transação, umas concretizáveis, outras não. Esta situação deriva em grande parte da maioria dos envolvidos nos processos de transação solicitarem a realização de *Due Diligences*, por forma a evitarem possíveis situações indesejáveis e ao mesmo tempo ficarem com uma visão totalmente independente e desapaixonada da entidade que pretendem adquirir ou transacionar.

5.1. Due Diligence

A figura da *Due Diligence* (DD) surge após a assinatura da *Term Sheet*¹, sendo que na referida aparece normalmente como uma das condições prévias à realização do negócio entre as partes.

Assim, a *Due Diligence* é o processo pelo qual o investidor tenta atenuar a assimetria de informação que possa existir entre ele, a gestão e o vendedor, por forma, a assegurar a total compreensão e conhecimento da situação atual da entidade, potencial do negócio e riscos presentes e futuros inerentes ao mesmo. A recolha e tratamento de informação é normalmente realizada pelos consultores e assessores do comprador, tendo em vista o conhecimento aprofundado dos ativos, passivos e capital próprio da sociedade alvo, verificando ao mesmo tempo, se estes refletem de forma verdadeira e apropriada a informação incluída nas demonstrações financeiras e relatórios da sociedade alvo, compilando as oportunidades, riscos potenciais e reais de qualquer natureza, bem como contratos e questões de natureza contingente. Em resumo teremos:

DUE DILIGENCE				
Revisão das demonstrações financeiras e princípios contabilísticos	Revisão das questões fiscais	Revisão dos contratos com terceiros (RH e externos)	Responsabilidades contingentes	Questões ambientais

A *Due Diligence* é na maioria das vezes realizada a pedido do investidor, no entanto, em alguns países (Inglaterra, por exemplo), ou organizações, este procedimento considerado muito importante para o vendedor também, pois este irá utilizar as informações detalhadas obtidas na DD sobre a sua empresa para poder determinar se as garantias requeridas pelo comprador são apropriadas ou não.

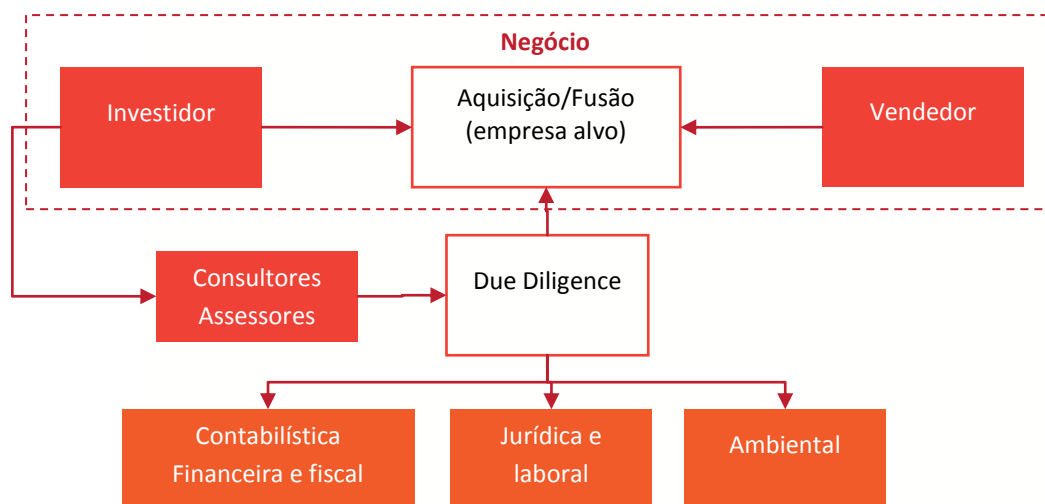
Importa ainda ressaltar algumas questões a ter em conta, nomeadamente, o mercado onde se concretiza a operação (nacional e ou internacional) e o tipo de sociedade em análise. Entre grandes empresas e pequenas e médias empresas (PME) existem algumas dicotomias, por exemplo:

- ✓ As demonstrações financeiras das PME na maioria dos casos não têm as contas certificadas por um ROC – Revisor Oficial de Contas – o que se traduz num menor grau de confiança quanto à qualidade da informação financeira apresentada;

¹ *Term Sheet* – Documento confidencial onde são definidas e elencadas as partes, bem como a operação a realizar (aquisição, fusão, etc.), as condições prévias, o investimento, eventuais ajustes ao preço da operação, calendário da operação, desinvestimento, entre outros.

- ✓ A informação financeira é preparada na maior parte dos casos em fonte exterior à empresa, o que origina, na maioria dos casos algumas divergências e que a preparação da mesma não seja guiada por princípios adequados à empresa;
- ✓ No caso das PME, são sobretudo empresas familiares, pelo que não existe separação entre gestão/propriedade e condiciona a política de remuneração e a forma de decisão (não profissional). Em muitos casos, o gestor/proprietário/família não vê como bons olhos a realização de uma DD;
- ✓ Por fim, as avaliações da PME tornam-se mais complicadas, dado não existir um histórico de transações e registo no mercado.

Tal como já foi anteriormente referido, neste processo temos normalmente as seguintes entidades participantes:

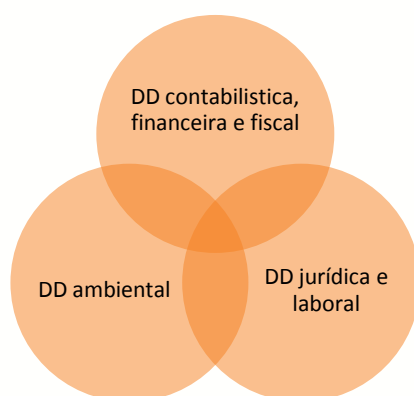


Evidentemente, que a *Due Diligence* não pode ser tratada como algo uniforme e sistemático, dado que cada caso é um caso, envolvendo um grupo de profissionais especializados nas diferentes áreas que compõe o escopo da *Due Diligence*. Estes profissionais, dependendo da empresa e do investidor, vão desde: Técnicos Oficiais de Contas, Revisores Oficiais de Contas, Auditores, Consultores fiscais, Advogados, Bancos de Investimento, Consultores financeiros, Consultores ambientais, Atuários e outros especialistas.



5.1.1. Área financeira, contabilística e fiscal

A *Due Diligence* que abrange a área financeira, contabilística e fiscal deve obrigatoriamente ser preparada de acordo com as características da entidade ou do negócio em análise. Assim, os consultores financeiros devem elaborar uma listagem com a informação e documentos legais a ser disponibilizados pelo vendedor (empresa alvo) necessários à análise e atendendo obviamente, ao escopo do trabalho contratado com o investidor. É de sobremaneira importante existir uma interação entre os consultores da área financeira, contabilística e fiscal e os consultores jurídicos e laborais, de forma a minimizar os riscos para as partes envolvidas. Ao mesmo tempo, também será desejável uma interação no caso da necessidade de elaboração de *Due Diligence* na área ambiental.

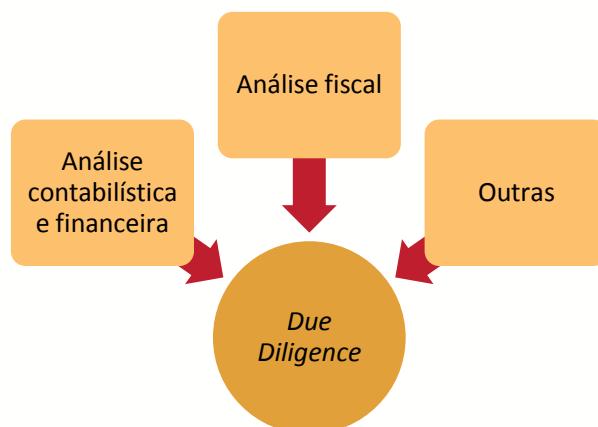


A *Due Diligence* contabilística, financeira e fiscal é uma auditoria, pesquisa e ou uma análise detalhada e minuciosa da situação de uma empresa ou de um negócio, por forma a detetar a real situação contabilística, financeira e fiscal da mesma. Assim, a *Due Diligence* na área contabilística, financeira e fiscal abrange vários aspetos, nomeadamente, a análise de toda a informação considerada essencial sobre os ativos, passivos e capital próprio da sociedade e ou negócio, por forma a verificar a sua conformidade com os princípios contabilístico vigentes em determinado país, bem como, se esses refletem de forma verdadeira e apropriada o seu valor nas demonstrações financeiras da sociedade. Para além disso, tem também como desígnio verificar as oportunidades, riscos e contingências, passadas, presentes e futuras e qual o impacto que as mesmas terão na avaliação e valorização da empresa alvo.

A *Due Diligence* é realizada e conduzido pelos consultores financeiros com base nas informações e documentos fornecidos, geralmente, pela empresa alvo (vendedor). É obvio que dever-se-á ter em conta se a informação e documentação fornecida se encontra de acordo com o que foi solicitado através de *check-list* ao vendedor e se a mesma reflete a real situação da sociedade e ou negócio a ser adquirido pelo investidor (comprador). Ora, é fundamental a cooperação e colaboração da administração/gerência da sociedade alvo com os consultores financeiros por forma a assegurar um processo limpo e isento de limitações.

A *Due Diligence* contabilística, financeira e fiscal implica a abordagem sobre vários aspetos relativamente à sociedade alvo. Assim:

- ✓ **Análise contabilística e financeira:** verificar os princípios contabilísticos geralmente aceites, a sua conformidade e aplicação, o normativo contabilístico e a qualidade da informação evidenciada nas demonstrações financeiras e ainda nos relatórios e contas dos períodos em questão. Análise dos contratos de financiamento, contas de terceiros e de disponibilidades, bem como, das contas de capital e a sua conformidade com os contratos que lhe estão na origem;
- ✓ **Análise fiscal:** verificação da existência de dívidas ao Estado e à Segurança Social e de eventuais acordos no caso de incumprimento e de planos prestacionais negociados. Adequação da legislação fiscal aos registos evidenciados pela empresa e impostos entregues;
- ✓ **Outras:** análise da estrutura de recursos humanos, tecnologia utilizada, mercados, principais concorrentes, produtos, canais de distribuição, pontos fortes e fracos, bem como oportunidades e ameaças sobre a empresa alvo.



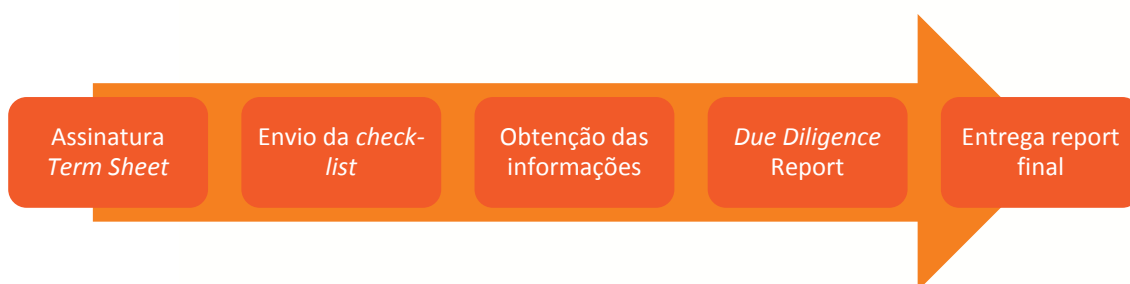
Importante também, será os consultores financeiros colocarem por escrito (tal como nas restantes DD), toda e qualquer documentação e informação disponibilizada pelo vendedor, bem como as limitações, restrições e conclusões, dado, que lhe servirá como defesa mais tarde para comprovar o desconhecimento de eventuais omissões, falsidades ou manipulações das informações disponibilizadas pelo vendedor.

A participação dos consultores financeiros neste processo de *Due Diligence* financeira, contabilística e fiscal, poderá encarnar as seguintes fases:

- ✓ **Declaração de intenção do investidor.** Esta fase inicial envolve a celebração de um acordo preliminar de compra (*Term Sheet/Engagement Letter*) ou uma carta de intenções preliminar. Neste documento são determinadas regras (confidencialidade, partes, preço, realização de DD, investimento, desinvestimento, etc).
- ✓ **Envio de *check-list*.** Documento preparado pelos consultores contratados para realizar a DD, indicando quais os documentos e informações que deverão ser disponibilizadas pela empresa-alvo.
- ✓ **Obtenção das informações.** Após o recebimento da documentação e da informação solicitada através da *check list*, inicia-se a fase mais trabalhosa da *Due Diligence*, a qual envolve a revisão de toda a documentação e informação recebida da empresa-alvo, bem

como a pesquisa de dados complementares (se necessário). Os documentos podem ser disponibilizados em suporte papel ou digital, ou em ambiente *data room* (maiores restrições por via do sigilo – é utilizado normalmente em empresas de grande dimensão e ou públicas);

- ✓ Elaboração do relatório (*Due Diligence Report*). Após a análise dos dados é preparado um relatório nos moldes solicitados pelo investidor e seguindo os padrões normalmente adotados pelos consultores responsáveis;
- ✓ Entrega do relatório final de DD ao investidor. Este relatório irá ser criteriosamente analisado pelo investidor por forma a avaliar a viabilidade da transação e também na negociação com o vendedor, se for caso disso.



5.1.2. Área jurídica e laboral

A *Due Diligence* que abrange a área jurídica e laboral (*Legal Due Diligence*) deverá ser preparada de acordo com as características de cada negócio em análise. Assim, os advogados e ou consultores jurídicos devem elaborar uma listagem com os itens e documentos legais necessários à revisão e atendendo ao escopo do trabalho contratado.

Lista de informação e documentação a disponibilizar ao investidor:

Início do Processo / *Lead*

- ✓ Societário
 1. Código de acesso a certidão permanente da Sociedade transmitente e todos os livros comerciais.
 2. Nome completo, estado civil, BI/CC (com data de validade), NIF e morada completa dos outorgantes do contrato de transmissão.
- ✓ Património e unidade de negócio
 3. Lista de bens (activos tangíveis e todo o tipo de equipamento) e de dívidas afectas à unidade de negócio a transmitir.
 4. Lista / Identificação de todos os contratos com Fornecedores de bens e serviços a transmitir para o Investidor.
 5. Lista / Identificação de todos os contratos de prestação de serviços celebrados com os Clientes a transitar para o Investidor.

6. Lista de valores em dívida de clientes, com antiguidade do saldo.
7. Lista de valores em dívida a fornecedores ou outros, com antiguidade do saldo.
8. Certidão de Inexistência de Dívidas emitida pela Direcção Geral de Impostos e à Segurança Social há menos de 3 meses.
9. Lista / Identificação de Seguros, nomeadamente de seguro de acidentes de trabalho.
10. Lista de licenças essenciais à actividade e data de respectivas renovações.
- ✓ Laboral (relativamente aos trabalhadores afetos à unidade de negócio a transmitir)
 11. Lista de trabalhadores afectos à unidade de negócio a destacar, com identificação completa e atualizada.
 12. Contratos de Trabalho e lista de trabalhadores com telemóveis, viaturas ou outros *fringe benefits* acordados, como de seguros de vida, de saúde, placas de rede, portáteis, cartões SIM, ALD e a que Colaboradores estão afetos.
 13. Último extracto de declarações de remunerações entregue pela Internet.
 14. Folha de remunerações de todos os Colaboradores e prestadores de serviços.
 15. Exames de Admissão HST e periódicos.
 16. Evolução de aumentos salários, de categoria profissional e diuturnidades.
 17. Acordos de prémios e outros bónus.
 18. Regulamento de Empresa e Banco de Horas ou registo de tempos.
 19. Procedimentos de Avaliação e Formação.
 20. Quotas disponíveis.
- ✓ Encargos judiciais e outros
 21. Eventuais notificações, citações, peças processuais em processos contra-ordenacionais, ações judiciais ou administrativas, fiscais, bem como notificações em curso com a Câmara Municipal, ACT em que a sociedade transmitente seja parte e que se relacione com a área de negócio destacada.
 22. Contencioso: listagem de processos em curso e Advogado ou Sociedades em regime de avença.
 23. Marcas: Lista de registo de marcas, logotipos, slogans, patentes.

Antes da celebração do contrato de transmissão

24. Cartas de aviso aos trabalhadores (cfr. art. 286.º, do Cód. Do Trab.): prazo de pré-aviso mínimo = 10 dias.

Após a celebração do contrato de transmissão

25. Cartas informativas a Bancos, clientes, fornecedores e outros prestadores de serviços.
26. Admissão de trabalhadores na empresa adquirente junto da Segurança Social.
27. Atualização de trabalhadores junto do Seguro de Acidentes de Trabalho da empresa adquirente.
28. Informação à empresa prestadora de serviços de HST dos novos trabalhadores admitidos.
29. Comunicações Regulamentares, Fiscais e Administrativas.

Não esquecer obviamente, que tal como na DD contabilística, financeira e fiscal deverá existir uma interação entre os consultores de ambas, de forma a minimizar os riscos para as partes envolvidas.

A *Legal Due Diligence* é uma auditoria ou uma análise detalhada e minuciosa da situação de uma empresa ou de um negócio, por forma a detetar a real situação jurídica e laboral da empresa. Desta forma a *Due Diligence* jurídica e laboral abrange os aspetos legais e os riscos envolvidos nos negócios de uma empresa, incluindo os riscos relativos a possíveis responsabilidades, litígios, contratos, contingências presentes e futuras, licenças, propriedade intelectual e industrial, questões laborais e concorrenciais e outras áreas, se aplicáveis.

A *Due Diligence* é realizado e conduzido pelos consultores jurídicos tendo como base as informações e documentos fornecidos, geralmente, pelo vendedor. É obvio que dever-se-á ter em conta se a informação e documentação fornecida se encontra de acordo com o que foi solicitado através de *check-list* ao vendedor e se a mesma reflete a real situação da sociedade e ou negócio a ser adquirido pelo investidor (comprador). Neste processo, é fundamental a cooperação e colaboração da administração/gerência da sociedade vendedora com os consultores jurídicos por forma a assegurar um processo limpo e isento de limitações de âmbito.

Os consultores jurídicos (advogados) deverão colocar tudo por escrito (tal como nas restantes DD) toda e qualquer documentação e informação disponibilizada pelo vendedor, bem como as limitações, restrições e conclusões, dado, que lhe servirá como defesa mais tarde para comprovar o desconhecimento de eventuais omissões, falsidades ou manipulações das informações disponibilizadas pelo vendedor.

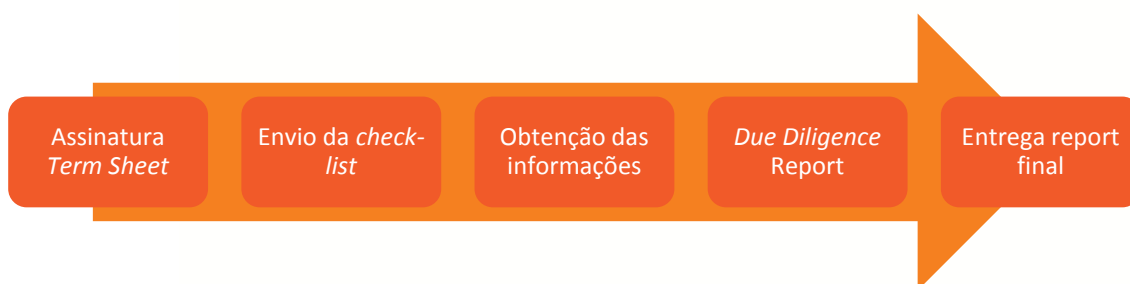
Como é óbvio, o ónus de comprovar a real situação da sociedade e ou negócio recai sobre o vendedor, cabendo a este a responsabilidade de responder por eventuais prejuízos causados ao comprador.

A participação dos assessores jurídicos neste processo de *Due Diligence* jurídica e laboral, poderá encarnar as seguintes fases:

- ✓ Declaração de intenção do investidor. Esta fase inicial envolve a celebração de um acordo preliminar de compra (*Term Sheet/Engagement Letter*) ou uma carta de

intenções preliminar. Neste documento são determinadas regras (confidencialidade, partes, preço, realização de DD, investimento, desinvestimento, etc).

- ✓ Envio de *check-list*. Documento preparado pelos consultores contratados para realizar a DD, indicando quais os documentos e informações que deverão ser disponibilizadas pela empresa-alvo.
- ✓ Obtenção das informações. Após o recebimento da documentação e da informação solicitada através da *check list*, inicia-se a fase mais trabalhosa da *Due Diligence*, a qual envolve a revisão de toda a documentação e informação recebida da empresa-alvo, bem como a pesquisa de dados complementares (se necessário). Os documentos podem ser disponibilizados em suporte papel ou digital, ou em ambiente *data room* (maiores restrições por via do sigilo – é utilizado normalmente em empresas de grande dimensão e ou públicas);
- ✓ Elaboração do relatório (*Due Diligence Report*). Após a análise dos dados é preparado um relatório nos moldes solicitados pelo investidor e seguindo os padrões normalmente adotados pelos consultores responsáveis;
- ✓ Entrega do relatório final de DD ao investidor. Este relatório irá ser criteriosamente analisado pelo investidor por forma a avaliar a viabilidade da transação e também na negociação com o vendedor, se for caso disso.



5.1.3. Área ambiental

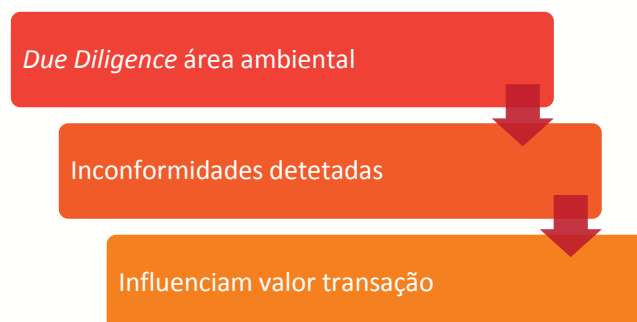
A *Due Diligence* na área ambiental (*Environmental Due Diligence*) tem como objetivo obter uma visão da empresa no momento da transação na área ambiental, a fim de identificar questões e responsabilidades ambientais atuais (existentes) e futuras. Para além disso, pretende também aferir do cumprimento da legislação e das obrigações ambientais por parte da empresa e ou do negócio, bem como, compreender a existência ou não de eventuais contingências presentes e ou futuras de âmbito ambiental. Assim, o papel de uma *Due Diligence* na área ambiental é avaliar:

- ✓ o nível de adequação da empresa ou negócio às normas legais relacionadas com o ambiente;
- ✓ exigências legais e possíveis restrições tendo em vista a expansão da capacidade produtiva;
- ✓ questões jurídicas dos relatórios das avaliações ambientais.

Em resumo, uma *Environmental Due Diligence* tem como foco identificar as responsabilidades ambientais (contingências presentes e futuras) que podem resultar de diferentes situações:

- ✓ a empresa alvo não cumpre a legislação ambiental;
- ✓ a propriedade envolvida no negócio está contaminada;
- ✓ a empresa-alvo foi responsável pela contaminação em outras propriedades, cursos de água ou pessoas.

No fundo, o objetivo é tentar obter uma estimativa dos passivos ambientais, visto que o valor das inconformidades encontradas pode influenciar o valor final da transação. Esta DD envolve normalmente consultores jurídicos e consultores ambientais (engenheiros do ambiente), dado que, após a verificação dos riscos ambientais, deve-se fazer a estimativa da magnitude do dano, bem com esclarecer quais medidas de correção serão tomadas, sendo que para isso é necessária a assessoria de profissionais com experiência nesse tipo de situações.



Os documentos e informações necessários para a realização de uma *Due Diligence* na área ambiental são:

- ✓ Licenças, alvarás e autorizações dadas à sociedade ou ao negócio, especialmente na área ambiental;
- ✓ Revisão das coimas e penalidades impostas por parte das autoridades;
- ✓ Acordos estabelecidos entre a sociedade e as entidades oficiais em matéria ambiental;
- ✓ Contratos que foquem e impliquem questões ambientais;
- ✓ Relatórios de auditoria ambiental;
- ✓ Informações sobre tratamento de efluentes, produtos e procedimentos perigosos;
- ✓ Normas de segurança aplicáveis e relacionadas com matéria ambiental;
- ✓ Recursos humanos ligados à área ambiental, bem como, contratos e condições de trabalho.

A *Due Diligence* na área ambiental divide-se normalmente em 3 etapas:

1. Esta etapa inicial é caracterizada pela observação visual da empresa ou propriedade objeto do negócio, além obviamente, da análise de documentos, informações e da realização de entrevistas que possam fornecer indicadores do histórico ambiental da empresa/negócio/unidade avaliada. O objetivo é identificar fontes potenciais de problemas ambientais e consequentemente alvo de responsabilização ambiental, civil e criminal. Desta forma tenta-se *in loco* identificar problemas, como sejam:
 - ✓ Descargas poluentes e acidentes ambientais;
 - ✓ Armazenamento, tratamento, transporte e disposição inadequada de produtos e resíduos perigosos;
 - ✓ Construções e operações em incumprimento com as normas de licenciamento e segurança
 - ✓ Avaliação de eventuais restrições para expansões futuras do negócio (normas, uso de recursos hídricos e dos padrões legais de qualidade do ar e água)²;
2. A segunda etapa tem como objetivo determinar com precisão a existência ou não de contaminação e a sua extensão na, ou gerada pela, unidade contaminada. A necessidade desta etapa será determinada pela fase anterior, a partir de evidências tais como manchas no solo, armazenamento e transporte inadequado de substâncias perigosas, problemas em propriedades vizinhas, indícios de remoções de terras, etc. No decurso desta etapa, são necessárias, as seguintes atividades:
 - ✓ Sondagens e análise laboratorial de amostras de solo e água subterrânea;
 - ✓ Colheita e análise de amostras de materiais de construção, de componentes químicos usados em equipamentos e de emissões de poluentes gasosos e líquidos;
 - ✓ Construção de um relatório que indique os riscos ambientais existentes na unidade auditada. No caso de contaminação, identificar a sua possível extensão, e, eventualmente enumerar algumas sugestões de possíveis planos de contingência, bem como, uma estimativa dos custos envolvidos.
3. A última etapa consiste na elaboração e implementação do plano delineado anteriormente e a sua conclusão, através de amostras finais. Também poderá envolver negociação e licenciamento junto das entidades oficiais.

² Documentos analisados: escritura e certidão predial do imóvel e toda e qualquer restrição ou ónus legal ao seu uso (hipotecas, garantias, etc.), fotos aéreas da propriedade, licenças, correspondência com entidades oficiais, coimas, certidões judiciais, relatórios de auditorias ambientais e outras investigações ambientais sobre a empresa/propriedade e qualquer outro documento público disponível que possa indicar ocorrências ou investigações ambientais na unidade auditada.

5.1.4 Check-list de informações

Check list para recolha de informação em processos de DD Contabilística, financeira e fiscal:

1. Informação económica e financeira

- ✓ IES dos últimos 3 anos;
- ✓ Balancetes analíticos reportados a dezembro dos últimos 3 anos e último disponível do ano corrente (incluindo o detalhe de clientes e fornecedores);
- ✓ Relatório de Gestão dos últimos 3 anos;
- ✓ Certificação Legal das Contas e Relatório e Parecer do Conselho Fiscal (ou Fiscal Único), dos últimos 3 anos;
- ✓ Certidões de Não Dívida às Finanças e à Segurança Social;
- ✓ Certidão da Conservatória do Registo Comercial;
- ✓ Orçamentos anuais e ou planos estratégicos;
- ✓ Estrutura de capital;
- ✓ Identificação de entidades relacionadas (empresas participantes ou participadas e ou com sócios/acionistas comuns);
- ✓ Relação dos processos judiciais em curso (contra a empresa e intentados pela empresa);
- ✓ Relação dos contratos de financiamento bancário e locação financeira;
- ✓ Relação das aplicações financeiras e carteiras de ações, fundos e obrigações;
- ✓ Restrições ambientais aplicáveis e situação ambiental da empresa;
- ✓ Demonstrações financeiras divididas por setor atividade/produto.

2. Ativos fixos tangíveis, ativos intangíveis, propriedades de investimento e participações

- ✓ Listagem detalhada dos itens propriedade da empresa (ano de aquisição, valor de aquisição, revalorizações, depreciações/amortizações acumuladas e do exercício);
- ✓ Relação dos itens mensurados pelo justo valor e critérios de avaliação;
- ✓ Mapa de mais-menos valias fiscais dos últimos 3 anos;
- ✓ Apólice de seguro dos itens do ativo fixo tangível e propriedades de investimento;
- ✓ Cadernetas prediais dos imóveis;
- ✓ Descrição dos ativos em leasing ou com hipotecas ou outros ónus;
- ✓ Identificação de patentes, marcas, denominações registadas e copyrights, e contratos subjacentes;
- ✓ Identificação das participações noutras empresas (% de capital detida, data e montante da participação).

3. Produtos e serviços

- ✓ Descrição dos produtos comercializados pela empresa (quantidade e preço médio de venda);
- ✓ Descrição dos serviços prestados pela empresa (quantidade e preço médio);

- ✓ Margens brutas das vendas e dos serviços prestados e perspectivas de evolução futura;
- ✓ Listagens de vendas por artigos dos 5 últimos anos e do ano corrente;
- ✓ Custo unitário dos produtos e perspectivas de evolução futura;
- ✓ Identificação dos produtos e serviços concorrentes;
- ✓ Principais matérias-primas;
- ✓ Listagem dos principais fornecedores (com indicação da modalidade e prazo de pagamento);
- ✓ Política de garantia a clientes sobre os produtos vendidos e serviços prestados;
- ✓ Atividades de investigação e desenvolvimento de novos produtos e serviços.

4. Clientes, marketing e distribuição

- ✓ Listagem dos principais clientes (com indicação da modalidade e prazo de recebimento);
- ✓ Listagem de vendas por cliente nos 5 últimos anos e no ano corrente;
- ✓ Relação de clientes de cobrança duvidosa;
- ✓ Vendas a entidades relacionadas;
- ✓ Política de descontos;
- ✓ Campanhas de marketing e publicidade realizadas pela empresa;
- ✓ Principais clientes e mercados de exportação;
- ✓ Carteira de encomendas e perspectivas de desenvolvimento de novos negócios;
- ✓ Identificação dos principais concorrentes por segmento de negócio;
- ✓ Identificação dos agentes ou comissionistas da empresa e das condições contratadas;
- ✓ Estudos de mercado já realizados pela empresa ou no setor.

5. Recursos humanos

- ✓ Organograma;
- ✓ Listagem do pessoal ao serviço (com vencimento base e outros abonos, data de admissão, tipo de contrato, idade, categoria profissional e formação);
- ✓ Currículos do pessoal chave da gestão;
- ✓ Apólice de seguros de acidentes de trabalho e doenças profissionais;
- ✓ Apólice de seguros de saúde e identificação dos colaboradores abrangidos;
- ✓ Instrumento de regulamentação coletiva de trabalho aplicável;
- ✓ Relação de contencioso laboral.

6. Outros

- ✓ Historial e enquadramento da entidade.

