

Agradecimentos:

Como em qualquer etapa da nossa vida deveremos olhar para trás e observar quem ficou ao nosso lado. A realização deste trabalho não se deveu exclusivamente à minha vontade mas também ao acreditar e à força transmitida pelos outros.

O meu sincero agradecimento...

Ao Professor Doutor Manuel Mourão Lourenço e Professor Emílio Mateus, pela dedicação, pela disponibilidade, transmissão dos seus conhecimentos, apoio e compreensão;

Aos meus Pais, pelo incentivo e suporte que me foi dado para conseguir mais um dos meus objetivos profissionais. Sem eles seria impossível alcançar esta fase, pois foi com o carinho e com a educação exigente que me fizeram iniciar e acabar esta etapa;

À Vânia Paredes, minha namorada e companheira do dia-a-dia, pelo carinho, incentivo e por me mostrar continuamente que amar de verdade é dar sempre, sem esperar nada em troca;

Aos meus irmãos, João e Jorge Jordão, pela amizade e suporte dado ao longo do trabalho;

Ao meu sobrinho, pela alegria constante e boa disposição em momentos difíceis;

À minha família e amigos mais chegados, pela presença, suporte e afeto;

Ao Dr. Paulo Augusto, pelos momentos de trabalho em conjunto e pela sua disponibilidade constante;

Ao Sr. Jorge Paredes, sócio/gerente das empresas em causa, pela sua ajuda, colaboração ao longo deste período, pela compreensão e vontade de ver este trabalho finalizado. Espero que possa ajudar na tomada de decisão para as empresas do Grupo Paredes.

Resumo:

A principal motivação do estudo, passou por se tentar entender se a fusão das empresas em causa trará benefícios e se esta estratégia de reestruturação de empresas é vantajosa. O objetivo da realização deste estudo de caso, passa pelo cálculo dos custos e benefícios do processo de fusão de duas empresas, concluindo a presença ou não de Sinergias da fusão. Os objetos de análise serão as duas empresas de transportes do grupo Paredes, a Transportadora Tejo à Vista, Sociedade Unipessoal, Lda. e a Gomes&Paredes, Lda. Deste modo, pretendeu-se delinear uma fusão na perspetiva financeira na obtenção de valor. Assim, esta perspetiva financeira trabalhou áreas como a estratégia, o comportamento organizacional e o nível de gestão das operações (das empresas atuais e da que se vai gerar). Para se avaliar as empresas optou-se pela utilização do Método dos *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF), para no fim se verificar a existência de Sinergias. Através de indicadores como o *Earnings Before Interests and Taxes* (EBIT), as depreciações, os investimentos em capital fixo e fundo de manuseio, calculou-se os *Free Cash Flow* das empresas. Estes *Free Cash Flow* serão posteriormente devidamente atualizados. Com os FCFF atualizados, conseguiu-se apurar o valor do negócio de cada uma das empresas, e o valor desta após a possível fusão. Atualmente, verifica-se que as empresas atravessam uma situação difícil, reflexo do estado da economia do país e do mundo. No entanto, após a simulação da possível fusão, concluiu-se que esta operação criou valor, ou seja, sinergias para as empresas em causas. Assim, pensa-se que as empresas em causa necessitam rapidamente de uma estratégia de revitalização, e o presente estudo venha a ter um papel significativo na tomada de decisão.

Palavras Chave: Fusão de empresas, Setor dos Transportes de Mercadorias, Sinergias, *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF)

Classificação JEL: G12, G34, L92

Abstract:

The main motivation of the study will try to understand if the merger of the companies concerned will benefit and if this strategy of restructuring companies is advantageous . The purpose of conducting this case study , through the calculation of costs and benefits of the merger of two companies process , concluding the presence or absence of synergies from the merger . The object of analysis are the two transport companies from the grupo Paredes , the Transportadora Tejo à Vista, Sociedade Unipessoal, Lda. and Gomes&Paredes, Lda. Outlined is a merger in the financial perspective in getting value. This financial perspective worked areas such as strategy , organizational behavior and management level of operation (current and businesses that will generate) . To evaluate companies opted for the use of the Method of Free Cash Flow to the Firm (FCFF) , to finally verify the existence of synergies . Through indicators such as Earnings Before Interests and Taxes (EBIT) , depreciation , investments in fixed assets and working capital , we calculated the free cash flow businesses. These Free Cash Flow will then be updated properly . With the updated FCFF , we were able to determine the value of each of the company's business, and the value of this after the possible merger . It was found that the companies currently going through a difficult situation , reflecting the state of the economy and the world . But , after the simulation of the possible merger , which was completed transaction are created value , i.e., synergies for the companies causes. Thus we concluded that the undertakings concerned are in urgent need of a revitalization strategy , and this study should have a significant role in decision making.

Keyword: Merger, Sector Transport of Goods, Synergies, Free Cash Flow to the Firm (FCFF)

JEL Classification: G12, G34, L92

Índice:

Agradecimentos:	I
Resumo:	II
Abstract:	III
Índice de Quadros:	IX
Índice de Tabelas:	X
Índice de Figuras:	XII
Índice de Gráficos:	XIII
Lista de Siglas e Abreviaturas:	XIV
CAPÍTULO 1	1
INTRODUÇÃO:	1
1.1. Tema e questão a Investigar	4
1.2. Definição do Contexto do Problema	4
1.3. Motivações do Estudo	5
1.4. Objetivo	5
1.4.1. Objetivo Geral	5
1.4.2. Objetivo Específico	6
1.5. Metodologias e Técnicas de Recolha de Dados	6
1.6. Estrutura do Trabalho	7
Conclusão:	9
CAPÍTULO 2:	10
REVISÃO DA LITERATURA	10
2.1. Fusões e Aquisições (F&A)	10
2.1.1. Conceitos de F&A	11

2.1.2. Tipos de Fusões	13
2.1.3. Principais Razões de F&A	15
2.1.4. Motivações de F&A	16
2.1.5 Sinergias	19
2.2. Métodos de Avaliação de Empresas	22
2.2.1 Conceito Avaliação de Empresas	23
2.2.2 Avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado (FCD)	25
A) Método dos Free Cash Flow to Equity (FCFE)	29
B) Método dos Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	30
2.2.3 Análise crítica do método de avaliação	39
2.2.4 Vantagens do método dos FCD	40
2.2.5 Dificuldades de aplicação do método dos FCD	40
2.3 O «Simplex» no registo de fusão de sociedades	41
2.4 Fracassos de F&A	41
Conclusão	43
CAPÍTULO 3	45
METODOLOGIA:	45
3.1. Métodos e Técnicas de Recolha de Dados	45
3.2. Avaliação pelo método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD)	47
3.3 Formulas utilizadas no estudo	48
3.4 Limitações nos métodos e técnicas de recolhas de dados	55
Conclusão:	56
CAPÍTULO 4:	57
ANÁLISE DE SETOR	57
4.1. Análise de Setor dos Transportes em Portugal	57
4.2. Análise de Setor no contexto Europeu	61

Conclusão	63
CAPÍTULO 5 :	64
DIAGNÓSTICO SECTORIAL	64
Conclusão	67
CAPÍTULO 6:	68
DESENVOLVIMENTO DO PROJETO	68
I. História e Apresentação do Grupo	68
II. Diagnóstico Concorrencial das Empresas	69
• Transportes TGP	69
• Transportes TTV	70
III. Visão e Missão	72
IV. Organograma	73
V. Estrutura Organizacional	74
Conclusão	76
CAPÍTULO 7:	78
AVALIAÇÃO DAS EMPRESAS TTV e TGP	78
7.1. Diagnóstico Funcional das empresas	80
7.1.1. Áreas de Negócio e Planos de Desenvolvimento	80
7.2. Avaliação das empresas: Cálculo do Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	93
7.3 Análise de Sensibilidade	102
Conclusão:	104
CAPÍTULO 8:	105
A FUSÃO	105
8.1. Estimativa do Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	108
8.2. Sinergias	110
Conclusão:	112

CAPÍTULO 9:	113
CONCLUSÃO	113
Limitações do Estudo	115
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	116
Anexos	120
Anexo 1	121
Principais Motivações de F&A (II)	121
Anexo 2	122
Indicadores para o cálculos de Criação de Valor e Sinergias	122
Anexo 3	124
Rendibilidade Desejada pelos Acionistas (Re) – Capital Asset Pricing Model (CAPM)	124
Anexo 4	129
O «Simplex» no registo de fusão de sociedades	129
Anexo 5	133
Balanço Individual da TTV (2011-2012)	133
Anexo 6	134
Demonstração de Resultados Individuais da TTV (2011-2012)	134
Anexo 7	135
Demonstração dos Fluxos de Caixa da TTV (2011-2012)	135
Anexo 8	136
Balanço Individual da TGP (2011-2017)	136
Anexo 9	137
Demonstração de Resultados Individuais da TGP (2011-2012)	137
Anexo 10	138
Demonstração dos Fluxos de Caixa da TGP (2011-2012)	138
Anexo 11	139

Principais passos para a concretização de uma Fusão ou Aquisição	139
Apêndices	150
Apêndice 1	151
Roteiro de Estudo de Caso	151
Apêndice 2	157
Entrevista ao Sr. Jorge Paredes (gerente das duas empresas)	157
Apêndice 3	165
Quadro Ficha de Leitura/Análise de Artigo	165
Apêndice 4	172
Quadros de Revisão da Literatura	172

Índice de Quadros:

Quadro 1: Principais Diferenças entre F&A.....	13
Quadro 2: Principais Motivações de F&A (I)	17
Quadro 3: Principais Motivações de F&A (II)	121
Quadro 4: Indicadores para o cálculo de Criação de Valor e Sinergias	122

Índice de Tabelas:

Tabela 1: Prémio de Risco atribuída ao setor bancário em Portugal em relação aos rácios de Solvabilidade	35
Tabela 2: Evolução da Taxa de Crescimento Real do PIB em Portugal no período 2004-2014E.....	81
Tabela 3: Taxa média de Inflação na Zona Euro no período 2004-2014E.....	81
Tabela 4: Rendimentos Operacionais por Área de Negócio da TTV (em €)	82
Tabela 5: Função, nº. de colaboradores e respectivas remunerações no ano de 2012.....	83
Tabela 6: Gastos Operacionais da TTV (em €)	84
Tabela 7: Estrutura de Gastos Operacionais da TTV	84
Tabela 8: Resultados Operacionais da TTV (em €)	86
Tabela 9: Investimento em Capital Fixo da TTV (em €)	86
Tabela 10: Investimento em Fundo Maneio da TTV (em €).....	87
Tabela 11: Rendimentos Operacionais por Área de Negócio da TGP (em €).....	88
Tabela 12: Função, nº. de colaboradores e remunerações no ano de 2012	89
Tabela 13: Gastos Operacionais da TGP (em €)	90
Tabela 14: Estrutura de Gastos Operacionais da TGP	90
Tabela 15: Resultados Operacionais da TGP (em €).....	92
Tabela 16: Investimento em Capital Fixo da TGP (em €).....	92
Tabela 17: Investimento em Fundo Maneio da TGP (em €)	93
Tabela 18: Cálculo do <i>Free Cash Flow to the Firm</i> da TTV (em €).....	94
Tabela 19: WACC: <i>Weighted Average Cost of Capital</i> da TTV.....	95
Tabela 20. Valor do Negócio da TTV (em €).....	97
Tabela 21: <i>Firm Value</i> da TTV (em €).....	97
Tabela 22: Cálculo do <i>Free Cash Flow to the Firm</i> da TGP (em €).....	97
Tabela 23: WACC: <i>Weighted Average Cost of Capital</i> da TGP	99
Tabela 24: Valor do Negócio da TGP (em €).....	100
Tabela 25: <i>Firm Value</i> da TGP (em €)	101
Tabela 26: Comparação de Valor de Negócio e de <i>Firm Value</i> das duas empresas em 2012 (em €).....	101
Tabela 27: Análise de Sensibilidade da TTV (em €).....	102
Tabela 28: Análise de Sensibilidade da TGP (em €).....	103
Tabela 29: Rendimentos Operacionais por Área de Negócio da futura empresa (em €) ..	105

Tabela 30: Poupança em Gastos da TTV e TGP com a fusão.....	106
Tabela 31: Resultados Operacionais da futura empresa (em €)	107
Tabela 32: Investimento em Capital Fixo da futura empresa (em €).....	108
Tabela 33: Investimento em Fundo Maneio da futura empresa (em €).....	108
Tabela 34: Cálculo do <i>Free Cash Flow to the Firm</i> da futura empresa (em €).....	109
Tabela 35: WACC: <i>Weighted Average Cost of Capital</i> da futura empresa.....	109
Tabela 36: Valor do Negócio da futura empresa (em €)	110
Tabela 37: <i>Firm Value</i> da futura empresa (em €).....	110
Tabela 38: Valor das Sinergias Criadas com a Fusão (em €).....	111

Índice de Figuras:

Figura 1: Análise SWOT do Sector dos Transportes em Portugal.....	65
Figura 2: Análise SWOT daTGP.....	69
Figura 3: Análise SWOT da TTV	71
Figura 4: Organograma da TGP	73
Figura 5: Organograma da TTV	74

Índice de Gráficos:

Gráfico 1: Receitas geradas no setor dos transportes em Portugal no período 2000-2010 .	57
Gráfico 2: Peso do setor dos transportes no PIB de Portugal no período de 2000-2010.....	58
Gráfico 3: Valores em milhões de euros das exportações e importações portuguesas no período 2000-2010.....	59
Gráfico 4: Quilómetros percorridos no transporte nacional e internacional de mercadorias no período de 2000-2010.....	60
Gráfico 5: Evolução do preço do gasóleo em Portugal no período 2000-2012.....	61
Gráfico 6: Estrutura de Gastos da TTV para 2017	85
Gráfico 7: Estrutura de Gastos da TGP para 2017	91

Lista de Siglas e Abreviaturas:

AT: Ativo Total

CP: Valor do Capital Próprio

CAGR: *Compound Annual Growth Rate*

D: Valor da Dívida

DIVT: Valor Total da Dívida

EBIT: *Earnings Before Interests and Taxes*

EBITDA: *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

EBT: *Earnings Before Taxes*

FCD: Fluxo de Caixa Descontado

FCF: *Free Cash Flow*

FCFE: *Free Cash Flow to Equity*

FCFF: *Free Cash Flow to the Firm*

Firm Value: Valor de empresa

F&A: Fusões e Aquisições

FMN: Fundo de Maneio Necessário

INE: Instituto Nacional de Estatísticas

J.P.: Jorge Paredes

g_N : Taxa de crescimento nominal perpétua

g_{real} : Taxa de crescimento real da economia

R_d : Taxa Juro média da dívida

K_s : Custo Capital Próprio

MEBIT: Margem de *Earnings Before Interests and Taxes* (EBIT)

NOPLAT : *Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*

P.J.: Pedro Jordão

PER: *Price Earnings Ratio*

PL: Património Líquido

QT: Q de Tobin

VL: Vendas Líquidas

VM: Valor de Mercado

VP: Valor de Património

VMAO: Valor de Mercado de Ações Ordinárias

t: Taxa de imposto (IRC: taxa de Imposto sobre o Rendimento Coletivo)

TIR: Taxa Interna de Retorno

TTV: Transportadora Tejo à Vista, Sociedade Unipessoal, Lda.

TGP: Transportes Gomes&Paredes, Lda.

SWOT: *Strenghts, Weaknesses, Opportunities and Threats*

Rd: Taxa média de juro da dívida

Re: Rendibilidade Desejada pelos acionistas

RH: Recursos Humanos

RO: Rendibilidade Operacional

WACC: *Weighted Average Cost of Capital*

Δ FMN: Investimento em Fundo Maneio

CAPÍTULO 1

INTRODUÇÃO:

Tem vindo a verificar-se, ao longo do tempo, que as mudanças tecnológicas e as constantes inovações levaram as empresas mesmo em setores diferentes, a oferecerem produtos e serviços semelhantes, tornando-se assim concorrentes. Com os mercados estabilizados, esta entrada de novos concorrentes tem vindo a destabilizar os setores de mercado. Assim, estas mudanças nos mercados contribuíram para a criação de desequilíbrios nos transportes terrestres de mercadorias e nas empresas em causa, mesmo que estas se encontrem numa fase de maturidade do seu ciclo de vida.

No estudo realizado por Hesse e Rodrigue, 2004, e Fusillo, 2009 (citado por Andreou, Louca e Panayides, 2012) mencionou-se que o transporte de mercadorias facilita o comércio internacional, assim como, assume um papel preponderante para a criação de valor na economia mundial.

Neste cenário de instabilidade mundial a avaliação de empresa é hoje um processo cada vez mais indispensável para a tomada de decisão no que concerne a investimentos e desinvestimentos, às reestruturação de empresas ou de grupo, nomeadamente fusões e aquisições. Dado a presença deste quadro de instabilidade, a otimização de resultados e criação de valor são cada vez mais fulcrais. Este cenário obriga a que os gestores consigam procurar alternativas que permitam crescer ou obter ganhos, nomeadamente de eficiência, como por exemplo através de fusões com os ganhos de Sinergias. Este foi um dos pontos do problema a ser retratado no presente estudo.

Após ter-se demonstrado a importância das fusões no atual tecido empresarial, fez-se uma breve introdução histórica do processo de fusão de empresas. Assim, pode dizer-se que a fusão de empresas é uma operação com larga história e com inúmeros estudos realizados. A grande maioria dos autores salientam que no decorrer das últimas décadas, as fusões têm tido um lugar proeminente para os diferentes setores da indústria de transporte de cargas. Para Andreou, Louca e Panayides, (2012), o aumento de fusões e aquisições nas empresas do setor dos transportes de mercadorias tem sido facilitada pelas mudanças regulatórias e estratégicas que ocorreram em diversos setores da indústria.

Após a revelação da importância destes processos de reestruturação (fusões e aquisições) de empresas do setor dos transportes, apresentou-se a definição dos conceitos de fusão e aquisição. Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002, citado por Camargos, 2009), a fusão ou uma consolidação de empresas, envolve geralmente entidades com dimensões semelhantes e combinam-se por meio de uma simples permuta de ações, dando origem a uma nova empresa; já na aquisição, ocorre a compra de uma empresa por outra e, somente uma delas, mantém a identidade.

Nesta nota introdutória, após o enquadramento do assunto no problema (a evolução do mundo empresarial e a necessidade de aumentar a eficiência) e, na sequência da definição do conceito de Fusão, fez-se uma breve introdução sobre a metodologia utilizada e os objetivos a alcançar com a elaboração deste estudo de caso, ou seja, verificar com a possível fusão a geração de Sinergias.

Para se iniciar o estudo da fusão entre a “Transportadora Tejo à Vista, Sociedade Unipessoal, Lda.” e os “Transportes Gomes & Paredes, Lda.” fez-se uma análise sectorial como forma de compreender a importância e a atual situação do sector. Como forma de se tentar perceber qual o futuro do sector, elaborou-se um diagnóstico sectorial. Posteriormente, elaborou-se o diagnóstico funcional das empresas invocando vários indicadores. Para se analisar o desempenho de uma empresa, recorreu-se à análise de índices económicos e financeiros. Segundo Silva (2001, citado por Camargos, 2009), os índices financeiros relacionam as contas ou grupos de contas das demonstrações financeiras e, têm como objetivo fornecer informações que não são visíveis de forma direta nas demonstrações financeiras. Para Marion (2002, citado por Camargos, 2009), o diagnóstico da situação económico-financeira de uma empresa só é possível recorrendo a análise de três pontos: Liquidez (geral e corrente), Endividamento (qualidade e quantidade) que dizem respeito à situação financeira, e Rentabilidade que representa a situação económica da empresa.

Após a elaboração do diagnóstico funcional de cada empresa, fez-se um estudo que simula os resultados da possível fusão entre as duas empresas. Para se verificar se a fusão será ou não eficaz, calculou-se as Sinergias. Visto que no estudo se pretende destacar as Sinergias no processo de fusão das empresas, tornou-se importante definir o conceito de Sinergia e discriminar as principais fontes de Sinergias de uma F&A.

No trabalho de Weston e Brigham (2000, citado por Camargos 2005), define-se Sinergia como a condição pela qual o todo é maior do que a soma das duas partes. De outra forma, o valor pós-fusão das empresas é superior a soma dos valores pré-fusão das empresas separadas.

No seguimento de uma definição do conceito de Sinergia, importa fazer uma breve nota debruçada nas fontes de sinergia. Assim, segundo Lemes Jr, Rigo e Cherobim (2002, citado por Camargos, 2005), considera as seguintes as fontes de Sinergia:

- 1) Economias de Escala Operacionais: esta fonte de sinergias advém da redução ou eliminação de gastos e despesas com atividades corporativas, como por exemplo do marketing, de finanças, de recursos humanos, etc.;
- 2) Economias Financeiras: são oriundas de uma melhor estrutura de capital e de uma maior capacidade de alavancagem com menores custos de endividamento;
- 3) Melhorias na Eficiência de Gerência: advindas da substituição de uma administração ineficiente, o que consequentemente melhora o desempenho económico e financeiro, além de outros fatores, como por exemplo a eliminação de níveis hierárquicos desnecessários, redução do número de cargos e pessoal inerente a esses cargos, etc.;
- 4) Maior Poder de Mercado: com a fusão significará um aumento de dimensão da empresa que resulta num maior poderio de mercado, de negociação e de competição;
- 5) Economias Fiscais: estas fontes de sinergias são advindas da utilização de isenções e compensações autorizadas pela lei.