Check list para recolha de informação em processos de DD Jurídica e laboral

- ✓ Contratos coletivos de trabalho aplicáveis à sociedade Vendedora e sociedade Compradora, para conhecer regimes aplicáveis e correspondentes tabelas salariais;
- ✓ Verificar se a sociedade Vendedora e Compradora são filiadas em associação de empregadores;
- ✓ Verificar filiação em associações sindicais dos trabalhadores da sociedade Vendedora
- ✓ Verificar da existência de Comissões de Trabalhadores na sociedade Vendedora;
- ✓ Verificar regulamentação interna em vigor na sociedade Vendedora:
 - a. Solicitar informação completa dos trabalhadores da sociedade Vendedora, nomeadamente salário atual, outras prestações, categoria, horário de trabalho, regalias, data de admissão, antiguidade, local de trabalho, tipo de contrato e benefícios sociais;
- ✓ Cópia da totalidade dos contratos de trabalho e respectivos aditamentos, bem como recibos de retribuição (pelo menos, dos últimos doze meses);
- ✓ Cópia dos contratos de trabalho com trabalhadores estrangeiros, e respectivas comunicações à Autoridade para as Condições do Trabalho;
- ✓ Registo disciplinar dos trabalhadores e informação sobre processos disciplinares em curso;
- ✓ Listagem e documentação sobre cumprimento das disposições relativas à formação profissional;
- ✓ Identificar contratos de trabalho a termo, com indicação das datas de início e termo das renovações;
- ✓ Solicitar informação e correspondente documentação sobre as cessações de contrato de trabalho ocorridas por acordo nos últimos 3 anos;
- ✓ Informação sobre cessações de contratos de prestações de serviços ocorridas nos últimos 12 meses;
- ✓ Declaração da Segurança Social com indicação das quotas disponíveis para efeitos de cessação;
- ✓ Listagem completa de colaboradores com contratos de prestação de serviços;
- ✓ Solicitar informação e correspondente documentação sobre as cessações de contrato de trabalho motivadas por despedimento com justa causa, despedimento coletivo, despedimento por extinção do posto de trabalho ou inadaptação, caducidade, resolução pelo trabalhador, ocorridas nos últimos 12 meses;
- ✓ informação completa sobre processos pendentes em tribunais relativos a matérias laborais ou da Segurança Social;
- ✓ informação completa sobre processos de contra-ordenação instaurados pela Autoridade para as Condições do Trabalho, ou sobre inspeções realizadas;
- ✓ certidão de inexistência de dívidas à Segurança Social;
- ✓ cópia do seguro de acidentes de trabalho;
- ✓ informação completa sobre os trabalhadores abrangidos pelos Fundos de Compensação do Trabalho;

- ✓ cópia do registo dos tempos de trabalho, do mapa de horário de trabalho, mapa de férias e do trabalho suplementar referentes aos últimos 5 anos;
- ✓ cópia do último Relatório Único entregue pela sociedade Vendedora;
- ✓ contratos de trabalho, com acesso ao subsídio de desemprego;
- ✓ identificar situações de isenção de horário de trabalho, solicitando para o efeito os contratos ou acordos que as estipulem.

Check list para recolha de informação em processos de DD Ambiental

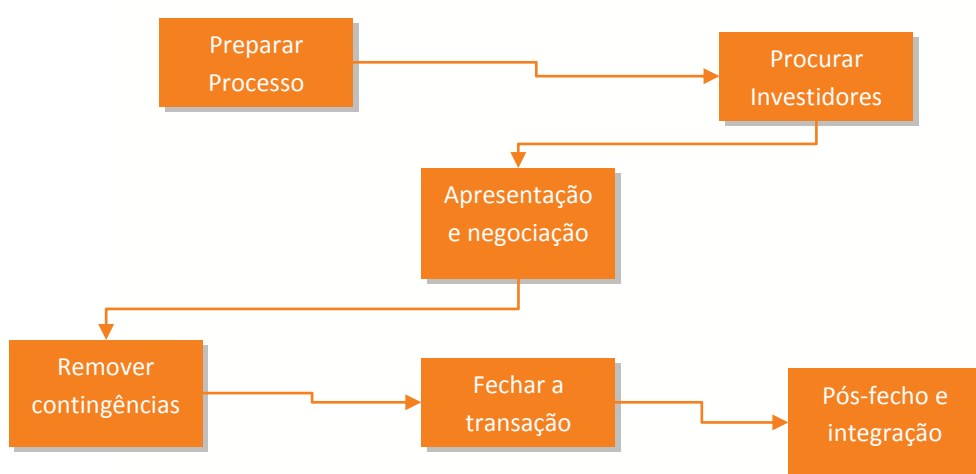
1. Informação

- ✓ Propriedade – Evolução;
- ✓ Alterações não licenciadas;
- ✓ Disposição dos resíduos perigosos;
- ✓ Acidentes ambientais - histórico;
- ✓ Estrutura interna relacionada com área ambiental;
- ✓ Produtos químicos - Armazenamento e redes de distribuição;
- ✓ Combustíveis - Armazenamento e redes de distribuição;
- ✓ Processos produtivos e operações desativados;
- ✓ Riscos de contaminação / doenças;
- ✓ Águas residuais e subterrâneas;
- ✓ Áreas de preservação / área ocupada;
- ✓ Gestão de resíduos;
- ✓ Planos de recuperação;
- ✓ Estudos de impacto ambiental;
- ✓ Auditorias ambientais;
- ✓ Restrições legais que podem dificultar / impossibilitar projetos futuros e expansão de novos negócios;
- ✓ Relacionamento e acordos com entidades oficiais.

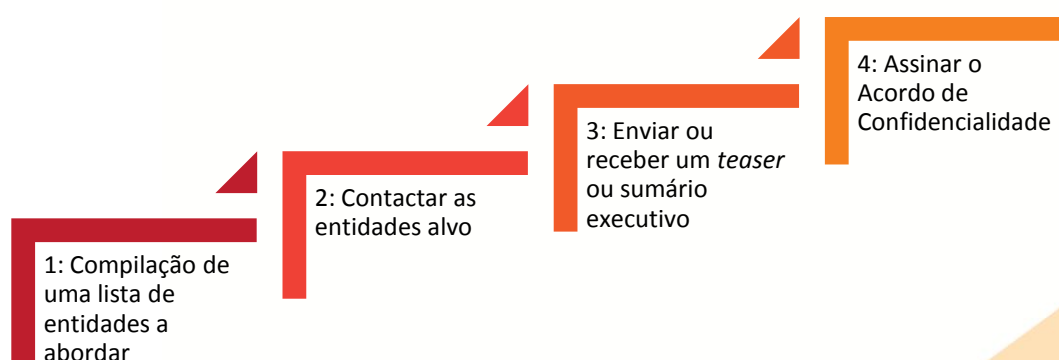
6. Processo Negocial

O processo de F&A normalmente varia entre 4 a 8 meses (podendo no entanto ser mais curto ou mais longo conforme a “pressa” das partes) e embora o "estar sempre preparado" se aplique a quase tudo na vida, é especialmente verdadeiro para as fusões e aquisições. O mundo de F&A parece complexo e cheio de anglicismos, mas na realidade existe um processo bem definido nas F&A, sendo que para se ser um investidor ou vendedor bem-sucedido, é necessário entender como esse processo funciona de modo que se possa preparar e planear adequadamente.

O número de fases do processo de F&A varia dependendo da dimensão do negócio e sofisticação dos intervenientes, mas a linha condutora é semelhante em todos os processos.



De seguida iremos abordar os passos necessários ao fecho:



1: Compilação de uma lista de entidades a abordar

Se os acionistas decidem vender por uma ou mais razões anteriormente indicadas seguindo uma estratégia aquisitiva, o processo começa então com a identificação de potenciais compradores ou vendedores. A palavra-chave aqui é **prospecção**, dado que as empresas identificadas podem ou não, estar interessadas em avançar com o processo de F&A.

A forma como se define as entidades a abordar deverá seguir critérios previamente definidos. Por exemplo no caso de um comprador que procura empresas alvo poder-se-á definir a localização geográfica, o volume de vendas, EBITDA, acesso a determinada tecnologia chave, quota de mercado entre outros.

2: Contactar as entidades alvo

Algumas pessoas preferem a abordagem escrita (e-mails ou cartas), enquanto outros preferem uma abordagem mais direta (telefonemas). Para entrar em contacto com os compradores (especialmente os financeiros como as *Private Equities* e Capitais de Risco) o telefone pode ser o ideal dado que qualquer pessoa na organização sabe reencaminhar o assunto para a pessoa correta, já nos investidores estratégicos o e-mail ou carta pode ser o ideal dado que em organizações de grande dimensão por vezes é difícil entrar em contacto com o decisor (por exemplo o CEO).

No caso dos vendedores o processo é ainda menos linear, dado que por vezes sempre é fácil chegar ao contacto com os mesmos dado que estão ocupados com a gestão corrente e porque têm frequentemente filtros (como uma secretária ou assistente) que não compreendem totalmente o processo de F&A e tendem a dificultar o acesso ao decisor.

3: Enviar ou receber um *teaser* ou sumário executivo

Se o investidor quer saber mais sobre a empresa para venda, o vendedor através dos seus consultores irá enviar um *teaser* para o comprador. O *teaser* (ou *blind profile*) é um documento anónimo que fornece informações não confidenciais que sejam suficientes para despertar o interesse do investidor. Como o nome indica, o *teaser* é concebido para provocar no investidor a curiosidade sobre a operação e o negócio.

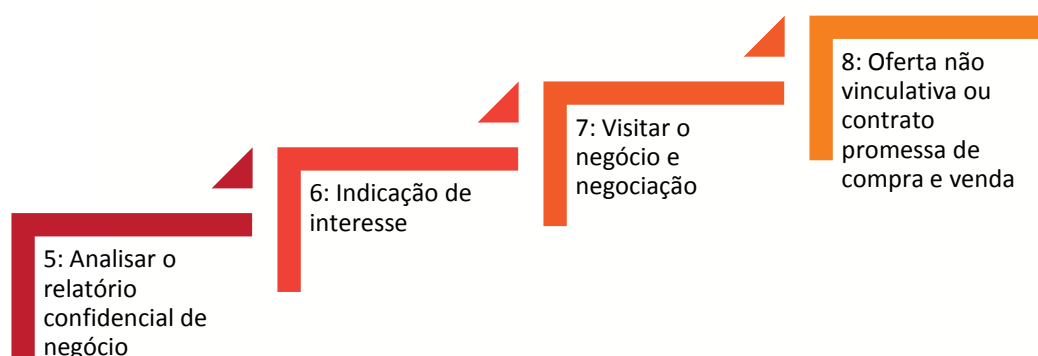
A informação que normalmente é indicada é a seguinte:

- ✓ A atividade da empresa
- ✓ Descrição da empresa e atividade
- ✓ Localização
- ✓ Dados financeiros históricos e previsionais
- ✓ Tipo de operação (venda total, minoritária, angariação de capital, ...)

- ✓ Vantagens competitivas do negócio e da oportunidade de investimento
- ✓ Valorização do negócio/preço pedido
- ✓ Contactos

4: Assinar o Acordo de Confidencialidade

Se depois de ler o *teaser* o comprador continuar interessado na operação, as duas partes assinam um Acordo de Confidencialidade (AC), também referido com o anglicismo *Non Disclosure Agreement (NDA)*. Nele o comprador promete não partilhar informação confidencial a não ser com os seus consultores e conselheiros que o acompanharão na operação.



5: Analisar o relatório confidencial de negócio (RCN)

Também referido como *information memorandum (IM)*, este é recebido e analisado após a assinatura do Acordo de Confidencialidade. O vendedor fornece ao investidor uma quantidade alargada de informação como:

- ✓ Localização
- ✓ Indústria
- ✓ Competitividade
- ✓ ROI / EBITDA
- ✓ *Goodwill*
- ✓ Financiamento
- ✓ Potencial de crescimento
- ✓ Pessoal
- ✓ Utilização de ativos
- ✓ Capacidade bancária
- ✓ Mercado

- ✓ Produtos e serviços
- ✓ Contratos, licenças, seguros, fronteiras
- ✓ Passivos
- ✓ Mudança de proprietário
- ✓ Conjunto completo de resultados financeiros do negócio

Este documento deverá incluir informação suficiente para que o comprador possa dar a indicação de interesse na operação.

6: Indicação de interesse

Se o comprador analisa o relatório confidencial de negócio e está interessado em iniciar um processo negocial com vista ao fecho do negócio, deverá dar indicação do mesmo. A indicação de interesse poderá conter um intervalo de valor (não um valor específico) com que o comprador considera que o negócio possa ser concluído, assim como informação sobre a data prevista de fecho da operação, a origem dos fundos/financiamento da operação e mecanismos de formação de preço.

7: Visitar o negócio e negociação

Quando a indicação de interesse é dada, o passo seguinte é o comprador visitar as instalações da empresa e reunir com o vendedor para que lhe forneça atualizações sobre a empresa e negócio que sejam pertinentes para a transação tais como: novos clientes, perda de clientes, novas contratações, novos produtos, entre outros.

A reunião também permite que comprador e vendedor interajam para que se perceba que um desfecho positivo possa ser alcançado.

De acordo com João Carvalho das Neves (ABC das Fusões & Aquisições) a negociação deverá ser integrativa e sugerem-se as seguintes áreas de reflexão:

- ✓ Identificar os interesses comuns – comprador e vendedor poderão chegar à conclusão que querem a mesma solução e estão em condições de trabalhar em conjunto para criar valor;
- ✓ Reconhecer as diferenças de interesse;
- ✓ Redefinir a situação – a negociação cooperante permite que as partes reformulem conflitos aparentes e procurem soluções que satisfaçam o interesse de ambas as partes.

As partes deverão focar-se num “problema” de cada vez por ordem de grandeza, dado que se conseguirem ultrapassar as principais questões (diferem de operação para operação, mas normalmente preço e forma de pagamento estão sempre presentes) elas estão-se a aproximar e a caminhar para um acordo comum.

8: Oferta não vinculativa ou contrato promessa de compra e venda

Se o comprador mantém interesse na operação o próximo passo é fazer uma oferta não vinculativa (ONV) ou vinculativa através de um contrato promessa de compra e venda (CPCV). Estes deverão conter um preço específico (e não um intervalo) e indicam normalmente a forma de cálculo do preço e ainda os passos necessários e/ou condições necessárias para que o negócio se concretize.

Inclui ainda uma cláusula de exclusividade, o que significa que o vendedor não poderá negociar com outros compradores.



9: Due Diligence

A *Due Diligence* é um processo de análise e avaliação detalhada de informações e documentos pertinentes a uma determinada sociedade. Quando o vendedor aceita a ONV ou CPCV, avança-se para a *Due Diligence*, onde o vendedor disponibiliza ao comprador acesso a informação privilegiada ao comprador como:

- ✓ Revisão das Demonstrações Financeiras;
- ✓ Revisão dos principais contratos com terceiros;
- ✓ Eventuais responsabilidades contingentes legais e fiscais.

Atualmente estas informações são por vezes disponibilizadas na internet de forma segura.

Procura-se assim, obter uma “radiografia” da sociedade de forma a prepará-la para a operação de fusão ou aquisição ou transferência de ativos. É grande a importância da realização da *Due Diligence*, pois o Contrato de Compra e Venda será afetado pelos resultados e conclusões das(s) *Due Diligence(s)* realizada(s).

10: Contrato de compra e venda

Se a *Due Diligence* avança de forma que não são identificadas novas contingências (ou se as que surgem não são significativas) as partes começam a trabalhar num contrato final de compra e venda. Os advogados de comprador e vendedor começam a trabalhar no documento de acordo com as negociações tidas anteriormente. De notar que não cabe aos advogados negociar os termos do negócio, mas sim assegurar que os mesmos não são ilegais ou inadmissíveis em tribunal.

11: Fecho

Quando todos os termos e aspetos contratuais estão fechados, as partes encontram-se para assinar os documentos de transmissão de quotas, ações ou ativos. Simultaneamente o pagamento é feito e a transação está concluída.

12: Pós-fecho e integração

Assim que o negócio fica concluído, é que o trabalho se inicia para o comprador com a integração da empresa adquirida. Adiante iremos analisar com maior detalhe as questões relacionadas com o pós-fecho e integração.

7. Contornos jurídicos das operações

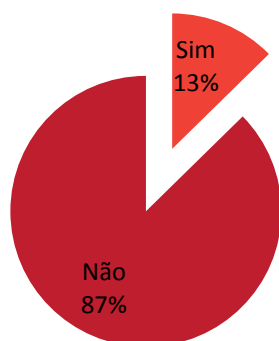
A presente secção visa, no âmbito do Projeto F&A – Redimensionar Para Crescer, analisar quais as soluções jurídicas possíveis e ao alcance das entidades aderentes ao referido projeto que lhes permita potenciar, em agregação com outras entidades do mesmo setor ou de setores relacionados, as suas valências no mercado e o seu crescimento económico sustentável, dinâmico e inovador.

As concentrações de atividades económicas permitem, de uma forma geral, o reforço da competitividade das empresas, possibilitam a sua atuação num mercado mais alargado do que o inicialmente configurado e projetado pela empresa e, por essa via, diminuem a exposição da empresa ao risco, pois passa a haver menor concorrência, passa a ter acesso a novos produtos, nomeadamente, financeiros, a novos mercados, a economias de escala, maior sinergias e controlo de segmentos de mercado, entre outros.

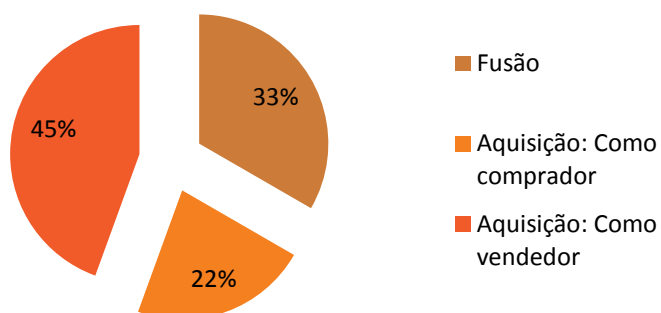
Numa perspectiva inicial, em termos de processos de fusão ou de aquisição, e de acordo com o estudo de benchmarking efectuado, junto dos associados da AIP, temos as seguintes situações atuais ou que se perspectivam:

- Processos iniciados ou a iniciar

Está de momento a iniciar ou a estudar algum processo de Fusão ou Aquisição?

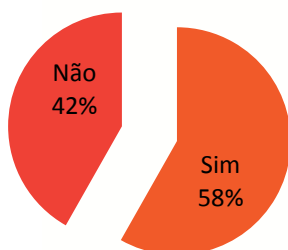


Das que estão a iniciar processo, estão no seguinte modelo:

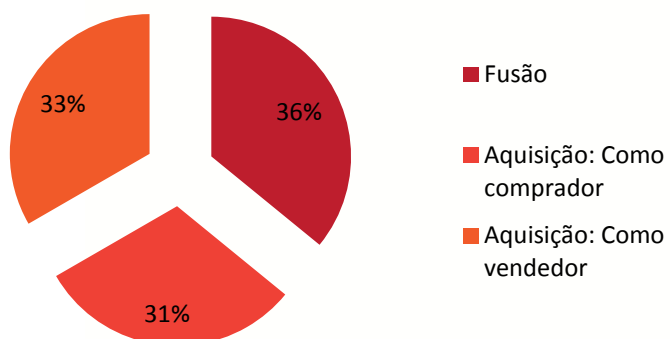


- Processos em estudo para eventuais fusões ou aquisições

Caso não esteja em processo, estão a pensar em avançar com algum processo de Fusão ou Aquisição:



Das que estão a pensar em iniciar processo, em que modelo?



Desta análise, é notório de facto que existem de momento a perspectiva de movimentações de fusão ou aquisição de sociedades.

7.1. Concentração de atividades empresariais

Ao abrigo da legislação portuguesa, existem diversas formas de concentração de atividades empresariais, podendo estas ser de âmbito pontual e temporalmente definido, tais como, os consórcios, associações em participação e agrupamentos complementares de empresas e ainda os conhecidos ACE, ou ser de carácter geral e duradouro, que muito resumidamente se sintetizam pela forma da aquisição ou da fusão.

Atendendo ao propósito do Projeto, valerá a pena abordar, nomeadamente, as soluções da aquisição e da fusão, suas principais características e procedimentos aplicáveis, que de seguida passaremos a expor numa perspetiva jurídica.

7.1.1. Aquisição de empresas e negócios

A aquisição de empresas nada mais é do que a compra de uma ou mais empresas por outra ou outras empresa(s). Esta é feita pela forma de compra e venda de quota(s), comumente designada por contrato de cessão de quotas, ou de ações, designada por contrato de compra e venda de ações, consoante se trate, respetivamente, de uma sociedade comercial por quotas ou anónima.

Mas no caso da compra da empresa, normalmente, está em causa a compra de uma parte ou da totalidade do seu ativo e passivo que compõe a empresa, incluindo negócio, património, trabalhadores, carteira de clientes, dívidas, etc... Estas aquisições permitem alterar a respetiva estrutura de capital, permitindo que alguns sócios passem a ser maioritários ou minoritários, conforme o caso, ou ainda que passem a existir relações de domínio.

Em alternativa, pode ser negociada uma compra restritiva, adquirindo apenas parte do ativo e/ou do passivo, como seja, a aquisição da carteira de clientes e cessão dos trabalhadores, estamos a falar da aquisição do negócio.

Mas atendendo ao propósito do Projeto, valerá a pena considerar a compra da empresa, pois só esta solução se coaduna com a consideração e potenciação de sinergias conjuntas entre duas ou mais entidades de forma equilibrada para todas as intervenientes.

No tecido empresarial português, a solução da aquisição pode resultar na criação de sociedades coligadas, numa das quatro formas previstas na lei:

Sociedades em relação de simples participação	Sociedades em relação de participações recíprocas	Sociedades em relação de domínio	Sociedades em relação de grupo
---	---	----------------------------------	--------------------------------

- a) **Sociedades em relação de simples participação** = quando uma sociedade é titular de quotas ou ações na outra em montante igual ou superior a 10% (dez por cento) do capital social e não têm qualquer outro vínculo jurídico com esta.³
- b) **Sociedades em relação de participações recíprocas** = quando uma e outra sociedade participam reciprocamente nos respetivos capitais sociais, em montante igual ou superior a 10% (dez por cento), ou seja, quando existem as chamadas participações cruzadas.⁴
- c) **Sociedades em relação de domínio** = ocorre quando, i) uma sociedade detém uma participação maioritária no capital; ii) dispõe de mais de metade dos votos; ou, iii) tem a possibilidade de designar mais de metade dos membros dos órgãos de administração ou do órgão de fiscalização; e,⁵
- d) **Sociedades em relação de grupo** = quando o domínio que uma sociedade tem sobre outra é total. De acordo com o Código das Sociedades Comerciais, o domínio pode ser inicial ou superveniente.

De salientar, que a maior ou menor intensidades das aquisições é em todo o caso cíclica, porquanto se encontram na dependência de múltiplas variáveis, mormente no tocante à disponibilidade de financiamento e ainda à evolução dos mercados bolsistas. A recente crise, e a consequente retratação do acesso ao crédito, determinou uma quebra acentuada no volume deste tipo de operações.

- **Aquisição maioritária**

A aquisição maioritária de uma empresa ocorre sempre que uma empresa adquirente assuma a compra de uma quota ou de um número de ações cujo valor nominal seja superior à dos restantes sócios.

Se a empresa “A” decide adquirir 60% do capital social da empresa “B”, ela torna-se imediatamente sócia maioritária da empresa “B”. Entre elas, há uma relação de grupo, com domínio parcial.

Na aquisição maioritária, o propósito negocial da empresa adquirente é necessariamente o de assumir o controlo efetivo do plano de negócios e da atividade real da empresa adquirida. Esta passará, através da sua participação, a ser detentora da maioria dos votos, precisamente para que possa ser ela a definir os caminhos e as estratégias de negócio a desenvolver pela empresa adquirida, normalmente através de membros de órgãos do conselho de administração/gerência por si indicados e que são da sua estrita confiança.

³ cfr. n.º 1 do artigo 483.º do Código das Sociedades Comerciais.

⁴ cfr. n.º 1 do artigo 485.º do Código das Sociedades Comerciais.

⁵ cfr. n.º 2 do artigo 486.º do Código das Sociedades Comerciais.

- **Aquisição minoritária**

Já a aquisição minoritária de uma empresa ocorre quando a empresa adquirente pretende não assumir o controlo efetivo do plano de negócio da empresa adquirida, mas sim apenas assumir o papel de investidora num negócio no qual confia. Obviamente, a sua participação minoritária poderá trazer-lhe outras vantagens para o seu negócio, nomeadamente, mais sinergias, descontos comerciais e melhores condições de negócio quando, atendendo à sua atividade principal, tenha de com alguma recorrência de se socorrer dos serviços da empresa adquirida.

Exemplo:

A empresa “A.” tem por objeto social a produção, tratamento e preparação de produtos vinícolas. Não tem, no entanto, na sua capacidade de negócio, o engarrafamento dos produtos por si produzidos.

Por sua vez, na mesma região, existe a empresa “B” que se dedica, entre outras atividades, ao engarrafamento de produtos alimentares.

Pode a empresa “A” decidir adquirir uma participação minoritária na empresa “B” com o propósito negocial não apenas de se tornar investidor desta empresa, como também o de conseguir melhores condições comerciais no acesso aos serviços daquela empresa, uma vez que terá necessariamente, na sua área de negócio, de recorrer de forma regular a serviços de engarrafamento dos seus produtos.

- **Aquisição de um conjunto de itens patrimoniais ou “Asset Deal”**

Ora, a aquisição de uma participação social tal como configurada nos pontos anteriores pressupõe sempre a aquisição de uma parte proporcional e uniforme da totalidade do ativo e passivo a empresa. Quando o adquirente apenas pretenda adquirir um ativo ou um passivo específico da empresa, terá de ir por outra via que não a aquisição da participação social dessa empresa. Nesse caso, terá de haver, por exemplo, a negociação da compra da carteira de clientes, da compra de uma parte destacável do estabelecimento, da compra de um imóvel, etc.

Esta solução não dá quaisquer poderes societários ao adquirente na sociedade visada. Ele apenas lhe retira, por compra, parte do seu ativo ou do seu passivo, mediante um preço previamente fixado.

Exemplo:

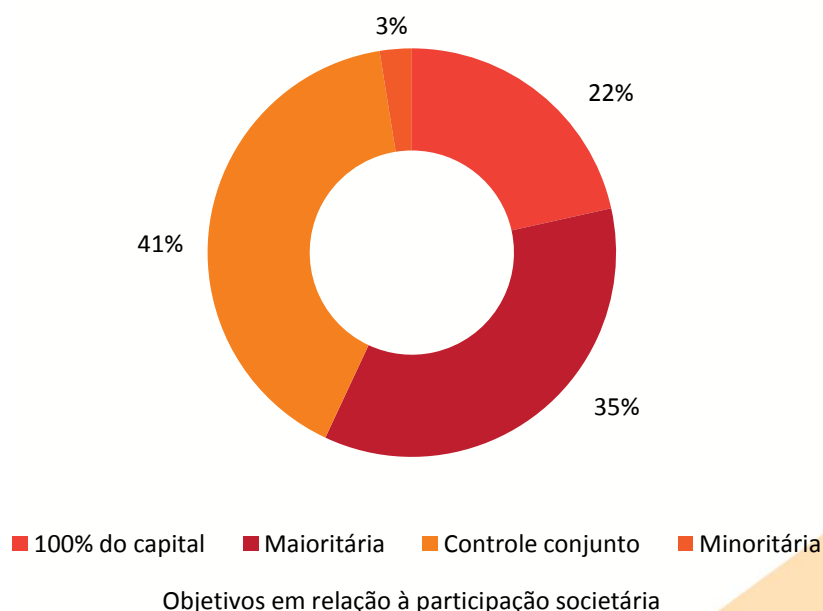
Um exemplo típico é aquisição de um imóvel, sendo prática recomendável que antes da celebração da compra e venda, o comprador, através dos respetivos consultores, verifique a situação comercial, legal, urbanística, ambiental e fiscal do ativo imobiliário que se pretende adquirir.

Neste contexto, é prática do mercado que o comprador desenvolva uma auditoria (*Due Diligence*) cobrindo as referidas áreas de especialidade, de forma a confirmar que sobre o imóvel em causa não incidem quaisquer ónus, encargos ou limitações (registadas, ou não junto da CRP) ou que existindo, a sua extinção é assegurada antes ou após a compra e venda (por exemplo direitos de preferência ou hipoteca).

Também é usual, antes da formalização da compra e venda, a celebração de contratos ou acordos preliminares, sob a forma de cartas de intenções, memorandos de entendimento ou acordos de princípios cujo grau de vinculação pode variar de caso para caso.

A celebração do contrato definitivo só pode ser feita após análise e confirmação da entidade celebrante (Notário, Advogado, Câmara de Comércio e Indústria, Oficiais de Registo e Conservador) dos documentos, atendendo ao tipo de negócio a celebrar e do imóvel a transmitir, bem como dos comprovativos de pagamento das obrigações fiscais.

Na perspectiva de benchmarking, e do estudo elaborado junto dos associados da AIP, em relação aos objectivos da participação societária, temos os seguintes resultados:



Sendo que 93% das empresas responderam a esta questão, as formas mais pretendidas são:

- ✓ Controlo conjunto; ou
- ✓ Maioritário

7.1.2. Contornos jurídicos das operações

Antes de se entrar nas fases que precedem a aquisição de empresas convém recordar que estamos no campo da autonomia privada, pelo que prevalece a vontade das partes, perante as circunstâncias concretas de cada negociação e das necessidades por si sentidas, são elas que ditam as regras do jogo.

Mas, as aquisições de empresas desafiam uma abordagem científica transversal que não se cinge à perspetiva jurídica, logo estas fases das operações deverão ser acompanhadas, em simultâneo, com uma perspetiva económico-financeira, sociais e contabilística entre outras. Sendo assim comum a intervenção de consultores económicos (*financial advisors*), quer contratados pelo vendedor, quer pelo comprador.

- **Fases das operações**

Atendendo às fragilidades e contingências que cada empresa, na sua atividade, pode gerar, antes que seja feita qualquer operação de aquisição, deve ser precedida por um processo de auditoria contabilística, financeira, fiscal e até jurídica à empresa a adquirir. Só assim o potencial comprador conseguirá ter uma noção dos riscos do seu investimento e, com base nesses mesmos riscos calculados, negociar um preço mais assertivo e justo. As auditorias terão, por isso, o propósito de conformar a vontade de aquisição ou não daquela empresa, bem como de determinar o preço de aquisição, em função dos riscos do negócio e da sua atividade quotidiana que lhe possam estar associados.

Definida a vontade de aquisição e o preço da compra, importa avançar com o contrato de cedência de quota(s) ou contrato de compra e venda de ações, consoante o tipo de sociedade em causa, na proporção que vier a ser acordada.

Na maioria das vezes, a transmissão de quotas ou ações deve ser precedida de autorização da própria sociedade, através de uma ata da respetiva assembleia geral. Há ainda que ter em atenção o cumprimento de eventuais direitos de preferência para outros sócios e a cláusulas de *drag along* e/ou de *tag along*, bem como cláusulas de não diluição, caso a aquisição seja acompanhada de um aumento de capital.

Todas estas situações, a existirem, deverão estar expressamente previstas nos Estatutos da sociedade visada ou em acordos parassociais celebrados entre os sócios, documentos estes que devem ser desde logo disponibilizados na fase de auditoria ao investidor.

As fases das operações podem variar consoante uma multiplicidade de fatores, tais como, a dimensão da empresa alvo, grau de complexidade, grau de confiança entre comprador e

vendedor, riscos associados às empresas envolvidas e ao risco da operação de *per si*, o nível de informação disponibilizadas e a existência ou não de financiamentos necessários para a concretização da transação.

Por isso, não existe um padrão, um modelo comum a este tipo de operações, dado a diversidade de caminhos e complexidade que cada uma delas pode seguir.

Em síntese, o que poderá é avançar é que os processos aquisitivos podem seguir dois tipos de Processo:

(a) Normal: em que há apenas um comprador, composta pelas seguintes fases:

- ✓ Intenções (MOU / LOI / ONV / OV)
- ✓ *Due Diligence*;
- ✓ Contrato;
- ✓ Concretização da aquisição (Fecho);
- ✓ Acções pós-closing.

(b) Competitivo: em que há mais de um comprador interessado (concurso)

- ✓ Angariação de potenciais interessados (Investidores - *Teaser*)
- ✓ *Due Diligence*;
- ✓ Apresentação Oferta;
- ✓ Negociações;
- ✓ Selecção Comprador;
- ✓ Contrato;
- ✓ Verificação das condições;
- ✓ Fecho;
- ✓ Pós-closing.

Antes de passarmos à análise de cada uma das fases, recordemos eventuais impedimentos, tais como:

- ✓ Estatutários: relacionados com o consentimento da sociedade (sempre necessário aquando de transmissão a favor de terceiros) e direito de preferência dos sócios e, ou da sociedade, relativamente às transmissões projetadas, previstos nos Estatutos da sociedade;
- ✓ Convencionais: resultantes de obrigações expressamente previstas em acordos parassociais, que regulam direitos de venda e de compra a terceiros e entre sócios; e,

- ✓ Regulamentares: forte limitação ditada pelas regras da concorrência que nos dias de hoje estabelecem restrições significativas à concentração de empresas em geral, e outras mais específicas ditadas em alguns por Ordens Profissionais, como por exemplo OROC e OTOC, através dos seus Estatutos.

1. Intenções

Em regra:

- (a) Através de documento escrito (MOU/ LOI / ONV / OV), os quais costumam compreender a seguinte estrutura:
 - ✓ Breve enquadramento
 - ✓ Descrição do investimento
 - ✓ Preço, condições de pagamento e de venda
 - ✓ *Due Diligence*
 - ✓ Pressupostos do Investimento a efetuar
 - ✓ Acordo de não concorrência
 - ✓ Exclusividade
 - ✓ Confidencialidade e legislação aplicável
 - ✓ Prazo da Oferta
 - ✓ Conclusão
- (b) Contêm obrigações, tais como, de exclusividade, confidencialidade e concorrência; e,
- (c) Questões de responsabilidade contratual ou pré-contratual.

2. Due Diligence

Em regra: auditoria à sociedade ou ao negócio alvo (desenvolvido em Capítulo anterior).

3. Contrato

As opções básicas de estrutura são através:

- ✓ Compra e venda de participações sociais;
- ✓ compra e venda de ativos/trespasse,
- ✓ soluções mistas.

Decisão final sobre a estrutura depende de diversos fatores, como:

- ✓ características particulares do negócio;
- ✓ regime fiscal;
- ✓ regime legal aplicável à transmissão e riscos inerentes.

3.1 Estrutura do Contrato

A Estrutura tipo, mais usada neste tipo de transações, segue a matriz anglo-saxónica (contratos tendencialmente longos e detalhados). O volume dos contratos tem aumentado substancialmente, tendo inclusive conquistado uma central importância.

Necessidade de assegurar que a estrutura se enquadra corretamente na ordem jurídica aplicável.

O contrato definitivo ou contrato sujeito ainda a concretização num momento futuro. É mais habitual a 2ª hipótese (caso em que o contrato se pode estruturar como um contrato-promessa (410º e ss do CC) ou, em alternativa, como um contrato sujeito a condição (270º e ss do CC).

O contrato de cedência de quotas ou de compra e venda de ações não deve cingir-se apenas à regulação da compra e venda ou da cedência em si. Existem outros aspetos acessórios mais igualmente pertinentes que devem ser considerados, como sejam:

- ✓ Garantias a prestar pelos Vendedores/Cedentes;
- ✓ Condições de validade e eficácia (Inexistência de dívidas à Segurança Social e à Autoridade Tributária, inexistência de ónus ou encargos conhecidos nas quotas/ações a adquirir, inexistência de ações judiciais que possam pôr em causa o normal desenvolvimento do negócio da sociedade, etc.);
- ✓ Condições de não concorrência dos sócios cedentes;
- ✓ Confidencialidade, entre outras.

Em paralelo, são celebrados os Acordos Parassociais que mais não são que acordos celebrados entre todos ou alguns sócios, “pelos quais estes, nessa qualidade, se obrigam a uma conduta não proibida por lei. Neste tipo de contrato prevalecem as denominadas cláusulas de (i) *dead lock*, *shot gun* ou roleta russa; (ii) *drag-along*⁶; (iii) *lock up*; e (iv) *tag-along*⁷. Este tipo de cláusulas são normalmente utilizadas em aquisições mais sofisticadas mas a sua utilização é cada vez mais generalizada.

O grau de habilidade organizativa destes expedientes contratuais torna-se mais reforçado, à medida que aumenta a representatividade do acordo, nomeadamente, quanto ao número de sócios envolvidos, à sua estabilidade temporal e à extensão do seu objeto.

⁶ Que se traduz por um direito de arrastamento, ou seja, o direito que um acionista, normalmente maioritário, que pretende aceitar uma proposta de um terceiro de aquisição da totalidade do capital social da sociedade, de obrigar os restantes acionistas a vender.

⁷ Que se traduz por um direito de acompanhamento, ou seja, o direito que um acionista, normalmente minoritário, de acompanhar pelos mesmos termos e condições, o acionista maioritário na venda da participação social que este pretende fazer a um terceiro.

4. Condições para o Fecho

O que é?

É a cláusula existente nos contratos-promessa ou sujeitos a condições onde se estipulam as circunstâncias de que depende a conclusão do negócio.

Algumas situações típicas:

- ✓ aprovação autoridade(s), tais como a autoridade da concorrência, e realização pelo vendedor/ investidor;
- ✓ realização de determinados actos prévios pelo vendedor (aprovações internas, ou de terceiros, alienações de activos, sanção de terminadas situações, etc.),
- ✓ realização pelo vendedor/investidor de *Due Diligence* com resultados satisfatórios,
- ✓ ausência de alteração adversa das circunstâncias (“material adverse change”).

Um **Ponto importante:** pode ser útil prever que a não verificação da condição não causa a resolução automática do negócio (mas que tal só ocorre mediante decisão da parte que dela beneficia).

Preço - O que é?

É a cláusula onde se regula o preço devido e forma de pagamento.

Ponto prévio a ter em atenção: é o de saber como se formou o preço (situação líquida, EBITDA ou outro indicador financeiro, livre de dívida ou com dívida, entre outros).

Quais os principais Interesses em jogo:

- ✓ do vendedor habitualmente quer um preço certo e determinado.
- ✓ do comprador quer certificar-se que o preço é o correto (sobretudo se pagou com base em determinados indicadores financeiros). Habitualmente é o comprador que insiste em que o preço seja sujeito a revisão.

A técnica mais habitual é a do **preço sujeito a ajuste**.

Quais os mecanismos de revisão/ajuste:

- ✓ antes ou depois do fecho;

- ✓ pelo comprador ou pelo vendedor;
- ✓ para menos, para mais ou ambos; e,
- ✓ recurso a auditores independentes.

Alternativa ao mecanismo de revisão: declarações e garantias (“*representations and warranties*”) e cláusula de indemnização (sucede quando o vendedor é uma entidade menos sofisticada ou simplesmente não aceita a ideia de ajuste de preço)

Pagamento e garantia, em regra:

- ✓ sinal, quando o contrato não é definitivo. Nestes casos o comprador pode querer assegurar que recebe o sinal de volta se o contrato não se concretiza;
- ✓ em prestações, nestes casos, o vendedor também tem interesse em garantir o pagamento;
- ✓ mecanismo de ajuste de preço e de declarações e garantias/indemnização, o comprador e/ou o vendedor têm interesse em assegurar o cumprimento das eventuais obrigações da contraparte.

As técnicas mais habituais são: (a) garantia bancária, (b) conta escrow, (c) diferimento do pagamento de parte preço.

Algumas Conclusões

- ✓ Formalização dos contratos relativamente complexos e cujo enquadramento legal não se encontra bem definido;
- ✓ Estrutura e cláusulas abrangem várias áreas (comercial, civil, fiscal, laboral, concorrência, ambiente, etc.). Necessidade de assessores ou equipas multidisciplinares;
- ✓ Muito exigentes em termos de tempo, rapidez de resposta, capacidade de negociação e coordenação;
- ✓ Essencial perceber e ter o máximo de informação possível sobre o negócio e objetivos do *target*;
- ✓ Essencial entender os riscos e contingências detetadas na *Due Diligence* e traduzi-los de forma adequada no contrato.

5. Pós-closing

Parte geralmente menos relevante da operação mas tão necessária e muito importante (registos renúncias e novas nomeações, notificações às finanças e segurança social, informação estatística ao Banco de Portugal (se aplicável), etc.). Não esquecendo de verificar se devem ser feitas ou não comunicações nos termos dos artigos 483º e 484º do CSC (aquisição de participação qualificada).

- **Conclusão**

Após celebração do contrato, temos duas situações aplicáveis, dependendo do tipo de sociedade em causa:

- ✓ No contrato de cedência de quotas (portanto, quando estejamos perante uma sociedade por quotas), a cedência da quota carece de registo por depósito em qualquer Conservatória de Registo Comercial.
- ✓ No contrato de compra e venda de ações (portanto, quando estejamos perante uma sociedade anónima), não há registo comercial da compra e venda das ações, mas haverá que averbar aos títulos das ações os seus novos titulares, isto claro, se considerarmos estarmos perante títulos nominativos. Do mesmo modo, deverá o Livro de Registo de Ações ser atualizado com esta nova aquisição.

No caso da cessão de quotas a alteração do rol dos sócios terá de ser comunicada ao Serviço de Finanças da área da empresa adquirida através do impresso declaração de alterações, no prazo de quinze dias.

No caso da compra e venda de ações, existe a necessidade de comunicação, por parte do vendedor e do comprador, das participações sociais transacionadas, através do preenchimento e submissão eletrónica do Modelo 4, nos trinta dias imediatamente subsequentes à data da transação.

7.2. Fusões de sociedades

Outra solução possível para o crescimento e o alargamento de horizontes das empresas é, sem dúvida, o mecanismo da fusão. A fusão é a solução ideal para empresas ou grupos económicos que pretendam:

- ✓ ganhar dimensão no seu mercado alvo (nacional ou internacional);
- ✓ conquistar novos clientes e ganhar novas competências. Com estas, juntam-se carteiras de clientes, planos de negócios, estratégias comerciais, know how e métodos de trabalho, competências técnicas. Ou seja, com a fusão é possível a total sinergia dos pontos positivos e dos objetivos das empresas envolvidas, com a subsequente e recomendável correção ou mesmo total eliminação de pontos menos favoráveis ou mais frágeis na perspetiva de crescimento do negócio;
- ✓ reestruturar a organização ou as sociedades do grupo (através da reconfiguração e racionalização de recursos ou de meios);
- ✓ concentrar as atividades / negócios; e,
- ✓ obter outro enquadramento fiscal, através da aplicação do regime de neutralidade fiscal.

É, no entanto, uma forma jurídica que exige uma personalidade muito comercial e de mercado da empresa. Ou seja, empresas de menor dimensão e/ou com longas e vincadas ligações familiares podem criar-se a si próprias obstáculos à concretização de processos como os da fusão pelo receio de diluição da sua imagem de prestígio e de senioridade. Para estas, por vezes, a via da aquisição é mais sustentável e viável.

7.2.1. Enquadramento legal

Diz o Código das Sociedades Comerciais que “*duas ou mais sociedades, ainda que de tipo diverso, podem fundir-se mediante a sua reunião numa só*”⁸. Existem os seguintes tipos de fusão de sociedades:

- **Fusão - Incorporação** **A + B = A**

em que há lugar à transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra a atribuição aos sócios daquelas de partes, ações ou quotas desta⁹.



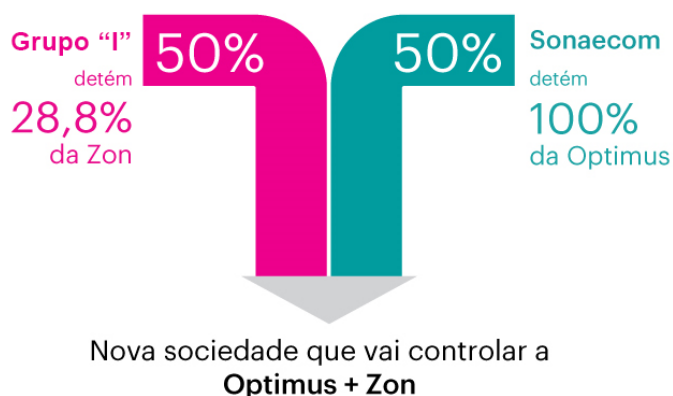
Fusão – Inversa ou *Reverse Merger* ou *Down-stream merger*: consiste na absorção da sociedade dominante ou sociedade-mãe pela dominada ou sociedade-filha.

⁸ cfr. n.º 1 do artigo 97.º do Código das Sociedades Comerciais.

⁹ cfr. Al a) do n.º 4 do artigo 97.º do Código das Sociedades Comerciais.

- **Fusão - Concentração** $A + B = C$

Mediante a constituição de uma nova sociedade, para a qual se transferem globalmente os patrimónios das sociedades fundidas, sendo aos sócios destas atribuídas partes, ações ou quotas da nova sociedade¹⁰..



Adaptado de Público, Empresas, Reuters

A **Fusão Transfronteiriça** realiza-se mediante a reunião numa só de duas ou mais sociedades desde que uma das sociedades participantes na fusão tenha sede em Portugal e outra das sociedades participantes na fusão tenha sido constituída de acordo com a legislação de um Estado membro, nos termos da Directiva n.º 2005/56/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Outubro, e tenha a sede estatutária, a administração central ou o estabelecimento principal no território da Comunidade¹¹.

Uma vez que a fusão, por vezes, se confunde com uma **operação de concentração económica**, poderá estar sujeita ao processo de notificação prévia pela Autoridade da Concorrência, nos termos da Lei n.º 19/2012 de 8 de maio, que estabelece o regime jurídico da concorrência, nomeadamente, dos seus artigos 36.º e seguintes que estipulam o seguinte:

¹⁰ cfr. Al b) do n.º 4 do artigo 97.º do Código das Sociedades Comerciais.

¹¹ cfr. n.º 1 do artigo 117.º-A, aditado pela Lei 19/2009, de 12 de maio ao Código das Sociedades Comerciais.

Artigo 36.º

Concentração de empresas

1 — Entende -se haver uma concentração de empresas, para efeitos da presente lei, quando se verifique uma mudança duradoura de controlo sobre a totalidade ou parte de uma ou mais empresas, em resultado:

a) Da fusão de duas ou mais empresas ou partes de empresas anteriormente independentes;
b) Da aquisição, direta ou indireta, do controlo da totalidade ou de partes do capital social ou de elementos do ativo de uma ou de várias outras empresas, por uma ou mais empresas ou por uma ou mais pessoas que já detenham o controlo de, pelo menos, uma empresa.

2 — A criação de uma empresa comum constitui uma concentração de empresas, na aceção da alínea b) do número anterior, desde que a empresa comum desempenhe de forma duradoura as funções de uma entidade económica autónoma.

3 — Para efeitos do disposto nos números anteriores, o controlo decorre de qualquer ato, independentemente da forma que este assuma, que implique a possibilidade de exercer, com carácter duradouro, isoladamente ou em conjunto, e tendo em conta as circunstâncias de facto ou de direito, uma influência determinante sobre a atividade de uma empresa, nomeadamente:

a) A aquisição da totalidade ou de parte do capital social;
b) A aquisição de direitos de propriedade, de uso ou de fruição sobre a totalidade ou parte dos ativos de uma empresa;
c) A aquisição de direitos ou celebração de contratos que confirmem uma influência determinante na composição ou nas deliberações ou decisões dos órgãos de uma empresa.

4 — Não é havida como concentração de empresas:

a) A aquisição de participações ou de ativos pelo administrador de insolvência no âmbito de um processo de insolvência;
b) A aquisição de participações com meras funções de garantia;
c) A aquisição de participações por instituições de crédito, sociedades financeiras ou empresas de seguros em empresas com objeto distinto do objeto de qualquer um destes três tipos de empresas, com carácter meramente temporário e para efeitos de revenda, desde que tal aquisição não seja realizada numa base duradoura, não exerçam os direitos de voto inerentes a essas participações com o objetivo de determinar o comportamento concorrencial das referidas empresas ou que apenas exerçam tais direitos de voto com o objetivo de preparar a alienação total ou parcial das referidas empresas ou do seu ativo ou a alienação dessas participações, e desde que tal alienação ocorra no prazo de um ano a contar da data da aquisição, podendo o prazo ser prorrogado pela Autoridade da Concorrência se as adquirentes demonstrarem que a alienação em causa não foi possível, por motivo atendível, no prazo referido.

Artigo 37.º

Notificação prévia

1 — As operações de concentração de empresas estão sujeitas a notificação prévia quando preenchem uma das seguintes condições:

- a) Em consequência da sua realização se adquira, crie ou reforce uma quota igual ou superior a 50 % no mercado nacional de determinado bem ou serviço, ou numa parte substancial deste;
- b) Em consequência da sua realização se adquira, crie ou reforce uma quota igual ou superior a 30 % e inferior a 50 % no mercado nacional de determinado bem ou serviço, ou numa parte substancial deste, desde que o volume de negócios realizado individualmente em Portugal, no último exercício, por pelo menos duas das empresas que participam na operação de concentração seja superior a cinco milhões de euros, líquidos dos impostos com estes diretamente relacionados;
- c) O conjunto das empresas que participam na concentração tenha realizado em Portugal, no último exercício, um volume de negócios superior a 100 milhões de euros, líquidos dos impostos com este diretamente relacionados, desde que o volume de negócios realizado individualmente em Portugal por pelo menos duas dessas empresas seja superior a cinco milhões de euros.

2 — As operações de concentração abrangidas pela presente lei devem ser notificadas à Autoridade da Concorrência após a conclusão do acordo e antes de realizadas, sendo caso disso, após a data da divulgação do anúncio preliminar de uma oferta pública de aquisição ou de troca, ou da divulgação de anúncio de aquisição de uma participação de controlo em sociedade emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, ou ainda, no caso de uma operação de concentração que resulte de procedimento para a formação de contrato público, após a adjudicação definitiva e antes de realizada.

3 — Nos casos a que se refere a parte final do número anterior, a entidade adjudicante regulará, no programa do procedimento para a formação de contrato público, a articulação desse procedimento com o regime de controlo de operações de concentração consagrado na presente lei.

4 — Quando as empresas que participem numa operação de concentração demonstrem junto da Autoridade da Concorrência uma intenção séria de concluir um acordo ou, no caso de uma oferta pública de aquisição ou de troca, a intenção pública de realizar tal oferta, desde que do acordo ou da oferta previstos resulte uma operação de concentração, a mesma pode ser objeto de notificação voluntária à Autoridade da Concorrência, em fase anterior à da constituição da obrigação prevista no n.º 2 do presente artigo.

5 — As operações de concentração projetadas podem ser objeto de avaliação prévia pela Autoridade da Concorrência, segundo procedimento estabelecido pela mesma.

7.2.2. Fases da Fusão

O regime jurídico da fusão encontra-se regulado no Código das Sociedades Comerciais (“CSC”), o qual foi aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 02 de setembro, e se manteve praticamente inalterado desde a sua publicação, em 1986, até à alteração operada pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março, que se concentrou em aspetos procedimentais, mantendo no essencial, a natureza, o escopo e os seus efeitos e posteriormente, pelas profundas reformas legislativas, operadas no ano de 2009, através da publicação:

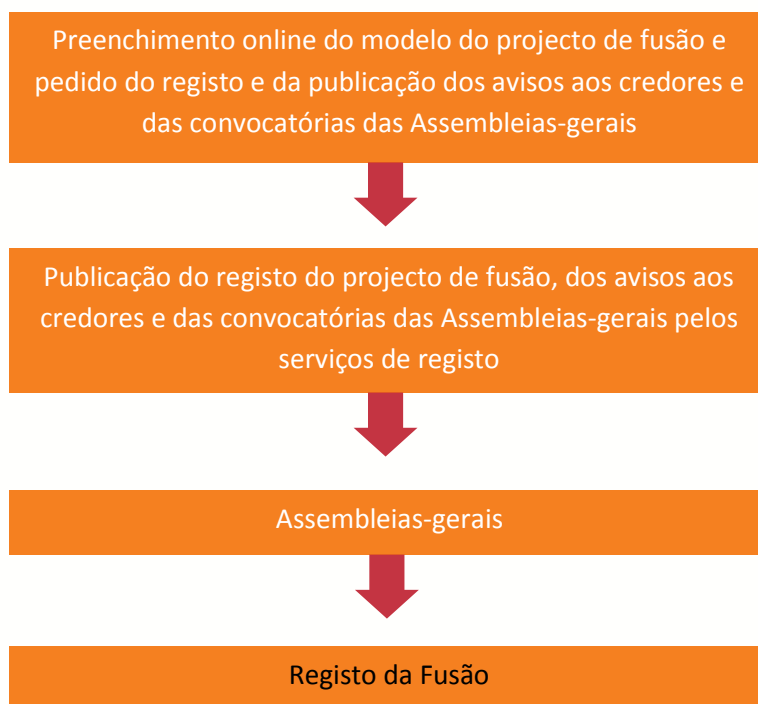
- ✓ da Lei n.º 19/2009, de 12 de maio, a qual veio a introduzir alterações relevantes, no sentido de aumentar a participação dos trabalhadores no processo; e,

- ✓ do Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de agosto, o qual veio a introduzir medidas de simplificação e de celeridade aos processos de fusão, através da diminuição dos aspetos mais burocráticos que muitas das vezes dificultavam o crescimento económico da vida das empresas e desincentivavam o recurso a este tipo de operações.

Já no ano de 2011, foi publicado o Decreto-Lei n.º 50/2011, de 13 de abril, o qual veio proceder a alterações relativamente à informação exigível em caso de fusão e cisão, transpondo para o ordenamento jurídico a Diretiva n.º 2009/109/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro, no que respeita aos requisitos em matérias de relatórios e documentação em caso de operações de fusão e cisão.

Mas vejamos, de seguida, as fases que antecedem uma operação de fusão e a sua maior ou menor complexidade atendendo às variáveis aos fatores internos (relacionados com as estruturas da empresas) ou externas (com as necessárias autorizações prévias, entre outras).

Desde 15 de Setembro de 2009



- **Preparação do Projeto de Fusão**

As administrações/gerências das sociedades que pretendam fundir-se elaborarão, em conjunto, um projeto de fusão donde constem, além de outros elementos necessários ou convenientes para o perfeito conhecimento da operação visada, tanto no aspeto jurídico como no aspeto económico, os seguintes elementos¹²:

¹² cfr. n.º 1 do artigo 98.º do Código das Sociedades Comerciais.

- ✓ A modalidade, os motivos, as condições e os objetivos da fusão, relativamente a todas as sociedades participantes;
- ✓ O tipo, a firma, a sede, o montante do capital e o número de matrícula no registo comercial de cada uma das sociedades, bem como a sede e a firma da sociedade resultante da fusão;
- ✓ A participação que alguma das sociedades tenha no capital de outra;
- ✓ Os Balanços das sociedades intervenientes, donde conste designadamente o valor dos elementos do ativo e do passivo a transferir para a sociedade incorporante ou para a nova sociedade;¹³
- ✓ As partes, ações ou quotas a atribuir aos sócios da sociedade a incorporar ou das sociedades a fundir e, se as houver, as quantias em dinheiro a atribuir aos mesmos sócios, especificando-se a relação de troca das participações sociais;
- ✓ O projeto de alteração a introduzir no contrato da sociedade incorporante ou o projeto de contrato da nova sociedade;
- ✓ As medidas de proteção dos direitos de terceiros não sócios a participar nos lucros da sociedade;
- ✓ As modalidades de proteção dos direitos dos credores;
- ✓ A data a partir da qual as operações da sociedade incorporada ou das sociedades a fundir são consideradas, do ponto de vista contabilístico, como efetuadas por conta da sociedade incorporante ou da nova sociedade;
- ✓ Os direitos assegurados pela sociedade incorporante ou pela nova sociedade a sócios da sociedade incorporada ou das sociedades a fundir que possuem direitos especiais;
- ✓ Quaisquer vantagens especiais atribuídas aos peritos que intervenham na fusão e aos membros dos órgãos de administração ou de fiscalização das sociedades participantes na fusão;
- ✓ Nas fusões em que seja anónima a sociedade incorporante ou a nova sociedade, as modalidades de entrega das ações dessas sociedades e a data a partir da qual estas ações dão direito a lucros, bem como as modalidades desse direito.

O projeto ou um anexo a este indicará os critérios de avaliação adotados, bem como as bases de relação de troca das participações sociais.

Com as referidas reformas, o projeto de fusão passou a poder ser elaborado através do preenchimento de um modelo eletrónico disponível, em página na Internet, permitindo-se a entrega de todos os documentos necessários e a promoção imediata do registo do projeto. Os modelos de projetos de fusão foram aprovados pela Portaria n.º 1256/2009, de 14 de outubro, e estão disponíveis para consulta em www.portaldaempresa.pt.

¹³ Antes da entrada em vigor da alteração do Decreto-Lei n.º 262/86, de 02 de setembro, o CSC afastava a possibilidade de utilização do último balanço de exercício cujo termo não tivesse ocorrido há mais de seis meses face à data do projeto de fusão

No entanto, quando a atribuição de valores mobiliários, por ocasião de uma fusão, seja qualificada como oferta pública, o conteúdo do projeto de fusão deve ainda obedecer ao disposto no Regulamento (CE) n.º 809/2004, da Comissão, de 29 de Abril, ou, em alternativa, conter informações consideradas pela CMVM equivalentes às de um prospeto, para efeitos do disposto na alínea a) do n.º 2 do artigo 134.º do Código dos Valores Mobiliário.

- **Fiscalização do Projeto**

A fiscalização do projeto vem regulada no artigo 99.º do Código das Sociedades Comerciais que dispõe o seguinte:

- ✓ A administração de cada sociedade participante na fusão que tenha um órgão de fiscalização deve comunicar-lhe o projeto de fusão e seus anexos, para que sobre ele seja emitido parecer.
- ✓ Além desta comunicação, ou em substituição dela, se se tratar de sociedade que não tenha órgão de fiscalização, a administração de cada sociedade participante na fusão deve promover o exame do projeto de fusão por um revisor oficial de contas ou por uma sociedade de revisores independente de todas as sociedades intervenientes, exceto se todos os sócios e portadores de outros títulos que confirmam direito de voto de todas as sociedades que participam na fusão os dispensarem.
- ✓ Se todas ou algumas das sociedades participantes na fusão assim o desejarem, os exames referidos no número anterior poderão ser feitos, quanto a todas elas ou quanto às que nisso tiverem acordado, pelo mesmo revisor ou sociedade de revisores; neste caso, o revisor ou a sociedade deve ser designado, a solicitação conjunta das sociedades interessadas, pela Ordem dos Revisores Oficiais de Contas (disponível para consulta em www.oroc.pt).
- ✓ Os revisores elaborarão relatórios donde constará o seu parecer fundamentado sobre a adequação e razoabilidade da relação de troca das participações sociais, indicando, pelo menos:
 1. Os métodos seguidos na definição da relação de troca proposta;
 2. A justificação da aplicação ao caso concreto dos métodos utilizados pelo órgão de administração das sociedades ou pelos próprios revisores, os valores encontrados através de cada um desses métodos, a importância relativa que lhes foi conferida na determinação dos valores propostos e as dificuldades especiais com que tenham deparado nas avaliações a que procederam.
- ✓ Cada um dos revisores pode exigir das sociedades participantes as informações e documentos que julgue necessários, bem como proceder aos exames indispensáveis ao cumprimento das suas funções.

Sendo, ainda permitido a dispensa do relatório dos revisores ou de sociedades de revisores oficiais de contas das sociedades, desde que todos os sócios e portadores de outros títulos que

confirmam direito de voto¹⁴ de cada uma das sociedades intervenientes da operação estejam de acordo.

- **Registo e publicação do projeto e convocação da assembleia geral**

O registo e publicação do projeto e convocação da assembleia vem regulada no artigo 100.º do Código das Sociedades Comerciais dispondo que o projeto de fusão deve ser registado, sendo de imediato publicado.

É de salientar que por força das alterações introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março, no Código do Registo Comercial (“CRC”), o registo do projeto de fusão, exigido pelo artigo 100.º do CSC, e indispensável ao início do procedimento, passou a ser efetuado por depósito, ou seja, deixando de estar sujeito a qualquer critério de apreciação da legalidade, consistindo num mero arquivamento dos documentos que titulam factos sujeitos a registo.¹⁵

Após o registo do projeto de fusão, deve o mesmo ser submetido a deliberação dos sócios de cada uma das sociedades participantes, em assembleia-geral, seja qual for o tipo de sociedade, sendo as assembleias convocadas, depois de efetuado o registo, para se reunirem decorrido, pelo menos, um mês sobre a data da publicação da convocatória, não obsta à utilização de outras formas de comunicação aos sócios, nos termos previstos para cada tipo de sociedade, bem como à tomada da deliberação nos termos previstos no artigo 54.º.

A convocatória deve mencionar que o projeto e a documentação anexa podem ser consultados, na sede de cada sociedade, pelos respetivos sócios e credores sociais e qual a data designada para a assembleia.

A convocatória é automática e gratuitamente publicada em simultâneo com a publicação do registo do projeto, se os elementos referidos no número anterior forem indicados no pedido de registo do projeto.

A publicação do registo do projeto é promovida de forma oficiosa e automática pelo serviço de registo e contém ainda a indicação de que os credores se podem opor à fusão nos termos do artigo 101.º-A do CSC.

- **Consulta de documentos da Fusão**

A partir da publicação do registo do projeto, os sócios, credores e representantes dos trabalhadores, ou, quando estes não existirem, os trabalhadores de qualquer das sociedades participantes na fusão têm o direito de consultar, na sede de cada uma delas, os seguintes documentos e de obter, sem encargos, cópia integral destes:

¹⁴ A expressão utilizada pelo legislador de “portadores de quaisquer títulos que confirmam direitos de voto” não é a mais feliz, ao não abranger todas as participações sociais e valores mobiliários, nem todas as situações em que o direito de voto pode pertencer a terceiros não sócios, tais como, usufrutuário de quotas ou de ações não tituladas (pois apesar de ser titular do direito de voto não é portador do título, ou, o credor pignoratício.

¹⁵ cfr. Al) a do n.º 4 do artigo 53.º do CRC.

- ✓ Projeto de fusão;
- ✓ Relatório e pareceres elaborados por órgãos da sociedade e por peritos;
- ✓ Contas, relatórios dos órgãos de administração, relatórios e pareceres dos órgãos de fiscalização e deliberações de assembleias gerais sobre essas contas, relativamente aos três últimos exercícios.

Ou seja, como já tivemos oportunidade de referir foi a Lei n.º 19/2009, que veio introduzir alterações relevantes no sentido de aumentar a participação dos trabalhadores no processo de fusão, ao passar a permitir aos trabalhadores (através dos seus representantes) de uma empresa interveniente:

- ✓ A consultar os documentos relevantes para efeitos da fusão (n.º 1 do artigo 101.º do CSC); e
- ✓ Elaborar, até à data da realização da assembleia geral para aprovação do projeto de fusão, um parecer relativo ao processo de fusão, o qual, a existir, deverá ser anexado ao relatório elaborado pelos órgãos de fiscalização da sociedade e pelos peritos (n.º 2 do artigo 101.º do CSC).¹⁶

Fazemos notar que a sociedade não está obrigada a facultar cópias dos documentos acima referidos, nem ao respetivo envio por correio eletrónico nos termos do número anterior, caso disponibilize os documentos no seu sítio da Internet a partir do momento do registo do projeto de fusão e até um ano após a realização da assembleia geral de apreciação da fusão, em formato eletrónico que permita a sua consulta, gravação e impressão fidedignas.

Em caso de indisponibilidade de acesso à documentação através do sítio da Internet por motivos técnicos, deve a sociedade, sem prejuízo do direito de consulta previsto, facultar cópias dos documentos acima identificados.