Como ficou mencionado anteriormente, a fusão será benéfica se a empresa resultante (da fusão) detiver um valor superior ao da soma dos valores das empresas separadas. Supondo que a empresa A considera fundir com a empresa B e representando por VAB o valor da empresa resultante, então a fusão só fará sentido se:

$$VAB > VA + VB ,$$

em que VA e VB são os valores das empresas separadas. Então, para uma fusão ser bem sucedida é necessário que o valor do tudo exceda a soma das partes.

A diferença entre o valor da empresa combinada e a soma dos valores das empresas como entidades separadas representa o ganho incremental líquido da aquisição, ΔV :

$$\Delta V = VAB - (VA + VB)$$

Quando ΔV é positivo, diz-se que a fusão gerou Sinergia.

Então, para se quantificar as Sinergias, calculou-se o valor de cada empresa em separado. Para se determinar o valor das empresas em separado e das empresas em conjunto, utilizou-se como método de Avaliação de Empresas, o Fluxo de Caixa Descontado (FCD).

1.1. Tema e questão a Investigar

O presente estudo de caso insere-se na área de investigação de Gestão Global. O tema em análise prendeu-se ao estudo da possível fusão entre duas empresas do Grupo Paredes que operam no setor dos transportes terrestres de mercadorias, a “Transportadora Tejo à Vista, Soc. Unipessoal, Lda.” e a “Gomes & Paredes, Lda.”, a fim de se tornar uma ajuda à tomada de decisão.

A questão a investigar será averiguar se a fusão das duas empresas poderá acarretar benefícios ou não, sendo importante referir que o objetivo será a revitalização do negócio, através da fusão das duas empresas do grupo.

1.2. Definição do Contexto do Problema

Com a crise nacional e mundial, as empresas em causa têm vindo a sentir dificuldades. Estas mudanças sentidas no setor foram causadas essencialmente pela: situação económica do país, aumento dos combustíveis, relação com clientes e fornecedores (nomeadamente, no que diz respeito aos prazos de pagamentos e recebimentos muito desfasados), falta de eficiência, dificuldade de obter capital junto da banca, entre outros.

Com estes problemas, para o gestor a fusão das empresas tem como principal objetivo melhorar a eficiência, e tomar a fusão como uma forma de reestruturação das mesmas.

1.3. Motivações do Estudo

O motivo pelo qual se optou por esta temática diz respeito ao interesse pessoal do autor neste tipo de reestruturação de empresas.

Atualmente, verificou-se uma enorme atividade de fusões em todo o mundo, como forma de se conseguir economias de escala através de sinergias, mas também por assumirem um papel crucial nas estratégias de crescimento das organizações. Dadas as dificuldades das ditas empresas, e visto se considerar as fusão como uma ótima estratégia de reestruturação, este terá sido o contributo para o autor escolher a temática e as empresas em causa, que pertencem a um familiar. Uma motivação adicional para a realização do estudo, passou por poder ser fundamental na tomada de decisão a curto prazo, por parte do gerente das duas empresas.

Outra motivação, passou por poder proporcionar a outros autores tomarem como base o presente estudo de caso e, o aplicarem a outras empresas do sector de forma a se suplantarem a crise sectorial, nacional e internacional.

1.4. Objetivo

1.4.1. Objetivo Geral

O objetivo geral do estudo, foi verificar se a fusão neste caso, poderá trazer sinergias. Caso o resultado seja positivo, então o estudo poderá ter um papel fundamental na tomada de decisão. Através deste trabalho, o gestor conseguirá iniciar o processo de fusão das duas empresas, visto que ficará transcrito os passos para a execução desta estratégia.

1.4.2. Objetivo Específico

Decorrente do objetivo geral apresentado no ponto anterior, resultam os seguintes objetivos específicos:

- Perceber o atual estado do sector dos transportes;
- Identificar a atual situação das empresas, através de um diagnóstico funcional;
- Perceber as principais motivações que levam o gestor a pensar nesta estratégia;
- Através de um estudo comparativo e, com o método de avaliação em causa, verificar a existência ou não de sinergias com a Fusão;
- Fazer um estudo prospetivo e funcional resultante da fusão;
- Apurar os Gastos e as Sinergias de Fusão;
- De forma a solidificar o estudo e, para transmitir um sinal de robustez realizar uma análise de risco ou de sensibilidade;
- Por fim, a apreciação final da possível fusão.

1.5. Metodologias e Técnicas de Recolha de Dados

No estudo de caso utilizou-se dados primários, recorrendo a entrevistas ao Sr. Jorge Paredes (sócio e gerente das empresas), de modo a se conseguir obter respostas objetivas às suas pretensões neste processo de fusão. Desta forma, tentou-se enquadrar os seus objetivos e motivação para o estudo. Através de dados primários, também, se conseguiu responder à pergunta “Qual é a utilidade deste projeto?”, que prende saber qual a estratégia da fusão das duas empresas.

Recorreu-se, também, a dados secundários, para se elaborar a análise sectorial, de forma a compreender o sector e os motivos para as atuais dificuldades das empresas em causa. Com recursos a dados secundários, obtiveram-se as informações contabilísticas e financeiras das empresas. Com estes dados elaborou-se o diagnóstico funcional das duas empresas. Neste diagnóstico analisou-se as funções de cada empresa nos diferentes campos funcionais, como por exemplo: as vendas, os clientes, as operações, a tecnologia e os recursos humanos. Na fase seguinte, realizou-se um Plano de Exploração, em que, com recurso às demonstrações de resultados previsionais, conseguiu-se obter o resultado dos fluxos de caixa descontados. Desta forma, foi possível confrontar os fluxos de caixa de

uma empresa e de outra. Com estes fluxos de caixa, conseguiu-se apurar os valores de negócio de cada empresa em separado e o valor de negócio após a fusão. Posteriormente, com recurso a outros dados secundários, apurou-se o valor do custo de operação, assim como, o que a empresa terá de investir para a realização deste processo de fusão. Desta forma, conseguiu-se apurar finalmente o valor da Sinergia.

A estratégia de análise de dados utilizada foi do tipo qualitativo (análise de conteúdo). Para Saunders (2007, citado por Batista, 2009), a metodologia de investigação é do tipo qualitativo, quando o investigador está envolvido no caso a estudar e existe uma subjetividade da parte deste na procura do conhecimento. “A investigação assume por isso, a natureza descritiva e indutiva, uma vez que se parte de conhecimentos particulares obtidos na observação para um conhecimento geral” (Saunders, 2007, citado por Batista, 2009:13).

Segundo Yin (2003, citado por Batista, 2009), num estudo de caso pretende-se responder as questões “como” ou “porquê” de uma realidade atual. O estudo abrange ainda um análise profunda e exaustiva de um ou vários casos, de forma a que se obtenha um amplo e detalhado conhecimento.

1.6. Estrutura do Trabalho

O presente estudo de caso foi repartido em 9 capítulos. No capítulo 1, parte em que se insere o presente texto, foi denominado por introdução. Neste primeiro capítulo incidiu-se a parte introdutória onde se delimita o assunto a estudar, o enquadramento do tema e em que campo se insere. De seguida, descreveu-se o tema e a questão a investigar, definindo o contexto do problema, as motivações do estudo, os objetivos gerais e específicos, as metodologias e técnicas de recolha de dados e por fim, a estrutura do trabalho.

No capítulo 2, elaborou-se uma revisão da literatura com o suporte teórico mais relevante da temática, recorrendo a livros, *working paper*, sítios da internet e teses de mestrado. Este capítulo iniciou-se com uma curta introdução sobre as F&A, seguida de uma descrição mais extensiva dos conceitos de F&A, bem como, os vários tipos de F&A, as motivações das F&A e por último, uma conclusão sobre este mesmo assunto. De seguida, no ponto 2.2 procedeu-se a uma breve revisão literária sobre os métodos de

avaliação de empresas e um guia com os procedimentos a cumprir na realização de um processo de fusão de empresas.

Posteriormente, no capítulo 3, explicitou-se os métodos e técnicas de recolha de dados assim como se demonstrou o método de avaliação de empresas escolhido (FCD) e os pressupostos inerentes a este modelo.

No capítulo 4, elaborou-se uma análise setorial dos transportes terrestres de mercadorias em Portugal e em contexto europeu.

No capítulo seguinte, foi apresentado um diagnóstico sectorial, de forma a se entender o atual estado do sector e o seu futuro em Portugal.

O Desenvolvimento do Projeto, foi elaborado no capítulo 6. Neste capítulo inicia-se como uma breve apresentação das duas empresas em causa (descrevendo a História, Missão, e a Visão destas), seguido dos organogramas e da estrutura organizacional de cada empresa.

No capítulo 7 elaborou-se a avaliação das empresas, recorrendo ao diagnóstico funcional das empresas e a posterior avaliação pelo método dos *Free Cash Flow to the Firm*.

No capítulo 8, realizou-se um estudo da estimação de fusão entre as duas empresas em causa, apurando as possíveis sinergias.

Por fim, no capítulo 9, procedeu-se a uma conclusão geral do trabalho, bem como, a descrição das limitações subjacentes ao presente estudo de caso.

Após este último capítulo, transcreveu-se as limitações do estudo, as referências bibliográficas, os anexos e por fim os apêndices.

Conclusão:

Após o término do primeiro capítulo denominado de introdução, parece oportuno apresentar uma breve conclusão. Neste capítulo, procurou-se transcrever de forma sucinta todos os assuntos que serão relatados de forma mais exaustiva no decorrer do estudo.

Neste ponto introdutório do estudo de caso, procurou-se fazer um breve enquadramento do assunto no problema, descrevendo o problema e a situação empresarial mundial. Desenvolveu-se, também, uma breve história da temática (fusões de empresas), demonstrando a importância do setor dos transportes de mercadorias na economia mundial, assim como, uma definição de F&A de empresas. A principal motivação deste tipo de reestruturação de empresas é a criação de valor pela obtenção de sinergias, para tal, foi transcrita uma breve definição de sinergia, enumerando as principais fontes para a angariação destas. Deste modo, para se apurar o valor das sinergias, tem que se recorrer a métodos de avaliação, sendo o mais usual pelos autores de referência, os métodos dos Fluxos de Caixa Descontados (FCD).

Após o enquadramento do assunto e de todas as envolventes no tema (sinergias e métodos de avaliação), procurou-se enquadrar o título do estudo de caso na problemática das fusões de empresas. Assim, começou-se por definir o tema e a questão a estudar, bem como, a definição do contexto no problema. De seguida, especificou-se os objetivos gerais e específicos do estudo, assim como, as metodologias que se acharam apropriadas para a execução deste estudo de caso. Por fim, foi apresentado a estrutura do trabalho.

Pode-se assim concluir, que o presente estudo assenta inteiramente na problemática do sector e das empresas, visto tanto o país como as empresas estarem a passar por uma situação difícil, e daí o tema do estudo se enquadrar e puder torna-se importante, útil e atual.

CAPÍTULO 2:

REVISÃO DA LITERATURA

2.1. Fusões e Aquisições (F&A)

Como forma de se iniciar o presente capítulo, demonstrou-se a importância das F&A para as empresas. Segundo Bailey (2001, citado por Lin, 2006), os analistas estimam que pelo menos 30% das organizações de todo o mundo já pensaram na F&A. Para Bradley et al, 1988; Brigham, 1983; Williamson, 1983 (citado por Lin, 2006), as F&A são a forma mais eficiente para as empresas que desejam chegar a uma estratégia de crescimento. Como tal, tentam obter recursos humanos, financeiros e expandir o seu domínio operacional. Segundo Brush, 1996; Caves, 1989; Schleifer e Vishny, 1991 (citado por Lin, 2006), apesar da grande quantidade de F&A, poucas foram as empresas que atingiram os benefícios do resultado esperado.

Após se verificar a importância destes métodos de reestruturação de empresas, descreveu-se a finalidade para as empresas recorrerem a estas estratégias. No estudo de Magalhães et al. (2003, citado por Oliveira 2011), as reestruturações ocorrem com a finalidade de melhorar a eficiência técnica e dos recursos da empresa, uma vez que através de F&A consegue-se reduzir os gastos administrativos, as despesas com as vendas e, ainda, proporcionar economias de escala. Os mesmos autores citam, também, que se consegue reduzir os custos de transações por meio da integração vertical entre empresas e a redução do custo de capital como outros ganhos económicos. Algumas operações de F&A's são efetuadas com intuito de aumentar o poder de mercado das empresas envolvidas, reduzindo assim a competição e resultando em preço mais elevado para o consumidor.

Para outros autores, as F&A's promovem a eficiência económica, daí retratam estes processos de reestruturação como uma boa estratégia de aumentar o valor esperado das empresas em conjunto. Esta eficiência é alcançada quando o valor esperado das empresas é maior do que a soma de ambas as partes “ $2 + 2 = 5$ ” (Ansoff, 1965),

$$V(A + B) > V_A + V_B$$

o que significa que as empresas juntas têm um valor superior ao das empresas somadas.

Como ficou referido, os processos de fusão de empresas poderão aumentar o valor das empresas quando em conjunto. De acordo com os mais recentes estudos, pode enumerar-se seis causas para que o valor das empresas juntas seja superior ao valor das empresas somada. As principais causas são: redução de gastos, racionalização de recursos, maior poder de mercado, aquisição de recursos, aquisição de nova tecnologia e especulação (Santos B. A., 2010).

A) A redução de gastos pode ocorrer em:

- Gastos financeiros - decorrentes da existência de fundos excedentes numa empresa, que podem ser transferidos para outras empresas. Com as F&A também se tem a vantagem de financiamento interno para as necessidades de investimento;
- Gastos operacionais – as F&A podem criar economias de escala, que também promovem um uso mais eficiente dos recursos humanos e tecnológicos, levando a uma redução de gastos.

B) A racionalização de recursos, estão associados ao uso eficiente de todos os recursos disponíveis, recorrendo a uma combinação de negócios, e de uma produção conjunta, o que tenderá a reduzir os gastos.

C) A aquisição de recursos, visto que uma F&A permite um controle sobre os recursos adquirente por parte da empresa adquirida.

D) O aumento do poder de mercado, visto que será promovido um aumento da quota de mercado, promovendo uma melhoria organizacional sobre clientes, fornecedores, funcionários e outras partes interessadas, criando ainda uma nova barreira para a entrada de novos participantes.

E) A aquisição e difusão de novas tecnologias, a fim de manter e/ou aumentar a sua competitividade.

2.1.1. Conceitos de F&A

No seguimento do enquadramento do tema (F&A) na atualidade, transcreveu-se inúmeras definições dos conceitos de fusão e aquisição de empresas, assim como, as suas principais diferenças.

“De acordo com o Código das Sociedades Comerciais uma fusão consiste na reunião numa só de duas ou mais sociedades” (Anetie, 2012).

“As fusões e aquisições constituem um fenómeno de crescente popularidade, baseados no facto de proporcionarem um caminho mais rápido e aparentemente mais seguro para atingir os objetivos de crescimento e diversificação. Normalmente, a estratégia de crescimento através de aquisições é mais utilizada pelas empresas de maior dimensão” (Santos P. M., 2009, p. 14).

Segundo Ferreira (2002:96, citado por Batista, 2009), as fusões caracterizam-se por serem voluntárias, levando “...à criação de uma nova entidade e ao desaparecimento das empresas que lhe deram origem...”, enquanto que as aquisições “...têm implícito o objetivo de controlar total ou parcialmente uma empresa”. No mesmo estudo de Ferreira (2002:98, citado por Batista, 2009), a característica mais relevante das aquisições é a versatilidade, facilitando à empresa a entrada em novos mercados, segmentos e criação de novos produtos, bem como melhorar o nível operacional, tecnológico e administrativo das empresas. No caso das fusões, o objetivo é a angariação de sinergias e aumento da dimensão, de forma a fazer frente à grande concorrência.

Segundo Betânia Barros (2003, citado por Rojo et al, 2010), a Fusão de empresas é a combinação de duas ou mais empresas que deixam de existir legalmente para formar uma terceira empresa com nova identidade. Já Hitt (2002, citado por Rojo et al, 2010), afirma que a Fusão é uma estratégia pela qual duas empresas admitem integrar as suas operações, porque possuem recursos e capacidades que em conjunto podem criar uma maior vantagem competitiva.

Segundo Rojo, Pini, Gomes, Souza e Rocco (2010), ainda se pode definir outra diferença entre F&A. As fusões geralmente ocorrem entre empresas do mesmo setor e tipo de negócio.

O quadro 1, demonstra as principais diferenças entre Fusões e Aquisições encontradas nos diversos trabalhos utilizados na revisão bibliográfica.

Quadro 1: Principais Diferenças entre F&A

Fusão	Aquisição
Pode haver criação de nova empresa	Geralmente uma das empresas envolvidas mantém a identidade jurídica
A forma de pagamento mais utilizada é a permuta de ações	As formas de pagamento mais utilizadas são o dinheiro, ações ou outros títulos
As empresas geralmente são do mesmo setor de atividade	É comum as empresas serem de setores diferentes

Fonte: Elaboração própria

2.1.2. Tipos de Fusões

Após diferentes definições de F&A, achou-se oportuno discriminar os diferentes tipos de fusões para os autores de referência. Segundo o Código das Sociedades Comerciais, Fusão é a reunião de duas ou mais sociedades numa só, podendo esta ocorrer sob dois tipos diferentes (Tavares, 2010):

- Fusão por Incorporação: neste tipo de fusão ocorre uma transferência global do património de uma ou mais sociedades para a sociedade incorporante, sendo atribuído aos sócios da ou das sociedades incorporadas partes, ações ou quotas da incorporante (Tavares, 2010). Segundo o Código das Sociedades Comerciais as Fusões por incorporação são do tipo: $A + B = A$.
- Fusão por Concentração: neste tipo de fusão ocorre a constituição de uma nova sociedade, sendo transferido o património global de todas as sociedades fundidas para a nova sociedade constituída, sendo atribuído aos sócios, partes, ações ou quotas da nova sociedade (Tavares, 2010). Segundo o Código das Sociedades Comerciais as Fusões por concentração são do tipo: $A + B = C$.

Nas empresas em causa, o tipo de fusão que se poderá suceder, será do tipo por incorporação, em que a incorporante será a Transportadora Tejo à Vista, Soc. Unipessoal, Lda.

No estudo de Brealey (2007, citado por Santos, 2009), o autor identifica os 3 principais tipos de F&A:

- Concentração simples ou horizontal: as empresas exercem a mesma atividade, resultando uma sobreposição;
- Concentração vertical: as empresas operam em atividades afins ou complementares situadas em diferentes setores no interior da mesma indústria;
- Conglomerados: as empresas compradoras exploram em atividades diferentes ou estão posicionadas em indústrias díspares das adquiridas.

Visto que as empresas em causas operam no mesmo setor de atividade, no transporte terrestre nacional e internacional de mercadorias, pode dizer-se que a possível fusão será do tipo concentração simples ou horizontal, havendo uma sobreposição das empresas.

De seguida, transcreve-se de uma forma mais específica as três categorias de F&A – Horizontal, Vertical e Conglomerados,

assim como as principais motivações que levam as empresas a recorrerem a cada tipo de F&A:

As fusões ditas Horizontais “correspondem a situações em que as empresas atuam no mesmo mercado (do produto ou geográfico)” (Valente, 2005:26). Geralmente trata-se de empresas concorrentes, onde as principais vantagens são “a possibilidade de economias de escala, de redução de gastos e ainda o alargamento do leque de produtos” (Neves, 1999, citado por Tavares, 2010:18). Para Tavares (2010), as principais motivações para este tipo de fusão são: a obtenção de economias de escala, a redução de gastos, o aumento do “leque” de produtos e a operacionalização de sinergias.

As F&A Verticais ocorrem em “empresas envolvidas em diferentes fases da cadeia de valor do negócio da adquirente” (Neves, 199:19). Este tipo de F&A pretende a obtenção de “economia de custos, a garantia de qualidade dos produtos ou dos fornecedores de matéria-prima” (Neves, 1999:19) e sinergia, caso a tecnologia existente nas empresas seja semelhante. Segundo Tavares (2010), as principais motivações que levam os gestores a optar por este tipo de fusão e aquisição são: a obtenção de economias de gastos, a garantia de qualidade dos produtos e sinergias, otimização fiscal e os incentivos de melhoria.

Em último, as F&A de Conglomerados, “envolvem empresas com negócios distintos, não relacionados” (Mota et al, 2006:226). Segundo Weston et al (2004) e Valente

(2005) ainda é possível fazer duas distinções quanto à classificação de uma F&A nesta categoria. Então, estas podem distinguir-se em Conglomerados Financeiros (*Financial Conglomerate*) e em Conglomerados de Gestão ou Administrativos (*Managerial Conglomerate*). Os primeiros “providenciam um fluxo de fundos financeiros para cada segmento operativo, exercem controlo e são os últimos responsáveis pelos riscos financeiros assumidos” (Valente, 2005:26). Resumindo, “têm a seu cargo o planeamento estratégico, mas não participam nas decisões operativas” (Valente, 2005:26). Quanto ao outro tipo de conglomerado, “estes assumem não só a responsabilidade financeira e controlo mas participam das decisões correntes de gestão” (Valente, 2005). Para Tavares (2010), este tipos de fusão e aquisições proporcionam às empresas envolvidas sinergias financeiras, de impostos e de incentivos.

Após estas breves definições, concluiu-se que: as F&A Horizontais (também denominadas de Estratégicas), têm como principal motivação a criação de sinergias, sendo que normalmente são amigáveis; as F&A Verticais (Financeiras) têm como motivação a obtenção de benefícios fiscais e incentivos de melhoria; e as F&A de Conglomerados prendem-se com sinergias financeiras, impostos e incentivos, podendo tanto ser hostis como amigáveis (Grinblatt & Titman, 2002, citado por Valente, 2005).

2.1.3. Principais Razões de F&A

No seguimento de definição do conceito de F&A e a descrição dos principais tipos de F&A, enumerou-se as principais razões dos gerentes verem nas F&A uma boa estratégia para as suas empresas. De acordo com Domingos Ferreira (2002, citado por Santos, 2009), as principais razões para o recurso de F&A podem ser resumidas nas seguintes:

- Rapidez de entrada em novos mercados ou negócios, nomeadamente em negócios com reduzido ciclo de vida e, que necessitem de uma rapidez de entrada;
- Escassez de conhecimento ou de recursos para o desenvolvimento de processos no interior da organização, de forma a desenvolver a estratégia e o negócio de uma empresa, em que por vezes é necessário adquirir *know how* externo caso estas competências não existam dentro da mesma, então as fusões são um ótimo recurso;
- Situação concorrencial ou competitiva, ou seja, o recurso a fusões é importante para mercados em fase de maturidade, com quotas de mercado firmadas, a entrada de

um novo concorrente pode ter consequências que podem ser desastrosas para todos, até mesmo para o novo concorrente;

- Aumento de quota de mercado, de forma a permitir às empresas ter *pricing power*;
- Razões de ordem financeira, as empresas adquirem e fudem-se a empresas cujo o seu valor de mercado se julga ser inferior ao valor justo, enquanto que os potenciais compradores deverão ser outras empresas em situação oposta, ou seja, com valor das ações e/ou PER elevados e;
- Eficiência na gestão dos custos em sectores de atividade onde a experiência relevante procura obter custos mais baixos através de F&A.

2.1.4. Motivações de F&A

Como é do conhecimento, existe um enorme leque de opções disponíveis para os gestores de empresas operarem as reestruturações de empresas. De seguida enumerou-se as principais motivações para a ocorrência de F&A. Segundo Weston, Mitchell e Mulherin (2004:15, citado por Tavares, 2010), “a necessidade que leva uma empresa a tomar esta ação prende-se com fatores como a globalização, tecnologia, desregulação da economia, condições financeiras e economia favorável a alterações na organização da indústria onde a empresa se encontra inserida”. Segundo Pautler (2001:1, citado por Batista, 2009), “...o principal motivo do recurso a fusões, é o da empresa adquirente encontrar neste tipo de operação um investimento rentável, considerando as fusões uma forma alternativa de investimento”. Para o autor citado anteriormente, as empresas vêm nas F&A uma forma de aumentar a sua capacidade, obter novas competências e penetrar em novas áreas de produtos ou geográficas, ou reafectar recursos ao controlo de uma gestão mais eficiente.

As motivações subjacentes às F&A's no sector dos transportes terrestres de mercadorias são comuns à generalidade das empresas, não obstante terem características próprias relacionadas com as especificidades do seu mercado.

No que diz respeito apenas a fusões, segundo Domingos Ferreira (2002, citado por Santos, 2009), concluiu que as principais motivações para que ocorra uma fusão e/ou aquisição estão resumidas no quadro abaixo (quadro 2).

Quadro 2: Principais Motivações de F&A (I)

Motivações de F&A:	
Exploração de diferenciais de eficiência entre empresas	Como geralmente as empresas adquiridas e adquirente possuem diferentes níveis de eficiência, então o objetivo da fusão será elevar a eficiência da mais mal gerida para a melhor, conduzindo à criação de um maior valor;
Aumento do poder de mercado e crescimento	Combinando empresas pode elevar os valores de venda, aumentando assim a pressão nos mercados, ganhando mais poder negocial sobre clientes e fornecedores. O crescimento pode também concretizar-se por extensão da linha dos produtos vendidos e por extensão geográfica;
Vantagens fiscais	As F&A também podem traduzir ganhos fiscais correntes ou de capital, passando a dupla tributação dos lucros das empresas ou ao nível dos acionistas para apenas uma única tributação e, em casos os resultados negativos transitados poderá baixar as taxas de tributação;
Problemas de agência	As F&A de empresas tendem a resolver conflitos entre acionistas e gestores;
Avaliação do mercado	Existem casos em que as empresas estão subavaliadas pelo mercado. Mas esta informação por vezes só está acessível a certos gestores ou potenciais compradores, fenómeno este designado por assimetria de informação. Estas situações levam estes gestores a realizarem bons negócios através de F&A, que comprem a valores superiores de mercado mas inferiores ao valor real das empresas;
Redistribuição ou reaplicação estratégica de recursos ou de meios	Algumas empresas atingem um estágio crítico no seu ciclo de vida e decidem encetar uma estratégia de reestruturação dos seus ativos, reconduzindo-os para fins ou tarefas diferentes. A diversificação na procura de empresas subavaliadas, para venda posterior ou para qualquer outro fim, é uma dessas decisões.

Fonte: Santos, P. (2009)

No quadro 3 (anexo 1), definem-se as motivações que levam as empresas a recorrerem a F&A que se encontram nos estudos de Manne, 1965; Mueller, 1969; Gort, 1969, Scherer e Ross, 1990 e Kloeckner, 1994 (citado por Camargos, 2005).

De seguida, aprofundou-se os motivos de F&A mais relevantes para a grande maioria dos autores e dos trabalhos pesquisados. De uma forma global pode-se enumerar: a Procura de Eficiência, o Crescimento e a Dimensão, Poderio de Mercado e Sinergias e Vantagens Competitivas como as principais motivações de F&A.

- Procura de Eficiência

Segundo Matos e Rodrigues (2000:49, citado por Batista, 2009), “uma das razões explicativas das fusões é a obtenção de eficiência operativa”. Neste contexto, o autor refere que “...as fusões podem, precisamente, visar e obter esses acréscimos na eficiência operativa das empresas envolvidas e, conseqüentemente, redução nos seus custos...”, “...além da melhoria da qualidade, obtenção de novas tecnologias e criação de novos produtos...” (segundo Plauter 2001:2, citado por Batista, 2009).

Segundo Ferreira (2002, citado por Batista, 2009), um dos objetivos será elevar os níveis de eficiência das empresas envolvidas, melhorando esta eficiência nas empresas menos eficiente, conduzindo a um acréscimo de valor no conjunto. “A obtenção de eficiências operacionais e vantagens de escala terá como base a maior utilização ou a eliminação de meios ou de recursos existentes em duplicado” (segundo Ferreira, 2002:134, citado por Batista, 2009). Estas vantagens são designadas por Sinergias Operacionais, que originam economias de escala ao nível da produção. A combinação de empresas pode ainda originar uma melhor afetação dos recursos, utilização de tecnologias de produção menos dispendiosas oriunda de uma das empresas, que proporciona uma melhoria da informação e do *know-how*, uma combinação dos ativos mais eficiente e ainda uma redução dos custos de transporte e transações.

- Crescimento e Dimensão

Segundo Matos e Rodrigues (2000:108, citado por Batista, 2009), “...as fusões são uma das opções a considerar pelas empresas cujas estratégias estão orientadas para o crescimento ou a dimensão, oferecendo importantes vantagens face a alternativas baseadas no crescimento interno. Elas permitem agregar, de forma mais ou menos imediata, as dimensões das duas, ou mais, empresas envolvidas, limitando o tempo e o esforço necessário para aumentar a dimensão da empresa, seja a nível de arranque do processo produtivo, seja a nível de obtenção de quota de mercado”.

- Poder de Mercado

O processo de F&A é uma alternativa recorrente, principalmente quando o objetivo das empresas é a expansão do negócio e maior poder de mercado (Rojo, Pini, Gomes, Souza, & Rocco, 2010).

Segundo Weston et al. (1990, citado por Batista, 2009), uma das motivações para a concretização de F&A's é o aumento da quota de mercado das empresas.

- Sinergias e Vantagens Competitivas

Segundo Patrocínio, Kayo e Kimura, 2007, e Lubatkin, 1983 (citado por Oliveira, 2011), considera-se que a forma mais evidente de criação de valor é através da sinergia. Quando se trata de processos de F&A's é comum falar-se em vantagem competitiva (Batista, 2009). Assim, este autor considera que "...estes processos proporcionam às empresas importantes fonte de diferenciação ou liderança de custos, originando assim um aumento da competitividade" (Porter, 1980:39, citado por Batista, 2009).

2.1.5 Sinergias

Como ficou demonstrado, a obtenção de Sinergias é a maior motivação que prende os gestores a recorrerem a Fusão. Para Damodaran (2005), a Sinergia é vista como um aumento do valor gerado pela combinação de duas empresas para criar uma nova empresa e mais valiosa. O autor refere ainda que se as empresas operassem independentemente não obteriam estas oportunidades de aumento de valor.

Então tomou-se como certo, que a maior motivação para o recursos a fusões é a obtenção de Sinergias. Considerou-se que baseado nesta motivação, as empresas cada vez mais recorrem a este tipo de processo de reestruturação de empresas.

Nos processos de F&A é necessário conhecer o valor que será gerado com a Sinergia. Existem algumas formas de mensurar o provável valor de sinergia, como por exemplo, através do apuramento dos valores de negócio das empresa com recurso ao método de avaliação do Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Este indicador de avaliação de empresas (fluxo de caixa descontados) deve ter por base as projeções de desempenhos das empresas operando individualmente e depois em conjunto, de forma a se conhecer o valor presente de ambos os cenários (Rojo, Pini, Gomes, Souza, & Rocco, 2010). Segundo Brigham (2007, citado por Rojo et al, 2010), uma das formas mais utilizadas para o apuramento do valor da sinergia que uma F&A pode gerar, é o FCD, e para isso são apontados dois elementos-chave necessários. Estes são os seguintes:

- As demonstrações projetadas dos fluxos de caixa esperado do capital incremental que resulta a fusão ou aquisição;
- Taxa de desconto ou custo de capital para aplicar a esses fluxos.

Com base nestas informações, pode estimar-se o incremento que os fatores sinérgicos da transação podem vir a acarretar para a empresa adquirente ou fundida.

Retomando o tema das sinergias, a geração destas com as F&A está, também, pendente do tipo de fusão em curso. Geralmente, as fontes de sinergia são maiores nas fusões do tipo horizontal, ou seja, naquelas que envolvem empresas do mesmo setor de atividade (Cavalcante & Pasin, 2005). Relativamente aos ganhos de sinergia, estes são superiores neste tipo de fusão, porque existe maior homogeneidade entre as operações, o que facilita a utilizações dos diversos recursos disponíveis para a empresa (Rojo, Pini, Gomes, Souza, & Rocco, 2010).

Segundo Ansoff (1987, citado por Santos, 2009), consegue-se identificar 4 tipos de sinergias relacionadas com os processos de F&A:

- 1) Sinergias dos proveitos: este tipo de sinergias podem ocorrer quando os produtos ou serviços utilizam os mesmos canais de distribuição, serviços de administração e de armazenamento. A utilização de uma mesma rede de vendas para um conjunto de produtos ou serviços relacionados aumentam a sua produtividade, assim como, nas campanhas de publicidade ou produções de vendas comuns podem apresentar rendimentos múltiplos para os mesmos capitais investidos.
- 2) Sinergias operacionais: este tipo de sinergias resultam de uma melhor utilização dos diferentes recursos, da distribuição dos gastos por um maior número de produtos ou serviços, operam vantagens a nível de experiência e das compras em maior quantidade;
- 3) Sinergias de investimento: após a fusão as entidades podem passar a utilizar em conjunto as instalações, equipamentos, ferramentas, materiais comuns, de tecnologias de base comuns e similares; e
- 4) Sinergias de gestão: com a fusão os gestores da empresa mais eficiente podem proporcionar um desempenho mais eficiente à empresa com problemas a esse nível.

Outros autores classificam as sinergias apenas como Operacionais e Financeiras (Oliveira & Rêgo, 2011).

A Sinergia Operacional afeta as operações das duas empresas em conjunto e é composta por economias de escala, maior poder de aumento de preços e pelo maior potencial de crescimento. Assim, estas sinergias permitem que as empresas aumentem o seu resultado operacional a partir dos ativos existentes, do crescimento ou de ambos (Oliveira & Rêgo, 2011). As sinergias operacionais podem afetar as margens operacionais, o retorno e o crescimento das empresas envolvidas na F&A. Assim aumenta o valor da empresa (Oliveira & Rêgo, 2011). De acordo com Damodaran (2004), consideram que se uma empresa ao conseguir aumentar a sua margem operacional (rentabilidade) sobre os ativos existentes, então consegue gerar um valor adicional.

Relativamente às Sinergias Financeiras, estas incluem benefícios fiscais, diversificação, maior capacidade de endividamento e utilização do excedente de caixa. Assim, o ganho com a fusão pode ser através de maior fluxo de caixa, menor custo de capital ou ambos (Oliveira & Rêgo, 2011). Segundo Damodaran (2005), estas Sinergias Financeiras são categorizadas em quatro tipos:

- 1) Combinando uma empresa com caixa excessivo mas com poucas oportunidades de projetos, com uma empresa com projetos e com altos retornos mas com caixa limitado, consegue-se criar valor para a empresa após a F&A. Com esta conjugação de caixa e possibilidade de novos projetos pode-se adicionar valor às empresas que de outra forma não seria possível.
- 2) Aumento da capacidade de endividamento, devido à maior previsibilidade e estabilidade dos ganhos e fluxos de caixa da nova empresa após a F&A. Estas condições permite obter mais empréstimos do que conseguiriam como empresas individuais, o que aumenta os benefícios fiscais e resulta num menor custo de capital.
- 3) Benefícios fiscais, advindas da utilização de isenções e compensações autorizadas pela lei, como é caso do uso de prejuízos fiscais decorrentes de prejuízos operacionais, de um planeamento tributário ou da eliminação da bitributação.
- 4) Diversificação é a mais controversa fonte de sinergia financeira. Alguns autores afirmam que os investidores podem diversificar com custos reduzidos e mais facilmente que a empresa por si mesma. Por outro lado, a diversidade de receitas e custos, proporcionada pela atuação da empresa em diferentes segmentos de mercado minimiza riscos, quando o assunto é desaceleração econômica, portanto

obtem-se ganho com diversificação dentro da própria empresa. O maior problema é determinar o valor dessas sinergias e quanto deve ser pago por elas.

Outros autores classificam as Sinergias de outra forma, como as Sinergias de Gastos e Sinergias de Proveitos.

As Sinergias de Gastos, podem ocorrer quando há uma eficácia operacional, adquirida através de uma melhor utilização dos processos operacionais, ou ainda através de um aumento no poder de negociação com seus fornecedores. Já quanto aos custos administrativos, consegue-se eliminar recursos humanos existentes para os mesmos cargos, acabando assim com a duplicidade de funções (Barrueco, Perrotti, & Perrotti, 2012).

Quanto às Sinergias de Proveitos, ocorrer a soma das receitas das empresas envolvidas, cujo resultado será uma otimização do canal de distribuição e comercialização, possibilitando que os produtos e serviços resultantes da F&A consigam gerar receitas maiores do que as duas empresas geravam individualmente (Barrueco, Perrotti, & Perrotti, 2012).

Como se confirmou, existem inúmeros autores a trabalhar na área de F&A. Relativamente às formas de obtenção de sinergias, considerou-se que a visão de Ansoff (1987), classificando os tipos de Sinergias como: de Proveitos, Operacionais, de Investimento e de Gestão, será a forma mais correta com que se englobará os tipos de Sinergias que se poderá obter no presente estudo de caso. Outros autores enumeram os tipos de sinergias de forma diferentes, mas que se conseguem incluir nos 4 tipos de sinergias divididas por Ansoff.

No quadro 4 (anexo 2) representou-se o trabalho de Barbosa (2009), onde os vários autores expõem os indicadores utilizados para o cálculo da Criação de Valor e das Sinergias Operacionais.

2.2. Métodos de Avaliação de Empresas

No ponto anterior denominado Fusões e Aquisições (F&A), fez-se uma introdução exhaustiva quanto ao conceito de F&A, aos tipos de F&A, quais as principais razões e as motivações que conseguem mover os gestores/acionistas a optar por esta estratégia de

reestruturação de empresas. Como se verificou, a principal motivação para o uso das F&A é a obtenção de Sinergias. Para o apuramento deste valor, tem que se recorrer à avaliação das empresas.

2.2.1 Conceito Avaliação de Empresas

Segundo Neves (2002), a avaliação de empresas e negócios consiste no processo usado para determinar o valor de uma entidade comercial, industrial, de serviços ou de investimento com o intuito de exercer uma atividade económica. A avaliação de empresas tem vindo a afirmar-se como um instrumento indispensável para auxiliar os administradores e/ou acionistas nos processos de tomada de decisão.

Este processo de avaliação de empresas pode ser utilizado para: privatizações, análise de *Joint Ventures*, planeamento fiscal, fusões e aquisições, reestruturações, avaliação de estratégias, financiamentos, processos de entrada em bolsa, viabilidade de projetos de investimento e liquidação judicial, entre outras (Curral, 2013).

Sendo um instrumento indispensável para a tomada de decisão, a determinação de valor de uma empresa é o fator-chave nas negociações de F&A. (Rojo, Pini, Gomes, Souza, & Rocco, 2010).

Para Palepu (2004, citado por Rojo et al, 2010), a Avaliação de Empresas é o processo de converter uma projeção numa estimativa do valor de uma empresa ou de alguma parte da empresa. Este valor determina a capacidade de uma empresa para criação de valor.

Como seria de prever, existem várias óticas de avaliação de empresas, a ótica financeira ou de rendimento, a ótica de mercado ou comparativa, a ótica económica ou mista e a patrimonial (Santos, 2009).

Visto este facto, torna-se importante a escolha do método mais adequado ao objetivo e ao tipo de empresa sob avaliação. Partindo do pressuposto que as empresas operam continuamente, as avaliações de empresas ou negócios dependem, em grande parte, das expectativas futuras de desempenho. Os métodos e medidas disponíveis para a avaliação acabam por envolver um determinado grau de julgamento por parte dos

analistas. Estes métodos variam muito e é frequente incluírem ajustes baseados em factos empíricos limitados, no instinto e na própria experiência dos analistas. Segundo Damodaran (2007), nenhum modelo é melhor que outro porque nenhum garante uma avaliação correta. Então é normal avaliar-se as empresas utilizando mais do que um modelo, de forma a garantir uma complementaridade. Para gerar um valor da empresa o mais próximo possível do real, é crucial que o analista identifique e compreenda os efeitos dos pressupostos que assume e ainda que aplique corretamente os modelos que vai utilizar. Para Damodaran (1996), a subjetividade envolvida no processo de avaliação é uma das maiores dificuldades na mensuração do valor da empresa.

Como se entendeu, todos os métodos de avaliação de empresas acarretam premissas e com estas resultam alguma subjetividade ao valor apurado. Segundo Pereira (2012), embora a maioria dos métodos de avaliação utilize modelos quantitativos, as avaliações incorporam premissas subjetivas e hipóteses que variam conforme os interesses e os objetivos dos analistas e possíveis compradores. Ao longo do tempo foram desenvolvidos vários modelos de avaliação com aplicação prática, dos mais simples aos mais complexos. Estes modelos (quantitativos), muitas vezes partem de diferentes pressupostos mas apresentam características comuns e podem ser classificados em alguns segmentos. Esta classificação é vantajosa sob o ponto de vista de perceber claramente qual o modelo que é adequado para determinada empresa, por que razão os modelos originam diferentes resultados e ainda para concluir quando os modelos têm erros.