• Oposição dos credores

Um dos aspetos que o legislador não deixou intocado foi o regime de proteção dos credores, concretamente no que se refere ao direito de oposição judicial anteriormente regulado nos artigos 107.º e 108.º do CSC, revogados, e que agora tem lugar nos artigos 101.º-A e 101.º-B.

Prevendo que no prazo de um mês após a publicação do registo do projeto, os credores das sociedades participantes cujos créditos sejam anteriores a essa publicação podem deduzir oposição judicial à fusão, com fundamento no prejuízo que dela derive para a realização dos seus direitos, desde que tenham solicitado à sociedade a satisfação do seu crédito ou a prestação de garantia adequada, há pelo menos 15 dias, sem que o seu pedido tenha sido atendido.

¹⁶ Estranhamento o legislador não trata dos casos em que a fusão segue a forma simplificada e em que não haja lugar a assembleia geral.

Com este normativo, pretendeu-se, assim:

- ✓ encurtar os limites temporais do procedimento de fusão; e
- ✓ privilegiando-se uma solução extra-judicial entre as sociedades intervenientes e o credor, em detrimento da solução judicial, criando a oportunidade para, em conjunto, credor e sociedade alcançarem um acordo relativamente à satisfação do crédito ou à prestação de garantia adequada.

Uma efetiva limitação do prazo para dedução de oposição judicial, pois apesar do artigo 101.º- A referir o prazo de um mês, a exigência de prévia interpelação da sociedade, e a atribuição à mesma, de um prazo de quinze dias para satisfazer o crédito ou prestar garantia, equivale a vedar aos credores o exercício do direito de oposição judicial sempre que, por qualquer razão, a sociedade não tenha sido interpelada quinze dias do fim do referido mês, ou sempre que essa interpelação seja recebida pela sociedade catorze dias do termo do prazo.

Efeitos da oposição dos credores

A oposição judicial deduzida por qualquer credor impede a inscrição definitiva do registo da fusão, até que se verifique algum dos seguintes factos:

- ✓ Haver sido julgada improcedente, por decisão com trânsito em julgado, ou, no caso de absolvição da instância, não ter o opoente intentado nova ação no prazo de 30 dias;
- ✓ Ter havido desistência do opoente;
- ✓ Ter a sociedade satisfeito o opoente ou prestado a caução fixada por acordo ou por decisão judicial;
- ✓ Haverem os opoentes consentido na inscrição;
- ✓ Terem sido consignadas em depósito as importâncias devidas aos opoentes.

Se julgar procedente a oposição, o tribunal determinará o reembolso do crédito do opoente ou, não podendo este exigi-lo, a prestação de caução. O acima disposto não obsta a aplicação das cláusulas contratuais que atribuam ao credor o direito a imediata satisfação do seu crédito, se a sociedade devedora se fundir com outra.

- **Concretização da Fusão**

Reunida a assembleia, a administração começará por declarar expressamente se desde a elaboração do projeto de fusão houve mudança relevante nos elementos de facto em que ele se baseou e, no caso afirmativo, quais as modificações do projeto que se tornam necessárias

Tendo havido mudança relevante, a assembleia delibera se o processo de fusão deve ser renovado ou se prossegue na apreciação da proposta.

A proposta apresentada às várias assembleias deve ser rigorosamente idêntica; qualquer modificação introduzida pela assembleia considera-se rejeição da proposta, sem prejuízo da renovação desta.

Aprovada a fusão pelas várias assembleias, compete às administrações das sociedades participantes outorgarem o documento escrito que conforme a vontade das várias empresas de se fundirem. O ato de fusão deve revestir a forma exigida para a transmissão dos bens das sociedades incorporadas ou, no caso de constituição de nova sociedade, das sociedades participantes nessa fusão. Se a fusão se realizar mediante a constituição de nova sociedade, devem observar-se as disposições que regem essa constituição, salvo se outra coisa resultar da sua própria razão de ser.

- **Registos e seus efeitos**

Decorrido o prazo previsto no artigo 101.º-A, sem que tenha sido deduzida oposição ou sem que se tenha verificado algum dos factos acima referidos, e outorgado o contrato de fusão, deve a administração de qualquer das sociedades participantes ou da nova sociedade pedir o registo definitivo da fusão, junto do organismo competente, Conservatória do Registo Comercial.

Com a inscrição da fusão no registo comercial, operam-se os seguintes efeitos:

- ✓ Extinguem-se as sociedades incorporadas ou, no caso de constituição de nova sociedade, todas as sociedades fundidas, transmitindo-se os seus direitos e obrigações para a sociedade incorporante ou para a nova sociedade;
- ✓ Os sócios das sociedades extintas tornam-se sócios da sociedade incorporante ou da nova sociedade.

Com as medidas de simplificação das operações de reestruturação, o preço dos emolumentos do registo comercial foram todos eles reduzidos. Bem como, os restante emolumentos necessários na sequência de uma operação de fusão, tais como, os referentes aos atos de registo automóvel, de navios, de registo predial e de propriedade industrial (como de marcas, patentes, desenhos e logótipos) em virtude de ter ocorrido transmissão de ativos, bem como alterações como de sede social, entre outras). Tendo sido ainda criado um balcão único

vocacionado para tratar de operações de registo (comercial, predial, de veículos ou propriedade industrial) de grande volume ou maior complexidade, o SIR.

O SIR, trata-se de um serviço público, que permite às empresas realizarem registos de operações especiais ou complexas, num único sítio, sem necessidade de outras deslocações, com um serviço personalizado e um tratamento especializado (consultar em www.irn.mj.pt).

- **Registo Simplificado de Fusão**

Também o regime simplificado de fusão por incorporação de sociedade que é detida por outra, não ficou imune às alterações da reforma operada em 2009. Pois antes da entrada do DL 185/2009 exigia-se que a titularidade tinha que ser total, no entanto, atualmente, basta que essa participação seja de 90%, tendo sido ainda conferida a possibilidade de exoneração dos sócios ou acionista minoritários.

Este regime, de processo simplificado de fusão de empresas, constante do artigo 116.º do CSC, é assim aplicável quando a fusão pretendida seja feita pela incorporação de uma sociedade de outra de cujas partes, quotas ou ações aquela seja a titular de pelo menos 90 %, diretamente ou por pessoas que detenham essas participações por conta dela mas em nome próprio, desde que os sócios detentores de 10% ou menos do capital da sociedade interveniente, que tenham votado contra o projeto de fusão, se possam exonerar da sociedade.

Neste tipo de fusão simplificada, não são aplicáveis as disposições relativas à troca de participações sociais, aos relatórios dos órgãos sociais e de peritos e à responsabilidade desses órgãos e peritos.

A fusão pode ainda ser registada sem prévia deliberação das assembleias gerais, desde que se verifiquem cumulativamente os seguintes requisitos:

- ✓ No projeto de fusão seja indicado que não há prévia deliberação de assembleias gerais, caso a respetiva convocação não seja requerida nos termos previstos na alínea d) do artigo 116.º;
- ✓ Os sócios tenham podido tomar conhecimento, na sede social, da documentação referida no artigo 101.º, a partir, pelo menos, do 8.º dia seguinte à publicação do registo do projeto de fusão e disso tenham sido avisados no mesmo projeto ou simultaneamente com a comunicação deste;
- ✓ Nos 15 dias seguintes à publicação do registo do projeto de fusão não tenha sido requerida, por sócios detentores de 5% do capital social, a convocação da assembleia geral para se pronunciar sobre a fusão.

- **Registo da Fusão Transfronteiriça**

Com a transposição para o ordenamento jurídico português da Diretiva das fusões transfronteiriças, foram alteradas algumas disposições referentes ao Capítulo IX das Fusões de Sociedades do Código das Sociedades Comerciais e aditada a Secção II referente a “Fusões Transfronteiriças”. Foram igualmente alteradas algumas das disposições do Código do Registo Comercial por forma a contemplarem a figura das fusões transfronteiriças, e aditado um artigo referente ao certificado prévio à fusão transfronteiriça.

A Diretiva n.ºs 2005/56/CE tinha por objetivo facilitar as fusões transfronteiriças entre as sociedades de responsabilidade limitada da União Europeia e deveria ter sido transposta pelos Estados Membros até ao dia 15 de Dezembro de 2007, logo a referida transposição para o ordenamento jurídico português pecou por ser tardia, porque apesar de introduzir pequenas alterações ao regime das fusões internas, veio a introduzir um conjunto de regras especiais quanto à definição de fusão transfronteiriça e da participação dos trabalhadores nas sociedades resultantes de fusões transfronteiriças, vejamos:

Fusão transfronteiriça: a reunião numa só de duas ou mais sociedades, constituídas de acordo com a legislação de um Estado membro e tendo a sede estatutária, a administração central ou o estabelecimento principal no território da Comunidade, desde que pelo menos duas dessas sociedades sejam regidas pelos ordenamentos jurídicos de diferentes Estados membros.

Participação dos trabalhadores: o direito de os trabalhadores ou os seus representantes elegerem ou designarem membros dos órgãos de administração ou de fiscalização de uma sociedade, de comités destes órgãos ou de órgão de direcção competente para decidir sobre o planeamento económico da sociedade ou, ainda, o direito de recomendarem ou se oporem à nomeação de membros dos órgãos de administração ou de fiscalização de uma sociedade.

Em relação às sociedades com sede em Portugal participantes num processo de fusão transfronteiriça são aplicáveis as disposições vertidas nos artigos 117.º-A a 117.º-L e, subsidiariamente, as disposições previstas para as fusões internas.

No que se refere aos procedimentos que regulam as fusões transfronteiriças, o processo inicia-se com a necessidade dos órgãos de administração de cada uma das sociedades objeto de fusão elaborarem um projeto comum de fusão transfronteiriça, que deverá conter, para além dos elementos previsto no artigo 98.º do Código das Sociedades Comerciais para as fusões internas, ainda os seguintes elementos:

- ✓ As regras para a transferência de ações ou outros títulos representativos do capital social da sociedade resultante da fusão transfronteiriça;
- ✓ A data do encerramento das contas das sociedades que participam na fusão utilizadas para definir as condições da fusão transfronteiriça;
- ✓ Se for caso disso, as informações sobre os procedimentos de acordo com os quais são fixadas as disposições relativas à intervenção dos trabalhadores na definição dos respetivos direitos de participação na sociedade resultante da fusão transfronteiriça;
- ✓ As prováveis repercussões da fusão no emprego.

Deverá ser elaborado um relatório por peritos independentes para analisar a fusão, mas o mesmo poderá ser sempre dispensado desde que acordado por todos os sócios de cada uma das sociedades participantes. Já no que concerne à fiscalização da legalidade da operação, cada Estado-Membro designará a autoridade competente para fiscalizar a legalidade da fusão transfronteiriça no que diz respeito à parte do processo relativo a cada uma das sociedades objeto de fusão. No regime jurídico português prevê-se um duplo controlo de legalidade, (i) através da emissão de um certificado prévio à fusão que comprove o correto cumprimento dos atos e das formalidades prévias à fusão; e, (ii) no momento do registo através da fiscalização da legalidade pelos serviços de registo comercial relativamente às sociedades com sede em Portugal.

Com a inscrição da fusão transfronteiriça no registo comercial, produzem-se os seguintes efeitos:

- ✓ extinguem-se as sociedades incorporadas, transmitindo-se os seus direitos e obrigações para a sociedade incorporante ou no caso de constituição de uma nova sociedade, para a nova sociedade;
- ✓ todo o património das sociedades objeto da fusão é transferido para a sociedade incorporante ou para a nova sociedade; e,
- ✓ os sócios das sociedades extintas tornam-se sócios da sociedade incorporante ou da nova sociedade.

Tal como sucede com as fusões internas, o Código das Sociedades Comerciais, no artigo 117.º-I prevê a existência de um processo de fusão transfronteiriça formalmente simplificado quando estejamos perante a “incorporação por uma sociedade de outra de cujas quotas ou ações aquela seja a única titular, diretamente ou por pessoas que detenham essas participações por conta dela mas em nome próprio”. Também nestes casos, não são aplicáveis as disposições relativas à troca de participações sociais nem aos relatórios de peritos das sociedades intervenientes. O mesmo já não se passa na fusão por aquisição tendente ao domínio total, prevista no artigo 117.º-J, onde se admite que nos casos em que a sociedade incorporante detenha, pelo menos 90% de outra a possa incorporar mesmo contra a vontade dos titulares do remanescente do capital, nunca seja dispensado os relatórios dos peritos, mesmo nos casos em que a legislação que regula a sociedade incorporante ou as sociedades

incorporadas com sede noutro Estado dispensem esses requisitos nas aquisições tendentes ao domínio total.

Mas, todas as fusões acarretam enormes impactos ao nível da relação entre as sociedades objeto de fusão e seus trabalhadores, nomeadamente, nas fusões de carácter transnacional. Nesse sentido, a Lei 19/2009 não foi alheia a esta realidade e veio a estabelecer o seguinte:

Regra Geral: nos casos em que a sociedade resultante da fusão transfronteiriça tenha sede em Portugal, aplica-se o regime de participação dos trabalhadores previsto na lei nacional;

Regra Especiais: nos casos de fusão transfronteiriça quando (tais como constituição de grupos especiais de negociação):

- a) Pelo menos uma das sociedades objecto da fusão tenha, durante os seis meses que antecedem a publicação do projecto de fusão transfronteiriça, um número médio de trabalhadores superior a 500 e seja gerida segundo um regime de participação de trabalhadores;
- b) A lei nacional não preveja o mesmo nível de participação que o aplicável nas sociedades objecto de fusão ou não preveja que os trabalhadores dos estabelecimentos situados nos outros Estados membros possam exercer os mesmos direitos de participação que os trabalhadores empregados no Estado membro da sede.

Diferentemente, do estipulado para as fusões internas de que a fusão só pode ser declarada nula por decisão judicial, com fundamento na falta de observância da forma legalmente exigida ou na prévia declaração de nulidade ou anulação de alguma destas deliberações, as fusões transfronteiriças não podem ser declaradas nulas.

- **Responsabilidade emergente da fusão**

De uma forma sucinta os membros do órgão de administração e os membros do órgão de fiscalização de cada uma das sociedades participantes são solidariamente responsáveis pelos danos causados pela fusão à sociedade e aos seus sócios e credores, desde que, na verificação da situação patrimonial das sociedades e na conclusão da fusão, não tenha sido observado o dever de diligência de um gestor criterioso e ordenado. Assim, a extinção de sociedades ocasionada pela fusão não impede o exercício dos direitos de indemnização previstos legalmente.

Uma questão que é transversal a todas este tipo de fusões é que em termos jurídicos, nomeadamente, no que se refere à assunção de responsabilidade e da transferência de vínculos contratuais, a constituição de uma nova sociedade resultante da fusão de duas ou

mais sociedades, não se traduz na criação de uma nova entidade jurídica pura, mas num conjunto de sociedades incorporadas que se extinguem com a transferência da universalidade dos seus patrimónios e quando são deficientemente executadas podem causar graves danos: (i) aos sócios/acionistas das sociedades participantes, (ii) aos credores que possam vir a ficar prejudicados e (iii) às próprias sociedades envolvidas.

Por isso, o regime jurídico português prevê uma serie de cláusulas com cominações, que iremos percorrer sucintamente:

- Artigo 64.º do Código das Sociedades Comerciais que estabelece os deveres gerais que administradores e gerentes devem observar na defesa do interesse social, como sendo;

- ✓ a diligência de um gestor criterioso;
- ✓ os interesses da sociedade, dos sócios e dos trabalhadores;
- ✓ os deveres de lealdade;
- ✓ os deveres de cuidado;
- ✓ o governo das sociedades.

- Artigo 114.º do Código das Sociedades Comerciais prevê no seu número um que “os membros do órgão de administração e os membros do órgão de fiscalização de cada uma das sociedades participantes são solidariamente responsáveis pelos danos causados pela fusão à sociedade e aos seus sócios e credores, desde que, na verificação da situação patrimonial das sociedades e na conclusão da fusão, não tenham observado a diligência de um gestor criterioso e ordenado”. E no número dois que “A extinção de sociedades ocasionada pela fusão não impede o exercício dos direitos de indemnização previstos no número anterior e, bem assim, dos direitos que resultem da fusão a favor delas ou contra elas, considerando-se essas sociedades existentes para esse efeito”

- Artigo 115.º do Código das Sociedades Comerciais dispõe ainda sobre a efetivação de responsabilidade no caso de extinção da sociedade, nos seguintes termos:

- ✓ “Os direitos previstos no artigo anterior, quando relativos às sociedades referidas no seu nº 2, serão exercidos por um representante especial, cuja nomeação pode ser requerida judicialmente por qualquer sócio ou credor da sociedade em causa.
- ✓ O representante especial deve convidar os sócios e credores da sociedade, mediante a publicação de aviso, a reclamar os seus direitos de indemnização, no prazo por ele fixado, que não pode ser inferior a 30 dias.
- ✓ A indemnização atribuída à sociedade será utilizada para satisfazer os respectivos credores, na medida em que não tenham sido pagos ou caucionados pela sociedade incorporante ou pela nova sociedade, repartindo-se o excedente entre os sócios, de acordo com as regras aplicáveis à partilha do activo de liquidação.

- ✓ Os sócios e os credores que não tenham reclamado tempestivamente os seus direitos não são abrangidos na repartição ordenada no número precedente.
- ✓ O representante especial tem direito ao reembolso das despesas que razoavelmente tenha feito e a uma remuneração da sua actividade; o tribunal, em seu prudente arbítrio, fixará o montante das despesas e da remuneração, bem como a medida em que elas devem ser suportadas pelos sócios e credores interessados.”

- Artigo 11.º do Código Penal Português, dispõe no número 8 “A cisão e a fusão não determinam a extinção da responsabilidade criminal da pessoa colectiva ou entidade equiparada, respondendo pela prática do crime:

- ✓ A pessoa colectiva ou entidade equiparada em que a fusão se tiver efectivado; e
- ✓ As pessoas colectivas ou entidades equiparadas que resultaram da cisão.”

- Artigo 12.º do Código Penal Português, estipula a responsabilidade criminal dos órgãos sociais das sociedades.

7.3. Outras Formas

7.3.1. Cisão

Por vezes, antes de se passar para uma operação de concentração permanente de atividades económicas como a aquisição ou a fusão, pode ser previamente necessária a ocorrência de uma cisão.

É, portanto, permitido a uma sociedade:

- ✓ Destacar parte do seu património para com ela constituir outra sociedade, a designada **Cisão-simples**¹⁷;
- ✓ Dissolver-se e dividir o seu património, sendo cada uma das partes resultantes destinada a constituir uma nova sociedade, a designada **Cisão-dissolução**¹⁸;
- ✓ Destacar partes do seu património ou dissolver-se, dividindo o seu património em duas ou mais partes, para as fundir com sociedades já existentes ou com partes do património de outras sociedades, separadas por idênticos processos e com igual finalidade, a designada **Cisão-fusão**¹⁹

Ou seja, as diferentes formas de cisão têm sempre por vista uma potencial posterior desagregação da empresa ou de atividade empresarial, permitindo assim destacar ativos ou unidades de negócio autónomas (incluindo trabalhadores) que se pretendam alienar.

Exemplo:

No caso do Grupo Moneris, este foi um dos modelos utilizado, nomeadamente, através do destaque de parte do património, ativo e passivo, da sociedade Vendedora, bem como seus trabalhadores e contratos, que se encontrem afetos à área de negócio relacionada com a atividade de contabilidade, auditoria, processamento de salários e consultoria fiscal, com o objetivo de, com o mesmo, ser constituída uma nova sociedade, mediante atribuição de participações sociais representativas do capital social aos sócios para e posterior alienação das referidas participações sociais à Moneris.

Para a sua realização, e à semelhança da fusão, a cisão carece de um projeto de cisão formulado pela administração da sociedade a cindir. Aliás, o regime legal da cisão é, subsidiariamente, o regime previsto no Código das Sociedades Comerciais para a fusão²⁰.

Também a cisão é sujeita a registo comercial, nos termos previstos para a fusão.

¹⁷ Cfr. Al a) do n.º 1 do artigo 118.º do Código das Sociedades Comerciais

¹⁸ Cfr. Al b) do n.º 1 do artigo 118.º do Código das Sociedades Comerciais

¹⁹ Cfr. Al c) do n.º 1 do artigo 118.º do Código das Sociedades Comerciais

²⁰ Cfr. artigo 120.º do Código das Sociedades Comerciais

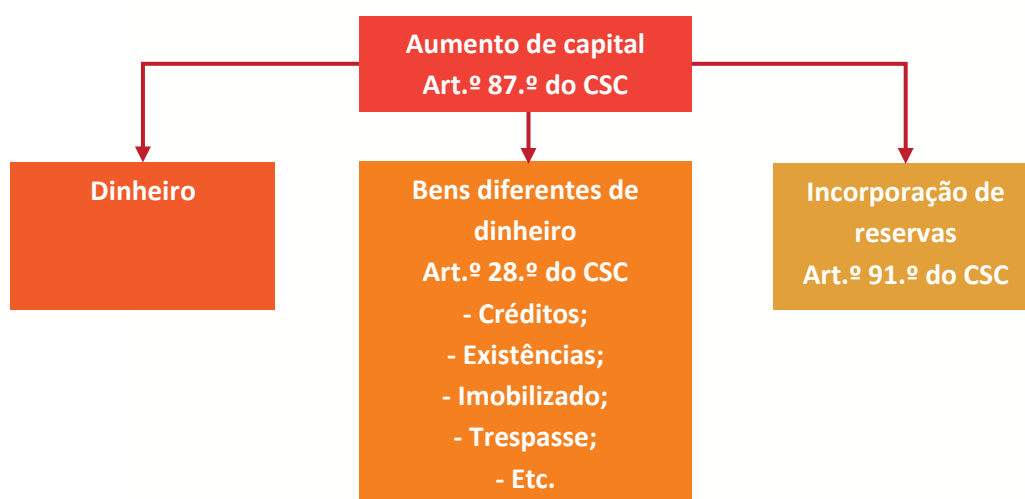
7.3.2 Aumento de capital – procedimentos legais

Nalguns casos, prévia ou conjuntamente com uma operação de cisão ou de fusão, será necessário aumentar o capital social da empresa alvo.

Comummente, o aumento de capital consiste numa operação:

- ✓ Para dotar uma sociedade com capitais próprios suficientes para prosseguir a sua atividade;
- ✓ Para integrar capitais próprios no seu capital social para lhe conferir maior estabilidade;
- ✓ Para aumentar a sua dimensão, com a entrada de novos sócios;
- ✓ Para alterar a sua estrutura societária, através do reforço de participações sociais de determinados sócios em detrimento de outros.

- **Modalidades**



Adaptado de Miguel Luís Melo, Revista Contabilidade, maio 2010

Procedimentos legais a ter em conta num aumento de capital:

1º – Deliberação em Assembleia Geral

Requisitos da deliberação

A deliberação de aumento de capital deve mencionar expressamente e considerando a respetiva modalidade: a modalidade do aumento do capital; o montante do aumento de capital; o montante nominal das novas participações; a natureza das novas entradas; o ágio, se o houver; os prazos dentro dos quais as entradas devem ser efetuadas; as pessoas que

participarão nesse aumento; as reservas que serão incorporadas (no caso de aumento por incorporação de reservas).

Para todos os efeitos internos, o capital considera-se aumentado e as participações consideram-se constituídas na data da deliberação, se da respetiva ata constar quais as entradas já realizadas e que não são exigidas por aquela, pela lei, ou pelo contrato a realização de outras entradas.

2º – Pedido de Registo Comercial

Após a deliberação de assembleia-geral deverá ser requerido, no prazo de dois meses sob pena de coima, o registo pelo sócio-gerente ou gerente, mandatário com procurações bastante, advogado ou solicitador.

Documentos comuns a qualquer aumento de capital social:

- Ata de deliberação da Assembleia-Geral (cópia autenticada ou livro de atas);
- Bilhete de Identidade e Número de Contribuinte, ou Cartão de Cidadão, do apresentante (representante legal);
- Contrato de sociedade alterado, nomeadamente, o artigo referente ao capital social;
- Formulário de registo por transcrição (documento interno do IRN).

Documentos específicos:

- Aumentos em espécie - Relatório de um Revisor Oficial de Contas sem interesse na sociedade, com data não inferior a 15 dias nem superior a 90 dias da data da deliberação de aumento de capital social (cfr art.º 28º, nº 4 e 5, do CSC).
- Aumentos por incorporação de reservas – (i) Balanço do exercício ou se já tiverem decorridos mais de três meses sobre a data de aprovação do balanço, um balanço especial, organizado e aprovado nos termos prescritos para o balanço anual e (ii) declaração do órgão de administração a declarar por escrito não ter conhecimento de que, entre a data do balanço e a data da deliberação, haja ocorrido diminuição patrimonial que obste ao aumento de capital. (cfr art.º 93º, nº2 do CSC.).
- Aumentos por entradas de novos sócios - declaração dos sócios como aceitam associar-se nas condições do contrato vigente e da deliberação de aumento do capital. Fazemos notar no caso de a sociedade possuir bens imóveis e se, por via do aumento de capital, um sócio passar a dispor de, pelo menos, 75% do capital social, ou se a sociedade ficar restrita a marido e mulher casados no regime da comunhão geral ou comunhão de adquiridos terá implicações fiscais e para tal deverá apresentar documento comprovativo do pagamento do Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis (IMT).

3º – Comunicações Oficiosas

Com a entrada em vigor do DL 122/2009 de 21 de Maio a comunicação, à DGCI, de alterações sujeitas a registo são efetuadas oficiosamente, por via eletrónica, pelos serviços de registo comercial, exceto da entrada de novo(s) sócios terão de ser comunicadas, através de impresso próprio, no prazo de 15 dias junto da Autoridade Tributária.

Já o aumento de capital não obriga a qualquer comunicação à Segurança Social, exceto se da entrada de novo(s) sócio(s) resultar uma alteração da gerência ou dos membros do conselho de administração. Neste caso, com a entrada em vigor do DL 122/2009 de 21 de Maio a comunicação, à DGCI, de alterações sujeitas a registo é efetuada oficiosamente, por via eletrónica, pelos serviços de registo comercial.

7.3.3 Oferta Pública de aquisição (“OPA”)

A oferta pública de aquisição, abreviadamente designada por OPA, é uma operação pela qual uma entidade (pessoa singular ou colectiva) se propõe adquirir a todos os accionistas da sociedade (ou a titulares de uma categoria de acções) as respectivas acções, podendo condicionar essa oferta à aceitação por titulares de certo número mínimo de acções ou limitá-la a um determinado número máximo de acções.

Estas operações encontram-se reguladas pelo Código de Valores Mobiliários, nos artigos 108.º e seguintes, visam assegurar o controlo da sociedade, constituindo mais um processo de concentração empresarial, como é geralmente reconhecido pela doutrina e que leva, muitas das vezes a estrutura accionistas a adoptar estratégias anti-OPA²¹.

7.3.4 Oferta Pública de venda (“OPV”)

A oferta pública de venda, abreviadamente designada por OPV, consiste numa operação pela qual um determinado acionista (pessoa singular ou colectiva) coloca à venda, no mercado, uma participação societária substancial.

Estas operações encontram-se reguladas pelo Código de Valores Mobiliários, em particular nos artigos 167.º, 170.º a 172.º. e quando têm como finalidade, não só a dispersão do capital social das empresas pelos investidores, mas também a negociação das acções em bolsa, costumam chamar-se, na linguagem corrente dos mercados *Inicial Public Offering* (“IPO’s”).

²¹ vide artigo 490.º do Código das Sociedades Comerciais

7.4 Conclusões

Como se poderá concluir o governo português tem vindo aprovar uma série de novas medidas para simplificar as operações de reestruturação empresarial, nomeadamente, na área da fusões e cisões. Visando, assim, torná-las mais simples e rápidas, reduzindo os custos diretos (com a eliminação de formalidades e publicações) e encargos administrativos (com taxas e emolumentos), no intuito de fomentar a competitividade no tecido empresarial, como contribuindo para a sobrevivência e manutenção de postos de trabalhos, o que é especialmente relevante face à crise internacional que se vive.

Por fim, cumpre recordar que estas operações, quando sejam de maior dimensão deverão ser antecedidas auditorias levadas a cabo por equipas multidisciplinares com conhecimentos ao nível patrimonial, ambiental, financeiro, fiscal, do ramo segurador, jurídico e contabilístico, entre outras especialidades aplicáveis ao ramo de atividade económica em causa. O mesmo não acontecerá em operações de menor dimensão ou, em que a situação da empresa alvo seja já conhecida, evitando-se desta forma custos com auditorias e peritos, bem como custos de oportunidade e potenciais lucros cessantes com o diferimento temporal correspondente ao tempo, normalmente despendido com essas diligências.

8. Financiamento das fusões e aquisições

Um dos elementos mais relevantes no que respeita ao processo, nomeadamente, tendente à aquisição de empresas prende-se com o respetivo financiamento (*acquisition finance*, *leveraged finance*).

Uma vez que estas operações envolvem, normalmente, pesados encargos para o comprador que deverá suportar os inerentes custos através de capitais próprios, como dinheiro em caixa, ou recorrendo a financiamento alheio, através da emissão de obrigações ou recorrendo a instituições de crédito. Sendo diversas as modalidades de financiamento que podem ser aplicadas, cumpre distinguir aqueles através da emissão de valores mobiliários e o financiamento bancário.

O financiamento em questão poderá envolver a concessão de crédito para múltiplos fins, e não só o pagamento do preço, com características e prazos de pagamento diversos – o que dará origem à correspondente celebração de múltiplos contratos, também eles com características diversas, em função do custo que se destinam a financiar. Por haver aqui uma operação organizada a um fim comum, a relação só beneficiará de tratamento integrado, sujeito a um regime comum, especialmente no que toca a deveres genéricos e vicissitudes, sob pena de arbitrariedade.

A dimensão e sensibilidade característica das operações de aquisição de empresas justificam um tratamento personalizado por parte do financiador. Os benefícios da contratação em massa não serão aqui aplicáveis, carecendo estas situações de um tratamento personalizado e adequado às características da operação e às necessidades dos intervenientes.

Para operações de elevado risco e/ou montante poderá haver a necessidade de procurar organizar uma Sindicação Bancária em que em vez de termos apenas uma instituição bancária como entidade financiadora se poderá ter 2 ou mais (*Club deals*).²²

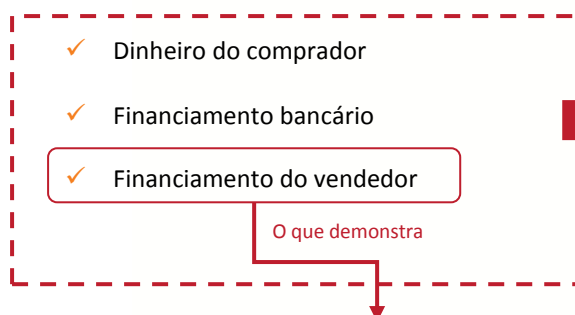
²² Este tipo de financiamento é acompanhado de cláusulas contratuais típicas, como as: (i) *pre-payment penalties*, (ii) *market flex*, (iii) *market disruption*, entre outras. E precedido por cartas de conforto, as designadas *sponsor papers* ou *credit letters*.

Existem ainda outras formas de financiamento comuns, mas pouco utilizadas em Portugal como:

Divida convertível	Mezzanine
É um tipo de vínculo que o titular pode converter em um determinado número de ações ordinárias do emitente ou dinheiro de igual valor. É uma segurança híbrida com características de capital-dívida. As obrigações convertíveis são mais frequentemente emitidos por empresas com uma classificação de crédito baixo e alto potencial de crescimento.	Refere-se a uma dívida subordinada. Os financiamentos Mezzanine podem ser estruturados ou como dívida (normalmente sem garantia e subordinada) ou ações preferenciais. É normalmente uma fonte de financiamento mais caro para uma empresa dado que não tem garantias reais, logo o risco é maior e o retorno também.

O financiamento não é proveniente unicamente das entidades financiadoras. É comum as instituições bancárias exigirem uma “demonstração de empenho” no financiamento deste tipo de projetos. Regra geral, no entanto, a maior parcela de financiamento destas operações provém sobretudo de instituições de crédito, e especialmente de instituições bancárias.

Numa venda o negócio é adquirido com:



- ✓ Confiança no negócio e no comprador
- ✓ Compromisso para com o sucesso do negócio

Pode ser estruturado com:

- ✓ Diferimento do pagamento e *earn-outs*
- ✓ Acordo de consultoria
- ✓ Arrendamento das instalações

Por forma a financiar a fechar o “diferencial” entre comprador e vendedor e simultaneamente financiar a operação procura-se além do financiamento bancário que o vendedor “financie” a aquisição através de **diferimento do pagamento** em períodos que normalmente poderão ir até 2 anos.

Os “**earn-outs**” são outra forma de pagamento vinculada ao cumprimento futuro de objetivos-lucros futuros da empresa, estruturando-se um pagamento adicional ao vendedor referente à parcela do lucro que exceder um objetivo mínimo previamente combinado. Esta modalidade é muito utilizada nas aquisições de empresas de tecnologia e serviços.

O **arrendamento** de instalações pode constituir uma outra forma de pagamento ao vendedor e é uma forma de financiamento ao comprador dado que o valor do negócio deverá reduzir-se pela retirada do ativo e aumento de custos pelo arrendamento das instalações. Também esta modalidade é muito utilizada nas aquisições de empresas de tecnologia e serviços, sendo que na indústria investidores imobiliários poderão substituir-se ao proprietário no arrendamento efetuando operações de “sales & leaseback” i.e. adquirindo o imóvel ao vendedor e arrendando ao comprador.

Existem ainda outras formas de financiamento com recurso a capitais externos em determinadas operações:

Private Equity e Capital de Risco - consiste na tomada de participações acionistas no capital de empresas em crescimento não cotadas em bolsa. O investimento pode ser usado assim para financiar o desenvolvimento de novos produtos e tecnologias, expandir o investimento em fundo de maneio, proceder a aquisições ou fortalecer o balanço de uma empresa

MBO – Management Buy-Out e Management Buy-In (MBI) são formas de financiamento bastante utilizadas. Variam em dimensão, âmbito e complexidade, mas tradicionalmente, resultam de um investimento relativamente baixo para a equipa de gestão que, não dispondo dos meios financeiros necessários, recorrem às capitais de risco e private equity.

Buy & Build - investimentos assentes em estratégias de concentração de larga escala e de expansão baseados no crescimento via aquisições de forma a beneficiar de sinergias de integração, economias de escala e gama e de notoriedade crescente de uma marca. Esta abordagem é utilizada em setores extremamente fragmentados.

Exemplo:

O exemplo da Moneris é a aplicação do “Buy & Build”.

LBO – Leverage Buy-Out consistem em aquisições financiadas em parte pelas próprias empresas recetoras do investimento. Nestes casos, a empresa financia-se junto de entidades bancárias para suportar o pagamento do preço devido aos acionistas vendedores. Quando o investimento é bem-sucedido e o valor da empresa aumenta ou se mantém após a compra alavancada, os investidores de risco realizam ganhos de capital num valor que representará um múltiplo do valor originalmente investido, que tende a ser pequeno (dado que uma grande parte foi com recurso a financiamento bancário). Tal ocorre porque os bancos que financiaram a compra recebem de volta apenas o valor do empréstimo, acrescido dos juros do período.

As compras alavancadas já foram objeto de críticas por forçarem as empresas a incorrerem dívidas elevadas, aumentando o risco de uma falência em caso de uma deterioração das condições de mercado

Financiamento em Bolsa

Alternext - NYSE Alternext é um mercado acionista vocacionado para a participação de Pequenas e Médias Empresas (PME). Nasceu em 17 de Maio de 2005 no seio do maior e mais líquido mercado acionista mundial - o NYSE Euronext. Algumas características do mercado são:

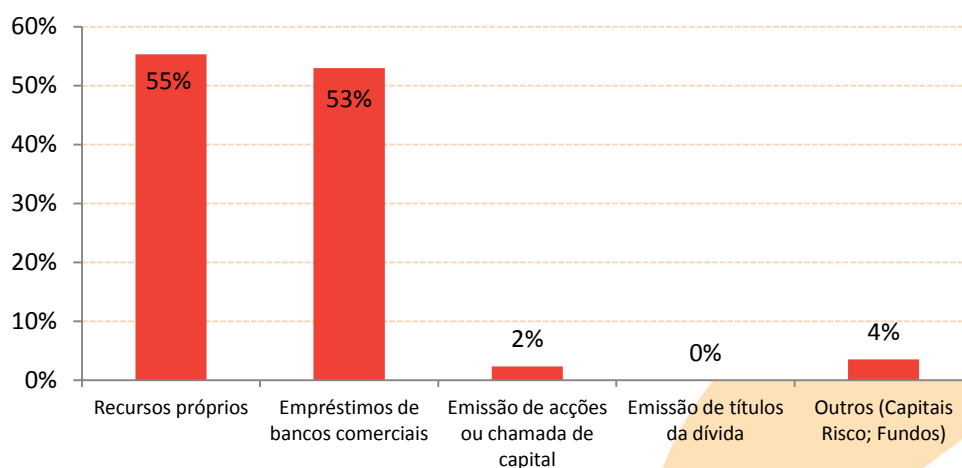
- ✓ Nas ofertas públicas de venda (OPV) a dispersão mínima para as sociedades que resultarem é de 2,5 milhões de euros. É necessário que o prospeto de admissão à cotação da empresa seja aprovado pelo regulador cuja informação é da responsabilidade da empresa e do banco encarregue da operação de alienação.
- ✓ Nas colocações privadas, os emitentes têm que fazer prova de que venderam pelo menos cinco milhões de euros a cinco ou mais investidores.

Exemplo:

Em Junho de 2012, a ISA - Intelligent Sensing Anywhere, SA colocou 1.500.000 ações, com o valor nominal de um euro, à negociação no NYSE Alternext em através de uma colocação particular. Foi a primeira empresa portuguesa a ser admitida à cotação neste mercado da NYSE Euronext, destinado às pequenas e médias empresas. Além do financiamento imediato os principais objetivos deste processo passaram por reforçar a notoriedade e credibilidade da ISA junto dos seus clientes, fornecedores e parceiros, no mercado nacional e internacional, beneficiar os seus acionistas atuais e futuros com as proteções e garantias oferecidas pelo NYSE Alternext Lisbon, facilitar futuros aumentos de capital social que sejam necessários ao desenvolvimentos das suas atividades, obter uma maior liquidez da participação dos seus acionistas atuais e futuros, bem como uma percepção mais clara do valor gerado pela atividade da empresa e permitir ao mercado um melhor acompanhamento e visibilidade da atividade da empresa e da evolução dos seus negócios.



Em termos de financiamento, e do estudo de benchmarking, junto dos associados da AIP, e para um eventual processo de fusão ou aquisição, foram referidas como prioritárias as seguintes fontes de financiamento:

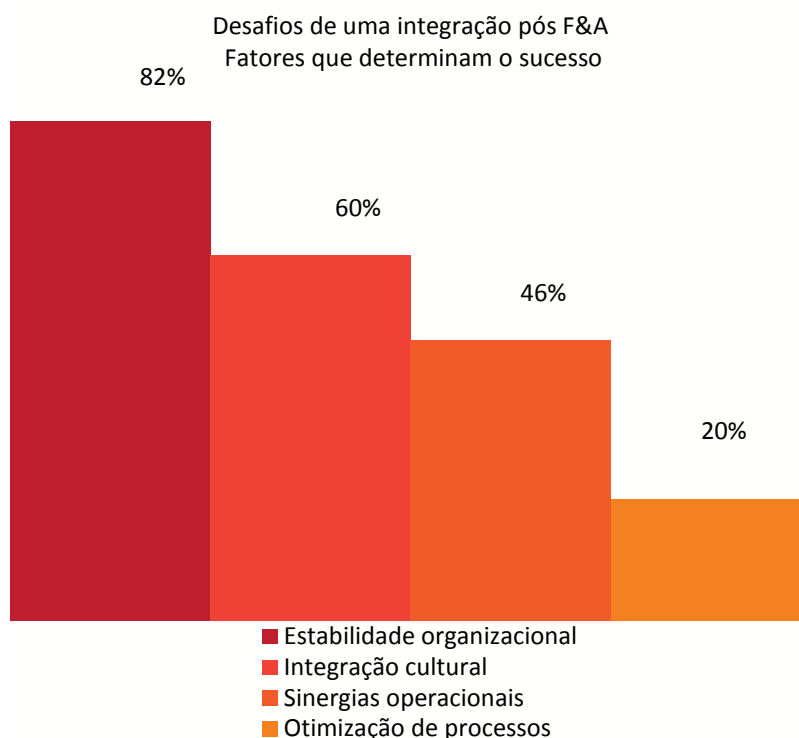


9. Consultoria e monitorização das concentrações de atividades empresariais (*Post-Deal*)

O sucesso de uma aquisição não advém exclusivamente de negociações difíceis ou do preço de compra. A questão crítica é a correta abordagem à integração pós-fecho.

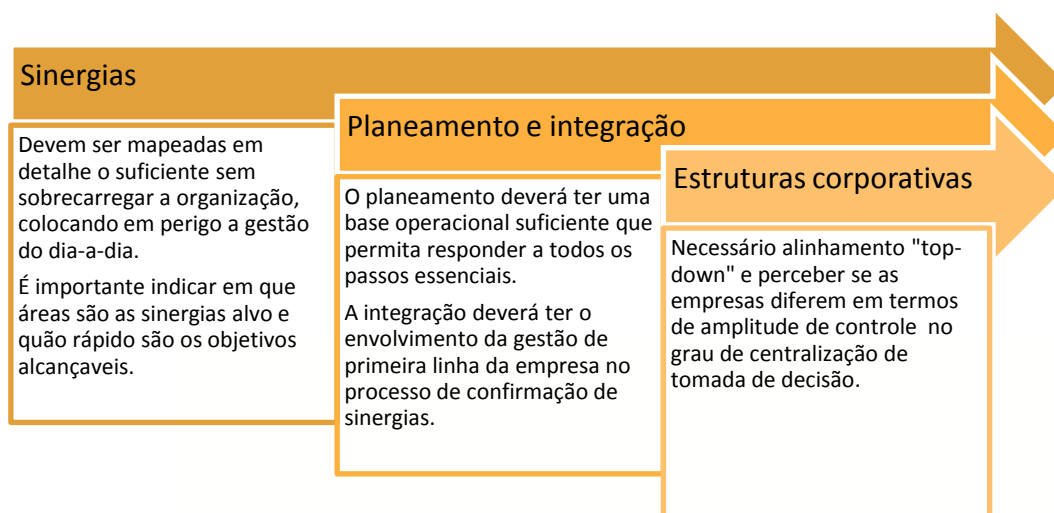
Quando a transação é concluída é quando começa “o trabalho de campo” nas várias vertentes que afetam as empresas como um “todo”. Nenhum outro projeto de gestão empresarial é tão complexo e representa um alto risco de erro tal como uma integração pós-negócio porque nem todas as aquisições conseguem gerar as sinergias esperadas e criação de valor adicional pelo que muitos negócios acabam por falhar por falta de planeamento e da ausência de expectativas realistas sobre esta fase.

Numa pesquisa que a revista *Business Week* realizou entre gestores, cerca de 40% indicaram o processo pós-fecho para o fracasso da operação, 27% indicou o preço da aquisição e apenas 15 por cento indicou motivos relacionados com a empresa alvo. Os problemas com o processo de integração foram provocados principalmente pelos fatores no gráfico abaixo indicados.



Fonte: Business Week

Cada transação é única, mas deverá ser planeada e implementada de acordo com as melhores práticas de forma a aumentar as probabilidades de sucesso da operação de F&A.



O comprador deverá reunir uma equipa de transição focada na integração e que se deverá preparar para tal pelo menos aquando da *Due Diligence*. Esta equipa multidisciplinar deverá nessa altura começar a “entender” a empresa alvo, as sinergias propostas para a criação de valor e um plano de implementação. A importância de um plano é grande porque se não existir um plano detalhado, não será possível quantificar e medir o sucesso da integração.

Normalmente a equipa multidisciplinar integra elementos das seguintes áreas:

- ✓ Financeira em que faz o interface em questões como banca, pagamentos, processamento de salários, fundo de manuseio, entre outros.
- ✓ Operacional para as questões como ordens de compra, serviço ao cliente, acompanhamento pós-venda, métodos de produção, entre outros.
- ✓ Recursos humanos que deverá ajudar na transição e no choque de culturas (conforme veremos mais à frente), lidar com questões relacionadas com a passagem de expectativas da empresa adquirente e questões financeiras como política de aumentos salariais, prémios, e outros.
- ✓ Tecnologias de informação na passagem e harmonização de questões tecnológicas e ainda deverá estar disponível para ajudar os colaboradores da empresa adquirida em questões tecnológicas como telefones, computadores, contas de e-mail, etc. De realçar o papel preponderante das TI nos nossos dias e a importância desta área no sucesso de uma integração.

9.1. Planear os primeiros 90 dias

Duas empresas não se integram sem que a gestão de ambas as empresas trabalhem em conjunto e de forma coordenada para que se perceba como, quando e o quê é suposto integrar. Questões tão simples como fazer o pedido de estacionamento pode ser uma tarefa difícil quando não se sabe quem deve fazer o quê.

O adquirente pode ter um procedimento e fornecedores diferentes, pelo que esta informação básica e de gestão corrente deve ser partilhada assim que possível ou a organização poderá ficar imóvel e sem capacidade de resposta.

O comprador quando executa a negociação terá provavelmente as suas ideias relativamente a questões como a referida acima, mas se não as comunica corretamente às pessoas que as irão executar as funções poderão ficar perdidas no “éter”. Também não se aconselha “despejar” tudo de uma só vez em cima dos colaboradores, mas sim executar a mudança por níveis de prioridade sendo o mais urgente o que afeta a gestão corrente, ao menos urgente que é o estratégico.

9.1.1. Mudança imediata

No momento em que a transação ocorre o comprador deverá estar preparado para comunicar o seguinte:

- ✓ Nome da empresa, dados de contacto: os colaboradores deverão usar o nome da empresa adquirida, usar o nome do adquirente ou outro? Usarão os mesmos dados de contacto ou terão novo e-mail e telefones? Terão um novo sítio de internet? Precisam de usar mudar a assinatura do e-mail? Mesmo que tudo fique igual, é importante comunicar aos colaboradores que de momento tudo permanecerá igual e que serão dadas novas indicações brevemente.
- ✓ Processamento de salários: serão mantidos os mesmos dias de pagamento ou serão alterados? Se são os mesmos é importante saber quais são e cumprir religiosamente e se são alterados é importante informar os colaboradores da mudança. As pessoas trabalham por dinheiro, pelo que é importante que este assunto seja tratado com a máxima diligência.
- ✓ Informação da nova gestão: os colaboradores necessitam de saber quem é o novo acionista e a nova gestão, caso tenham alguma questão que queiram colocar.
- ✓ Clientes: é vital informar assim que possível para que não saibam por terceiros. A forma de anúncio depende do número de cliente e grau de importância, sendo que um contacto pessoal é sempre mais próximo que uma indicação por escrito. É importante ter os colaboradores da empresa adquirida totalmente informados e preparados para responder a questões que venham a ser colocadas pelos clientes.
- ✓ Equipa de vendas: além de questões relacionadas com dados para contacto, precisam de saber se os procedimentos de vendas se mantêm ou deverão ser alterados.

9.1.2. Nos primeiros 30 dias

Muito embora se deva comunicar a mudança de aspetos correntes importantes, não se deve inundar os colaboradores com todas as mudanças nos primeiros dias de pós-fecho, sendo preferível deixar assimilar a mudança e depois atuar firmemente:

- ✓ Mudanças operacionais: como nas orientações de compras, fornecedores, procedimentos relacionados e outros fazem mais sentido que ocorram no primeiro mês após-fecho.
- ✓ Recursos humanos: a atualização das fichas de colaboradores e linhas de orientação relativamente a política de RH deve ser feita nos primeiros 30 dias. Se estiver previsto o despedimento de recursos o ideal é que seja feito assim que possível porque é um processo difícil, pelo que quanto mais cedo terminar melhor.

9.1.3. Nos primeiros 90 dias

- ✓ Mudança ou encerramento de operações: se estava previsto a mudança de instalações ou fecho de atividade, executar essas mudanças num período de 90 dias (ou por vezes até num período de tempo mais alargado) faz todo o sentido dado que são questões estratégicas e não correntes.
- ✓ TI e mudanças de software: após o take-over de áreas como RH, compras e vendas faz sentido iniciar a mudança de TI e questões relacionadas.

9.2. Questões culturais

Na maior parte das integrações o choque de culturas organizacionais é das maiores questões a ultrapassar. Não existem 2 empresas com a mesma cultura e as diferenças geográficas (se existirem) podem aumentar essas discrepâncias. As diferenças vão para além do óbvio, como podem ser a forma de escrever ou falar, como os exemplos abaixo referidos:

- ✓ Algumas culturas com uma estrutura hierárquica mais horizontal os subordinados respeitam as decisões da chefia, mas expressam as suas opiniões mesmo as que são diferentes das da chefia. Culturas com uma estrutura hierárquica verticalizada, os subordinados tendem a ver as chefias como “distantes” e raramente expressam as suas opiniões especialmente se foram diferentes. Os compradores deverão procurar ter esta perceção cultural por forma a atuarem diligentemente, caso contrário correm o risco de criar muita “confusão” e “mal-entendidos” na integração.
- ✓ Outra diferença cultural é a forma como a gestão comunica com os colaboradores. Há culturas em que indicar claramente que há um problema com a execução do trabalho pode ser entendido como rude, pelo que é necessário um reforço positivo antes ou depois da correção feita enquanto noutra tipo de culturas empresariais se se atuar dessa forma os colaboradores tendem a perceber sinais contraditórios e o objetivo da correção poderá perder-se.
- ✓ Uma terceira, mas não menos importante diferença cultural é a velocidade com que os colaboradores executam uma tarefa pelo que uma empresa adquirente tem de estar preparada para lidar com uma atitude inicial em que a velocidade de resposta seja diferente, mas trabalhar no sentido de a uniformizar.

9.3. Erros a evitar em F&A

1. **Fecho: assumir que o negócio está concluído após ONV ou CPCV**

Quer a oferta não vinculativa, quer o contrato promessa de compra e venda são documentos chave uma vez que definem os pilares da transação e são a base para o contrato final de compra e venda, mas por vezes os vendedores caem no erro de achar que o trabalho está completo com a assinatura dos mesmos. Não raros são os negócios que caem com a realização da *Due Diligence*.

2. **Preço: valor de venda elevado sem racional**

Muitos vendedores pedem um valor pelo negócio que incorpora um prémio de “valor sentimental” sem um racional de valorização que o sustente.

3. ***Due Diligence*: não estar preparado**

Provavelmente o erro mais comum dos vendedores, é não estar preparado para a *Due Diligence* que o comprador faz antes da concretização do negócio. Quer por não ter os documentos prontos para o agendamento de uma data quer porque por vezes não revelam questões que vêm mais tarde a ser detetadas nas DDs.

4. **Confidencialidade: quebra de acordo**

Não respeitar a confidencialidade ao falar sobre a transação a não intervenientes pode ter consequências devastadoras para o vendedor porque a concorrência pode-se aproveitar desse fato para criar instabilidade em particular junto dos colaboradores e dos clientes.

9.4. Check-list para F&A

De acordo com João Carvalho das Neves (ABC das Fusões & Aquisições) uma F&A deverá seguir o seguinte roteiro:

- ✓ A empresa adquirente tem características de tal modo únicas para efetuar a aquisição que não existem concorrentes que possam fazer ofertas que tornem o preço de aquisição demasiadamente elevado?
- ✓ **A Fusão ou Aquisição é consistente com a estratégia da empresa adquirente?**
- ✓ A sociedade adquirente fez a *Due Diligence* aos negócios da empresa a adquirir numa perspetiva de gestão e não apenas a tradicional auditoria financeira e legal?
- ✓ A sociedade adquirente tem capacidade para “digerir” facilmente a aquisição com a dimensão da sociedade alvo?
- ✓ Existe sinergia operacional e de mercado ente as empresas?
- ✓ A empresa adquirente está disposta a partilhar capital, mercados e tecnologia com a empresa adquirida?
- ✓ Existem planos para aumentar a produtividade dos ativos conjuntos?
- ✓ As sociedades adquirente e alvo têm culturas compatíveis?
- ✓ As sociedades em causa partilham a mesma visão?
- ✓ **As empresas serão capazes de alinhar as suas capacidades de gestão depois da aquisição?**
- ✓ Os gestores de topo conseguem subordinar o seu ego ao bem comum da nova organização?
- ✓ As sociedades têm um programa eficaz de comunicação para ajudar no processo de integração?
- ✓ A sociedade adquirente vai esforçar-se por realizar uma integração rápida e eficaz na implementação da nova visão para a empresa?

Destacaríamos duas questões fundamentais elas seriam sobre a consistência da F&A no âmbito da estratégia empresarial da empresas adquirente e a capacidade de alinhamento da gestão no pós-aquisição. Se na primeira procuramos perceber à partida se a operação faz sentido, na segunda procuramos perceber se a gestão vai conseguir fazer a entrega de valor acionista que é na sua base o “value driver” de qualquer operação de F&A.

10. Casos práticos de Benchmark em M&A

Por motivos de confidencialidade dos casos infra, serão omitidos os nomes das entidades envolvidas.

Caso 1 - Metalcresce	
Descrição	Uma unidade industrial metalúrgica com um volume de vendas de 15M€ estava interessada em ser alienada por motivos de sucessão
Avaliação	Com um EBITDA de cerca de 3,5M€ e 2M€ de dívida
Oferta	Investidores estavam dispostos a oferecer um múltiplo de 5x EBITDA o que totalizada cerca de 17,5M€
Elementos processuais desenvolvidos e negociação	✓ Venda da totalidade dos capitais mediante negociação sobre preço, condições de pagamento, garantias, período de transição dos colaboradores chave e acordo de não concorrência ✓ Valorização com base no FCD e múltiplos de mercado ✓ Exclusão de ativos e passivos extra-exploração ✓ <i>Due Diligence</i> ✓ Um processo negocial com vendedores e investidor após ONV. Procuraram-se investidores financeiros e foram identificadas 2 Private Equity interessadas. Dado o diferencial entre o valor pedido pelo vendedor e investidor. ✓ Alteração da operação de venda de 100% do capital para 50% aumentando a alavancagem da operação. O proprietário fez um primeiro encaixe e passados 5 anos um segundo em conjunto com a PE
Projeto assente em	✓ Fluxos de caixa estáveis ✓ Crescimento nos mercados internacionais ✓ Contratação de um gesto, fazendo a transição de uma gestão familiar para uma empresa com gestão profissional ✓ Alavancagem da operação
Desafios Pós-integração	✓ Passagem de base acionista familiar com entrada de Private Equity ✓ Alteração da gestão e “perca” de controlo de antigos proprietários ✓ Retenção dos clientes
Resultados	Foi alcançada uma rentabilidade de 26% para os capitais próprios investidos nesta operação

Caso 2 - Carenor	
Descrição	Um investidor estratégico do sul do país procurava e adquiriu unidade do setor da saúde no norte do país com um volume de vendas de entre 1,5M€ e 3M€
Avaliação	Com base no EBITDA e VN
Oferta	Investidores valorizaram a aquisição em 2x vendas
Elementos processuais desenvolvidos e negociação	✓ Venda da totalidade dos capitais mediante negociação sobre preço, condições de pagamento, garantias, período de transição dos colaboradores chave e acordo de não concorrência. ✓ Valorização com base no FCD e múltiplos de mercado ✓ Exclusão de ativos e passivos extra-exploração ✓ <i>Due Diligence</i> ✓ Um processo negocial com vendedores e investidor após ONV. Procuraram-se investidores financeiros e foram identificadas 2 Private Equity interessadas. Dado o diferencial entre o valor pedido pelo vendedor e investidor ✓ Acordo de não concorrência por 2 anos e de consultoria por 1 ano por parte dos vendedores
Projeto assente em	✓ Diversificação de mercados de investidor estratégico ✓ Fluxos de caixa estáveis ✓ Sinergias de compras na negociação com fornecedores
Desafios Pós-integração	✓ Rápida transição de antigos para novos proprietários ✓ Diferenças culturais – estrutura horizontal do adquirente versus estrutura verticalizada e centrada nos antigos donos
Resultados	Apesar do arranque difícil na transição e da perda de 10% de clientes, foi possível criar sinergias de custos na casa dos 20%. Passados 2 anos as vendas ultrapassaram o volume de negócios à data de aquisição

Caso 3 - Serviceline	
Descrição	Processo aquisitivo na área de prestação de serviços a 23 empresas com vista a criar o maior player nacional do seu setor.
Avaliação	Com base no EBITDA
Oferta	Investidores valorizaram as aquisições com base no EBITDA, de acordo com as tipologias de aquisição e as respectivas negociações.
Elementos processuais desenvolvidos e negociação	✓ Aquisição da totalidade ou parcialidade dos capitais mediante negociação sobre preço, condições de pagamento, garantias, período de transição dos colaboradores chave e acordo de não concorrência. ✓ Valorização com base no FCD e múltiplos de mercado ✓ Exclusão de ativos e passivos extra-exploração ✓ <i>Due Diligence</i> ✓ Um processo negocial com os vendedores
Projeto assente em	✓ Eficiência de custos, ✓ Uniformização de processos e tecnologia ✓ Diversificação concêntrica da oferta de novos produtos
Desafios Pós-integração	✓ Harmonização das diferenças técnicas e estilo de liderança dos escritórios ✓ Introdução dos novos serviços ✓ Reconhecimento da marca aos clientes das unidades adquiridas
Resultados	Passa de uma faturação de 1M€ para 12M€ num período de 5 anos pela aquisição de 23 empresas Foi atingida a liderança no setor o que possibilitou um novo ciclo com a internacionalização da empresa.

11. Aspetos contabilísticos das concentrações de atividades empresariais

O Sistema de Normalização Contabilística (SNC) foi publicado pelo Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de julho, com entrada em vigor no dia 1 de janeiro de 2010, e revogou o Plano Oficial de Contabilidade (POC), as Diretrizes Contabilísticas (DC) e demais legislação complementar. Com a publicação do DL 158/2009, a CNC manifestou a preocupação de integrar no próprio diploma legal a temática da consolidação de contas, incluindo a respetiva disciplina jurídica e normativa, estabelecendo os requisitos relativos à obrigatoriedade de certas entidades terem de preparar e apresentar demonstrações financeiras consolidadas, bem como à sua dispensa e exclusão. Com efeito, o seu artigo 2.º contém um conjunto de definições relacionadas com a consolidação de contas conforme segue:

Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de julho - Artigo 2.º Definições	
Controlo	O poder de gerir as políticas financeiras e operacionais de uma entidade ou de uma atividade económica a fim de obter benefícios da mesma.
Demonstrações financeiras consolidadas	As demonstrações financeiras de um grupo apresentadas como as de uma única entidade económica.
Empresa mãe	Uma entidade que detém uma ou mais subsidiárias.
Subsidiária	Uma entidade, ainda que não constituída sob a forma de sociedade, que é controlada por uma outra entidade, designada por empresa mãe.

As entidades cotadas em bolsa elaboram as suas demonstrações financeiras em conformidade com as normas internacionais de contabilidade adotadas nos termos do artigo 3.º do Regulamento (CE) n.º 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho. As empresas dos setores não financeiros que não tenham valores cotados em bolsa, também designadas por entidades do regime geral, aplicam as Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro (NCRF), exceto se pela sua reduzida dimensão possam aplicar a Norma Contabilística e de Relato Financeiro para Pequenas Entidades (NCRF-PE) ou a Normalização Contabilística para Microentidades (NCM)²³. O quadro *infra* contém os limites de enquadramento dos normativos contabilísticos por tipo de entidade, consoante a sua dimensão:

²³ As pequenas entidades e as microentidades que integrem o perímetro de consolidação de uma entidade que apresente demonstrações financeiras consolidadas ao abrigo dos artigos 6.º a 8.º do Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de julho, devem utilizar as 28 NCRF e elaborar o conjunto completo de demonstrações financeiras de finalidades gerais.

Âmbito de aplicação dos normativos contabilísticos por tipo de entidades privadas	
Entidades cotadas em bolsa	- Aplicam as Normas internacionais de contabilidade (IAS/IFRS) emitidas pelo IASB, tal como adotadas pela União Europeia (UE)
Entidades do regime geral	- Sistema de Normalização Contabilística (SNC) - Aplicam o conjunto das 28 Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro (NCRF) - Entidades que ultrapassam os limiares de enquadramento das micro e pequenas entidades, ou não ultrapassado tenham as suas demonstrações financeiras sujeitas à certificação legal de contas, por razões legais ou estatutárias
Pequenas entidades	- Sistema de Normalização Contabilística (SNC) - Aplicam a Norma Contabilística e de Relato Financeiro para Pequenas Entidades (NCRF-PE), em alternativa ao restante normativo contabilístico - Entidades que não ultrapassem, durante dois exercícios consecutivos, dois dos três limites seguintes, salvo quando por razões legais ou estatutárias demonstrações financeiras sujeitas à certificação legal de contas: a) total do balanço: 1 500 000 €; total de vendas líquidas e outros rendimentos: 3 000 000 €; e número de trabalhadores empregados em média durante o exercício: 50
Microentidades	- Normalização Contabilística para Microentidades (NCM) - Aplicam a Norma contabilística para microentidades (NC-ME) - Entidades que não ultrapassem, durante dois exercícios consecutivos, dois dos três limites seguintes, salvo quando por razões legais ou estatutárias demonstrações financeiras sujeitas à certificação legal de contas: a) total do balanço: 500 000 €; volume de negócios líquido: 500 000 €; e número médio de empregados durante o exercício: 5
Entidades do setor não lucrativo	- Sistema de Normalização Contabilística (SNC) - Normalização Contabilística para Entidades do Setor Não Lucrativo (ESNL) - Aplicável às entidades que prossigam a título principal uma atividade sem fins lucrativos e que não possam distribuir aos seus membros ou contribuintes qualquer ganho económico ou financeiro direto, designadamente associações, fundações e pessoas coletivas públicas de tipo associativo, com exceção das cooperativas - Aplicam a Norma contabilística e de relato financeiro para entidades do setor não lucrativo (NCRF-ESNL)

11.1. NCRF relacionadas com os grupos económicos

As 28 normas contabilísticas e de relato financeiro (NCRF) são o núcleo central do regime geral do SNC. Em matéria de contabilidade dos grupos económicos existem quatro normas fundamentais, que se apresentam no quadro seguinte:

NCRF relacionadas com os grupos económicos, com indicação das IAS/IFRS correspondentes		
NCRF 5	Divulgações de partes relacionadas	IAS 24
NCRF 13	Interesses em empreendimentos conjuntos e investimentos em associadas	IAS 28 e 31
NCRF 14	Concentrações de atividades empresariais	IFRS 3
NCRF 15	Investimentos em subsidiárias e consolidação	IAS 27

Para além das quatro NCRF supra indicadas, também a NCRF 12 – Imparidade de ativos e a NCRF 25 – Impostos sobre o rendimento, assumem um papel relevante na temática da consolidação de contas, tendo em consideração a necessidade de realização de testes anuais de imparidade ao *Goodwill* adquirido no âmbito de concentrações de atividades empresariais, que constam na primeira e a recorrência da utilização dos impostos diferidos que constam da segunda, originados, por exemplo, pelas anulações das margens contidas em ativos transacionados pelas empresas do grupo e que ainda se mantenham dentro do perímetro de consolidação.