Neste trabalho apenas se debruçou na ótica financeira, visto ser a ótica mais comum neste tipo de estudos. Dito isto, certamente a escolha de apenas um método de avaliação, poderá incidir numa limitação de estudo. Neste ponto pensou-se aplicar o método de avaliação mais comum de forma a se obter um resultado válido que servirá de suporte para uma importante tomada de decisão, recorrer à fusão das empresas ou não. Seria interessante relatar, que deste modo fica em aberto a aplicação deste estudo a outras metodologias de avaliação, de forma a se comparar os diferentes resultados.

Então, na ótica financeira, existem três modelos de avaliação do valor das empresas baseados no *Discount Cash Flow* (FCD): o método do valor atual dos dividendos futuros, o *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) e o *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF) (Santos, 2009).

O método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa futuros previstos desse ativo, descontando a uma taxa que reflita o grau de risco desses fluxos de caixa (Rojo, Pini, Gomes, Souza, & Rocco, 2010). Partindo desta premissa, facilmente se depreende que para utilizar este método é necessária uma visão a longo prazo. O método dos FCD, prende a maioria dos elementos que afetam o valor da empresa de uma forma abrangente e encontra forte sustentação projeções sobre como os mercados realmente avaliam as empresas (Barrueco, Perrotti, & Perrotti, 2012).

Segundo Damodaran (2002), o método FCD nomeadamente o *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF) e a avaliação através de múltiplos de mercado, são os métodos de avaliação de empresas mais utilizados pelos gestores.

2.2.2 Avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2010, citado por Faria, 2008), o FCD é o método de avaliação mais popular entre os teóricos. Além de contar com o acordo da grande maioria dos especialistas, é também considerado o único método correto em termos de avaliação de empresas (Faria, 2008). A escolha deste método de avaliação, o FCD, recaiu na opinião dos autores, não invalidando o interesse de avaliar as empresas em causas com outros modelos. Para o presente estudo, apenas se trabalhou com o modelo FCD, visto os autores referência indicarem que este método como o mais correto para a avaliação de empresas. Dado o objetivo do estudo (a obtenção de resultados credíveis do valor das empresas) a escolha do método recaiu sobre este modelo.

O modelo (FCD), é baseado no cálculo dos *cash flows*, ou seja, do valor atual dos fluxos monetários futuros, que permitem a avaliação do valor da empresa numa perspetiva dinâmica. Este valor não depende da situação atual da empresa nem do passado, mas sim da sua capacidade para gerar fluxos monetários no futuro (Santos, 2009). Segundo Damodaran (2007), na Avaliação pelo FCD, o valor de um ativo é o valor presente dos fluxos de caixa previstos desse ativo, descontando a uma taxa que reflita o grau de risco desses fluxos de caixa. O valor da empresa é determinado pelo valor atual dos *cash flows* projetados e, depois descontados a uma taxa que reflita o grau o risco associado ao negócio.

A utilização dos *cash flow*, deve-se ao fato de ser o indicador da capacidade de geração de riqueza da empresa e, evidencia a eficiência de um determinado negócio (Faria, 2008).

Como se depreendeu, os *cash flow* são o fator chave deste método de avaliação. Segundo Copeland, Koller e Murrin (2000, citado por Faria, 2008), a importância do *cash flow* para o processo de avaliação, deve-se a:

- As mudanças de valor (ou seja, retorno total para o acionista) estão mais ligadas às expectativas do que ao desempenho atual;
- Os níveis de avaliação (ou seja, a razão entre o valor de mercado e o valor de escritura) estão ligados ao crescimento e ao retorno no capital investido;
- O mercado atribui grande importância aos resultados de longo prazo e não só ao desempenho de curto prazo.

No ponto anterior, ficou transcrito que qualquer modelo de avaliação acarreta pressupostos, e que a definição destes está relacionada com o objetivo de avaliação e dependente do analista. Pelo método de FCD, a avaliação de determinada empresa assenta em quatro pressupostos: (Faria, 2008)

- 1) Fluxo de Caixa: os ativos da empresa são valorizados pelo que conseguem gerar como caixa no futuro (Faria, 2008).
- 2) Período de Projeção: o *cash flow* da empresa deve ser projetado ao longo do período, durante o qual é possível prever o comportamento das principais variáveis operacionais. As principais variáveis que se devem projetar são: preços dos produtos, volume de vendas, custos de matérias primas, gastos operacionais e variáveis macroeconómicas, tais como juros e taxa de câmbio. No estudo de Santos (2009), a definição do número de anos do horizonte previsional de uma avaliação assenta, fundamentalmente, na sensibilidade de quem está a avaliar a empresa, mas raramente ultrapassa os 5 a 6 anos. Para Damodaran (2007), importa salientar que os *cash flows* da empresa devem ser projetados ao longo do período, durante o qual consegue prever-se com razoável confiança o comportamento das principais variáveis operacionais relevantes.

- 3) Taxa de Desconto: é a taxa a ser utilizada para descontar os *cash flows* - em valor atual – esta taxa deve ser aquela que melhor reflita o custo de oportunidade sem risco e os riscos dos *cash flows*. Segundo Damodaran (2007), a taxa de desconto traduz o custo do financiamento da empresa para suportar a sua atividade. O custo do capital é um custo global de financiamento que reflete os custos tanto da dívida como do património e os seus respetivos pesos na estrutura de financiamento. Então, a taxa de desconto tem um grande impacto no resultado da avaliação uma vez que pode incorporar a taxa de retorno esperada pelos investidores e o seu custo de oportunidade, bem como a taxa de inflação prevista. A taxa de desconto mais utilizada é a do Custo Médio de Capital Ponderado (também conhecido como WACC- *Weighted Average Cost of Capital*).
- 4) Valor Residual: os *cash flows* não cobertos pelo “período de projeção” são quantificados por intermédio do “valor residual”, ou seja, o valor de perpetuidade. Nesse ponto, estima-se o valor que o negócio possuirá em termos de valor atual, após o período de projeção. No geral, estima-se o valor da perpetuidade, baseado no *Free Cash Flow* (FCF) do último período de projeção dimensionado pela expectativa de crescimento para os anos futuros. Segundo Damodaran (2002), uma vez que normalmente se considera que as empresas operam continuamente, não se torna possível determinar os *cash flows* para todos os períodos de atividade até ao infinito. Ainda assim, depois de calculados os *cash flows* para um horizonte temporal finito, é necessário apurar um valor que traduza os *cash flows* futuros gerados pela empresa (o chamado valor residual ou terminal). Assim sendo, a metodologia aplicada mais frequentemente é assumir que os *cash flows* crescem perpetuamente a uma taxa constante (g). Dado que nenhuma empresa pode crescer perpetuamente a uma taxa superior ao crescimento da economia em que se insere, esta taxa de crescimento constante não pode ser maior do que a taxa geral de crescimento da economia (Damodaran, 2002).

Segundo Damodaran (2007), refere ainda que existem três noções essenciais para avaliação de qualquer ativo pelo método FCD, que são: o fluxo de caixa previsto, o crescimento esperado e a taxa de desconto adequada ao grau de risco desses fluxos de caixa, que se retrata a seguir. Para o presente estudo, a utilização deste método prende-se com estes três pressupostos, sendo estas as variáveis chave do trabalho.

1) Fluxo de Caixa Previsto

Para Martelac (2006, citado por Rojo et al, 2010), existem duas formas para avaliar uma empresa pelo método do FCD. Por um lado, pode-se avaliar a participação do acionista no negócio (*equity valuation*) e por outro, avaliar-se a empresa como um todo (*firm valuation*). Este último, além de incluir a participação acionaria (capital próprio), engloba também a participação dos demais detentores de direitos financeiros da organização (capital de terceiros). Embora estas duas abordagens descontem fluxos de caixa esperados, os fluxos de caixa e as taxas de desconto são diferentes. Existem algumas variações do modelo dos FCD. No entanto em qualquer uma delas é necessário percorrer as seguintes etapas (Damodaran, 2007):

- Definir os pressupostos sobre operações, investimentos e financiamentos;
- Fazer projeções financeiras da demonstração de resultados, balanço e demonstração de fluxos de caixa para um determinado período;
- Determinação dos cash flows esperados;
- Determinação da taxa de desconto;
- Cálculo do valor residual.

2) Crescimento Esperado da empresa

Segundo Damodaran (2007), existem 3 formas genéricas de estimar o crescimento. Na primeira, analisa-se o passado da empresa e utiliza-se a taxa de crescimento histórica da empresa. Na segunda forma, estima-se o crescimento utilizando estimativas fornecidas pela administração de uma empresa. A terceira forma, a taxa de crescimento está relacionada a duas variáveis determinadas pela empresa sob avaliação – quanto dos lucros será reinvestido na empresa e com que eficácia esses lucros serão reinvestidos.

No estudo de Santos (2009), o crescimento das empresas pode ser projetado a uma taxa de crescimento perpétuo (g_N), que relaciona duas variáveis como o produto interno bruto do país e a taxa de inflação. Para o presente estudo, o crescimento esperado da empresa foi baseado na ideia de Santos (2009), como foi explicitado no capítulo seguinte.

3) Taxas de Desconto

Segundo Damodaran (2007), existem duas formas de avaliar o risco. Na mesma citação, o autor refere que nas avaliações dos FCD, as taxas de desconto devem refletir o grau de risco dos fluxos de caixa. Uma forma de se estimar uma taxa de desconto é fazendo uma análise do custo de capital (Rojo, Pini, Gomes, Souza, & Rocco, 2010). Segundo Cunha (2008), o custo do capital pode ser obtido pelo valor do custo de capital próprio, analisando a expectativa de retorno dos acionistas com base nos projetos futuros e, pelo custo de capital de terceiros que pode ser definido como a média dos custos financeiros das diversas formas de financiamento utilizadas nos projetos (Rojo, Pini, Gomes, Souza, & Rocco, 2010).

Dentro deste modelo (FCD), existem diversos métodos para a avaliação de empresas. Para a grande maioria dos autores, existem 2 formas diferentes (dependendo da ótica de avaliação) de avaliar uma empresa aplicando o método dos FCD. Quando se pretende avaliar do ponto de vista do acionista no negócio, utiliza-se o método dos *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), e por outro lado, quando o objetivo passa pela avaliação da empresa como um todo, recorre-se ao método *dos Free Cash Flow to the Firm* (FCFF).

De seguida, descreveu-se de uma forma mais sucinta o método FCFE, e de uma forma mais exaustiva o método do FCFF, visto ser o método escolhido como o mais apropriado para o presente estudo.

A) Método dos *Free Cash Flow to Equity* (FCFE)

No método dos FCFE, o *cash flow* para os acionistas é o que resta uma vez cumpridas todas as obrigações financeiras e efetuados os investimentos, em capital fixo e em fundo de maneio necessário de exploração, indispensáveis para sustentar o crescimento dos *cash flows* futuros (Faria, 2008).

O *Free Cash Flow to Equity* ou fluxo de caixa livre para o acionista é um modelo que determina o valor da empresa disponível para o acionista, uma vez que considera que os detentores de capital têm um direito residual sobre os *cash flows* da empresa depois de serem honradas todas as obrigações, nomeadamente fiscais operacionais, de investimento necessidades de fundo de maneio e de serviço da dívida.

Estes fluxos de caixa livres são diferentes dos resultados líquidos e são uma medida mais apropriada da riqueza gerada pela empresa no futuro.

A fórmula seguinte demonstra o cálculo deste FCFE:

$$\text{FCFE} = \text{Resultado Líquido} + \text{Depreciações} - \text{Investimento} + \Delta \text{Passivo financeiro de financiamento}$$

Sendo assim, o FCFE representa o fluxo de caixa remanescente após o cumprimento de todas as obrigações financeiras.

Então o valor dos acionistas (VA) é calculado da seguinte forma:

$$VA = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFE}_t}{(1 - R_e)^t} + \text{Valor de mercado dos ativos extraexploração}$$

Segundo Faria (2008), partindo do FCFE pode-se calcular o FCFF e vice-versa:

$$\text{FCFF} = \text{FCFE} - \text{Custo Financeiro de financiamento depois de imposto} + \Delta \text{Passivo financeiro de financiamento}$$

B) Método dos *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF)

Dentro do método dos FCD, o *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF) é a metodologia mais utilizada pois apresenta as seguintes vantagens (Faria, 2008):

- É consistente com um rácio de dívida constante que é incorporado no cálculo do WACC;
- Evita que o serviço da dívida e os juros sejam considerados explicitamente no cálculo dos *cash flows*.

Para Santos, P. (2009), neste método de avaliação, o valor do negócio corresponde ao valor atual dos cash-flows de exploração futuros, atualizados ao custo médio ponderado de capital (WACC).

A análise pelo FCFF, é o método de referência utilizado pelas empresas para planejar o seu futuro e, pelos analistas financeiros presentes no mercado de capitais. Através deste modelo consegue-se observar dinheiro que a empresa liberta para pagar a sua dívida e remunerar os seus acionistas. (Santos, 2009)

Para se proceder a uma avaliação pelo FCFF, há que, em primeiro lugar, observar os dados históricos disponíveis nos relatórios e contas da empresa. Para além disso, há que perceber, igualmente, a tendência do sector em que esta se insere, para dessa forma se compreender onde nos situamos no ciclo de vida da mesma (lançamento, maturidade ou declínio). Para esse efeito, é necessário elaborar uma análise cuidada dos indicadores económicos da empresa versus concorrentes e fazer uma análise SWOT (*Strenghts, Weaknesses, Opportunities e Threats*) qualificada (Santos, 2009).

A análise através de FCFF distingue duas componentes:

- De Rendimento, onde se analisa os Resultados Operacionais (EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes*) já subtraídos dos impostos (NOPLAT – *Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*) ao qual se adicionam as depreciações do exercício, e
- De Investimento, que inclui não só o investimento em capital fixo (*Capital Expenditures* - Capex) como também o investimento em Fundo de Maneio (variação do Fundo de Maneio Necessário = Δ FMN) (Santos, 2009).

Então, o FCFF pode ser calculado da seguinte forma:

$$\text{FCFF} = \text{EBIT}(1 - t) + \text{Depreciações} - \text{Investimento capital fixo} \\ - \text{Investimento em fundo maneio}$$

Desta forma, o *Free Cash Flow to the Firm* consiste nos fundos gerados empresas através da sua atividade operacional, depois de realizados os investimentos e, representa o rendimento disponível para remunerar o capital investido (pelos acionistas e credores) (Santos, 2009).

Outra diferença ente o método FCFE e o FCFF, é que esta última projeta os lucros operacionais da empresa. Este lucro operacional será aquele que a empresa teria se não possuísse qualquer dívida, exceto as de curto prazo utilizados para cobrir os desajustes de caixa.

Após a escolha do método de avaliação de empresas mais adequado ao estudo pelos motivos já enumerados anteriormente, apresentou-se algumas notas sobre as principais considerações a ter para o cálculo do FFCF:

I. NOPLAT: *Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*

Para chegar ao NOPLAT temos (Santos, 2009):

$$\text{NOPLAT} = \text{EBIT} (1 - t) = (\text{Rendimentos Operacionais} - \text{Gastos Operacionais} (1 - t))$$

Este indicador representa o resultado operacional gerado pela empresa, ou seja, os rendimentos deduzidos dos gastos subtraídos de impostos.

II. Depreciações

Para se calcular os valores das Depreciações tem que se saber a taxa de amortização média que a empresa utiliza historicamente e projetar, em função do investimento em capital fixo futuro, o valor das depreciações dos antigos e dos novos investimentos (Santos, 2009).

III. Investimentos em Capital Fixo - Capex

O investimento em capital fixo representa o investimento feito na compra de ativos, ativos estes com um carácter de maior permanência. Este investimento representa as despesas em ativo fixo (na compra de equipamento, construção e aquisição de instalações) e todas as despesas associadas à sua implementação (Santos, 2009).

IV. Investimento em Fundo de Maneio (ΔFMN)

O Fundo de Maneio Necessário (FMN) de uma empresa é a diferença entre os ativos e passivos de curto prazo relacionados com o curso normal de exploração. Ao ser uma variação, representa o excesso de necessidades financeiras de exploração relativamente a recursos financeiros de exploração (Santos, 2009). Quando o Fundo de Maneio Necessário (FMN) é positivo indica que são necessários meios para financiar a

atividade, ou seja, as necessidades cíclicas são superiores aos recursos. Caso seja negativo, significa que ficam meios libertos. Geralmente, o FMN acompanha o crescimento das vendas (Santos, 2009). Para o cálculo do investimento em Fundo de Maneio (Δ FMN), subtrai-se o FMN no ano N com o FMN do ano anterior, como se demonstra na expressão seguinte:

$$\Delta FMN_N = FMN_N - FMN_{N-1}$$

V. Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

Segundo Damodaran (2007, citado por Rojo et al, 2010), as taxas de desconto refletem o grau de risco dos fluxos de caixa. Segundo Rojo et al (2008), a taxa de desconto pode ser obtida pelo custo do capital de terceiros. Este custo pode ser definido pela média dos custos financeiros das diversas formas de financiamento. No estudo, a taxa de desconto adequada para atualizar os *cash flows* futuros foi o custo médio ponderado do capital (WACC). Para Santos (2009), o WACC é a taxa de desconto mais adequada para atualizar os *cash flows* futuros. Este indicador consiste numa taxa média que leva em consideração a estrutura de capital da empresa (capital próprio vs. capital alheio, incluindo-se neste último a poupança fiscal proveniente da dívida).

$$WACC = Re \times \frac{CP}{CP + D} + Rd(1 - t) \times \frac{D}{CP + D}$$

em que:

Re, representa a Rendibilidade Desejada pelos Acionistas;

CP, o Valor do Capital Próprio (valor de mercado);

D, o Valor da Dívida (valor de mercado);

Rd, a Taxa Média de Juro da Dívida, e

t, a Taxa Marginal de Imposto.

- Rendibilidade Desejada pelos Acionistas (Re)

Para o cálculo da Re, residiu a grande dificuldade no cálculo do WACC. Visto a inexistência de empresas do sector dos transportes terrestres de mercadorias ser de momento cotada em bolsa e, dada a escassez de informação em Portugal, optou-se pelo método alternativo de estimação deste valor. De qualquer forma, achou-se interessante transcrever em anexo¹, o método de cálculo da rendibilidade desejada pelos acionistas que reúne maior consenso entre os especialistas de avaliação de empresas. De seguida, transcreveu-se o método alternativo para o cálculo do custo do capital próprio.

- Método alternativo de estimação do cálculo do Custo do Capital Próprio

Segundo Martins (2010), existem grandes dificuldades na obtenção de variáveis essenciais para a grande maioria das entidades alvo de avaliação, e a desadequação dos métodos tradicionais existentes na teoria financeira, tornam frequentemente impossíveis a aplicação destas metodologias tradicionais ou a obtenção de valores minimamente credíveis.

Neves (2002, citado por Martins, 2010), define o custo de oportunidade do capital como a rendibilidade que um investidor poderia obter num investimento de risco semelhante.

Visto que os capitais próprios são fonte de financiamento da empresa é de esperar que os sócios e/ou acionistas exigem uma determinada remuneração pelo seu investimento. Neste contexto, é habitual aplicar o termo custo do capital próprio (Re) para a remuneração mínima exigida ou esperada pelos mesmos. Muitas vezes esta informação é confidencial e o seu real valor não é dado a conhecer a entidades externas à empresa. Desta forma, torna-se necessária a sua estimação, recorrendo a variáveis *proxy* ou a aproximação de valores, tomando por referência valores conhecidos de outras empresas consideradas semelhantes em termos de rendibilidade e risco (Martins, 2010).

“Existem diversos modelos na teoria financeira para estimar a rendibilidade esperada para os capitais próprios, estando todos eles estreitamente ligados ao conceito de risco.” (Martins, 2010:24). Um dos modelos mais simples e frequentemente utilizados,

¹ Ver anexo 3

principalmente no âmbito da análise de investimentos, recorre à seguinte expressão para o cálculo do custo do capital próprio (Martins, 2010):

$$Re = [(1 + t_1)(1 + t_2) + (1 + t_3)] - 1$$

Em que,

t_1 é a taxa média de rendibilidade das obrigações do tesouros,

t_2 o prémio de risco e,

t_3 a taxa anual média da inflação do país em que a entidade se insere.

O prémio de risco (t_2) geralmente assenta na notação de *rating* atribuído pelas principais consultoras mundiais às empresas da amostra (Martins, 2010). Uma variante a esta metodologia poderá ser a atribuição dos prémios de risco com base no rácio de solvabilidade ao invés da notação de *rating* (Martins, 2010).

A tabela seguinte demonstra para um valor do rácio de solvabilidade o prémio de risco atribuído ao setor bancário em Portugal (Martins, A., 2010):

Tabela 1: Prémio de Risco atribuído ao setor bancário em Portugal em relação aos rácios de Solvabilidade

Rácio de Solvabilidade	Prémio de Risco
$\leq 8,0\%$	14,00%
8,1% - 8,5%	6,75%
8,6% - 9,5%	6,35%
9,6% - 10%	6,00%
10,1% - 10,5%	5,75%
10,6% - 11,5%	5,50%
11,6% - 13,5%	3,50%
$\geq 13,6\%$	2,50%

Fonte: Martins, A. (2010)

- Capital Próprio (CP) e Dívida (D)

No cálculo do capital próprio (CP) utiliza-se a capitalização bolsista da empresa, quando esta for possível. Quanto à dívida (D), esta engloba a dívida com encargos (passivo

financeiro) e, normalmente assume-se o pressuposto que se encontra registada a valores de mercado (Santos, 2009).

- Taxa de Imposto (t)

A taxa de imposto é a taxa marginal de imposto sobre os lucros e corresponde à taxa de Imposto sobre o Rendimento Coletivo (IRC), vigente no país a que a empresa a avaliar pertence, acrescida da taxa de derrama (Santos, 2009).

VI. Preços Constantes *versus* Preços Correntes

Os *cash flows* podem ser calculados utilizando duas metodologias, a preços constantes ou a preços correntes. No caso de a preços constantes, assume-se que a inflação esperada é zero, ou pela metodologia e, a mais utilizada, a preços correntes, em que se considera o efeito da inflação nos *cash flows* (Santos, 2009).

Deste modo, trabalhando a preços correntes teve-se de considerar a taxa de inflação do país, mas existem diversos métodos e índices para medir a inflação. Em Portugal, um dos índices de referência é o índice geral dos preços no consumidor. Na avaliação de empresas e negócios, tal como na análise de projetos de investimento deve-se ser coerente na utilização dos custos de capital, em que os fluxos a preços correntes devem ser atualizados com taxas nominais de custo de capital (Neves, 2002). De forma a se tratar coerentemente fluxos e custo de capital, o resultado será o mesmo, o que acontece sempre se admitir que todos os recursos usados pela empresa e todos os produtos e serviços vendidos pela empresa, sofrem a mesma repercussão em termos de inflação. A avaliação a preços correntes, tem igualmente a vantagem de estar coerente com o estudo das necessidades de financiamento da aquisição e com a capacidade de reembolso da dívida. Além disso, a forma natural de os gestores fazerem previsões sobre as vendas e custos é a de incorporarem a própria inflação, isto é, a preços correntes (Neves, 2002).

Desta forma, no presente estudo optou-se pela utilização da metodologia a preços correntes, como forma mais realista dos resultados apurados.

VII. Valor do Negócio

O valor do negócio corresponde à soma do valor atual dos *cash flows* futuros estimados em duas fases distintas: a Fase Previsional e a Fase de Continuidade.

a. Fase previsional (N anos)

Na Fase previsional o valor atual dos *cash flows* estimados gerados pela atividade da empresa podem ser calculados da seguinte forma:

$$\text{Valor Previsional} = \frac{\text{FCFF}_1}{(1 + \text{WACC})^1} + \frac{\text{FCFF}_2}{(1 + \text{WACC})^2} + \dots + \frac{\text{FCFF}_N}{(1 + \text{WACC})^N}$$

b. Fase de continuidade

Partindo do pressuposto que a empresa após a fase previsional atingiu a estabilidade e passa a ter um crescimento constante, este deverá refletir o crescimento económico futuro (Santos, 2009).

O valor de continuidade é calculado como uma perpetuidade para o FCFF assumindo uma taxa de crescimento constante de longo prazo designada por g_N . Assim, o valor da continuidade (atualizado para o final do ano N) é:

$$\text{Valor de Continuidade} = \frac{\text{FCFF}_{N+1}}{(\text{WACC} - g_N)}$$

O FCFF_{N+1} deve corresponder a um período de estabilidade, no qual o valor de atividade, o valor do capital fixo líquido de depreciações e o valor do fundo de maneo necessário crescem à taxa g_N (Santos, 2009).

Então:

$$\begin{aligned} \text{FCFF}_{N+1} = & \text{EBIT}_N \times (1 - t) \times (1 + g_N) - \text{Capital fixo líquido de exploração}_N \times g_N \\ & - \text{FMN}_N \times g_N \end{aligned}$$

Para se chegar à Taxa de Crescimento Nominal Perpétua (g_N)², deverá ser considerada a Taxa de Crescimento Real da Economia (g_{real}) e a Taxa de Inflação de longo prazo da economia, respeitando-se a seguinte igualdade (Santos, 2009):

$$(1+g_N) = (1+g_{real}) \times (1+\text{inflação})$$

Após a determinação do valor previsional e de continuidade procede-se à soma destes valores, que permite obter o Valor do Negócio (Santos, 2009).

$$\text{Valor do Negócio} = \text{Valor Previsional} + \text{Valor da Continuidade}$$

Para se determinar o Valor da Empresa (VE), teremos que atualizar os FCFF futuros a uma taxa de atualização apropriada (esta taxa é o custo médio ponderado do capital, WACC) (Faria, 2008):

$$VE = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Se, seguidamente, se somar o valor de mercado dos ativos extraexploração (geralmente engloba disponibilidades e aplicações financeiras de curto prazo, resultados extraordinários e *cash flows* de investimentos em atividades extraexploração) obtém-se o *Firm Value*, que representa o valor de mercado dos ativos (valor total da empresa) (Santos, 2009).

$$Firm Value = \text{Valor Negócio} + \text{Valor Extraexploração}$$

Se, por sua vez, a este valor se deduzir o valor de mercado do passivo financeiro (dívida com encargos) e dos interesses minoritários, obtém-se o *equity value*, isto é, o valor de mercado dos capitais próprios (Santos, 2009).

Valor dos Capitais Próprios

$$= Firm Value - \text{Passivo de Financiamento} - \text{Interesses Minoritários}$$

Resumindo:

Valor dos Capitais Próprios

$$= \text{Valor do Negócio} + \text{Valor Extraexploração}$$

$$- \text{Passivo de Financiamento} - \text{Interesses Monoritários}$$

² Explicitada mais à frente

VIII. Crescimento Esperado

Segundo Neves (2002), a taxa de crescimento é outra das variáveis críticas para a estimativa do valor das empresas. Em particular, deve tomar-se em consideração que o valor é, em geral, muito sensível à taxa de crescimento usada para calcular o valor residual da empresa em continuidade. Para Santos (2009), relacionando variáveis como o produto interno bruto do país e a taxa de inflação chega-se a uma taxa de crescimento perpétuo (g_N), e através desta pode-se projetar o crescimento esperado das empresas.

Através da análise e comparação das estruturas de *free cash flows* apresentadas, foi facilmente perceptível que o *free cash flow to the firm* será sempre mais elevado do que o *free cash flow to equity* no caso de empresas com endividamento. Os dois tipos de *cash flows* só terão o mesmo valor quando se tratarem de empresas não endividadas nas quais não é necessário cobrir os custos da dívida.

2.2.3 Análise crítica do método de avaliação

Como já ficou referido, a escolha e aplicação dos métodos de avaliação causam discórdia. A eleição do método deve ser baseado no objetivo da avaliação, no tipo de empresa e na experiência do analista. Além da escolha, como se sabe, todos os modelos de avaliação acarretam pressupostos, e a definição destes dependem do analista, implicando sempre subjetividade ao resultado obtido.

No contexto de uma avaliação, Damodaran (2002) refere um conjunto de mitos que se não forem desmistificados podem conduzir a avaliações erróneas. Primeiro, uma avaliação não é objetiva, não há um único e verdadeiro valor para os ativos de uma empresa, mas sim uma estimativa do seu valor. Segundo, para se efetuar uma avaliação isenta, deve-se eliminar qualquer tendência que surja ao longo do processo de avaliação. Terceiro, o processo de avaliação é tão ou mais importante do que o resultado produzido, visto que o mesmo envolve o conhecimento e a determinação dos fatores que afetam o valor da empresa. Por último, o constante fluxo de informação afeta os mercados e todas as avaliações, não podendo uma avaliação ser considerada intemporal.

A escolha do melhor método de avaliação não garante o valor mais correto da empresa, pois a solução rigorosa de premissas e a utilização de uma forma de projeção

adequada são de fundamental importância. O grande problema para a avaliação de empresas é que o valor resulta de fatores que estão no futuro. O que vai acontecer no futuro é inserido nos modelos de acordo com as premissas do analista. Como o futuro é incerto e imprevisível, e como as premissas são variáveis não se pode esperar que um método obtenha o real valor justo de uma empresa (Surin, et al., 2008).

Na avaliação com base no modelos do FCD, existem diversos métodos, e cada modelo tem as suas características e fornece uma informação diferenciada, mas teoricamente devem proporcionar resultados financeiros equivalentes com o uso da mesma base de dados (Surin et al., 2008). O método dos FCD é apontado pela generalidade dos autores como sendo o método mais fiável para a avaliação de empresas. É o método que melhor pode auxiliar um investidor na tomada de decisão, mas apresenta, também, algumas dificuldades de aplicação. Esta apresentação do método dos FCD termina, seguidamente, com uma breve exposição das principais vantagens deste método e também das dificuldades a ele associadas.

2.2.4 Vantagens do método dos FCD

De seguida, achou-se interessante resumir as vantagens encontradas nas aplicação deste método de avaliação de empresas:

- Método mais rigoroso visto que se baseia em cuidadosas previsões para cada período, de cada item financeiro relacionado com a geração de fluxos de caixa;
- Fornece ao investidor informação mais fiável sobre o valor da empresa;
- Analisa a empresa no médio e longo prazo considerando os negócios atuais e futuros;
- Tanto incorpora ativos tangíveis como intangíveis.

2.2.5 Dificuldades de aplicação do método dos FCD

Como se constatou, todos os métodos de avaliação acarretam pressupostos e dificuldades de aplicação. De seguida, transcreveu-se as principais dificuldades de utilização do métodos dos FCD:

- Requer muita informação com elevado grau de detalhe, o que não é fácil de reunir em empresas com dimensão mais reduzida;
- Obriga ao estabelecimento de pressupostos sobre operações de investimento e financiamento que podem ser difíceis de quantificar e variam com o mercado;
- Baseia-se em projeções, nomeadamente de proveitos, que condicionam todo o processo;
- É um método de difícil aplicação quando se esperam de fluxos de caixa negativos e em empresas que estão em início de atividade, dada a falta de informação sobre a sua performance;
- Nem sempre é fácil obter as taxas de desconto e do custo do capital, devido à subjetividade inerente.

2.3 O «Simplex» no registo de fusão de sociedades

No anexo 4, falou-se do processo de registo de uma fusão. Para tal, transcreveu-se em suma o artigo de Miguel Melo (ROC1070 e TOC10254) para a Revista ROC em 2010. Achou-se essencial a presença deste artigo, dado o facto de o presente trabalho puder desempenhar um papel fundamental na tomada de decisão. Caso o estudo apresente sinergias com a Fusão das duas empresas, este ponto do estudo tomará um importante papel no dito processo de fusão. Assim, pode-se considerar que este “Simplex” servirá de guia ao gerente.

2.4 Fracassos de F&A

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002, citado por Oliveira, 2011), um grande número de F&A terminou em fracasso para a empresa adquirente, porque estas pagaram um valor demasiado elevado pelas empresas adquiridas. Os motivos são os seguintes:

- Sobrevalorização do potencial do mercado;
- Sinergias mal calculadas;
- Erros de *due dilligence*;
- Integração deficiente após a Fusão.

Para Nunes e Vieira (2008), e por Barros, Souza e Steuer (2003) (citado por Oliveira, 2011), as principais razões para o fracasso das F&A estão relacionadas com:

- Gestão de pessoas,
- Divergências Sociais entre as duas empresas,
- Transferência de *know how*,
- Ambiente sob stress na empresa adquirida.

Conclusão

No ponto 2.1 da revisão bibliográfica procurou-se distinguir os principais pontos teóricos sobre o tema Fusões de Empresas.

Neste primeiro ponto, transcreveu-se os principais conceitos sobre a temática dos autores de referência neste tipo de matéria, o qual, em jeito de conclusão, se pode denominar uma fusão de empresas como a reunião numa só, de duas ou mais sociedades.

No segundo ponto, descreveu-se os diferentes tipos de fusões distinguidos pelos mesmos autores. Então, as fusões podem ser de 2 tipos: por Incorporação (em que uma sociedade incorpora uma outra, do tipo $A+B=A$) ou por Concentração (que a concentração de duas empresas dará origem a uma nova entidade, do tipo $A+B=C$). Dentro das fusões por incorporação pode-se ainda fazer a seguinte divisão: fusões Simples ou Horizontais (quando a fusão ocorre entre empresas do mesmo setor de atividade), fusões Verticais (quando a fusão junta duas empresas que elaboram em diferentes fases da cadeia de valor) ou fusões Conglomeradas (em que as empresas operam em negócios diferente e não relacionados). Pode, então, resumir-se que a possível fusão das duas empresas de transportes em causa, como sendo uma fusão do tipo concentração simples ou horizontal.

No ponto seguinte, demonstrou-se as principais razões que movem as empresas a recorrerem a este tipo de investimento. A maioria dos autores apontam como sendo as principais razões de fusão e aquisições: a rapidez que estas operações possibilitam na entrada em novos negócios; as estratégias que proporcionam um aumento do nível de conhecimento e desenvolvimento; a melhoria da competitividade; o aumento da quota de mercado e eficiência de custos, além das vantagens de ordem financeira. As empresas em causa deste estudo de caso, revêm-se na maioria das razões descritas, como também, as suas razões para a possível fusão.

No quarto e último ponto, descreveu-se as principais motivações que levam as empresas a apostar neste tipo de reestruturação. Assim, as fusões são visionadas como uma operação e forma alternativa de investimento, que na generalidade oferecem Sinergias e vantagens competitivas às empresas. Deste modo, possibilita uma melhoria na gestão; proporciona uma maior poder de mercado e crescimento; traz vantagens fiscais que resolvem muitos dos problemas de agência; permite realinhar as estratégias das empresas e reduz o risco de insolvência.

Sendo a obtenção de sinergias a principal motivação para a ocorrência de fusões, os autores dividem as sinergias em sinergias de proveitos, operacionais, investimento, de gestão, financeiras e de custos. As empresas TTV e TGP necessitam de uma reestruturação e as principais motivações apresentadas enquadram nos seus objetivos. Pode, também, referir-se que, possivelmente, as empresas em causa obterão valor de todos os tipos de sinergias, sendo nas sinergias do tipo operacionais, financeiras e de gastos aqueles que poderão ser mais significativas.

No ponto 2.2 denominado por métodos de avaliação, fez-se uma breve descrição do método *Free Cash Flow to the Equity* e aprofundou-se o modelo do *Free Cash Flow to the Firm*. Pelos autores anteriormente mencionados na revisão da literatura, este último modelo é o mais utilizado para estudos perspetivos de avaliação de empresas. O objetivo do FCFF é o apuramento dos *cash flows* descontados a uma taxa, denominada de custo médio ponderado do capital (WACC). Segundo os autores, os FCD serão a melhor forma de perspetivar um valor de uma empresa no seu futuro. Ainda referente ao método dos FCD, apresentou-se uma nota crítica descriminando as principais vantagens e dificuldades de aplicação do método.

No presente estudo, como já referido, um dos objetivos é ajuda de tomada de decisão. Após a realização do estudo das empresas em causa, e em caso de apuramento de sinergias, pensou-se ser interessante colocar o guia “Simplex” da fusão (anexo 4).

Por último, neste capítulo, transcreveu-se os fracassos mais comuns em F&A. Desta forma, permite os gestores da possível fusão precaverem situações que se possam tornar danosas para as empresas.

CAPÍTULO 3

METODOLOGIA:

O presente estudo foi elaborado no âmbito da dissertação de mestrado para o curso de Mestrado em Contabilidade e Finanças. O autor pelas motivações referenciadas, optou pela metodologia de trabalho: estudo de caso. O estudo de caso trata-se de uma abordagem metodológica de investigação especialmente adequada quando se procura compreender, explorar ou descrever acontecimentos e contextos complexos, nos quais estão simultaneamente envolvidos diversos fatores. O estudo de caso constitui uma estratégia de pesquisa utilizada nas Ciências Sociais com bastante regularidade. Pode afirmar-se que é a estratégia mais utilizada quando se pretende conhecer o “como?” e o “porquê?” (Yin, 1994), quando o investigador detém escasso controlo dos acontecimentos reais ou mesmo quando este é inexistente, e quando o campo de investigação se concentra num fenómeno natural dentro de um contexto da vida real.

3.1. Métodos e Técnicas de Recolha de Dados

O problema a resolver, passou por tentar encontrar um rumo para as empresas através de uma fusão. Dada a ineficiência de uma delas, a questão colocada pelo proprietário é se o processo de fusão acarretará Sinergias.

O objetivo da realização deste estudo de caso, passou pelo cálculo dos gastos e dos benefícios do processo de fusão das duas empresas, concluindo a presença ou não de sinergias de fusão. A fusão que se delineou, foi uma fusão na perspetiva financeira na obtenção de valor.

Importa referir que o interesse do proprietário na realização de uma fusão das empresas passa também pelo facto de no final do presente ano o sócio (da empresa ineficiente) irá sair. Será que a partir deste momento justifica ter as duas empresas separadas? Nota afirmar que, as empresas em causa apenas permanecerão assim, se este estudo de caso não obtiver resultados satisfatórios relativamente às sinergias da fusão. Então este trabalho revelou-se importante no processo de tomada de decisão.

Importa salientar, que se os resultados não forem satisfatórios, o gerente deverá então tomar outras soluções de forma a se reestruturar as empresas. Então, aqui também se

deixa em aberto outras oportunidades para estudos posteriores, nomeadamente, qual será a melhor estratégia para as empresas.

As empresas em causa têm as seguintes denominações: “Transportadora Tejo à Vista, sociedade unipessoal, Lda.” e “Gomes e Paredes, Lda.”. Estas empresas estão sediadas em Casais do Quintão, Lote 1, na freguesia da Várzea, no distrito e conselho de Santarém. As duas empresas pertencem à mesma pessoa, partilham o mesmo espaço físico, mas têm gestão separadas, clientes diferentes e recursos humanos distintos.

As empresas atuam no serviço de transporte terrestre de mercadorias, possuindo uma frota com cerca de 30 viaturas de pesados por empresa. Uma particularidade destas empresas é o facto de 95% dos seus serviços/transporte serem efetuados pela Europa, ou seja, prevalece o transporte dito internacional.

No estudo de caso, serão utilizados dados primários, recorrendo a entrevistas ao gerente (ver apêndice 2), de modo a se conseguir obter respostas objetivas no que diz respeito às suas intenções neste processo de fusão. Tentou-se enquadrar os objetivos e perceber qual será a sua motivação. Através destes dados conseguiu-se responder à pergunta, qual é a utilidade deste projeto, ou seja, qual é a estratégia da fusão das duas empresas.

Através de dados secundários, como dados contabilísticos e financeiros realizou-se um diagnóstico funcional das empresas. Neste diagnóstico analisou-se as funções de cada empresa nos diferentes campos funcionais, como por exemplo: as vendas, os clientes, as operações e os recursos humanos. Na fase seguinte, elaborou-se um Plano de Exploração, em que, com recurso às demonstrações de resultados individuais (ver anexos 5-10) calculou-se os fluxos de caixa incrementais. Para este passo utilizou-se a metodologia de avaliação de empresas mais referenciada: o método dos Fluxos de Caixa Descontados. Dentro do modelo de avaliação dos FCD, optou-se pelo método dos FCFF. A escolha desta metodologia deveu-se ao facto de a grande maioria dos autores especializados identificarem este método como o mais correto. Dado o problema e os objetivos em causa, optou-se pelo FCFF como sendo o método mais correto para oferecer as respostas mais credíveis do valor das empresas. Através deste modelo, foi possível confrontar os novos fluxos de caixa com os fluxos de caixa da empresa TTV e os fluxos de caixa da empresa TGP. Posteriormente, com recurso também a dados secundários, calculou-se o valor do

custo de operação, ou seja, o que a empresa terá de investir para a realização deste processo de fusão de modo a chegar finalmente ao valor da sinergia. Também através de dados secundários fez-se uma análise de sensibilidade.

A estratégia de análise de dados utilizada foi do tipo qualitativo (análise de conteúdo).

Para a elaboração deste estudo, foram utilizadas informações fornecidas pelo gerente das empresas em formato Excel e *portable document format* (PDF). Os dados contábilísticos de 2011 e 2012 (anexos 5-10) foram fornecidos em formato Excel pelo contabilista chefe das empresas, o Dr. Paulo Augusto. Nestes ficheiros constam os relatórios de prestações de contas, onde se demonstram os balanços, as demonstrações de resultados, as demonstrações de fluxos de caixa individuais e as demonstrações das alterações do capital próprios individuais.

A análise das demonstrações financeiras é importante neste tipo de estudos para que se consiga comparar empresas distintas (Oliveira & Rêgo, 2011).

Para a elaboração do presente estudo, foi preparado um roteiro de estudo de caso (ver apêndice 1), onde se colocou a escolha do caso a analisar; os quadros de referência; as técnicas de recolha de dados; a descrição como foi elaborada a gestão destes mesmos dados; o tratamento dos dados e por último a organização do estudo de caso.