É também importante destacar as orientações contidas na NI (Norma Interpretativa) 2 – Uso de técnicas de valor presente para mensurar o valor de uso, para efeitos da definição da metodologia a utilizar nos testes de imparidade, nomeadamente a estimação dos fluxos de caixa previsionais, horizonte de avaliação e taxa de atualização a usar.

11.1.1. Divulgações de partes relacionadas

O objetivo da NCRF 5 é o de prescrever que, nas demonstrações financeiras de uma entidade, se incluam as divulgações necessárias para chamar a atenção para a possibilidade de que a sua posição financeira e resultados possam ter sido afetados pela existência de partes relacionadas e por transações e saldos pendentes com as mesmas.

Na prática, trata-se de uma norma conexas com a ISA 550 – Partes Relacionadas²⁴, que apenas fornece orientações em matéria de divulgação no Anexo, visando chamar a atenção dos utentes da informação financeira acerca dos possíveis impactos resultantes da dependência entre entidades e da aplicação ou não do justo valor na formação do preço inerente às suas transações.

²⁴ ISA – Abreviatura de norma internacional de auditoria.

A matéria também tem conexão com a temática dos preços de transferência prevista no Código do IRC, constituindo assim um ponto de interseção entre a contabilidade, a auditoria e a fiscalidade.

PARTES RELACIONADAS		
Contabilidade	Fiscalidade	Auditoria
NCRF 5	CIRC - Preços de transferência	ISA 550

A norma aplica-se integralmente nas divulgações a efetuar nas contas individuais de todas as partes relacionadas, abrangendo empresas mãe, subsidiárias, associadas, empreendedores, entidades conjuntamente controladas, pessoal chave da gestão e outras partes relacionadas²⁵. Com é evidente, em matéria de contas consolidadas não há lugar à divulgação dos saldos pendentes e transações entre a empresa mãe e as suas subsidiárias, na medida em que foram eliminados por via do processo de consolidação previsto na NCRF 15.

Um aspeto importante a destacar tem a ver com a definição dos conceitos de controlo, controlo conjunto e influência significativa, os quais são determinantes para destrinçar a existência de relacionamentos entre empresa mãe – subsidiária, empreendedor numa entidade conjuntamente controlada e investidor numa associada, respetivamente, os quais são desenvolvidos em sede própria na NCRF 13 e na NCRF 15.

Em resumo, podem identificar-se três tipos de relacionamento distintos, como segue:

Investidor	Investida	Elemento essencial	Norma aplicável
Empresa mãe	Subsidiária	Existência de controlo	NCRF 15
Empreendedor	Entidade conjuntamente controlada	Existência de controlo conjunto, plasmado em acordo contratual	NCRF 13
Investidor	Associada	Existência de influência significativa	NCRF 13

²⁵ A divulgação correta dos saldos e transações entre partes relacionadas é fundamental para auxiliar todo o processo de consolidação de contas por parte das empresas mãe ou de empreendedores em entidades conjuntamente controladas, bem como para aplicar o método de equivalência patrimonial nas contas individuais, quer por empresas mãe, quer por investidores em associadas. Como exemplos de transações a divulgar feitas entre entidades relacionadas, salientam-se: (a) Compras ou vendas de bens (acabados ou não acabados); (b) Compras ou vendas de propriedades e outros ativos; (c) Prestação ou receção de serviços; (d) Locações; (e) Transferências de pesquisa e desenvolvimento; (f) Transferências segundo acordos de licenças; (g) Transferências segundo acordos financeiros (incluindo empréstimos e contribuições de capital em dinheiro ou em espécie); (h) Prestação de qualquer tipo de garantia; e (i) Liquidação de passivos em nome da entidade ou pela entidade em nome de outra parte.

11.1.2. Método da equivalência patrimonial (MEP)

O método da equivalência patrimonial (MEP) é um método de contabilização pelo qual o investimento ou interesse é inicialmente reconhecido pelo custo e posteriormente ajustado em função das alterações verificadas, após a aquisição, na quota-parte do investidor ou do empreendedor nos ativos líquidos da investida ou da entidade conjuntamente controlada. Os resultados do investidor ou empreendedor incluem a parte que lhe corresponda nos resultados da investida ou da entidade conjuntamente controlada. Em resumo, podemos identificar os seguintes procedimentos contabilísticos ao nível da aplicação do MEP:

- ✓ O investimento numa entidade é inicialmente reconhecido pelo custo;
- ✓ Na aquisição do investimento, qualquer diferença entre o custo do investimento e a parte do investidor no justo valor líquido dos ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis da associada é contabilizada de acordo com a NCRF 14 - Concentrações de atividades empresariais. Portanto:
 - a) O *Goodwill* relacionado com uma associada é incluído na quantia escriturada do investimento e não é permitida a sua amortização, ficando todo o investimento sujeito a testes anuais de imparidade;
 - b) Qualquer excesso da parte do investidor no justo valor líquido dos ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis da associada acima do custo do investimento é excluído da quantia escriturada do investimento e é incluído como rendimento na determinação da parte do investidor nos resultados da associada do período em que o investimento é adquirido;
- ✓ A quantia escriturada é aumentada ou diminuída para reconhecer a parte do investidor nos resultados da investida depois da data da aquisição;
- ✓ A parte do investidor nos resultados da investida é reconhecida nos resultados do investidor;
- ✓ As distribuições recebidas de uma investida reduzem a quantia escriturada do investimento;
- ✓ A quantia escriturada é aumentada ou diminuída em função do interesse proporcional do investidor na investida resultante de alterações no capital próprio desta e que não tenham sido reconhecidas nos seus resultados. Tais alterações incluem as resultantes da revalorização de ativos fixos tangíveis e das diferenças de transposição de moeda estrangeira. A parte do investidor nessas alterações é reconhecida diretamente no seu capital próprio;
- ✓ Os resultados provenientes de transações «ascendentes» e «descendentes» entre um investidor (incluindo as suas subsidiárias consolidadas) e uma associada são reconhecidos nas demonstrações financeiras do investidor somente na medida em que correspondam aos interesses de outros investidores na associada, não relacionados com o investidor. Transações «ascendentes» são, por exemplo, vendas de ativos de uma associada ao investidor. Transações «descendentes» são, por exemplo, vendas de ativos do investidor a uma associada. Assim, a parte do investidor nos resultados da associada,

resultantes destas transações, é eliminada, reconhecendo-se também o impacto dos correspondentes impostos diferidos;

- ✓ Serão feitos ajustamentos apropriados na parte do investidor nos resultados da associada, após a aquisição, para contabilizar, por exemplo, a depreciação dos ativos depreciables baseada nos seus justos valores à data da aquisição, reconhecendo-se também o impacto dos correspondentes impostos diferidos;
- ✓ Serão feitos ajustamentos apropriados na parte do investidor nos resultados da associada, após a aquisição, para ter em conta perdas por imparidade reconhecidas pela associada em itens tais como o *Goodwill* ou ativos fixos tangíveis, reconhecendo-se também o impacto dos correspondentes impostos diferidos;
- ✓ Se a parte de um investidor nas perdas de uma associada igualar ou exceder o seu interesse na associada, o investidor descontinua o reconhecimento da sua parte de perdas adicionais;
- ✓ Depois de o interesse do investidor ser reduzido a zero, as perdas adicionais são tidas em conta mediante o reconhecimento de um passivo, só na medida em que o investidor tenha incorrido em obrigações legais ou construtivas ou tenha feito pagamentos a favor da associada. Se posteriormente a associada relatar lucros, o investidor retoma o reconhecimento da sua parte nesses lucros somente após a sua parte nos lucros igualar a parte das perdas não reconhecidas.
- ✓ O investidor deve segregar os aumentos da quantia escriturada do investimento resultantes de resultados ou outras variações do capital próprio da associada que esta ainda não tenha distribuído, numa conta de ajustamentos em ativos financeiros (conta 571), na medida em que não pode proceder à sua distribuição por não se encontrarem ainda realizados.

11.1.3. Concentrações de atividades empresariais

O objetivo da NCRF 14 é o de prescrever o tratamento, por parte de uma entidade, quando esta empreende uma concentração de atividades empresariais, entendida como a junção de entidades ou atividades empresariais separadas numa única entidade que relata. Em particular, a norma estabelece que todas as concentrações de atividades empresariais devem ser contabilizadas pela aplicação do método de compra²⁶. Por isso, a adquirente reconhece os ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis da adquirida pelos seus justos valores à data de aquisição, e reconhece também o *Goodwill*²⁷, que é posteriormente testado quanto à imparidade, não sendo assim amortizado.

²⁶ A aplicação do método de compra envolve os seguintes passos: a) Identificar uma adquirente; b) Mensurar o custo da concentração de atividades empresariais; e c) Imputar, à data da aquisição, o custo da concentração de atividades empresariais aos ativos adquiridos e passivos e passivos contingentes assumidos.

²⁷ O *Goodwill* corresponde a benefícios económicos futuros resultantes de ativos que não são capazes de ser individualmente identificados e separadamente reconhecidos.

O resultado de quase todas as concentrações de atividades empresariais é que uma entidade, a adquirente, obtém o controlo de uma ou mais atividades empresariais diferentes, as adquiridas. Uma concentração de atividades empresariais pode ser estruturada numa variedade de formas por razões legais, fiscais ou outras. Assim, pode:

- ✓ Envolver a compra por parte de uma entidade do capital próprio de outra entidade;
- ✓ Envolver a compra de todos os ativos líquidos de outra entidade, o assumir dos passivos de outra entidade, ou a compra de alguns dos ativos líquidos de outra entidade que em conjunto formem uma ou mais atividades empresariais;
- ✓ Concretizar-se pela emissão de instrumentos de capital próprio, pela transferência de caixa, equivalentes de caixa ou outros ativos, ou por uma combinação dos mesmos;
- ✓ Ser entre os acionistas das entidades concentradas ou entre uma entidade e os acionistas de outra entidade;
- ✓ Envolver o estabelecimento de uma nova entidade para controlar as entidades concentradas ou os ativos líquidos transferidos, ou a reestruturação de uma ou mais das entidades concentradas.

Exemplo:

Como exemplos de concentrações de atividades empresariais podem elencar-se as operações de fusão; a aquisição por parte de uma empresa mãe (adquirente) de uma participação numa subsidiária (adquirida); ou a aquisição dos ativos líquidos, incluindo qualquer *Goodwill*, de outra entidade em vez da compra do capital próprio dessa outra entidade. Quando uma entidade adquire um grupo de ativos ou de ativos líquidos que não constitua uma atividade empresarial, ela deve imputar o custo do grupo entre os ativos e passivos individuais identificáveis do grupo com base nos seus justos valores à data da aquisição. Contudo, se existir *Goodwill* num conjunto transferido de atividades e ativos, deve presumir-se que o conjunto transferido é uma atividade empresarial.

No âmbito desta NCRF, a adquirente deve mensurar o custo da concentração de atividades empresariais e imputá-lo, à data da aquisição, aos ativos adquiridos e passivos e passivos contingentes assumidos. O custo da concentração de atividades empresariais é o agregado:

- ✓ Dos justos valores, à data da troca, dos ativos cedidos, dos passivos incorridos ou assumidos e dos instrumentos de capital próprio emitidos pela adquirente, em troca do controlo sobre a adquirida; mais
- ✓ Quaisquer custos diretamente atribuíveis à concentração de atividades empresariais. Os parágrafos 27 a 31 da IFRS 3 - Concentrações de Atividades Empresariais, em conformidade com o texto original do Regulamento (CE) 1126/2008 da Comissão, de 3 de novembro, proporcionam orientações adicionais sobre o custo de uma concentração de atividades empresariais, salientando-se a inclusão de:
 - a) Passivos incorridos ou assumidos pela adquirente em troca do controlo da adquirida; e

- b) Honorários profissionais pagos a contabilistas, juristas, avaliadores e outros consultores, desde que diretamente atribuíveis à concentração.

Exemplo de aplicação

Em 31 de dezembro do ano 20N12 a Adquirente A adquiriu 60% do capital da Adquirida B, tendo pago aos acionistas vendedores de B € 1 000 000 pela aquisição das ações. Para além do pagamento aos acionistas de B, pagou € 50 000 a auditores, juristas e avaliadores, que lhe prestaram serviços relacionados com a aquisição. Na data da aquisição conhecem-se as seguintes informações relativas à Adquirida B:

Capital Próprio	1.250.000,00 €
Diferenças de avaliação	
Subavaliação do imóvel da sede (vida útil restante = 20 anos)	500.000,00 €
Imparidades em inventários não reconhecidas	100.000,00 €
Imparidades em clientes não reconhecidas	80.000,00 €
Insuficiência de provisões para contratos onerosos	25.000,00 €
Taxa de IRC em vigor	25%

Nos termos previstos na NCRF 14, o custo da concentração de atividades empresariais²⁸, a imputação aos ativos adquiridos e passivos assumidos, a determinação do *Goodwill* adquirido e o reconhecimento de interesses minoritários²⁹, constam no quadro seguinte:

Rúbricas	Total	Adquirente A	Interesses Minoritários
1 - Imputação do custo da concentração	-----	1.050.000 €	-----
2 - Capital Próprio da Adquirida B	1.250.000 €	750.000 €	500.000 €
3 - Diferenças de avaliação positivas	375.000 €	225.000 €	150.000 €
3.1 - Imóvel sede	500.000 €	300.000 €	200.000 €
3.2 - PID	-125.000 €	-75.000 €	- 50.000 €
4 - Diferenças de avaliação negativas	-153.750 €	-92.250 €	-61.500 €
4.1 - Imparidades em inventário	-100.000 €	-60.000 €	-40.000 €
4.1 - AID	25.000 €	15.000 €	10.000 €
4.2 - Imparidades em clientes	-80.000 €	-48.000 €	-32.000 €
4.2 - AID	20.000 €	12.000 €	8.000 €
4.3 - Insuficiência em provisões	-25.000 €	-15.000 €	-10.000 €
4.3 - AID	6.250 €	3.750 €	2.500 €
5 - Ativos líquidos a justo valor (2+3+4)	1.471.250 €	882.750 €	588.500 €
6 - Goodwill (1-5)	-----	167.250 €	-----

²⁸ Se a concentração de atividades empresariais for alcançada por fases envolvendo mais de uma transação de troca, cada troca deve ser tratada separadamente pela adquirente, usando a informação do custo da transação e do justo valor à data de cada transação associado a essa transação, para determinar o *Goodwill* correspondente a cada fase.

²⁹ Os interesses minoritários, também designados interesses sem controlo, são a parte dos resultados e dos ativos líquidos de uma subsidiária atribuível a interesses de capital próprio que não sejam detidos, direta ou indiretamente através de subsidiárias, pela empresa mãe.

Nas demonstrações financeiras individuais da Adquirente A o *Goodwill* não é segregado para efeitos de apresentação na face do balanço, mas antes, encontra-se implícito no valor da participação financeira a reconhecer na conta 4111 – Investimentos em subsidiárias – Participações de capital – MEP, no montante global de € 1 050 000. Já nas contas consolidadas a elaborar pela Adquirente A o *Goodwill* é segregado e reconhecido como um ativo intangível na conta 441 – *Goodwill*, no montante de € 167 250.

O reconhecimento de ativos (AID) e passivos (PID) por impostos diferidos, relacionados com as diferenças temporárias resultantes da imputação do custo da concentração de atividades empresariais, decorre do disposto na NCRF 25 – Impostos sobre o rendimento, afetando a expressão do *Goodwill*. Com efeito, resultam diferenças temporárias quando o custo de uma concentração de atividades empresariais é imputado ao reconhecer os ativos identificáveis adquiridos e os passivos assumidos pelos seus justos valores, mas nenhum ajustamento equivalente é feito para finalidades fiscais. Por exemplo, quando a quantia escriturada de um ativo é aumentada até ao justo valor, mas a base fiscal do ativo mantém-se pelo custo para o proprietário anterior, resulta uma diferença temporária tributável que origina um passivo por impostos diferidos, o qual afeta o *Goodwill*.

11.2. Investimentos em subsidiárias

O objetivo da NCRF 15 é o de prescrever o tratamento para os investimentos em subsidiárias e proporcionar orientação prática quanto aos procedimentos de consolidação. Embora a norma não o mencione expressamente, os procedimentos de consolidação dizem respeito ao chamado método de consolidação global, também designado por método integral. Relativamente ao âmbito, a Norma deve ser aplicada na preparação e apresentação de demonstrações financeiras consolidadas de um grupo de entidades sob o controlo de uma empresa mãe, desde que esta não esteja dispensada de apresentar contas consolidadas nos termos legalmente previstos, e estabelece, igualmente, as regras de valorização dos investimentos financeiros em subsidiárias nas demonstrações financeiras individuais da empresa mãe.

Assim, nas demonstrações financeiras individuais de uma empresa mãe, a valorização dos investimentos em subsidiárias deve ser efetuada de acordo com o método de equivalência patrimonial, que contempla a eliminação por inteiro dos saldos e transações intragrupo, incluindo rendimentos e ganhos, gastos e perdas e dividendos.

Os resultados provenientes de transações intragrupo que sejam reconhecidos nos ativos, tais como inventários e ativos fixos, são eliminados por inteiro, aplicando-se, neste caso, o que dispõe a NCRF 25 em matéria de impostos diferidos relativamente às diferenças temporárias que surjam das eliminações. Releva-se que, em matéria de valorização dos investimentos em subsidiárias nas demonstrações financeiras individuais de uma empresa mãe, a CNC adotou procedimento diferente em relação ao preconizado pelo IASB, porquanto a IAS 27 – Demonstrações Financeiras Consolidadas e Separadas, determina que quando são preparadas demonstrações financeiras separadas, os investimentos em subsidiárias devem ser contabilizados pelo custo.

Relativamente aos procedimentos de consolidação, as demonstrações financeiras consolidadas devem incluir todas as subsidiárias da empresa mãe, pelo que o primeiro passo consiste na definição do perímetro de consolidação identificando as percentagens de interesse e as percentagens de controlo. Existindo controlo, a subsidiária é integrada no perímetro de consolidação, sendo relevante a percentagem de interesse para efeitos de determinação dos interesses minoritários e consequentemente da parcela correspondente aos detentores de capital da empresa mãe, a utilizar na apresentação das demonstrações financeiras consolidadas e que serve também de base à eliminação das operações intragrupo.

Uma vez definido o perímetro de consolidação, as percentagens de interesse e a parcela de interesses minoritários, na preparação das demonstrações financeiras consolidadas são efetuados os procedimentos seguintes:

- ✓ São combinadas as demonstrações financeiras da empresa mãe e das suas subsidiárias linha a linha adicionando itens idênticos de ativos, passivos, capital próprio, rendimentos e ganhos e gastos e perdas;

- ✓ São eliminadas a quantia escriturada do investimento da empresa mãe em cada subsidiária e a parte da empresa mãe do capital próprio de cada subsidiária, com o reconhecimento do eventual *Goodwill* determinado nos termos da NCRF 14;
- ✓ São identificados os interesses minoritários nos resultados das subsidiárias consolidadas para o período de relato;
- ✓ Os interesses minoritários nos ativos líquidos das subsidiárias consolidadas são identificados separadamente do capital próprio dos acionistas da empresa mãe. Os interesses minoritários nos ativos líquidos consistem: i) na quantia desses interesses minoritários à data da concentração original, calculada de acordo com a NCRF 14; e (ii) na parte minoritária das alterações no capital próprio desde a data da concentração;
- ✓ Os interesses minoritários devem ser apresentados no balanço consolidado dentro do capital próprio, separadamente do capital próprio dos acionistas da empresa mãe. Os interesses minoritários nos resultados do grupo também devem ser divulgados separadamente;
- ✓ Os resultados são atribuídos aos detentores de capital da empresa mãe e aos interesses minoritários. Porque ambos constituem capital próprio, a quantia atribuída aos interesses minoritários não é rendimento nem gasto;
- ✓ Os saldos e transações intragrupo, incluindo rendimentos e ganhos, gastos e perdas e dividendos, são eliminados por inteiro;
- ✓ Os resultados provenientes de transações intragrupo que sejam reconhecidos nos ativos, tais como inventários e ativos fixos, são eliminados por inteiro;
- ✓ Se existirem perdas por imparidade intragrupo devem ser reconhecidas nas demonstrações financeiras consolidadas;
- ✓ São reconhecidos impostos diferidos, nos termos da NCRF 25, relativos às diferenças temporárias que surgem da eliminação dos resultados provenientes de transações intragrupo;
- ✓ As demonstrações financeiras da empresa mãe e das suas subsidiárias usadas na preparação das demonstrações financeiras consolidadas devem ser preparadas a partir da mesma data de relato. Se isso se tornar impraticável, a diferença entre a data de relato da subsidiária e a data de relato da empresa mãe não deve exceder os três meses;
- ✓ As demonstrações financeiras consolidadas devem ser preparadas usando políticas contabilísticas uniformes para transações e outros acontecimentos idênticos em circunstâncias semelhantes. Logo, se um membro do grupo usar políticas contabilísticas que não sejam as adotadas nas demonstrações financeiras consolidadas para transações e acontecimentos idênticos em circunstâncias semelhantes, serão feitos ajustamentos apropriados às suas demonstrações financeiras;
- ✓ Os rendimentos e ganhos e gastos e perdas de uma subsidiária são incluídos nas demonstrações financeiras consolidadas a partir da data de aquisição, tal como definido na NCRF 14, e até à data em que a empresa mãe deixar de controlar a subsidiária;

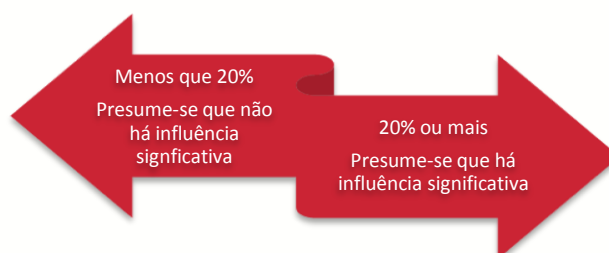
- ✓ A diferença entre os proventos da alienação da subsidiária e a sua quantia escriturada à data da alienação, incluindo a quantia cumulativa de quaisquer diferenças de câmbio que se relacionem com a subsidiária, reconhecidas no capital próprio de acordo com a NCRF 23 - Os Efeitos de Alterações em Taxas de Câmbio, é reconhecida na demonstração dos resultados consolidada como o ganho ou perda resultante da alienação da subsidiária;
- ✓ Se as perdas aplicáveis à parte minoritária numa subsidiária consolidada excederem o interesse minoritário no capital próprio da subsidiária, o excesso, e quaisquer perdas adicionais aplicáveis à parte minoritária, são imputados ao interesse maioritário exceto até ao ponto em que a parte minoritária tenha a obrigação de fazer um investimento adicional para cobrir as perdas. Se a subsidiária subsequentemente relatar lucros, esses lucros são imputados ao interesse maioritário até que a parte minoritária das perdas previamente absorvidas pela parte maioritária tenha sido recuperada.

11.3. Investimentos em associadas

A NCRF 13 abrange o tratamento contabilístico de duas matérias distintas e que são tratadas autonomamente em duas normas internacionais de contabilidade do IASB (IAS 31 – Interesses em Empreendimentos Conjuntos e IAS 28 – Investimentos em Associadas). Neste domínio a CNC entendeu aglutinar numa só norma as duas situações, no entanto manteve as mesmas orientações em matéria de reconhecimento, mensuração, apresentação e divulgação, para cada uma das realidades.

Uma associada é uma entidade (aqui se incluindo as entidades que não sejam constituídas em forma de sociedade, como por exemplo as parcerias) sobre a qual o investidor tenha influência significativa e que não seja nem uma subsidiária nem um interesse num empreendimento conjunto. Por sua vez, a influência significativa é o poder de participar nas decisões das políticas financeira e operacional da investida ou de uma atividade económica mas que não é controlo nem controlo conjunto sobre essas políticas, podendo resultar da posse de ações, estatuto ou acordo.

Se o investidor detiver, direta ou indiretamente (por exemplo, através de subsidiárias), 20% ou mais do poder de voto na investida, presume-se que tem influência significativa, a menos que o contrário possa ser claramente demonstrado. Se o investidor detiver, direta, ou indiretamente (por exemplo, através de subsidiárias), menos de 20% do poder de voto na investida, presume-se que não tem influência significativa, a menos que o contrário possa ser claramente demonstrado. No entanto, a existência de outro investidor, que detenha uma participação maioritária ou substancial, não impede necessariamente que se exerça influência significativa. Para avaliar se uma entidade tem influência significativa, deverá ser tida em conta a existência e o efeito de potenciais direitos de voto.



Em qualquer das situações pode ser possível à entidade detentora demonstrar o contrário

A existência de influência significativa por parte de um investidor é geralmente evidenciada por uma ou mais das seguintes formas:

- ✓ Representação no órgão de direção ou órgão de gestão equivalente da investida;
- ✓ Participação em processos de decisão de políticas, incluindo a participação em decisões sobre dividendos e outras distribuições;
- ✓ Transações materiais entre o investidor e a investida;
- ✓ Intercâmbio de pessoal de gestão; ou
- ✓ Fornecimento de informação técnica essencial.

Um investimento numa associada deve ser contabilizado usando o método da equivalência patrimonial a partir da data em que se torne uma associada, exceto se existirem restrições severas e duradouras que prejudiquem significativamente a capacidade de transferência de fundos para a empresa detentora, caso em que deve ser usado o método do custo. Um investidor deve descontinuar o uso do método de equivalência patrimonial a partir da data em que perder a influência significativa sobre uma associada e nessa circunstância, o custo a considerar para efeitos de mensuração inicial como ativo financeiro deve corresponder ao da quantia escriturada desse investimento à data em que deixou de ser uma associada.

A parte de um grupo numa associada é o agregado das partes detidas nessa associada pela empresa mãe e suas subsidiárias, ignorando-se para esta finalidade as partes detidas por associadas ou por empreendimentos conjuntos do grupo. Quando uma associada tiver subsidiárias, associadas ou empreendimentos conjuntos, os resultados e ativos líquidos tidos em consideração na aplicação do método de equivalência patrimonial são os reconhecidos nas demonstrações financeiras (consolidadas ou individuais, consoante exista ou não a obrigação de preparar contas consolidadas) da associada (incluindo a parte da associada nos resultados e ativos líquidos das suas associadas e empreendimentos conjuntos).

11.4. Interesses em empreendimentos conjuntos

Por definição um empreendimento conjunto é uma atividade económica empreendida por dois ou mais parceiros, sujeita a controlo conjunto destes mediante um acordo contratual. Por sua vez um empreendedor é um parceiro de um empreendimento conjunto que tem controlo conjunto sobre esse empreendimento, considerando-se como tal a partilha de controlo, acordada contratualmente, de uma atividade económica, e existe apenas quando as decisões estratégicas financeiras e operacionais relacionadas com a atividade exigem o consentimento unânime das partes que partilham o controlo (os empreendedores).

Os empreendimentos conjuntos podem assumir formas e estruturas muito diferentes, sendo possível identificar três grandes tipos: a) operações conjuntamente controladas; b) ativos conjuntamente controlados; e c) entidades conjuntamente controladas; sendo a existência de um acordo contratual³⁰ o elemento essencial para distinguir os interesses em empreendimentos conjuntos dos investimentos em associadas. Mais, as atividades que não tenham acordo contratual para estabelecer o controlo conjunto não são empreendimentos conjuntos para as finalidades da NCRF 13.

Empreendimentos conjuntos		
Operações conjuntamente controladas (Ex: consórcio entre duas ou mais construtoras para construção de uma auto-estrada)	Ativos conjuntamente controlados (Ex: imóvel detido em compropriedade por duas ou mais entidades para obter rendas)	Entidades conjuntamente controladas (Ex: duas ou mais construtoras constituem uma sociedade de engenharia para lhes prestar serviços partilhados mediante acordo contratual entre elas)

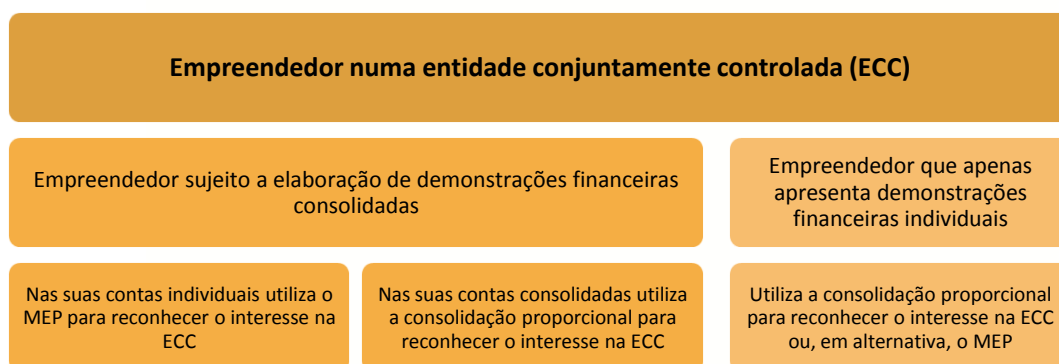
As duas primeiras estruturas não dão lugar à constituição de uma entidade separada, pelo que cada empreendedor deve reconhecer nas suas contas a parte que lhe competir dos ativos, passivos, rendimentos e gastos, não implicando quaisquer ajustamentos nas demonstrações financeiras do empreendedor ou operações de consolidação. Já as entidades conjuntamente controladas são empreendimentos conjuntos que envolvem o estabelecimento de uma sociedade, de uma parceria ou de outra entidade em que cada empreendedor tenha um interesse.

A entidade opera da mesma forma que outras entidades, exceto que um acordo contratual entre os empreendedores estabelece o controlo conjunto sobre a sua atividade económica. Releva-se que a entidade conjuntamente controlada tem os seus próprios registos

³⁰ O acordo contratual pode ser evidenciado de várias maneiras; por exemplo, por um contrato entre os empreendedores ou por atas de reuniões entre os empreendedores. Nalguns casos, o acordo é incorporado nos artigos ou outro clausulado do empreendimento conjunto. Qualquer que seja a sua forma, o acordo contratual é geralmente escrito e trata de assuntos tais como: (a) A atividade, duração e obrigações de relato do empreendimento conjunto; (b) A nomeação do órgão de direção ou órgão de gestão equivalente do empreendimento conjunto e os direitos de voto dos empreendedores; (c) Contribuições de capital pelos empreendedores; (d) A partilha dos empreendedores na produção, nos rendimentos, nos gastos ou nos resultados do empreendimento conjunto.

contabilísticos, prepara e apresenta demonstrações financeiras da mesma forma que outras entidades em conformidade com as NCRF.