Outra técnica de tratamento de informação, foi representada no apêndice 3 e 4. Nestes apêndices estão contidas todas as informações essenciais encontradas na bibliografia escolhida para o presente estudo. O apêndice 3 demonstra o quadro de leitura/análise de artigo, enquanto que no apêndice 4 observa-se o quadro de revisão da literatura.

3.2. Avaliação pelo método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

O método dos FCD foi escolhido, pois atua como indicador da capacidade de gerar riqueza, evidenciando a eficiência esperada de determinado negócio (Oliveira & Rêgo, 2011). Através do mesmo método, verifica-se o valor de cada empresa antes e depois da operação de fusão, e, deste modo, verificou-se e quantificou-se as sinergias geradas.

Segundo Assaf Neto (2009, citado por Oliveira, 2011), o método do FCD é o que apresenta maior rigor técnico e conceitual para expressar o valor económico. Para Müller e Teló (2003:106, citado por Oliveira, 2010), “Os modelos de fluxo de caixa são conceitualmente corretos para avaliações de empresas. Nesses modelos, as empresas são vistas como sendo geradoras de fluxo de caixa e seu valor é obtido pelo valor presente desses fluxos, dada uma taxa de desconto”.

Como já justificado no ponto 2.2 do presente estudo, dentro do método de avaliação de empresas dos fluxos de caixa descontados, optou-se pelo método que avalia a empresa como um todo, recorrendo ao Método dos *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF).

3.3 Formulas utilizadas no estudo

No presente ponto, enumerou-se todas as expressões utilizadas no capítulo 7 e 8, onde se apresentam todos os cálculos relevantes para o estudo.

A taxa de crescimento em perpetuidade (g_N) foi calculada pela seguinte expressão:

3.1)

$$(1 + g_N) = (1 + g_{\text{real}}) \times (1 + \text{inflação})$$

Em que,

g_{real} : representa a taxa de crescimento médio do Produto Interno Bruto (PIB) do país em que insere a empresas, e

inflação: corresponde à taxa média de inflação de no caso, da União Europeia.

Para muitos indicadores foi calculada a Taxa Composta de Crescimento Anual – *Compound Annual Growth Rate* (CAGR). A CAGR indica a taxa de rentabilidade interna de uma sucessão de fluxos monetários durante um determinado horizonte temporal. A CAGR foi calculada apurando a raiz de N da percentagem total da taxa de crescimento, em que N é o número de anos no período existente. Assim tem-se:

3.2)

$$\text{CAGR} = (\text{Valor Final Ano}_N / \text{Valor Inicial Ano}_0)^{1/N} - 1$$

O EBITDA , ou seja, “*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*”, representa o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização O EBITDA é um indicador financeiro, e quantifica o quanto uma empresa gera de recursos através da sua atividade operacionais, sem abranger os impostos e outros efeitos financeiros. O EBITDA, foi calculado da seguinte forma:

3.3)

$$\text{EBITDA} = \text{Proveitos} - \text{FSE} - \text{Remunerações} - \text{Outros Custos Operacionais}$$

O EBIT, (*Earnings Before Interest and Taxes*), é considerado o resultado operacional da empresa, ou seja, o lucro antes dos gastos financeiros. O EBIT, a taxa de impostos e as depreciações foram extraídos das Demonstrações do Resultado Individuais das empresas dos anos 2011 e 2012. O Resultado Antes de Impostos, demonstra o resultado operacional da empresa sobre o qual incide os imposto. Então, o Resultado Antes de Impostos deve ser calculado da seguinte forma:

3.4)

$$\text{Resultado Antes de Impostos} = \text{EBIT} - \text{Gastos Financeiros}$$

O indicador NOPLAT, representa o resultado operacional gerado pela empresa, ou seja, os rendimentos deduzidos dos gastos subtraídos de impostos. Este pode ser calculado pela seguinte fórmula:

3.5)

$$\begin{aligned} \text{NOPLAT} &= \text{EBIT} (1 - t) = \text{RL} \\ &= (\text{Rendimentos Operacionais} - \text{Gastos Operacionais})X (1 - t) \end{aligned}$$

Os dados da variação do investimento em ativo fixo e da variação da necessidade fundo maneoio foram extraídos do balanço patrimonial. Para o cálculo da variação do

investimento em ativo fixo (Capex) foi utilizada a conta do ativo tangível fixo líquido e as depreciações acumuladas. O cálculo do investimento em capital fixo pode ser representado por:

3.6)

Investimento Capital Fixo

$$= \text{Ativo Fixo Tangível Bruto}_N - \text{Ativo Fixo Tangível Bruto}_{N-1}$$

Em que:

3.7)

Ativo Fixo Tangível Bruto_N

$$= \text{Ativo Fixo Tangível Líquido}_N + \text{Depreciações Acumuladas}_N$$

O Fundo de Maneio Necessário (FMN) de uma empresa é a diferença entre os ativos e passivos de curto prazo relacionados com o ciclo de exploração. Então o FMN pode ser representado como:

3.8)

$$\text{FMN} = \text{Clientes} + \text{Inventários} - \text{Fornecedores}$$

Para se calcular o valor do Investimentos em Fundo de Maneio (ΔFMN), recorreu-se à seguinte expressão:

3.9)

$$\Delta \text{FMN}_N = \text{FMN}_N - \text{FMN}_{N-1}$$

Segundo Santos (2009) e, Copeland, Koller, Murrin (2002, citado por Oliveira, 2011), o FCFF é calculado pela seguinte expressão:

$$\text{FCFF} = \text{EBIT}(1 - t) + \text{Depreciações} - \text{Investimento Capital Fixo} \\ - \text{Investimento Fundo Maneio}$$

Também se pode concluir que o FCFF é calculado pela expressão:

3.10)

$$\text{FCFF} = \text{Resultado Líquido} + \text{Depreciações} - \text{Investimento Capital Fixo} \\ - \text{Investimento Fundo Maneio}$$

Este FCFF, representa os fundos gerados pela atividade operacional das empresas e, é o rendimento disponível para remunerar o capital investido, quer pelos acionistas como pelos credores.

Os *cash flows* futuros terão que ser atualizados. Os autores de referência para este estudo, referem que o WACC é a taxa de desconto adequada para atualizar estes *cash flows* futuros. Então a fórmula de cálculo do WACC será:

3.11)

$$\text{WACC} = R_e \times \frac{\text{CP}}{\text{CP} + \text{D}} + R_d(1 - t) \times \frac{\text{D}}{\text{CP} + \text{D}}$$

Em que:

R_e , representa o custo do capital próprio;

CP , o valor do capital próprio;

D , o valor da dívida;

R_d , a Taxa Média de Juro da Dívida; e

t , a Taxa Marginal de Imposto.

Para o capital próprio (CP) utiliza-se os valores do Balanço. Quanto à dívida (D), esta engloba a dívida com encargos (passivo financeiro) (Santos, 2009).

A taxa de imposto é a taxa marginal de imposto $(1-t)$ sobre os lucros, e corresponde à taxa de Imposto sobre o Rendimento Coletivo (IRC), vigente no país a que a empresa a avaliar pertence, acrescida da taxa de derrama (Santos, 2009).

Dada a dificuldade de acesso a informação de ordem financeira para o cálculo do custo do capital próprio, recorreu-se ao método alternativo de cálculo deste. Então a expressão utilizada será:

3.12)

$$Re = [(1 + t_1)(1 + t_2) + (1 + t_3)] - 1$$

Em que,

t_1 é a taxa média de rendibilidade das obrigações do tesouros,

t_2 o prémio de risco e,

t_3 a taxa anual média da inflação do país em que a entidade se insere.

A atribuição do prémio de risco terá como base o rácio de solvabilidade de cada empresa. Dada a impossibilidade de valores que correlacionem o rácio de solvabilidade com o prémio de risco das empresas do setor de transportes de mercadorias terrestres em Portugal, utilizou-se os dados da Tabela 1 (ver capítulo 2) do setor bancário em Portugal.

A solvabilidade, é a capacidade da empresa para solver os seus compromissos a médio e longo prazo, ou seja, traduz a capacidade da empresa pagar as suas dívidas. Para o cálculo da solvabilidade utilizou-se a seguinte expressão:

3.13)

$$\text{Solvabilidade} = \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Passivo Total}}$$

Para a atualização do FFCF será utilizado o Fator de desconto. O fator de desconto no Ano_N foi calculado da seguinte forma:

3.14)

$$\text{Fator Desconto} = \frac{1}{(1 + WACC)^N}$$

em que $N=0, 1, 2, 3, 4$ e 5 . O N é o ano a que refere o fator de desconto, sendo que o ano de 2012 o ano_0 da avaliação.

O valor do negócio corresponde à soma do valor atual dos *cash flows* futuros estimados em duas fases distintas: a Fase Previsional e a Fase de Continuidade.

Na Fase Previsional o valor atual dos *cash flows* estimados gerados pela atividade da empresa, podem ser calculados pelas seguinte expressão:

3.15)

$$\text{Valor Previsional} = \frac{\text{FCFF}_1}{(1 + \text{WACC})^1} + \frac{\text{FCFF}_2}{(1 + \text{WACC})^2} + \dots + \frac{\text{FCFF}_N}{(1 + \text{WACC})^N}$$

O Valor de Continuidade, é geralmente calculado como uma perpetuidade para o FCFF, assumindo uma taxa de crescimento constante de longo prazo designada por g_N . Assim, o valor da continuidade (atualizado para o final do ano N) é:

3.16)

$$\text{Valor de Continuidade} = \frac{\text{FCFF}_{N+1}}{(\text{WACC} - g_N)}$$

O valor do negócio é calculado pela seguinte fórmula:

3.17)

$$\text{Valor do Negócio}_N = \text{FCFF descontado}_N + \text{FCFF descontado}_{N+1} + \dots$$

Em que o *Free Cash Flow to the Firm* descontado é calculado pela seguinte expressão:

3.18)

$$\text{FCFF descontado}_N = \text{FCFF}_N * \text{Fator de Desconto}$$

Com o cálculo do valor do negócio, se somar os valores dos de caixa e depósitos bancários, obtém-se o *Firm Value*:

3.19)

$$Firm Value = \text{Valor Negócio} + \text{Caixa e Depósitos Bancários}$$

Para o cálculo do *Firm Value* da empresas resultante da fusão, utiliza-se a seguinte expressão:

3.20)

$$Firm Value = \text{Valor de Negócio} + \text{Ativos Extraexploração}$$

Segundo Fleuri (2008, citado por Oliveira, 2011), o valor da sinergia pode ser obtido a partir dos valores dos FCD. A expressão seguinte representa a formula de cálculo da Sinergia de empresas:

$$S = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

Onde,

S = valor da sinergia

V_{AB} = valor da empresa combinada (adquirente + alvo)

V_A = valor da empresa adquirente

V_B = valor da empresa alvo

Ao valor da sinergia, ainda se retira os custos de reestruturação:

3.21)

$$S = V_{AB} - (V_A + V_B) - \text{Custos Reestruturação}$$

3.4 Limitações nos métodos e técnicas de recolhas de dados

A maior limitação detetada nos métodos e técnicas de recolha de dados, foi a dificuldade na obtenção de valores, nomeadamente dos dados relativos ao risco do setor. Visto ter sido impossível obter estas informações junto de todas as entidades disponíveis, privadas e públicas, teve de se recorrer ao método alternativo de estimação do cálculo do Custo do Capital Próprios (R_e).

Outra limitação que se deve assinalar, foi que, dada a proximidade familiar, denotou-se alguma ocultação de dados, nomeadamente nos dados históricos das empresas. Esta proximidade poderá até ter sido prejudicial ao estudo, mas pode confirmar-se que para a realização deste estudo, apenas seria possível a um autor próximo. Também se colocou em causa a prestação do contabilista das empresas, com receio de colocar o seu cargo de trabalho em causa ou de se detetar erros no seu trabalho.

Mesmo dadas as limitações representadas, julgou-se terem sido minimizadas e que dentro dos dados disponibilizados, os resultados obtidos serão de todos credíveis e os mais próximos da realidade, como o gerente das empresas pretende.

Conclusão:

O presente capítulo revelou a sua importância, pois mostra os métodos e técnicas utilizados para a realização deste estudo.

Conclui-se assim que, os dados primários foram recolhidos junto das entidades em causa. As entrevistas ao gerente das duas empresas foram realizadas para se conseguir obter respostas sobre as mesmas, o setor e as expectativas por parte deste da possível fusão. O responsável pela área da contabilidade da TTV, também foi solicitado diversas vezes, afim de fornecer qualquer dado que se revelou importante durante o estudo.

Neste capítulo descreveu-se, também, as expressões a utilizar no capítulo 7 e 8 do presente estudo.

Também se concluiu, que poderão existir limitações na obtenção de dados das empresas e do sector.

CAPÍTULO 4:

ANÁLISE DE SETOR

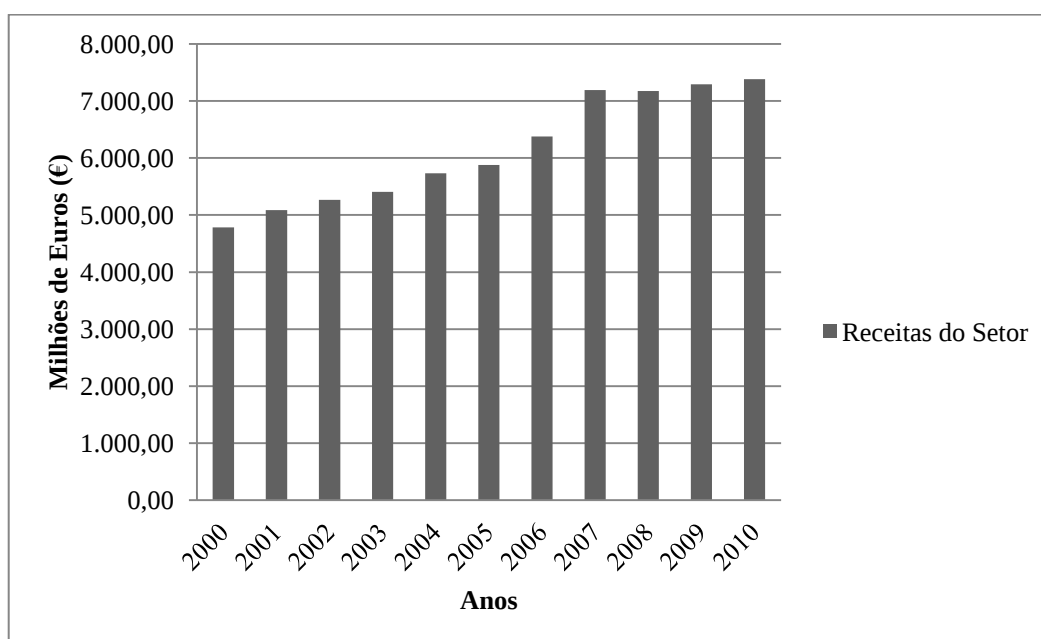
4.1. Análise de Setor dos Transportes em Portugal

Antes do desenvolvimento do projeto de fusão, achou-se essencial demonstrar um retrato do setor dos transportes em Portugal e na União Europeia.

Através de noções claras e fundamentadas da conjuntura económica nacional, sectorial e internacional pensou-se que teriam um importante contributo para que avaliação fosse o mais fiável possível. Face ao exposto, é fácil compreender que quanto mais informação for disponibilizada ao analista, mais completa e fiável se torna a avaliação

Segundo dados do Instituto Nacional de Estatísticas (INE), o setor dos transportes em Portugal em 2010 apresentou 7.378 milhões de euros de receita (Gráfico 1). Como se denota no gráfico, desde o ano de 2000 o valor das receitas geradas no setor dos transportes têm vindo a aumentar.

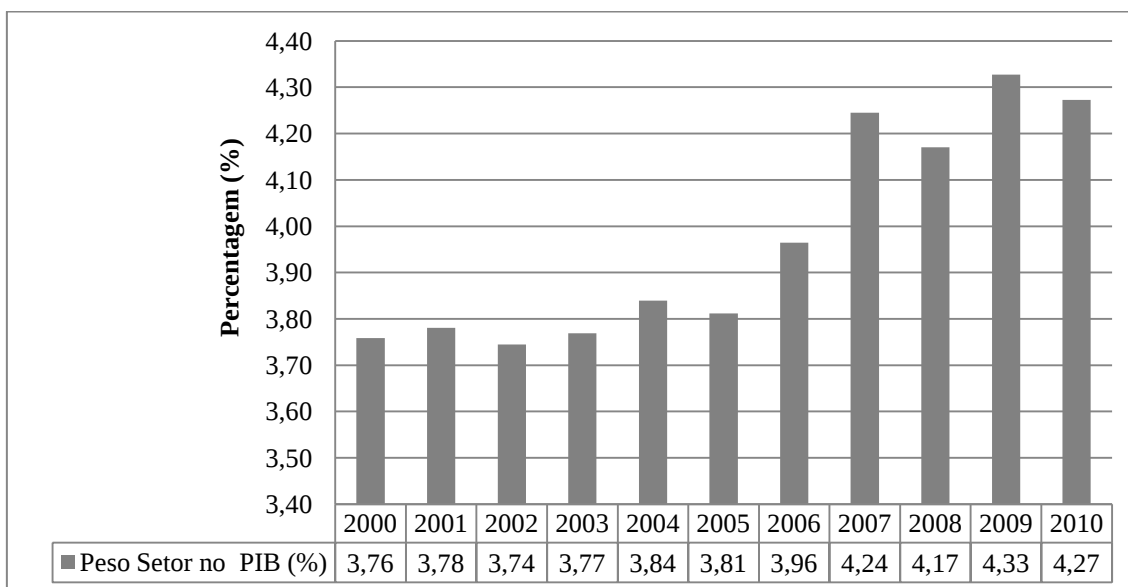
Gráfico 1: Receitas geradas no setor dos transportes em Portugal no período 2000-2010



Fonte: Elaboração própria

Relativamente ao Produto Interno Bruto e, segundo a mesma fonte de dados (INE), o setor dos transportes em 2000 teve um peso de 3,76% no PIB português. No ano de 2010 o setor já apresentava um peso de 4,7% no PIB (ver Gráfico 2). Tem-se denotado um crescimento gradual do setor assim como a sua importância para a economia do país.

Gráfico 2: Peso do setor dos transportes no PIB de Portugal no período de 2000-2010



Fonte: Elaboração própria

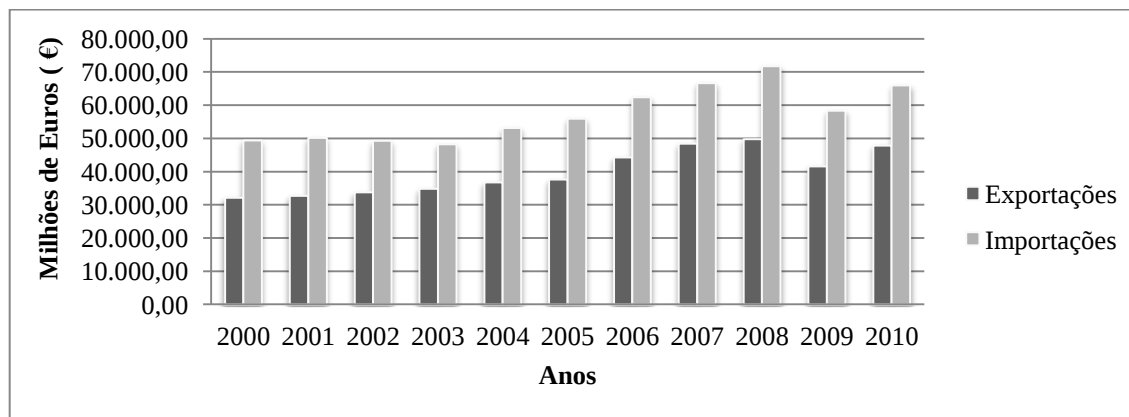
O Gráfico 3, demonstra a evolução em milhões de euros das exportações e importações registadas no período 2000-2010 em Portugal (fonte: PORDATA). Através do gráfico, verificou-se a evolução destes indicadores, continuando o valor das importações superiores às exportações. Apenas no ano de 2008 se denotou uma descida tanto das importações como das exportações, mas a tendência é a subida destas.

As importações e as exportações são dos indicadores mais relevantes para o setor, visto que, os produtos têm de ser transportados por via aérea, rodoviária, marítima ou ferroviária. Pode concluir-se que, o futuro do setor apresenta boas perspetivas, nomeadamente para o setor dos transportes, incluindo os transportes terrestres de mercadorias.