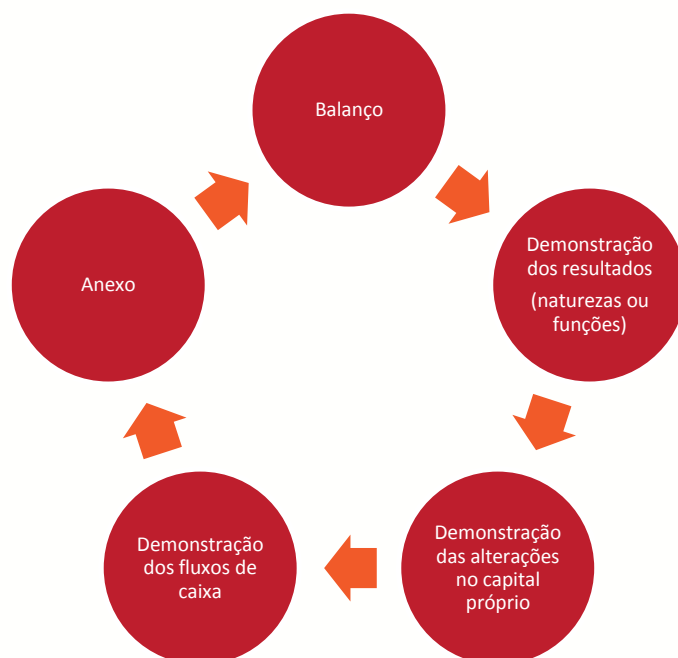
Em matéria de reconhecimento e mensuração nas suas contas individuais, os empreendedores reconhecem o seu interesse numa entidade conjuntamente controlada usando a consolidação proporcional ou, em alternativa, o método de equivalência patrimonial. No entanto, caso o empreendedor esteja obrigado a apresentar demonstrações financeiras consolidadas decorrente da detenção de participações em subsidiárias, deverá, neste caso, utilizar o método de equivalência patrimonial nas suas contas individuais para reconhecer o seu interesse na entidade conjuntamente controlada, devendo utilizar a consolidação proporcional nas suas contas consolidadas, conforme esquema seguinte:



11.5. Conjunto completo de demonstrações financeiras de finalidades gerais

Os modelos de demonstração financeiras de finalidades gerais são publicados por Portaria e compreendem:

- ✓ Um balanço;
- ✓ Uma demonstração dos resultados (por naturezas ou por funções);
- ✓ Uma demonstração das alterações no capital próprio;
- ✓ Uma demonstração dos fluxos de caixa; e
- ✓ Um anexo em que se divulguem as bases de preparação e políticas contabilísticas adotadas e outras divulgações exigidas pelas NCRF.



11.6. Demonstrações financeiras consolidadas

Obrigatoriedade de elaborar demonstrações financeiras consolidadas

A obrigatoriedade de elaborar contas consolidadas por parte das entidades do regime geral, encontra-se prevista no artigo 6.º do DL 158/2009. Assim, qualquer empresa mãe sujeita ao direito nacional é obrigada a elaborar demonstrações financeiras consolidadas do grupo constituído por ela própria e por todas as subsidiárias, sobre as quais:

- ✓ Independentemente da titularidade do capital, se verifique que, em alternativa:
 - a) Possa exercer, ou exerça efetivamente, influência dominante ou controlo;
 - b) Exerça a gestão como se as duas constituíssem uma única entidade;
- ✓ Sendo titular de capital, quando ocorra uma das seguintes situações:
 - a) Tenha a maioria dos direitos de voto, exceto se for demonstrado que esses direitos não conferem o controlo;
 - b) Tenha o direito de designar ou de destituir a maioria dos titulares do órgão de gestão de uma entidade com poderes para gerir as políticas financeiras e operacionais dessa entidade;
 - c) Exerça uma influência dominante sobre uma entidade, por força de um contrato celebrado com esta ou de uma outra cláusula do contrato social desta;
 - d) Detenha pelo menos 20% dos direitos de voto e a maioria dos titulares do órgão de gestão de uma entidade com poderes para gerir as políticas financeiras e operacionais dessa entidade, que tenham estado em funções durante o exercício a que se reportam as demonstrações financeiras consolidadas, bem como, no exercício precedente e até ao momento em que estas sejam elaboradas, tenham sido exclusivamente designados como consequência do exercício dos seus direitos de voto;
 - e) Disponha, por si só ou por força de um acordo com outros titulares do capital desta entidade, da maioria dos direitos de voto dos titulares do capital da mesma.

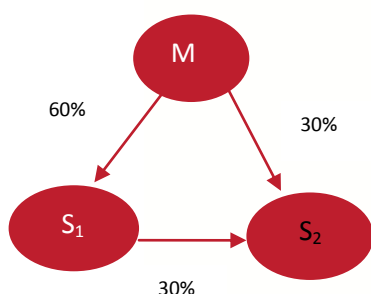
Para efeitos do disposto nas subalíneas i), ii), iv) e v) da alínea b) anterior, aos direitos de voto, de designação e de destituição da empresa mãe devem ser adicionados os direitos de qualquer outra subsidiária e os das subsidiárias desta, bem como os de qualquer pessoa agindo em seu próprio nome, mas por conta da empresa mãe ou de qualquer outra subsidiária. Para os mesmos efeitos, aos direitos indicados anteriormente devem ser deduzidos os direitos relativos:

- ✓ Às partes de capital detidas por conta de uma entidade que não seja a empresa mãe ou uma subsidiária; ou
- ✓ Às partes de capital detidas como garantia, desde que os direitos em causa sejam exercidos em conformidade com as instruções recebidas ou que a posse destas partes seja para a entidade detentora uma operação decorrente das suas atividades normais,

em matéria de empréstimos, com a condição de que os direitos de voto sejam exercidos no interesse do prestador da garantia.

Verifica-se que a existência de controlo, independentemente da titularidade de capital, é o elemento fundamental para efeitos da obrigatoriedade de elaboração de contas consolidadas, sendo que o controlo pode ser exercício de forma direta ou indireta. Apresentam-se em seguida três exemplos ilustrativos da diferença entre percentagem de interesse³¹ e percentagem de controlo, evidenciando que nem sempre existe coincidência de resultados:

Esquema 1



Percentagens de interesse:

M em S_1 = 60%

M em S_2 = $60\% \times 30\% + 30\% = 48\%$

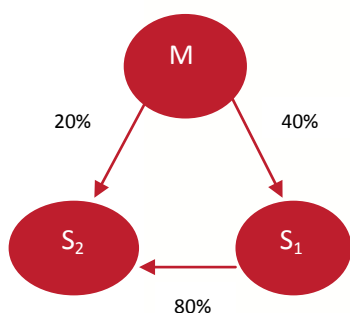
Percentagens de controlo:

M em S_1 = 60%

M em S_2 = $30\% + 30\% = 60\%$

No esquema 1, M deve apresentar contas consolidadas integrando as suas subsidiárias S_1 e S_2 , na medida em que exerce controlo sobre ambas. De facto M acaba por exercer controlo em S_2 considerando a sua participação direta acrescida da participação indireta por via de S_1 , tendo em conta que controla esta entidade.

Esquema 2



Percentagens de interesse:

M em S_1 = 40%

M em S_2 = $40\% \times 80\% + 20\% = 52\%$

Percentagens de controlo:

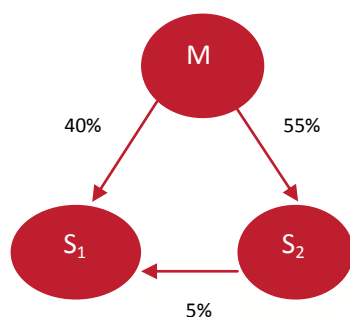
M em S_1 = 0%

M em S_2 = $0\% + 0\% = 0\%$

No esquema 2, paradoxalmente, embora M detenha uma percentagem de interesse correspondente a 52% do capital de S_2 , sem considerar outro tipo de informação adicional, acaba por não controlar esta entidade por não exercer controlo sobre S_1 , logo não há obrigatoriedade de elaborar contas consolidadas por M. Nesta estrutura estar-se-á na presença de entidades associadas e não numa relação empresa mãe – subsidiárias.

³¹ Também designada por percentagem de participação.

Esquema 3

**Percentagens de interesse:**

M em $S_1 = 40\% + 55\% \times 5\% = 42,75\%$

M em $S_2 = 55\%$

Percentagens de controlo:

M em $S_1 = 0\% + 0\% = 0\%$

M em $S_2 = 55\%$

No esquema 3, M apenas controla S_2 , pois em relação a S_1 a participação direta não lhe confere controlo, mesmo acrescentando a participação indireta por via de S_2 . Logo, M fica obrigada a elaborar contas consolidadas incluindo a sua subsidiária S_2 , considerando-se, sem mais informação adicional, que S_1 é uma associada de M.

Nos termos do mencionado artigo 6.º o legislador secundarizou a temática da titularidade do capital, para dar o enfoque na existência de controlo ou o exercício da gestão sob um referencial único e comum.

Esta posição levanta outro tipo de questão, ou seja, entre duas entidades em que não haja qualquer participação de capital entre elas pode aquela que exerça controlo ou que exerça a gestão como se as duas constituíssem uma só, ficar obrigada a elaborar demonstrações financeiras consolidadas? Pelo elemento literal da norma parece que sim, pese embora nesse caso se deva falar em demonstrações financeiras combinadas, figura que não tem ainda previsão nas NCRF, havendo necessidade de recorrer supletivamente às IAS/IFRS.

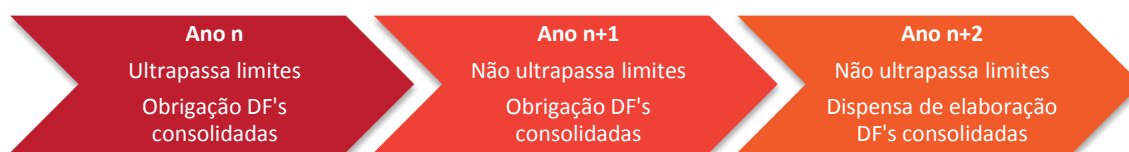
Dispensa da elaboração de contas consolidadas

Não obstante a obrigatoriedade de elaboração de contas consolidadas por parte de qualquer empresa mãe, tal como previsto no já mencionado artigo 6.º do DL 158/2009, encontra-se no artigo 7.º o elenco de situações em que uma empresa mãe fica dispensada de elaborar demonstrações financeiras consolidadas. Em primeiro lugar, a dispensa está relacionada com a não ultrapassagem de determinados limites, ou seja, quando na data do seu balanço, o conjunto das entidades a consolidar, com base nas suas últimas contas anuais aprovadas, não ultrapasse dois dos três limites a seguir indicados³²:

- ✓ Total do balanço: € 7 500 000;
- ✓ Total das vendas líquidas e outros rendimentos: € 15 000 000;
- ✓ Número de trabalhadores empregados em média durante o exercício: 250.

³² Os limites indicados correspondem à soma algébrica dos ativos e dos rendimentos constantes nas contas individuais da empresa mãe e das suas subsidiárias.

No entanto, a dispensa da obrigação de elaborar contas consolidadas só ocorre quando dois dos limites definidos anteriormente se verificarem durante dois exercícios consecutivos, conforme esquema seguinte:



Para além da dispensa relacionada com a não ultrapassagem dos limites, é ainda dispensada da obrigação de elaborar contas consolidadas qualquer empresa mãe que seja também uma subsidiária, quando a sua própria empresa mãe esteja subordinada à legislação de um Estado membro da União Europeia e:

- ✓ Seja titular de todas as partes de capital da entidade dispensada, não sendo tidas em consideração as partes de capital desta entidade detidas por membro dos seus órgãos de administração, de direção, de gerência ou de fiscalização, por força de uma obrigação legal ou de cláusulas do contrato de sociedade; ou
- ✓ Detenha 90%, ou mais, das partes de capital da entidade dispensada da obrigação e os restantes titulares do capital desta entidade tenham aprovado a dispensa.

No atinente à obrigatoriedade de elaboração de demonstrações financeiras consolidadas, a OROC emitiu a CIRCULAR N.º 47/2011, de 17 junho, esclarecendo que:

- ✓ Uma empresa mãe no ano da sua constituição está sempre obrigada a elaborar demonstrações financeiras consolidadas, pese embora não ultrapasse os limites previstos no artigo 7.º do DL 158/2009;
- ✓ A possibilidade de dispensa de elaboração de demonstrações financeiras consolidadas só poderá ocorrer a partir do 3.º exercício de atividade, desde que não sejam ultrapassados os limites;
- ✓ A inexistência de demonstrações financeiras consolidadas conduz à emissão de uma declaração de Impossibilidade de Certificação Legal.

Exclusões da consolidação

Por último, o artigo 8.º enumera as exclusões da consolidação, fazendo depender de critérios de materialidade; existência de restrições severas que prejudiquem o exercício dos direitos da empresa mãe sobre o património e a gestão da subsidiária; ou que as partes de capital tenham sido adquiridas com o objetivo de cessão posterior e se encontrem classificadas como detidas para venda. Contudo, apenas podem beneficiar destas exclusões as entidades do regime geral do SNC, não sendo aplicáveis às entidades cujas demonstrações financeiras consolidadas sejam preparadas de acordo com as normas internacionais de contabilidade adotadas pela UE.

12. Aspetos fiscais das concentrações de atividades empresariais

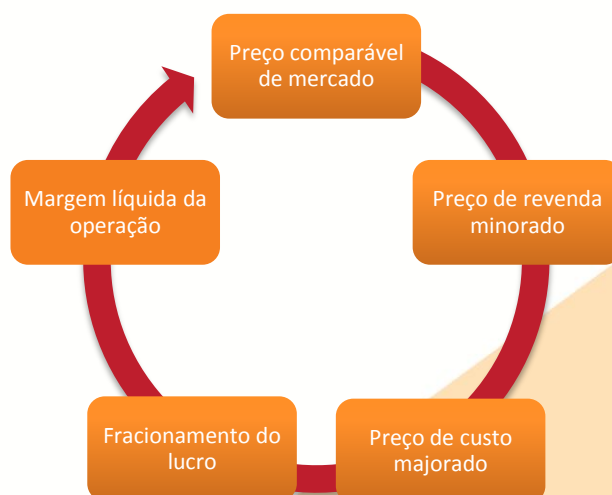
12.1. Enquadramento em sede de IRC

12.1.1. Preços de transferência

O artigo 63.º do CIRC impõe a adoção da temática dos preços de transferência, prevendo que nas operações comerciais, incluindo, designadamente, operações ou séries de operações sobre bens, direitos ou serviços, bem como nas operações financeiras, efetuadas entre um sujeito passivo e qualquer outra entidade, sujeita ou não a IRC, com a qual esteja em situação de relações especiais, devem ser contratados, aceites e praticados termos ou condições substancialmente idênticos aos que normalmente seriam contratados, aceites e praticados entre entidades independentes em operações comparáveis.

Neste âmbito, o sujeito passivo deve adotar, para a determinação dos termos e condições que seriam normalmente acordados, aceites ou praticados entre entidades independentes, o método ou métodos suscetíveis de assegurar o mais elevado grau de comparabilidade entre as operações ou séries de operações que efetua e outras substancialmente idênticas, em situações normais de mercado ou de ausência de relações especiais, tendo em conta, designadamente, as características dos bens, direitos ou serviços, a posição de mercado, a situação económica e financeira, a estratégia de negócio, e demais características relevantes dos sujeitos passivos envolvidos, as funções por eles desempenhadas, os ativos utilizados e a repartição do risco. Os métodos utilizados devem ser:

- a) O método do preço comparável de mercado, o método do preço de revenda minorado ou o método do custo majorado;
- b) O método do fracionamento do lucro, o método da margem líquida da operação ou outro, quando os métodos referidos na alínea anterior não possam ser aplicados ou, podendo sê-lo, não permitam obter a medida mais fiável dos termos e condições que entidades independentes normalmente acordariam, aceitariam ou praticariam.



Considera-se que existem relações especiais entre duas entidades nas situações em que uma tem o poder de exercer, direta ou indiretamente, uma influência significativa nas decisões de gestão da outra, o que tem aplicação plena em matéria dos grupos económicos ou até mesmo nas relações com empresas associadas.

Com efeito, o n.º 4 do artigo 63.º do CIRC elenca as situações em que se considera existir relações especiais para efeitos de aplicação da disciplina dos preços de transferência, como segue:

- ✓ Uma entidade e os titulares do respetivo capital, ou os cônjuges, ascendentes ou descendentes destes, que detenham, direta ou indiretamente, uma participação não inferior a 20% do capital ou dos direitos de voto;
- ✓ Entidades em que os mesmos titulares do capital, respetivos cônjuges, ascendentes ou descendentes detenham, direta ou indiretamente, uma participação não inferior a 20% do capital ou dos direitos de voto³³;
- ✓ Uma entidade e os membros dos seus órgãos sociais, ou de quaisquer órgãos de administração, direção, gerência ou fiscalização, e respetivos cônjuges, ascendentes e descendentes;
- ✓ Entidades em que a maioria dos membros dos órgãos sociais, ou dos membros de quaisquer órgãos de administração, direção, gerência ou fiscalização, sejam as mesmas pessoas ou, sendo pessoas diferentes, estejam ligadas entre si por casamento, união de facto legalmente reconhecida ou parentesco em linha reta;
- ✓ Entidades ligadas por contrato de subordinação, de grupo paritário ou outro de efeito equivalente;
- ✓ Empresas que se encontrem em relação de domínio, nos termos do artigo 486.º do Código das Sociedades Comerciais;
- ✓ Entidades cujo relacionamento jurídico possibilita, pelos seus termos e condições, que uma condicione as decisões de gestão da outra, em função de factos ou circunstâncias alheios à própria relação comercial ou profissional;
- ✓ Uma entidade residente ou não residente com estabelecimento estável situado em território português e uma entidade sujeita a um regime fiscal claramente mais favorável residente em país, território ou região constante da lista aprovada por portaria do Ministro das Finanças.

A disciplina do citado artigo 63.º do CIRC carece de detalhe nos termos do disposto na Portaria n.º 1446-C/2001, de 21 de dezembro, que regula os preços de transferência nas operações efetuadas entre um sujeito passivo do IRS ou do IRC e qualquer outra entidade. Nos termos do n.º 2 do artigo 3.º desta Portaria, quando os termos e condições de uma operação vinculada em que intervenha um sujeito passivo e uma entidade residente em território português, entre

³³ A percentagem de 20% constante nas alíneas a) e b) consta na proposta de reforma do Código do IRC a vigorar a partir do exercício de 2014, sendo que anteriormente a percentagem era de 10%.

as quais exista relação especial, difiram dos que seriam normalmente acordados, aceites ou praticados entre entidades independentes, a Autoridade Tributária (AT) pode efetuar as correções ao lucro tributável que sejam necessárias para que o respetivo montante corresponda ao que teria sido obtido se a operação se tivesse processado numa situação normal de mercado.

Os sujeitos passivos que, no exercício anterior, tenham atingido um valor anual de vendas líquidas e outros rendimentos igual ou superior a € 3.000.000, devem dispor de informação e documentação respeitantes à política adotada na determinação dos preços de transferência (dossier de preços de transferência³⁴).

Do ponto de vista declarativo, as operações com entidades relacionadas nacionais devem ser mencionadas no quadro 10 do Anexo A da IES. Já as operações com entidades relacionadas não residentes devem ser mencionadas no Anexo H da IES. Em qualquer dos casos, o sujeito passivo deve declarar expressamente se dispõe de dossier de preços de transferência e qual o método utilizado na formação dos preços. Releva-se que, nos termos do n.º 5 do artigo 117.º do Regime Geral das Infrações Tributárias (RGIT), a falta de apresentação no prazo que a administração tributária fixar da documentação respeitante à política adotada em matéria de preços de transferência é punível com coima de € 500 a € 10.000.

Como alternativa à elaboração e apresentação do dossier de preços de transferência, o artigo 138.º do CIRC permite a celebração de acordos prévios sobre preços de transferência. De acordo com o disposto nesta norma, os sujeitos passivos podem solicitar à Autoridade Tributária (AT), para efeitos do disposto no artigo 63.º do Código do IRC, a celebração de um acordo que tenha por objeto estabelecer, com carácter prévio, o método ou métodos suscetíveis de assegurar a determinação dos termos e condições que seriam normalmente acordados, aceites ou praticados entre entidades independentes nas operações comerciais e financeiras, incluindo as prestações de serviços intra-grupo e os acordos de partilha de custos, efetuadas com entidades com as quais estejam em situação de relações especiais ou em operações realizadas entre a sede e os estabelecimentos estáveis.



³⁴ O dossier de preços de transferência deve integrar o processo de documentação fiscal (dossier fiscal) previsto no artigo 130.º do CIRC. A reforma do IRC alarga para 12 anos o prazo de manutenção em boa ordem do dossier fiscal.

12.1.2. Regime especial de tributação dos grupos de sociedades

A tributação pelo regime especial dos grupos de sociedades configura uma opção a exercer pela sociedade dominante em relação a todas as sociedades do grupo e não uma obrigação. Assim, nos termos do artigo 69.º do CIRC, considera-se que existe um grupo de sociedades quando uma sociedade, dita dominante, detém, direta ou indiretamente, pelo menos 75%³⁵ do capital de outra ou outras sociedades ditas dominadas, desde que tal participação lhe confira mais de 50% dos direitos de voto. A opção pela aplicação do regime especial de tributação dos grupos de sociedades só pode ser formulada quando se verificarem cumulativamente os seguintes requisitos:

- ✓ Todas as sociedades pertencentes ao grupo devem ter sede e direção efetiva em território português e a totalidade dos seus rendimentos está sujeita ao regime geral de tributação em IRC, à taxa normal mais elevada;
- ✓ A sociedade dominante detém a participação na sociedade dominada há mais de um ano, com referência à data em que se inicia a aplicação do regime;
- ✓ A sociedade dominante não é considerada dominada de nenhuma outra sociedade residente em território português que reúna os requisitos para ser qualificada como dominante.
- ✓ A sociedade dominante não tenha renunciado à aplicação do regime nos três anos anteriores, com referência à data em que se inicia a aplicação do regime.

A sociedade dominante deve fazer a prova do preenchimento das condições de aplicação do regime especial de tributação de grupos de sociedades, nomeadamente da verificação do enquadramento das subsidiárias face às exigências prevista no citado artigo 69.º do CIRC.

Relativamente a cada um dos períodos de tributação abrangidos pela aplicação do regime especial, o lucro tributável do grupo é calculado pela sociedade dominante, através da soma algébrica dos lucros tributáveis e dos prejuízos fiscais apurados nas declarações periódicas individuais de cada uma das sociedades pertencentes ao grupo (artigo 70.º do CIRC), corrigido da limitação da dedução dos gastos de financiamento prevista no artigo 67.º do CIRC. Trata-se, assim, do apuramento do lucro baseado na aplicação das regras fiscais aos resultados individuais apresentados por cada uma das empresas, e não sobre o resultado consolidado do grupo. Ainda assim, colocam-se restrições ao nível da dedução de prejuízos fiscais, como segue (artigo 71.º do CIRC):

- ✓ Os prejuízos das sociedades do grupo verificados em períodos de tributação anteriores ao do início de aplicação do regime só podem ser deduzidos ao lucro tributável do grupo, nos termos e condições previstos no n.º 2 do artigo 52.º, até ao limite do lucro tributável da sociedade a que respeitam;
- ✓ Os prejuízos fiscais do grupo apurados em cada período de tributação em que seja aplicado o regime só podem ser deduzidos aos lucros tributáveis do grupo, nos termos e condições previstos no n.º 2 do artigo 52.º.

³⁵ Antes da reforma do CIRC a percentagem era de 90%.

12.1.3. Regime especial aplicável às fusões, cisões e entradas de ativos

Na determinação do lucro tributável das sociedades fundidas ou cindidas ou da sociedade contribuidora, no caso de entrada de ativos, não é considerado qualquer resultado derivado da transferência dos elementos patrimoniais em consequência da fusão, cisão ou entrada de ativos, nem são considerados como rendimentos, nos termos do n.º 3 do artigo 28.º e do n.º 3 do artigo 35.º, os ajustamentos em inventários e as perdas por imparidade e outras correções de valor que respeitem a créditos, inventários e, bem assim, nos termos do n.º 4 do artigo 39.º, as provisões relativas a obrigações e encargos objeto de transferência, aceites para efeitos fiscais, com exceção dos que respeitem a estabelecimentos estáveis situados fora do território português quando estes são objeto de transferência para entidades não residentes, desde que se trate de:

- ✓ Transferência efetuada por sociedade residente em território português e a sociedade beneficiária seja igualmente residente nesse território ou, sendo residente de um Estado membro da União Europeia, esses elementos sejam efetivamente afetos a um estabelecimento estável situado em território português dessa mesma sociedade e concorram para a determinação do lucro tributável imputável a esse estabelecimento estável;
- ✓ Transferência para uma sociedade residente em território português de estabelecimento estável situado neste território de uma sociedade residente noutro Estado membro da União Europeia, verificando-se, em consequência dessa operação, a extinção do estabelecimento estável;
- ✓ Transferência de estabelecimento estável situado em território português de uma sociedade residente noutro Estado membro da União Europeia para sociedade residente do mesmo ou noutro Estado membro, desde que os elementos patrimoniais afetos a esse estabelecimento continuem afetos a estabelecimento estável situado naquele território e concorram para a determinação do lucro que lhe seja imputável;
- ✓ Transferência de estabelecimentos estáveis situados no território de outros Estados membros da União Europeia realizada por sociedades residentes em território português em favor de sociedades residentes neste território.

Para efeitos da determinação do lucro tributável da sociedade contribuidora, as mais-valias ou menos-valias realizadas respeitantes às partes de capital social recebidas em contrapartida da entrada de ativos são calculadas considerando como valor de aquisição destas partes de capital o valor líquido contabilístico aceite para efeitos fiscais que os elementos do ativo e do passivo transferidos tinham nessa sociedade antes da realização da operação.

Quando a sociedade beneficiária detém uma participação no capital das sociedades fundidas ou cindidas, não concorre para a formação do lucro tributável a mais-valia ou a menos-valia eventualmente resultante da anulação das partes de capital detidas naquelas sociedades em consequência da fusão ou cisão (artigo 74.º do CIRC).

O regime de neutralidade fiscal do CIRC aplicável às fusões, embora seja baseado nos registos contabilísticos efetuados de acordo com o método de compra e valorizados a justo valor,

conforme previsto na NCRF 14 – Concentrações de atividades empresariais, para efeitos fiscais o justo valor não é aceite, remetendo para o dossier fiscal o controlo das divergências entre o justo valor e os valores originários registados na contabilidade da sociedade fundida, como é o exemplo dos ativos fixos tangíveis.

12.1.4. Limitação à dedução de prejuízos fiscais decorrente da alteração da titularidade do capital da entidade

Nos termos do artigo 52.º do CIRC, é excluída a dedução dos prejuízos fiscais quando se verificar, à data do termo do período de tributação em que é efetuada a dedução, que, em relação àquele a que respeitam os prejuízos, se verificou a alteração da titularidade de mais de 50% do capital social ou da maioria dos direitos de voto³⁶. Não se consideram alterações:

- ✓ Das quais resulte a passagem da titularidade do capital social ou dos direitos de voto de direta para indireta, ou de indireta para direta;
- ✓ Decorrentes de operações efetuadas ao abrigo do regime especial previsto nos artigos 73.º e seguintes;
- ✓ Decorrentes de sucessões por morte;
- ✓ Quando o adquirente detenha ininterruptamente, direta ou indiretamente, mais de 20% do capital social ou da maioria dos direitos de voto da sociedade desde o início do período de tributação a que respeitam os prejuízos; ou
- ✓ Quando o adquirente seja trabalhador ou membro dos órgãos sociais da sociedade, pelo menos desde o início do período de tributação a que respeitam os prejuízos.

No entanto, o membro do Governo responsável pela área das finanças pode autorizar, em casos de reconhecido interesse económico e mediante requerimento a apresentar à Autoridade Tributária e Aduaneira, que não seja aplicada a limitação descrita anteriormente.

Os elementos que devem instruir o requerimento de pedido de autorização de dedução dos prejuízos fiscais, a apresentar pela sociedade no prazo de 30 dias a contar da data da ocorrência da alteração, são definidos por portaria do membro do Governo responsável pela área das finanças.

Quando as alterações sejam consequência da realização de uma operação de fusão, cisão ou entrada de ativos à qual se aplique o regime previsto no artigo 74.º, o requerimento referido pode ser apresentado até ao fim do mês seguinte ao do pedido de registo da operação na conservatória do registo comercial.

³⁶ Alteração decorrente da reforma do CIRC.

12.1.5. Método da equivalência patrimonial

O artigo 18.º do CIRC estabelece as regras de periodização do lucro tributável, prevendo que os rendimentos e os gastos, assim como as outras componentes positivas ou negativas do lucro tributável, são imputáveis ao período de tributação em que sejam obtidos ou suportados, independentemente do seu recebimento ou pagamento, de acordo com o regime de periodização económica. No entanto, esta regra não é aplicável aos rendimentos e gastos, assim como quaisquer outras variações patrimoniais, relevados na contabilidade em consequência da utilização do método da equivalência patrimonial, devendo os rendimentos provenientes dos lucros distribuídos ser imputados ao período de tributação em que se adquire o direito aos mesmos.

Em linha com o enquadramento fiscal do método da equivalência patrimonial, o *Goodwill* negativo (também designado na literatura da especialidade por *badwill*) é imediatamente reconhecido em resultados contabilísticos do período, não sendo considerado para efeitos fiscais, logo é deduzido ao quadro 07 da Declaração Modelo 22 do IRC.

12.1.6. Método de consolidação proporcional em entidades conjuntamente controladas (ECC)

À semelhança do que acontece relativamente ao método da equivalência patrimonial, também, decorrente da reforma do CIRC, o artigo 18.º passa a prever que os rendimentos e gastos, assim como quaisquer outras variações patrimoniais, relevados em consequência da utilização do método de consolidação proporcional, não concorrem para a determinação do lucro tributável, devendo os rendimentos provenientes dos lucros distribuídos ser imputados ao período de tributação em que se adquire o direito aos mesmos.

Releva-se que a NCRF 13 – Interesses em empreendimentos conjuntos e investimentos em associadas, recomenda a utilização do método de consolidação proporcional para reconhecer, nas contas individuais da detentora, o interesse numa entidade conjuntamente controlada, como seja, um ACE, um AEIE ou outras joint-ventures.

12.2. Enquadramento em sede de IRS

12.2.1. Mais-valias obtidas na alienação de participações sociais

Nos termos da alínea b) do artigo 10.º do Código do IRS, constituem mais-valias os ganhos obtidos que, não sendo considerados rendimentos empresariais e profissionais, de capitais ou prediais, resultem da alienação onerosa de partes sociais, incluindo a sua remição e amortização com redução de capital, e de outros valores mobiliários, a extinção ou entrega de partes sociais das sociedades fundidas, cindidas ou adquiridas no âmbito de operações de fusão, cisão ou permuta de partes sociais, bem como o valor atribuído em resultado da partilha nos termos do artigo 81.º do Código do IRC.

Significa que os ganhos obtidos por pessoas singulares na alienação de quotas ou ações constituem mais-valias, tributadas co rendimentos da categoria G do IRS, sendo que o valor dos rendimentos qualificados como mais-valias é o correspondente ao saldo apurado entre as mais-valias e as menos-valias realizadas no mesmo ano.

O saldo positivo entre as mais-valias e menos-valias, resultante da alienação de participações sociais, é tributado à taxa de 28%, podendo ser englobado por opção dos respetivos titulares residentes em território português (CIRS, artigo 72.º, n.ºs 4 e 8).

12.2.2. Mais-valias – situações especiais

- **Alienação de partes sociais de micro e pequenas empresas**

O saldo positivo das mais-valias resultante da alienação onerosa de quotas ou ações, relativo a micro e pequenas empresas não cotadas nos mercados regulamentado ou não regulamentado da bolsa de valores, é considerado em 50 % do seu valor.