Para as empresas em causa no estudo de caso, estes indicadores ainda se revelam mais importantes, visto que a grande maioria da frota de pesados opera no mercado internacional, nomeadamente no transporte de mercadorias para os países europeus. As exportações e as importações são de igual forma importantes, visto que, para se rentabilizar

as viaturas deverão existir importações e exportações no mesmo momento. Caso não se denotasse um aumento paralelo das importações e exportações, esse seria um grave problema para o sector. Pode confirmar-se que, se não existirem importações, não existiam viaturas a realizarem exportações, pois sem importações as viaturas não teriam um regresso rentável para as empresas.

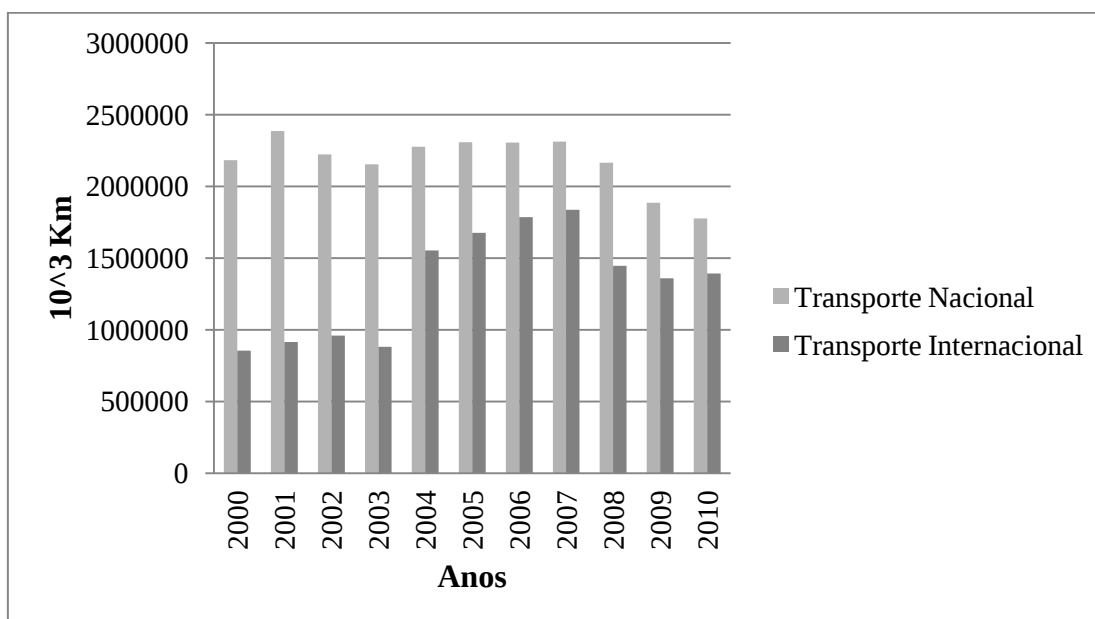
Gráfico 3: Valores em milhões de euros das exportações e importações portuguesas no período 2000-2010



Fonte: Elaboração própria

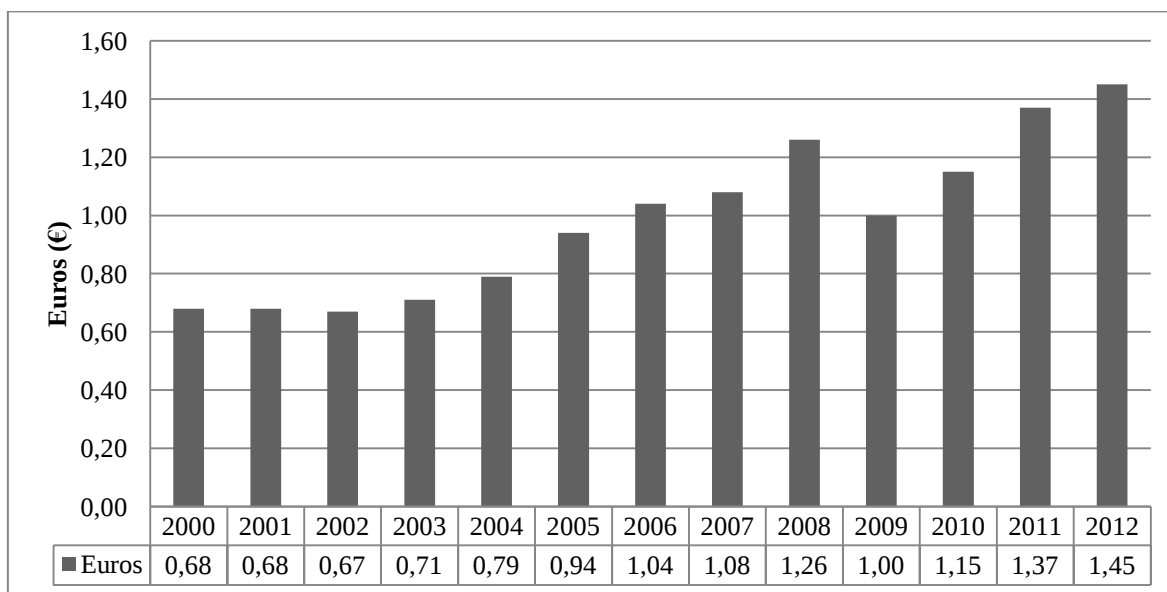
O Gráfico 4, demonstra a evolução do número de quilómetros (km) dos transportes nacionais e internacionais de mercadorias das empresas portuguesas de transportes. Concluiu-se que, o transporte internacional tem vindo a ganhar relevância no nosso país, relativamente ao transporte nacional de mercadorias. Estes dados fornecidos pelo INE, mostram que cada vez mais existem empresas ou viaturas a fazer o transporte internacional comparativamente ao nacional.

Gráfico 4: Quilómetros percorridos no transporte nacional e internacional de mercadorias no período de 2000-2010



Fonte: Elaboração própria

O Gráfico 5, demonstra a evolução do preço (em euros) do gasóleo em Portugal no período 2000 a 2012. Considerando o gasóleo como o principal gasto operacional para as empresas do setor, denotou-se que os sucessivos aumentos deste têm contribuído para as presentes dificuldades das empresas. De acordo com o gerente (Sr. Jorge Paredes), esta evolução dos preços dos combustíveis terão sido o maior causador dos problemas das empresas. Refere-se que os preços dos combustíveis nos últimos 10-12 anos aumentaram mais de 200% e para as empresas foi impossível aumentar o preço do serviço ao cliente, também devido à concorrência desleal de outras empresas do setor, praticando preços abaixo do mínimo rentável. (ver entrevista em apêndice 2)

Gráfico 5: Evolução do preço do gasóleo em Portugal no período 2000-2012

Fonte: Elaboração Própria

4.2. Análise de Setor no contexto Europeu

Após a elaboração de um retrato do panorama do sector dos transportes em Portugal e, as empresas operarem por toda a Europa, executou-se uma análise do mesmo sector mas num contexto europeu.

No ano de 2010, houve uma ligeira retoma da atividade económica em muitos países da União Europeia, situação esta que teve reflexos no setor europeu dos transportes. Assim, no que respeita ao transporte de mercadorias rodoviário, registou-se um decréscimo ligeiro (-1,8%)³, mas foi o tipo de transporte mais dominante em termos de tonelagem comparativamente como o transporte marítimo, ferroviário e aéreo.

A análise do sector do transporte de mercadorias por países da UE revela um panorama muito diversificado. Nos países com maior volume de mercadorias transportadas, destacam-se os decréscimos da Holanda (-16,8%), Espanha (-8,5%) e Portugal (-14,2%) e os acréscimos da Polónia (9,1%) e Finlândia (13,5%). A Alemanha (-1,2%) e a França (+3,9%) tiveram variações ligeiras, embora de sentidos diferentes.

³ Dados do Instituto Nacional de Estatísticas (INE)

Em 2010, conforme os resultados obtidos pelo Inquérito ao Transporte Rodoviário de Mercadorias, elaborado pelo INE, a atividade do transporte rodoviário de mercadorias apresentou uma redução, expressa quer na diminuição das quantidades de mercadorias transportadas (-12,9%, face a 2009) quer no decréscimo de distâncias percorridas (-2,3%, face ao ano anterior).

O transporte internacional de mercadorias, comparativamente com o ano anterior, apresentou um comportamento ligeiramente recessivo na tonelagem de mercadorias transportadas (-2,5%). No que respeita ao volume de transporte (toneladas-quilómetro), mostrou um comportamento diverso, exibindo um aumento de 3,3% face a 2009. O transporte nacional evidenciou decréscimos face a 2009 nas mesmas variáveis (-13,9% e -10,1%, respetivamente).

Conclusão

Neste capítulo procurou-se descrever a situação do setor dos transportes terrestres de mercadorias em Portugal e na Europa, no período entre 2000 a 2010.

Após análise do setor, concluiu-se que as receitas do setor têm vindo a aumentar, assim como, o peso do setor no PIB de Portugal. Visto que as empresas em causas operam no transporte internacional, analisou-se os níveis de exportações e importações. As importações e as exportações desde 2003 têm vindo a crescer, sendo este crescimento interrompido no ano de 2008. Desde então, retomaram o crescimento. Este pode ser um bom indicador para as empresas e para o setor.

Neste capítulo, aponta-se os períodos de dados (2000-2010) como uma limitação. Seria interessante trabalhar com dados mais recentes, de forma a se discutir os efeitos da crise após o ano de 2010. Julga-se que os mesmos dados, mas mais recentes, seriam fundamentais para uma conclusão mais concisa sobre a evolução do sector em Portugal e na União Europeia.

CAPÍTULO 5 :

DIAGNÓSTICO SECTORIAL

No seguimento do capítulo 4, achou-se essencial realizar um diagnóstico do sector dos transportes de mercadorias ao nível nacional.

Como se denotou, no capítulo anterior, as receitas geradas no sector dos transportes em Portugal no período em causa (2000-2010), concluiu-se que a tendência é o crescimento gradual destas receitas. Este facto torna-se preponderante para o despertar do interesse no sector dos transportes.

Relativamente ao peso do sector dos transportes no PIB de Portugal, para o mesmo período, denotou-se que este peso acompanha as “crises” do país. Dada a grande importância do sector para o país, e com o passar dos tempos de crise, o peso do sector deverá tendencialmente aumentar no PIB de Portugal. Deste ponto de vista, espera-se uma evolução e crescimento do sector.

Seguindo a lógica do parágrafo anterior, o mesmo se poderá diagnosticar relativamente à evolução das importações e exportações de cargas realizadas pela via rodoviária. Então, espera-se que, com a melhoria da situação económica portuguesa, as importações e exportação tenderão também a aumentar. Desta forma, certamente se denotará um aumento do número de transportes a realizar. Este poderá ser um indicador francamente positivo para o futuro do sector em Portugal.

Com a melhoria da situação económica do país, com certeza que os quilómetros percorridos no transporte nacional e internacional de mercadorias também certamente irão aumentar. Também se concluiu ser um sinal positivo para o sector.

Relativamente ao principal gasto operacional para as empresas do sector, ou seja, o gasóleo, verificou-se que entre 2000-2012 o preço deste tipo de combustível aumentou mais de 200%. Este indicador torna-se francamente preocupante para o sector, dada a sua importância para as empresas de transportes. Quanto a este problema, pensa-se resolver de diversas formas. Uma das formas passaria pela renegociação do preço dos transportes realizados junto dos clientes, e outra solução passaria pela criação de um tipo de gasóleo industrial a ser utilizado não só pelas empresas de transportes, mas também por outros sectores que dependam exclusivamente do gasóleo como fonte de energia.

De seguida apresentou-se a análise SWOT – análise dos Pontos Fortes (*Strengths*) e Fracos (*Weaknesses*) do sector e a sua relação com as Oportunidades (*Opportunities*) e Ameaças (*Threats*), de forma a se constatar atual posição do sector dos transportes.

Figura 1: Análise SWOT do Sector dos Transportes em Portugal

Pontos Fortes	Pontos Fracos
• Aumento constante das receitas geradas do sector; • Elevada importância do setor na economia; • Ótimas condições da rede rodoviária; • Setor com história e com recursos humanos especializados; • Crescente evolução das importações e exportações;	• Constante evolução dos preços dos combustíveis, nomeadamente do gasóleo; • Legislação rodoviária nacional, cada vez mais complicada; • Sector de grandes investimentos, com grande necessidade de recurso à banca;
Oportunidades	Ameaças
• Setor preponderante para a economia nacional; • Setor que nunca poderá terminar devido à grande dependência diária dos serviços de transportes; • Caso se verifique a evolução da situação económico-financeira do país, este certamente será um dos setores que beneficiará;	• Crise nacional e europeia; • Sucessivos aumentos do preço dos combustíveis; • Elevada carga fiscal do país; • Dificuldade de recursos a financiamentos externos;

Fonte: Elaboração própria

A análise SWOT, foi naturalmente desenvolvida para analisar a situação concorrencial de uma empresa em relação a outra. Desta forma, achou-se interessante recorrer a este tipo de análise como forma de diagnosticar o sector dos transportes terrestres de mercadorias em Portugal.

Então, pode-se concluir que o futuro do sector, está francamente dependente da atual situação sócio económica que Portugal e o Mundo. Como tantos outros sectores, atualmente, o sector dos transportes atravessa uma grave situação económica. Como também se pode averiguar, o sector deverá evoluir muito favoravelmente caso a situação do país e europeia melhorem.

Dada a importância do sector, julga-se que continuará a desempenhar um papel fundamental em qualquer economia mundial, e com a presumível saída da crise, pressupõe-se um futuro auspicioso para as empresas de transportes terrestre de mercadorias.

Um dos pressupostos colocados em causa no estudo foi o crescimento esperado. Nesta investigação, os dados históricos obtidos das empresas, foram projetados a uma taxa de crescimento, de forma a serem estimados para o futuro. Dada a sensibilidade do sector aos fatores macroeconómicos do país e do grupo de países (neste caso, a União Europeia) em que insere, achou-se que seria mais correto a projeção destes dados através das médias de dois desses fatores, como é o caso da taxa de inflação da Zona Euro e a taxa real do PIB de Portugal. A esta taxa estimada, denominou-se a taxa de crescimento perpétuo (g_N).

Conclusão

Neste capítulo procurou-se desenvolver o diagnóstico funcional do sector dos transportes terrestres de mercadorias em Portugal. O diagnóstico funcional do sector torna-se importante para perceber qual o estado atual e o caminho do sector em Portugal.

Como se conclui, o sector dos transportes está altamente dependente do estado económico financeiro do país em que se insere. Pode-se também concluir que, é um sector fundamental para qualquer economia. Como tal, espera-se que dentro de pouco tempo, com a saída da crise, o sector tome sinais de revitalização.

Dado a sensibilidade do sector, torna-se importante em tempos de crises económico financeiras, as empresas em dificuldades conseguirem tomar medidas como forma de reestruturação destas, daí mais uma vez se demonstra a utilidade deste estudo para as empresas de transportes em Portugal.

Através do presente diagnóstico sectorial, conseguiu-se justificar um dos principais pressupostos colocados em causa, a taxa de crescimento com que se pode projetar os dados históricos das empresas para o período 2013-2017. Dada a oscilação do sector o com o efeito de fatores externos à empresa, achou-se correto, e segundo a revisão da literatura, apurar a taxa de crescimento perpétuo (g_N). Esta taxa de crescimento, foi apurada segundo as médias de dois indicadores macroeconómicos (a taxa de crescimento real do PIB em Portugal e a taxa média de inflação na Zona Euro).

CAPÍTULO 6:

DESENVOLVIMENTO DO PROJETO

I. História e Apresentação do Grupo

A Transportadora Tejo à Vista, Lda. e Gomes&Paredes, Lda., são um grupo de duas empresas de transportes rodoviários de mercadorias com 30 anos de existência.

Localizadas no perímetro de Santarém, cidade estratégica do centro do país, as empresas beneficiam de uma localização a algumas dezenas de quilómetros da capital, com acessos facilitados às principais rotas de saída do país.

Com saídas diárias de Portugal, cobrem toda a Europa, com maior frequência para Alemanha, Holanda, Polónia, Bélgica, Áustria, França e Espanha. A frota é constituída por cerca de 65 viaturas mais os semirreboques correspondentes, para o transporte de carga geral em lonas e alguns rígidos. As viaturas têm uma idade média de 3 anos, todas equipadas com telemóveis. Atualmente 50% das viaturas já estão equipadas com sistema de GPS, prevendo que dentro de 1 ano toda a frota esteja equipada com este sistema, para melhor controlo da entrega de mercadorias e controlo de todos os dados referentes às viaturas.

As novas instalações, situadas junto à portagem de Santarém, permitem a criação de novos sectores laborais na empresa, tais como: oficinas, armazéns e escritórios. Paralelamente, as instalações contribuem para o melhoramento das condições de trabalho: implementação de uma bomba de gasolina, para uso exclusivo dos transportes da empresa, parques de estacionamento para os veículos pesados e ainda a criação de um refeitório para os trabalhadores e implementação de um novo sistema informático.

Atualmente as empresas beneficiam de dois grupos de clientes, os clientes diretos, indústria automóvel, transporte de velas, transporte de cortiça, transporte de bebidas, entre outros, e os transitários, transportando todo o tipo de mercadoria.

II. Diagnóstico Concorrencial das Empresas

• Transportes TGP

A empresa Gomes & Paredes, Lda. foi fundada em 1983, por Jorge Fernando Paredes e Humberto Mouco, no entanto, atualmente a gerência pertence unicamente a Jorge Paredes. A empresa conta neste momento com 22 colaboradores e 29 veículos pesados e 3 ligeiros, efetuando transportes rodoviários de mercadorias para toda a Europa.

De seguida apresentou-se a análise SWOT – análise dos Pontos Fortes (*Strenghts*) e Fracos (*Weaknesses*) de uma organização e sua relação com as Oportunidades (*Opportunities*) e Ameaças (*Threats*) da TGP, de forma a se constatar a sua situação concorrencial.

Figura 2: Análise SWOT daTGP

Pontos Fortes	Pontos Fracos
• Elevada experiência no setor; • Ótimas condições de trabalho; • Alguns RH especializados; • Frota de veículos constantemente renovada e devidamente equipada; • Possibilidade de elevar o número de serviços a oferecer a clientes.	• Grande ineficiência nos transportes de mercadorias; • Dependência apenas dos serviços de transportes; • Impossibilidade de financiamento junto da banca; • Problemas de agência.
Oportunidades	Ameaças
• Setor preponderante para a economia nacional e mundial; • Setor que nunca poderá terminar devido à grande dependência diária dos serviços de transportes; • Oportunidade de aumentar a panóplia de serviços a oferecer, recuperação de IVA , serviços de contabilidade, aluguer e venda de viaturas, serviços de transitário, reparações de viatura ligeiras e pesadas oficina, etc.	• Crise nacional e europeia dos nossos dias; • Aumento do preço dos combustíveis; • Elevadas cargas fiscais do país; • Dificuldade de recursos a financiamentos externos; • Setor com concorrentes a praticar preços abaixo do mínimo de mercado; • Prazo médio de recebimentos superior ao prazo médio de pagamentos; • Clientes em dificuldades financeiras.

Fonte: Elaboração própria

Através da elaboração da análise SWOT, achou-se interessante delinear um planeamento estratégico para a TGP.

Para a realização deste planeamento, potenciou-se os pontos fortes e as oportunidades e minimizou-se o peso dos pontos fracos e ameaças da empresa em causa. Como se pôde constatar, a empresa está inserida num sector preponderante para a economia e internamente reúne muitas condições para o seu crescimento sustentável, nomeadamente a experiência no mercado e os seus recursos humanos especializados.

Existem inúmeras oportunidades de negócio que deveriam ser desenvolvidas e implementadas, como por exemplo: a recuperação de IVA para pequenas empresas do sector, serviços de transitário, entre outros. Relativamente aos pontos fracos e ameaças, denotou-se que internamente existem problemas a resolver, como é o caso da notada falta de eficiência. Quanto ao seu meio externo, a empresa enfrenta grandes ameaças que colocam em causa a sua sobrevivência. Estas ameaças são provocadas pelas dificuldades económico financeiras que o país e o mundo atravessam, mas caso este problema se venha a resolver, espera-se que o sector e a empresa melhore a sua situação.

Mesmo considerando os pontos fortes, fracos, as ameaças e as oportunidades, realçou-se uma vez mais o interesse da realização do estudo. Como se verificou, a empresa atravessa uma onda de problemas intrínsecos e extrínsecos, passando a possível fusão a ter um papel preponderante na reestruturação da TGP.

- **Transportes TTV**

A empresa Transportadora Tejo à Vista, Soc. Unipessoal, Lda. foi fundada em 1989, por Jorge Fernando Paredes. A empresa conta neste momento com 35 colaboradores e 34 veículos pesados e 6 ligeiros.

Inicialmente as empresas tinham um pequeno escritório, na residência da gerência, mas rapidamente houve necessidade de haver um local de receção, tanto por parte dos motoristas como dos clientes.

Assim, ambas as empresas estiverem situadas junto ao Hospital de Santarém, por muitos anos, mas por necessidade de mais espaço, em Agosto de 2005 mudou para as

novas instalações junto a portagem de Santarém, pois nessa data a frota era constituída por 90 viaturas.