ALIENAÇÃO ONEROSA DE PARTES SOCIAIS E OUTROS VALORES MOBILIÁRIOS – art. 10.º, n.º 1, alínea b), do Código do IRS												
Titular	Entidade emitente	Códigos	Realização				Aquisição				Despesas e encargos	
			Ano	Mês	Valor	Ano	Mês	Valor				
801					*	*	*			*	*	*
802					*	*	*			*	*	*
803					*	*	*			*	*	*
804					*	*	*			*	*	*
805					*	*	*			*	*	*
806					*	*	*			*	*	*
807					*	*	*			*	*	*
808					*	*	*			*	*	*
809					*	*	*			*	*	*
810					*	*	*			*	*	*
811					*	*	*			*	*	*
812					*	*	*			*	*	*
SOMA					*	*	*			*	*	*
8A ALIENAÇÃO ONEROSA DE PARTES SOCIAIS DE MICRO E PEQUENAS EMPRESAS												
Campo do Q. 8			NIPC da Sociedade			Campo do Q. 8			NIPC da Sociedade			

Consideram-se micro e pequenas empresas as entidades definidas, nos termos do anexo ao Decreto-Lei n.º 372/2007, de 6 de novembro (CIRS, artigo 43.º, n.ºs 3 e 4). Neste caso, é de todo relevante que os sujeitos passivos disponham da certificação PME emitida pelo IAPMEI, atestando a condição de micro ou pequena empresa, sob pena de lhes ser vedada a possibilidade de tributação de apenas 50% das mais-valias obtidas.

- **Alienação de partes sociais adquiridas antes de 1 de janeiro de 1989**

A alienação onerosa de partes sociais (quotas e ações) e outros valores mobiliários, cuja titularidade o alienante tenha adquirido antes de 1 de janeiro de 1989³⁷, encontra-se excluída de tributação, não obstante a obrigatoriedade de entrega do Anexo G1 da Declaração Modelo 3 do IRS.

MINISTÉRIO DAS FINANÇAS AUTORIDADE TRIBUTÁRIA E ADUANEIRA DECLARAÇÃO DE RENDIMENTOS - IRS MODELO 3 Anexo G1		MAIS-VALIAS NÃO TRIBUTADAS		2 ANO DOS RENDIMENTOS 01 2		RESERVADO À LEITURA ÓTICA																																																																																																																									
3 IDENTIFICAÇÃO DO(S) SUJEITO(S) PASSIVO(S) Sujeito passivo A NIF 02 Sujeito passivo B NIF 03																																																																																																																															
4 ALIENAÇÃO ONEROSA DE PARTES SOCIAIS E OUTROS VALORES MOBILIÁRIOS NÃO SUJEITOS A TRIBUTAÇÃO (Partes sociais adquiridas antes de 1 de janeiro de 1989/Ações deidas mais de 12 meses (anos 2009 e anteriores)) <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="3">Realização</th> <th colspan="3">Aquisição</th> <th colspan="3">Realização</th> <th colspan="3">Aquisição</th> </tr> <tr> <th>Mês</th> <th>Valor</th> <th>Ano</th> <th>Mês</th> <th>Valor</th> <th>Ano</th> <th>Mês</th> <th>Valor</th> <th>Ano</th> <th>Mês</th> <th>Valor</th> <th>Ano</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td></tr> <tr><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td></tr> <tr><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td></tr> <tr><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td></tr> <tr><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td></tr> <tr><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td></tr> <tr><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td><td></td><td>-</td><td>-</td></tr> <tr> <td colspan="6">SOMADA DE CONTROLO</td> <td>401</td> <td>-</td> <td>-</td> <td></td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> </tbody> </table>								Realização			Aquisição			Realização			Aquisição			Mês	Valor	Ano	Mês	Valor	Ano	Mês	Valor	Ano	Mês	Valor	Ano		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-	-	SOMADA DE CONTROLO						401	-	-		-	-
Realização			Aquisição			Realização			Aquisição																																																																																																																						
Mês	Valor	Ano	Mês	Valor	Ano	Mês	Valor	Ano	Mês	Valor	Ano																																																																																																																				
	-	-		-	-		-	-		-	-																																																																																																																				
	-	-		-	-		-	-		-	-																																																																																																																				
	-	-		-	-		-	-		-	-																																																																																																																				
	-	-		-	-		-	-		-	-																																																																																																																				
	-	-		-	-		-	-		-	-																																																																																																																				
	-	-		-	-		-	-		-	-																																																																																																																				
	-	-		-	-		-	-		-	-																																																																																																																				
SOMADA DE CONTROLO						401	-	-		-	-																																																																																																																				

³⁷ Data de entrada em vigor do Código do IRS.

12.3. Outras implicações fiscais

12.3.1. IVA – Regime de neutralidade fiscal relativo à transferência de patrimónios

Nos termos previstos no n.º 4 do artigo 3.º do Código do IVA, não são consideradas transmissões as cessões a título oneroso ou gratuito do estabelecimento comercial, da totalidade de um património ou de uma parte dele, que seja suscetível de constituir um ramo de atividade independente, quando, em qualquer dos casos, o adquirente seja, ou venha a ser, pelo facto da aquisição, um sujeito passivo do imposto de entre os referidos na alínea a) do n.º 1 do artigo 2.º.

Significa que as alienações de bens efetuadas nos termos anteriores, não são sujeitas a IVA, logo o transmitente não liquida imposto e, como tal, também o adquirente não efetua a dedução, estabelecendo-se um regime de neutralidade fiscal para este tipo de operações, o qual remete a tributação para momento ulterior. Este regime tem plena aplicação nos casos de operações de fusões e cisões.

12.3.2. Sujeição a IMT na aquisição de quotas

A aquisição de partes sociais ou de quotas nas sociedades em nome coletivo, em comandita simples ou por quotas, quando tais sociedades possuam bens imóveis, e quando por aquela aquisição, por amortização ou quaisquer outros factos, algum dos sócios fique a dispor de, pelo menos, 75% do capital social, ou o número de sócios se reduza a dois, sendo marido e mulher, casados no regime de comunhão geral de bens ou de adquiridos.

12.3.3. Benefícios fiscais à reestruturação empresarial

Conforme previsto no artigo 60.º do Estatuto dos Benefícios Fiscais (EBF), às empresas que exerçam, diretamente e a título principal, uma atividade económica de natureza agrícola, comercial, industrial ou de prestação de serviços, e que se reorganizarem, em resultado de atos de concentração ou de acordos de cooperação, podem ser concedidos os seguintes benefícios:

- ✓ Isenção de imposto municipal sobre as transmissões onerosas de imóveis, relativamente aos imóveis, não destinados a habitação, necessários à concentração ou à cooperação;
- ✓ Isenção de imposto do selo, relativamente à transmissão dos imóveis referidos na alínea a), ou à constituição, aumento de capital ou do ativo de uma sociedade de capitais necessários à concentração ou à cooperação;
- ✓ Isenção dos emolumentos e de outros encargos legais que se mostrem devidos pela prática dos atos inseridos nos processos de concentração ou de cooperação.

Para efeitos desta disposição legal, consideram-se atos de concentração apenas os seguintes:

- ✓ A fusão de sociedades, empresas públicas ou cooperativas;
- ✓ A incorporação por uma sociedade do conjunto ou de um ou mais ramos de atividade de outra sociedade, tendo como contrapartida partes do capital social da primeira, desde que ambas as sociedades exerçam a mesma ou idêntica atividade antes da operação e a transmitente cesse esse exercício após a operação;
- ✓ A cisão de sociedade em que uma sociedade destaque partes do seu património ou se dissolva, dividindo o seu património em duas ou mais partes que constituam, cada uma delas, do ponto de vista técnico, uma exploração autónoma, desde que tal operação dê lugar a uma concentração na modalidade prevista na alínea a).

Estes benefícios fiscais só podem ser concedidos quando se verifique, cumulativamente, que:

- ✓ A operação de concentração ou cooperação empresarial não prejudica, de forma significativa, a existência de um grau desejável de concorrência no mercado e tem efeitos positivos em termos do reforço da competitividade das empresas ou da respetiva estrutura produtiva, designadamente através de um melhor aproveitamento da capacidade de produção ou comercialização, ou do aperfeiçoamento da qualidade dos bens ou serviços das empresas;
- ✓ As sociedades envolvidas na operação exerçam, efetiva e diretamente, a mesma atividade económica ou atividades económicas integradas na mesma cadeia de produção e distribuição do produto, compartilhem canais de comercialização ou processos produtivos ou, ainda, quando exista uma manifesta similitude ou complementaridade entre os processos produtivos ou os canais de distribuição utilizados;
- ✓ Relativamente às operações a que se referem as alíneas b) e c) do n.º 3, o ramo de atividade transmitido seja constituído por um conjunto de elementos que constituam, do ponto de vista organizacional e técnico, uma exploração autónoma, não sendo considerados como tal uma carteira de participações ou um ativo isolado.

Os benefícios previstos no presente artigo são concedidos por despacho do ministro responsável pela área das finanças, precedido de informação da Direcção-Geral dos Impostos a requerimento das empresas interessadas, o qual deve ser enviado, preferencialmente através da Internet, à referida Direcção-Geral, acompanhado de estudo demonstrativo das vantagens e dos elementos comprovativos das condições a que se refere o número anterior.³⁸

³⁸ Também a área fiscal não ficou imune ao processo de simplificação iniciado com o Decreto-Lei n.º 185/2009, o qual veio estabelecer: (i) mecanismos com vista a uma rápida decisão da administração fiscal em matéria de concessão de benefícios fiscais à reorganização empresarial quando, associado a um processo de fusão / cisão, exista um pedido de isenção fiscal; (ii) a eliminação da necessidade de solicitar e obter pareceres da Autoridade da Concorrência e do IRN, para a concessão do benefício fiscal e para dispensa de taxas de registo; e (iii) possibilidade de as empresas solicitarem a concessão dos benefícios fiscais à reestruturação empresarial no momento do pedido de registo do projeto de fusão e cisão, quando este seja promovido pela internet.

13. Auditoria das concentrações de atividades empresariais

13.1. Revisão/Auditoria nas fusões de sociedades

Nos termos previstos no artigo 99.º do Código das Sociedades Comerciais, sob a epígrafe “Fiscalização do projeto”, a administração de cada sociedade participante na fusão que tenha um órgão de fiscalização deve comunicar-lhe o projeto de fusão e seus anexos, para que sobre eles seja emitido parecer.

Além da referida comunicação, ou em substituição dela, se se tratar de sociedade que não tenha órgão de fiscalização, a administração de cada sociedade participante na fusão deve promover o exame do projeto de fusão por um revisor oficial de contas ou por uma sociedade de revisores, independente de todas as sociedades intervenientes. Neste caso, se todas ou algumas das sociedades participantes na fusão assim o desejarem, os referidos exames poderão ser feitos, quanto a todas elas ou quanto às que nisso tiverem acordado, pelo mesmo revisor ou sociedade de revisores; neste caso, o revisor ou a sociedade deve ser designado, a solicitação conjunta das sociedades interessadas, pela Ordem dos Revisores Oficiais de Contas.

Os revisores elaborarão relatórios donde constará o seu parecer fundamentado sobre a adequação e razoabilidade da relação de troca das participações sociais, indicando, pelo menos:

- ✓ Os métodos seguidos na definição da relação de troca proposta;
- ✓ A justificação da aplicação ao caso concreto dos métodos utilizados pelo órgão de administração das sociedades ou pelos próprios revisores, os valores encontrados através de cada um desses métodos, a importância relativa que lhes foi conferida na determinação dos valores propostos e as dificuldades especiais com que tenham deparado nas avaliações a que procederam.

Cada um dos revisores pode exigir das sociedades participantes as informações e documentos que julgue necessários, bem como proceder aos exames indispensáveis ao cumprimento das suas funções. No entanto, não são exigidos o exame do projeto de fusão, bem como os relatórios anteriormente referidos, se todos os sócios e portadores de outros títulos que confirmam direito de voto de todas as sociedades que participam na fusão os dispensarem.

Neste domínio, a OROC emitiu, em junho de 2002, a **Diretriz de Revisão/Auditoria (DRA) 842 - Fusão de Sociedades**, cujo objetivo é o de estabelecer normas e proporcionar orientação quanto aos procedimentos a adotar neste tipo de trabalho e à forma e conteúdo do relatório a emitir, quer pelo órgão de fiscalização (Fiscal único ou Conselho fiscal) ou pelo revisor designado nos termos do art.º 262.º do CSC, quer pelo revisor independente de todas as sociedades intervenientes.

Parecer do órgão de fiscalização

O parecer do órgão de fiscalização sobre a conformidade do projeto de fusão com os requisitos legais deve conter: a) Título; b) Destinatário; c) Parágrafo com referência à disposição legal a cumprir, descrevendo a operação com indicação das sociedades envolvidas; d) Parágrafos identificando os documentos apresentados com indicação da data de efeitos contabilísticos da fusão; e) Parágrafo descrevendo a natureza do trabalho realizado; f) Parágrafo do parecer; g) Data do parecer; e h) Assinatura e nome dos membros do órgão de fiscalização.

Relatório do revisor oficial de contas

O relatório do revisor sobre o exame do projeto de fusão e a conformidade deste com os requisitos legais deve conter:

- ✓ Título;
- ✓ Destinatário;
- ✓ Parágrafos introdutórios, donde conste:
 - referência à disposição legal a cumprir;
 - descrição da operação com indicação das sociedades envolvidas;
 - a sociedade que designou o revisor;
 - os documentos apresentados;
 - os critérios de avaliação utilizados;
 - os valores resultantes da avaliação dos ativos e passivos das sociedades intervenientes; e
 - a data em que a fusão produz efeitos contabilísticos.
- ✓ Parágrafo sobre responsabilidades, no qual deve constar que é da responsabilidade dos órgãos de gestão das sociedades intervenientes a elaboração do projeto de fusão e que é da responsabilidade do revisor expressar uma opinião sobre o referido projeto nos termos do art.º 99.º do CSC;
- ✓ Parágrafos do âmbito, no primeiro dos quais se descreve a natureza do trabalho realizado de acordo com as Normas Técnicas e as Diretrizes de Revisão/Auditoria da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas, que inclui:
 - a apreciação dos pareceres dos órgãos de fiscalização;
 - o exame dos balanços anexos ao projeto de fusão;
 - a verificação dos critérios de avaliação e dos justos valores, incluindo o eventual *Goodwill*, atribuídos e utilizados na relação de troca; e
 - a verificação da adequação e razoabilidade da relação de troca proposta.
- ✓ Parágrafo do parecer, no qual deve ser expressa, de forma clara e inequívoca, a opinião do revisor de que o projeto de fusão não merece qualquer reparo e que a relação de troca proposta é adequada e razoável, referindo ainda se não foram (ou foram) encontradas dificuldades especiais nas avaliações a que procedeu;

- ✓ Data do relatório;
- ✓ Assinatura do revisor; e
- ✓ Nome e n.º de ROC, se não constar do timbre.

13.2. Revisão/Auditoria das demonstrações financeiras consolidadas

O Decreto-Lei n.º 224/2008, de 20 de novembro, introduziu no Estatuto da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 487/99, de 16 de novembro, as alterações que decorrem da transposição para a ordem jurídica interna da Diretiva n.º 2006/43/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio, relativa à revisão legal das contas anuais e consolidadas. No caso das contas consolidadas, clarificou a definição das responsabilidades dos diferentes revisores oficiais de contas que procedem à revisão ou auditoria de partes do grupo, determinando-se para o efeito que o revisor oficial de contas do grupo assume a total responsabilidade pela certificação legal das contas relativamente às contas consolidadas, permitindo que quando as demonstrações financeiras individuais da empresa mãe sejam anexadas às demonstrações financeiras consolidadas, a certificação legal das contas consolidadas pode ser conjugada com a certificação legal das contas individuais da empresa mãe.

Neste domínio, de acordo com o previsto no artigo 44.º-A do EOROC, na revisão legal das contas consolidadas de um grupo de empresas, o revisor oficial de contas do grupo:

- ✓ Tem inteira responsabilidade pela certificação legal das contas relativamente às contas consolidadas;
- ✓ Deve realizar e guardar a documentação da sua análise dos trabalhos de revisão realizados pelos auditores de países terceiros, revisores oficiais de contas, entidades de auditoria de países terceiros ou sociedades de revisores oficiais de contas, para efeitos da revisão ou auditoria do grupo;
- ✓ Deve dispor de todos os elementos relevantes de prova de revisão/auditoria relativos a parte do grupo de empresas que tenha sido auditado por um ou mais auditores ou por uma ou mais entidades de auditoria de um país terceiro com o qual não exista qualquer acordo de cooperação, para entrega quando solicitado ao Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria (CNSA), de molde a permitir, de forma suficiente, o exame por este organismo do trabalho efetuado pelo revisor oficial de contas do grupo.
- ✓ As provas referidas na alínea c) correspondem a detenção de uma cópia de toda a documentação relevante ou, em alternativa, o acordo com o auditor ou auditores do país terceiro, para permitirem o acesso sem quaisquer restrições à documentação, quando solicitado. Se existirem impedimentos legais à transmissão dos documentos de trabalho no país terceiro, o revisor oficial de contas do grupo deve ficar munido de prova das diligências efetuadas para a obtenção da documentação, assim como a prova dos impedimentos.
- ✓ Releva-se que o dever de sigilo profissional previsto no artigo 72.º, não abrange as comunicações e informações entre revisores oficiais de contas, no âmbito da revisão legal das contas consolidadas de empresas ou de outras entidades, na medida estritamente necessária ao desempenho das suas funções, devendo os revisores oficiais

de contas dar conhecimento desse facto à administração, gestão, direção ou gerência da respetiva empresa ou outra entidade³⁹.

³⁹ Esta dispensa do dever de sigilo profissional também se encontrava prevista na alínea c) do n.º 7 do artigo 8.º do anterior Código de Ética e Deontologia Profissional dos Revisores Oficiais de Contas, publicado no Diário da República, III Série, n.º 297, de 26 de dezembro de 2001. O novo código de ética também prevê no seu parágrafo 2.7.6, que o dever de confidencialidade não se aplica quando se exija aos auditores que divulguem informação confidencial para cumprir normas técnicas.

13.3. ISA 550 - Partes Relacionadas

Esta Norma Internacional de Auditoria (ISA 550) aborda as responsabilidades do auditor respeitantes aos relacionamentos e transações com partes relacionadas quando executa uma auditoria de demonstrações financeiras. Especificamente, desenvolve a forma como a ISA 315, a ISA 330 e a ISA 240 devem ser aplicadas em relação aos riscos de distorção material associados aos relacionamentos e transações com partes relacionadas⁴⁰.

A natureza das relações e das transações com partes relacionadas pode, nalgumas circunstâncias, dar origem a riscos mais altos de distorção material das demonstrações financeiras do que transações com partes não relacionadas. Por exemplo, as transações com partes relacionadas podem não ser efetuadas segundo termos e condições de mercado normais ou até algumas transações com partes relacionadas podem ser efetuadas sem qualquer retribuição. Por isso, o auditor deve:

- ✓ Verificar se a contabilização e divulgação das transações com partes relacionadas estão de acordo com o referencial de relato financeiro em vigor; se garantem uma apresentação apropriada; e se não são enganadoras;
- ✓ Planear e executar a auditoria com ceticismo profissional e avaliar o potencial risco de fraude, que pode ser cometida mais facilmente por partes relacionadas;
- ✓ Tomar conhecimento dos relacionamentos e transações com partes relacionadas, especialmente se estiverem fora do âmbito da atividade normal da entidade;
- ✓ Estar atento à informação sobre partes relacionadas ao rever registos ou documentos;
- ✓ Identificar acordos ou informações que sugiram a existência de relações e transações com partes relacionadas que a gerência não tenha previamente identificado ou divulgado e determinar se as circunstâncias subjacentes confirmam a existência dessas relações ou transações;
- ✓ Obter prova de auditoria suficiente e apropriada acerca da asserção da gerência de que as transações com partes relacionadas foram conduzidas em termos equivalentes aos que aconteceria numa transação entre partes não relacionadas;
- ✓ Incluir na documentação de auditoria os nomes das partes relacionadas identificadas e a natureza dos relacionamentos em causa.

⁴⁰ Por definição, as transações entre partes não relacionadas são efetuadas em determinados termos e condições, de livre vontade, entre um comprador e um vendedor que não são relacionados e que atuam de forma independente um do outro na defesa dos seus próprios interesses.

13.4. ISA 600 - Considerações Especiais - Auditorias de Demonstrações Financeiras de Grupos (Incluindo o Trabalho dos Auditores do Componente)

Esta ISA trata de considerações especiais que se aplicam a auditorias de grupos, em particular as que envolvem auditores de componentes⁴¹. De acordo com a ISA 220, exige-se que o sócio responsável pelo grupo se assegure de que os responsáveis pela execução do trabalho de auditoria do grupo, incluindo os auditores de componentes, dispõem coletivamente da competência e capacidades apropriadas. O sócio responsável pelo grupo é também responsável pela direção, supervisão e execução do trabalho de auditoria do grupo.

O risco de auditoria é função do risco de distorção material das demonstrações financeiras e do risco de o auditor não detetar tais distorções. Na auditoria de um grupo, isto inclui o risco de que o auditor do componente não detete uma distorção na informação financeira do componente que possa causar uma distorção material das demonstrações financeiras do grupo e o risco de que a equipa de trabalho do grupo não detete tal distorção. Esta ISA explica as matérias que a equipa de trabalho do grupo considera ao determinar a natureza, oportunidade e extensão do seu envolvimento nos procedimentos de avaliação do risco e nos procedimentos adicionais de auditoria a executar pelo auditor do componente sobre as demonstrações financeiras dos componentes. A finalidade deste envolvimento é obter prova de auditoria suficiente e apropriada sobre a qual basear a opinião de auditoria sobre as demonstrações financeiras do grupo. Os objetivos do auditor são:

- ✓ Determinar se deve atuar como auditor das demonstrações financeiras do grupo; e
- ✓ Se atua como auditor das demonstrações financeiras do grupo:
 - Comunicar claramente com os auditores de componentes acerca do âmbito e oportunidade do seu trabalho sobre a informação financeira relacionada com os componentes e sobre as suas conclusões; e
 - Obter prova de auditoria suficiente e apropriada respeitante à informação financeira dos componentes e ao processo de consolidação para expressar uma opinião sobre se as demonstrações financeiras do grupo estão preparadas, em todos os aspetos materiais, de acordo com o referencial de relato financeiro aplicável.

Como aspetos fundamentais da auditoria do grupo, salientam-se:

- ✓ A definição de uma estratégia global de auditoria e plano de auditoria do grupo;
- ✓ O conhecimento do grupo, dos seus componentes e respetivos ambientes;
- ✓ O conhecimento dos auditores dos componentes e estabelecimentos de formas de comunicação com estes;
- ✓ A definição do nível de materialidade para as demonstrações financeiras do grupo como um todo;

⁴¹ Considera-se componente: uma entidade ou atividade empresarial relativamente à qual a gerência de um grupo ou de um componente prepara informação financeira que deve ser incluída nas demonstrações financeiras do grupo.

- ✓ A identificação dos componentes mais significativos e a avaliação do risco;
- ✓ Conceção e execução de procedimentos adicionais de auditoria sobre o processo de consolidação, para responder aos riscos avaliados de distorção material nas demonstrações financeiras do grupo decorrentes do processo de consolidação;
- ✓ Verificação da monitorização, controlo, reconciliação e eliminação a nível do grupo das transações, lucros não realizados e dos saldos intragrupo.

13.5. Verificação da aplicação do método de equivalência patrimonial (MEP)

As entidades sujeitas ao SNC, nas suas contas individuais, devem reconhecer as participações financeiras em subsidiárias e associadas, através da aplicação do método de equivalência patrimonial, permitindo-se também a utilização deste método para reconhecer os interesses em entidades conjuntamente controladas, em alternativa à aplicação do método de consolidação proporcional.

Trata-se de um procedimento consagrado nos normativos contabilísticos e de auditoria, pelo que a OROC emitiu uma recomendação técnica, conforme segue:

Interpretação Técnica n.º 5 – ASSUNTO - Aplicação do Método da Equivalência Patrimonial

Questão (agosto 1994): Como deverá proceder o revisor oficial de contas nos casos em que o método da equivalência patrimonial não tenha sido aplicado a todos os investimentos financeiros em empresas filiais e associadas aos quais o método seja aplicável?

Para além das participações que, de acordo com os princípios contabilísticos, devem ser excluídas da aplicação daquele método, verifica-se, na prática, que outras participações são também frequentemente excluídas por razões diversas tais como:

- a) As contas não estão disponíveis, ou porque não foram pedidas, ou porque não foram recebidas ou porque não estão ainda encerradas. Nestes casos porém, para assegurar o cumprimento dos princípios contabilísticos, o método da equivalência patrimonial deve ser aplicado com base em estimativas;
- b) As contas ainda não estão aprovadas. Por maioria de razão devem tais contas ser utilizadas independentemente da sua aprovação;
- c) Não é conveniente a inclusão de tais contas. Este tipo de argumento é claramente inaceitável;
- d) A empresa participada está inativa ou teve uma atividade sem significado. Cabe neste caso ao revisor apreciar a situação e concluir se se justifica ou não a exclusão;
- e) As partes de capital vão ser alienadas. Frequentemente na prática, a dúvida importante é a de saber se a participação foi inicialmente adquirida sem a intenção exclusiva de venda num futuro próximo e se tal intenção entretanto mudou, ou se o argumento é utilizado apenas por razões de conveniência.

O revisor deverá debater com os responsáveis da empresa as razões por estes apresentadas e procurar por todos os meios ao seu dispor averiguar da sua veracidade, e até mesmo corroborá-las através de informação obtida diretamente da empresa participada ou dos seus revisores. As averiguações efetuadas e as confirmações obtidas pelo revisor conduzi-lo-ão a uma das três situações seguintes:

- 1.º** Ficar satisfeito com as explicações recebidas e os motivos apresentados estarem completa e adequadamente divulgados nas demonstrações financeiras;
- 2.º** Ficar satisfeito com as explicações recebidas mas os motivos respetivos não estarem divulgados nas demonstrações financeiras ou a divulgação não ser completa e/ou adequada;
- 3.º** Não ficar satisfeito com as explicações recebidas.

O revisor deverá, em consequência, proceder como segue:

- a) Solicitar que as explicações dadas (mesmo que para ele não sejam satisfatórias) constem da Declaração de Responsabilidade a subscrever pelo órgão de gestão e responsável(eis) pela elaboração das demonstrações financeiras;
- b) Para o 1.º caso acima, incluir na sua Certificação Legal das Contas uma ênfase chamando a atenção para o facto com referência expressa à nota do Anexo onde a circunstância tem que estar completa e adequadamente divulgada;
- c) Para os 2.º e 3.º casos acima, expressar uma “Opinião com reservas”, devendo em tais casos quantificar os efeitos da não adoção do método da equivalência patrimonial.

Em resumo, embora o SNC tipifique claramente as situações em que é aplicável o MEP, as conclusões constantes da IT supra parecem manter atualidade, sendo de aplicar na prática pelos revisores/auditores.

Referências bibliográficas

- Intelligent M&A – Navigating the Mergers & Acquisitions Minefield – Scott Moeller & Chris Brady – Wiley;
- Venture Capital & Private Equity : a Casebook – Josh Lerner, Felda Hardyman & Ann Leamon – Wiley;
- Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset – Aswath Damodaran – Wiley;
- ABC das Fusões & Aquisições – Carvalho das Neves & Associados – Edições IAPMEI;
- Post-acquisition Integration Handbook – Baker & McKenzie 2011;
- IBBA – International Business Brokerage Association education (www.ibba.org);
- Código das Sociedades Comerciais;
- Lei da Concorrência;
- Direito das Sociedades Comerciais, Paulo Olavo Cunha, Editora Almedina;
- O Direito da Aquisição de Empresas: Uma Introdução, Paulo Câmara e Miguel Brito Bastos;
- A Fusão por Criação de uma Nova Sociedade – Aspectos Legais, Abr/Jun 2009 Revisores e Auditores;
- Simplificar as operações de reestruturação empresarial: ajudar as empresas a ultrapassar a crise internacional e a manter posto de trabalho”, 14 de maio de 2009, Perguntas e Respostas;
- O Novo regime jurídico das Fusões Transfronteiriças, Nota Informativa Junho 2009, PLMJ;
- O que 2009 trouxe de novo, newsletter Janeiro 2010, MLGT;
- O Processo de Fusão na Atualidade, newsletter CCA Advogados, Corporate 1/2009.

Glossário

AEIE - Agrupamento Europeu de Interesse Económico

AIP/CCI – Associação Industrial Portuguesa / Câmara de Comércio e Indústria

AC – Acordo de confidencialidade

ACE – Agrupamento Complementar de Empresas

ADC – Autoridade da Concorrência

ASA – American Society of Appraisers

AT - Autoridade Tributária

BIMBO – Buy Out Management Buy Out

BV – Book Value

Cfr – confronto; confrontar

CIRC - Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

CRC – Código do Registo Comercial

CNSA – Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria

CPCV – Contrato promessa de compra e venda

CSC – Código das Sociedades Comerciais

DC – Directrizes Contabilísticas

DD – Due Diligence

DGCI – Direção Geral de Contribuições e Impostos

DPA – Valor Atual dos Dividendos Esperados

DRA – Directriz de Revisão / Auditoria

EBITDA – Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization

EBF – Estatuto dos Benefícios Fiscais

EOROC – Estatuto da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas

EPR – Earnings Price Ratio

EU - União Europeia

F&A – Fusões e Aquisições

FCFE – Free Cash Flow to Equity

FCFF – Free Cash Flow to Firm

FINTRANS – Dimensão e Transmissão Empresarial

GW – Goodwill

IAPMEI – Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação

IAS – International Accounting Standards

IES - Informação Empresarial Simplificada

IFRS – International Financial Reporting Standards

IPO - Inicial Public Offering

IRC – Imposto sobre o rendimento das pessoas colectivas

IRN – Instituto do Registo e Notariado

IRS – Imposto sobre o rendimento das pessoas singulares

ISA – International Standards on Auditing

IVA – Imposto sobre o Valor Acrescentado

JGSS – Juros e Gastos Similares Suportados

LOI – Letter of Intent

M&A – Mergers and Acquisitions

MBI – Management Buy In

MBO – Management Buy Out

MEP – Método de Equivalência Patrimonial

MOU – Memorandum of understanding

NCM - Normalização Contabilística para Micro-Entidades

NCRF – Norma Contabilística de Relato Financeiro

NI – Norma Interpretativa

ONV – Oferta não vinculativa

OPA – Oferta(s) Pública(s) de Aquisição (de ações)

OPV – Oferta(s) Pública(s) de Venda (de ações)

OTOC - Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas

OROC – Ordem dos Revisores Oficiais de Contas

OV – Oferta Vinculativa

PBV – Price Book Value

PCD – Price Cash Dividends

PCF – Price Cash Flows

PER – Price Earnings Ratio

PME – Pequena e Média Empresa

POC – Plano Oficial de Contabilidade

PSR – Price Sales Ratio

SIRRH – Recursos Humanos

RGIT - Regime Geral das Infrações Tributárias

ROC - Revisor Oficial de Contas

ROI – Return of Investment

RPA - Resultados Por Ação

SIR - Soluções Integradas de Registos

SNC - Sistema de Normalização Contabilística

TOC - Técnico Oficial de Contas

VALA - Valor Atual Líquido Ajustado

Título

Fusões & Aquisições – Redimensionar para Crescer

Data

Dezembro 2013

Promotor



AIP/CCI – Associação Industrial Portuguesa / Câmara de Comércio e Indústria
Praça das Indústrias
Apartado 3200 EC Junqueira
1301 – 918 Lisboa | Portugal

Equipa Técnica:



Moneris – Serviços de Gestão, S.A.
Centro Empresarial Arquiparque
Rua Dr. António Loureiro Borges, 1, 2.º
1495-131 Algés | Portugal

- ✓ Rui Almeida, *CEO / Managing Partner*
- ✓ Pedro Neto, *Diretor Moneris Academy*
- ✓ Hélder Beça, *Diretor Fusões & Aquisições*
- ✓ João Gomes, *Diretor Avaliações*
- ✓ João Nunes, *Assistant Manager*
- ✓ Jorge Pires, *Diretor e Coordenador Comité Técnico Contabilístico*
- ✓ Liliana Moreira, *Assessora Jurídica*

Trabalho elaborado por:

grupo
moneris

Projeto Co-financiado