De seguida apresenta-se a análise SWOT – análise dos Pontos Fortes (*Strenghts*) e Fracos (*Weaknesses*) de uma organização e sua relação com as Oportunidades (*Opportunities*) e Ameaças (*Threats*) da TVP, de forma a se apurar o posicionamento.

Figura 3: Análise SWOT da TTV

Pontos Fortes	Pontos Fracos
• Elevada experiência no setor; • Ótimas condições de trabalho; • RH especializados; • Frota de veículos constantemente renovada e devidamente equipada; • Possibilidade de elevar o número de serviços a oferecer a clientes.	• Ineficiência nos transportes de mercadorias; • Falta de otimização dos espaços envolventes do edifício; • Dependência apenas dos serviços de transportes; • Dificuldades de financiamento junto da banca.
Oportunidades	Ameaças
• Setor preponderante para a economia nacional e mundial; • Setor que nunca poderá terminar devido à grande dependência diária dos serviços de transportes; • Oportunidade de aumentar a panóplia de serviços a oferecer, como serviços de logística, recuperação de IVA, serviços de contabilidade, aluguer e venda de viaturas, serviços de transitário, parking de viaturas, reparações de viatura ligeiras e pesadas oficina, etc.	• Atual crise nacional e europeia; • Aumento do preço dos combustíveis; • Elevadas cargas fiscais do país; • Dificuldade de recursos a financiamentos externos; • Setor com concorrentes a praticar preços abaixo do mínimo de mercado; • Prazo médio de recebimentos superior ao prazo médio de pagamentos; • Clientes em dificuldades financeiras.

Fonte: Elaboração própria

Com a elaboração da análise SWOT, achou-se interessante esboçar um planeamento estratégico para a TTV.

Para a realização deste planeamento, potenciou-se os pontos fortes e as oportunidades e minimizou-se o peso dos pontos fracos e ameaças da empresa em causa.

Como se pôde constatar a empresa assim como a TGP, estão inseridas num sector essencial para a economia, e internamente reúne inúmeras condições para o seu crescimento sustentável, nomeadamente a experiência no mercado e os seus recursos humanos especializados. Existem inúmeras oportunidades de negócio que deveriam ser desenvolvidas e implementadas como o serviço de logística, serviços de transitário, reparação de viaturas, entre outros. Relativamente aos pontos fracos e ameaças, denotou-se que internamente existem problemas a resolver, como é o caso da também notada falta de eficiência. Quanto ao seu meio externo, a empresa enfrenta grandes ameaças que colocam em causa a sua sobrevivência. Estas ameaças são provocadas pelas dificuldades económico financeiras que o país e o mundo atravessam. Comparativamente com a TGP, a TTV ainda possui alguma facilidade de obter recursos financeiros junto da banca e possui um leque maior de produtos a serviços a oferecer a clientes.

Mesmo considerando os pontos fortes, fracos, as ameaças e as oportunidades, realça-se o interesse da realização do estudo. Como se verificou, a empresa atravessa uma onda de problemas intrínsecos e extrínsecos a ela, passando a possível fusão a ter um papel preponderante na reestruturação da TTV.

III. Visão e Missão

- Visão

Qualquer empresa deve ter uma visão de aspirações para o futuro. Para o gerente do Grupo Paredes (Jorge Fernando Paredes), a sua visão passa pela continua aposta no sector dos transportes terrestres de mercadorias, alcançando um grupo cada vez mais forte e independente. Para o gerente, recorrendo a alianças com diversas entidades, alcançar a liderança nacional e a internacionalização das empresas, é a sua maior visão de negócio.

- Missão

Segundo a Visão anteriormente definida, esta deverá ser atingida baseada nos seguintes pontos:

- Ser uma empresa de referência internacional no que diz respeito aos transportes rodoviários de mercadorias;

- Disputar a liderança do mercado de transportes de alta rotação em Portugal;
- Manter uma posição de destaque no que diz respeito a qualidade do transporte, bem como cumprir com os prazos de entrega das mercadorias;
- A empresa ambiciona ser a melhor em qualidade, nos transportes rodoviários de mercadorias, na distribuição de cargas, na rapidez e eficiência de entrega, nas exigências dos nossos clientes;

Para cumprir com essa missão, empenham-se em manter uma boa relação com os Clientes, Colaboradores e Fornecedores;

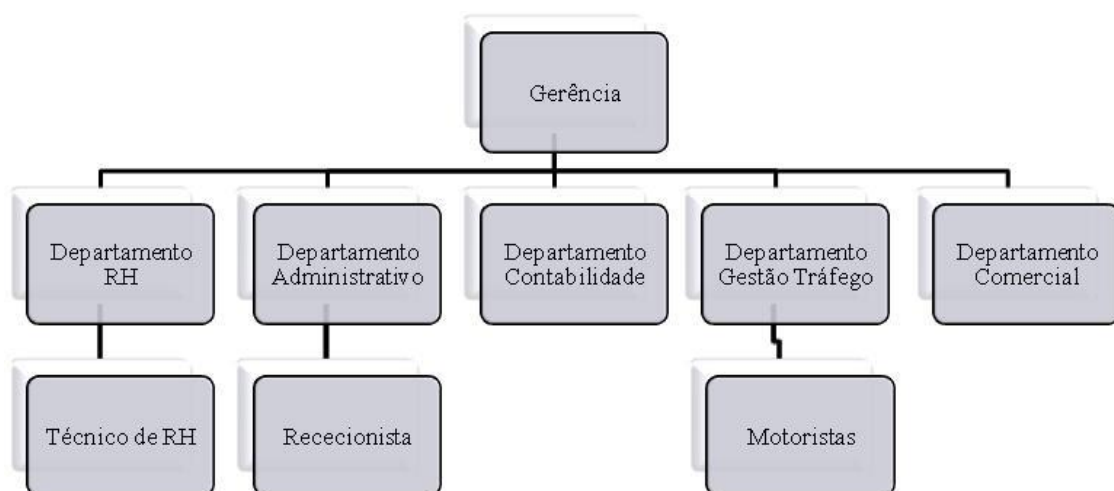
Apostam na inovação, na formação profissional, na melhoria de condições de trabalho a nível de instalações e viaturas, porque consideramos que só assim conseguiremos dar resposta às necessidades dos nossos clientes.

Assim, é possível alcançar o reconhecimento e notoriedade a nível internacional e reforçar a sua posição no mercado nacional.

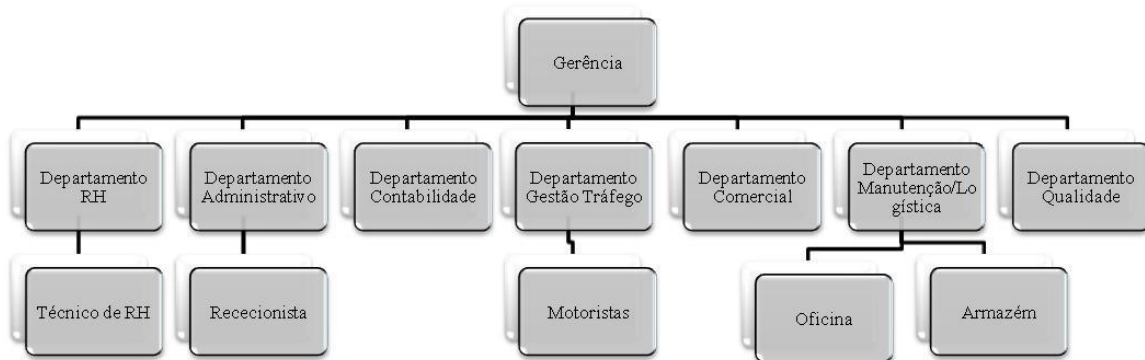
IV. Organograma

De forma a se compreender a estrutura das empresas (TGP e a TTV), recorreu-se à delineação dos organogramas destas.

Figura 4: Organograma da TGP



Fonte: Elaboração própria

Figura 5: Organograma da TTV

Fonte: Elaboração própria

Como se conclui, a TTV possui uma estrutura mais ramificada comparativamente com a TGP. As empresas operam no mesmo ramo, mas a TTV possui um departamento de qualidade e um departamento de manutenção e logística, daí se verificar que esta empresa do grupo possa ter mais oportunidades de negócio e outras possibilidades de crescimento.

V. Estrutura Organizacional

A gerência tem como função definir e formular as políticas de atuação da empresa. Planejar, dirigir e coordenar as atividades das empresas e tomar todas as medidas necessárias para que a política da qualidade seja entendida, implementada e mantida.

No que diz respeito ao responsável da qualidade, nesta função pretende-se definir, organizar, implementar e dirigir a evolução do sistema de gestão de qualidade para o âmbito definido, verificando a sua compatibilidade com os requisitos dos clientes. Garantir que a estrutura e conteúdo do sistema de gestão de qualidade vão de encontro às políticas e objetivos definidos pela gerência e aos requisitos dos referenciais adotados.

O departamento de recursos humanos tem como objetivo Controlar o conjunto de atividades relacionadas com a gestão de recursos humanos, no que diz respeito à sua

admissão, desenvolvimento, motivação e formação. Participa na implementação e manutenção do sistema de gestão da qualidade. Assim o técnico de recursos humanos deverá controlar o conjunto de atividades relacionadas com a gestão de recursos humanos, no que diz respeito à sua admissão, desenvolvimento, motivação e formação

O departamento administrativo tem como funções efetuar todo o conjunto de tarefas administrativas e auxiliar os restantes departamentos da empresa, nomeadamente trabalhos de registo, planeamento e tratamento de informações relacionadas com serviços de secretariado. Assim, a rececionista deverá receber, ouvir, acompanhar e encaminhar as várias entidades que se dirigem à empresa. Participar na implementação e manutenção do sistema de gestão da qualidade.

No que diz respeito ao departamento de contabilidade tem como objetivo promover a manutenção da organização do conjunto de registos contabilísticos.

Um gestor de tráfego tem como função planejar, coordenar e controlar as operações relacionadas com o transporte de mercadorias e respetiva afetação dos recursos, garantindo as respetivas condições de segurança. O Comercial deverá gerir e controlar a venda de serviços de transporte de mercadorias, de acordo com as orientações da gerência da empresa.

Assim, o papel dos motoristas na organização é conduzir veículos automóveis de mercadorias, que podem transportar diferentes mercadorias do local de carga para o local de descarga, contribuindo também na otimização do custo da respetiva viagem.

Finalmente, no departamento de Manutenção e Logística planeia, o responsável deverá coordenar e controlar as operações relacionadas com o transporte de mercadorias e respetiva afetação dos recursos, garantindo as respetivas condições de segurança.

Ainda neste departamento, existem 3 funções:

Mecânico: Reparação e manutenção dos veículos de modo a garantir o seu normal funcionamento.

Técnico de limpeza e higiene: Assegurar a limpeza e higiene das instalações da empresa.

Operador de Armazém: Organizar e zelar pelos produtos em armazém.

Conclusão

Neste capítulo procurou-se descrever a história e apresentação do grupo, o diagnóstico concorrencial das duas empresas, a visão e a missão das empresas, o organograma separado das empresas e por fim a estrutura organizacional destas.

No primeiro ponto do capítulo, demonstrou-se uma breve história e apresentação do grupo. As empresas têm mais de 30 anos de mercado e atualmente possuem cerca de 63 viaturas com semirreboques a operar por toda a Europa. De momento encontram-se sediadas nas novas instalações, junto das portagens de Santarém onde possuem gabinetes de escritórios, oficinas e armazéns.

No segundo ponto, elaborou-se um diagnóstico concorrencial das duas empresas em separado. Para a realização dos diagnósticos concorrenciais, recorreu-se à técnica de análise SWOT, onde se evidenciou os pontos fortes, e fracos; as ameaças e as oportunidades detetadas em cada empresa. Pôde-se constatar as empresas estão inseridas num sector preponderante para a economia e que internamente reúnem inúmeras condições para o seu crescimento sustentável, nomeadamente a experiência no mercado e os seus recursos humanos especializados. Possuem ainda inúmeras oportunidades de negócio que deveriam ser desenvolvidas e implementadas como a recuperação de IVA, serviços de transitário, serviços de logística, entre outros. Quanto ao seu meio externo, as empresas enfrentam grandes ameaças que colocam em causa a sua sobrevivência, provocadas pelas dificuldades económico financeiras que o país e o mundo atravessam. Sendo assim, estes problemas enaltecem a importância do presente estudo, visto que, dadas as dificuldades que as empresas atravessam causadas pelo mundo exterior, a fusão das empresas poderá ser uma ótima medida de reestruturação das empresas.

No ponto seguinte do presente capítulo, transcreveu-se a visão e a missão das empresas do Grupo Paredes. Salientou-se que estas estratégias das empresas foram absorvida através da entrevista com o gerente do grupo.

No quarto ponto, elaborou-se um organograma da estrutura de cada empresas. Através do organograma, conseguiu-se observar a estrutura das empresas e as diferenças entre estas. Pode-se concluir que a TTV possui mais departamentos e que tem outro potencial de crescimento, criando novas áreas de negócio que na TGP não se verificaram.

No quinto e último ponto do capítulo, descreveu-se a estrutura organizacional das empresas, onde se demonstra as funções de cada posto de trabalho.

CAPÍTULO 7:

AVALIAÇÃO DAS EMPRESAS TTV e TGP

Neste capítulo procedeu-se à avaliação das duas empresas (TTV e TGP). Importa referir que o ano zero considerado foi o de 2012, e o período previsional de 2013 a 2017. Toda a análise foi elaborada utilizando a metodologia de preços correntes, que considera o efeito da inflação nos *cash flows*.

De seguida fundamentou-se os quatro principais pressupostos relativos às variáveis chave na avaliação das empresas:

- *Cash Flow*: como explicado no capítulo 2, recorreu-se ao método dos FCD. De forma sucinta, pode-se afirmar que os ativos de uma empresa são valorizados pelo que são capazes de gerar no futuro. Para calcular os fluxos de caixa previsto, utilizou-se o método do FCFF, visto que esta abordagem permite avaliar a empresa como um todo. Como o método dos FCFF nos permite avaliar a empresa como um todo, foi a abordagem escolhida para o presente estudo. Depois do apuramento dos fluxos de caixa, estes carecem de ser atualizados através de uma taxa de desconto (quarto pressuposto do estudo).
- Período Explícito das Previsões: os *cash flows* devem ser projetados de forma a se conseguir prever o comportamento das variáveis operacionais. Os autores retratados no capítulo 2, referiam que o número de anos do horizonte previsional das avaliações de empresas, assentam fundamentalmente na sensibilidade do autor do estudo. Disto isto, o período previsional do presente estudo foi de 5 anos (2013 a 2017), considerando 2012 como o ano presente, ou seja, o ano 0.
- Valor Residual: muitos autores denominam o valor residual como o valor de perpetuidade. Este valor estima o valor do negócio em termos atuais, mas após o período de projeção. No presente estudo, pressupôs-se que a empresa após a fase previsional atingiu a estabilidade, passando assim a ter um crescimento constante, devendo este refletir o crescimento económico futuro. Desta forma, para o cálculo do valor em continuidade, assumiu-se uma taxa de crescimento constante de longo

prazo, designada por g_N (taxa de crescimento nominal perpétua que considera a taxa de crescimento real da economia e a taxa de inflação de longo prazo).

- Taxa de Desconto: também como resumido no capítulo 2, esta taxa irá descontar os *cash flows* em valor atual. Nas avaliações através do método dos FCD, a taxa de desconto deve refletir o grau de risco dos fluxos de caixa apurados. O apuramento da taxa de desconto a aplicar em cada estudo, tem gerado muita controvérsia no seio dos autores especializados em avaliação de empresas e negócios. Uma das formas de estimar a taxa de desconto, passa por realizar uma análise do custo do capital, em que, este custo do capital pode ser obtido pelo valor do custo do capital próprio. Este método de apuramento do custo do capital, foi o mais utilizado pelos autores, denominado o Modelo de CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Dada a impossibilidade de aplicar o Modelo CAPM, devido a falta de dados do sector dos transportes terrestres de mercadorias, optou-se por adotar um método alternativo para o cálculo do Custo do Capital Próprio. Quando as empresas capacitam os capitais próprios como fonte de financiamento, então será de esperar que os sócios e ou acionistas, exijam uma determinada remuneração pelo seu investimento. Neste contexto, a remuneração exigida pelos mesmo, pode-se denominar por custo do capital próprio (R_e). Para o cálculo do custo do capital próprio, utilizou-se três conceitos ligados ao risco, sendo eles: a taxa média de rendibilidade das obrigações do tesouro (prémio sem risco), a taxa anual média da inflação do país e o prémio de risco. Normalmente utiliza-se a notação *rating* como a forma de obtenção do prémio de risco, mas, dada a impossibilidade de recolher esta notação, utilizou-se uma variante da metodologia, em que, através do rácio de solvabilidade obtém-se o prémio de risco atribuída ao sector bancário em Portugal.

Foi baseado nestas premissas e pressuposto que se aplicou o método de avaliação de empresas do Fluxo de Caixa Descontado, como se demonstrou no ponto a seguir.

7.1. Diagnóstico Funcional das empresas

Antes de se incorrer ao estudo da fusão entre a Transportadora Tejo à Vista, Soc. Unipessoal, Lda. e os Transportes Gomes&Paredes, Lda. foi efetuado o diagnóstico funcional das empresas recorrendo a vários indicadores.

Para se analisar o desempenho de uma empresa, faz-se uma análise de índices económicos e financeiros. Segundo Silva (2001, citado por Santos, 2009), os índices financeiros são relações entre contas ou grupos de contas das demonstrações financeiras. Estes índices têm como objetivo fornecer informações que não são facilmente visíveis nas demonstrações financeiras.

7.1.1. Áreas de Negócio e Planos de Desenvolvimento

Neste ponto demonstrou-se e analisou-se a evolução da conta de exploração da TTV consolidada e da sua principal área de negócio: prestação de serviços de transporte de mercadorias. Além da prestação de serviços, o aluguer de salas para empresas é outra área de negócio da TTV. Da mesma forma, também se procedeu à mesma análise para as áreas de negócio da TGP (que apresenta as mesmas fontes de rendimentos que a TTV, visto as empresas serem idênticas). O aluguer de armazém é a outra área de negócio da TGP, que consegue manter o armazém ocupado ao longo de todo o ano. Nos anexos 4 e 7 são apresentadas as demonstrações financeiras de ambas as empresas.

Para efeitos de avaliação da empresa, foi necessário estimar valores do horizonte temporal de projeções financeiras (ano 2017), ou seja, o valor de continuidade. Usualmente, estima-se que a taxa crescimento perpétuo (g_N)⁴, seja muito semelhante à taxa de inflação objetivo por parte do Banco Central Europeu (Tabela 3) acrescida da taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) português previsto – utilizou-se a média dos últimos 10 anos (Tabela 2).

Na Tabela 2, foi possível observar a taxa de crescimento real do PIB português⁵ (em percentagem), entre 2004 e 2014. Para os anos de 2013 e 2014 apresentam-se

⁴ Utilizando a expressão 3.1) obtém-se uma $g_N \approx 3,8\%$

⁵ Dados do PORDATA

estimativas do Banco de Portugal. Com base nestes dados chegou-se a uma média de 0,45% de crescimento para o período em causa.

Tabela 2: Evolução da Taxa de Crescimento Real do PIB em Portugal no período 2004-2014E

%	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012P	2013E	2014E	Média
Taxa de Crescimento do PIB	1,00	0,30	1,10	2,10	-0,10	-3,00	1,40	1,40	-1,80	0,30	1,80	0,45%

Na Tabela 3, foi possível observar a taxa média de inflação na União Europeia, para os anos 2004 a 2014. Estes dados foram obtidos junto do Banco de Portugal. Com base nestes dados chegou-se a uma média de 2,31% de crescimento no período em causa.

Tabela 3: Taxa média de Inflação na Zona Euro no período 2004-2014E

%	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012P	2013E	2014E	Média
Inflação União Europeia	2,00	2,20	2,30	3,70	1,00	1,00	2,00	2,70	2,60	1,80	1,80	2,31%

I. Transportadora Tejo à Vista, Soc. Unipessoal, Lda. (TTV)

- Rendimentos Operacionais

Os rendimentos operacionais das empresas em causa, assentam nas rubricas de prestação de serviços e em outros rendimentos e ganhos. As prestações de serviços referem-se a serviços de transporte de mercadorias. Dado a especificidade do tipo de negócio, foi impossível apresentar os detalhes dos preços assim como as quantidades de serviços prestados. Nesta empresa assim como na grande maioria das empresas do mesmo sector, não existe uma dita “tabela de preço”, visto que, todos os transportes são negociados entre os transitários e os transportadores. O preço do transporte pode variar com vários fatores como por exemplo: o preço do gasóleo, o tipo de carga, o peso da carga, a rota a tomar, a urgência no serviço, o número de transportadores interessados na carga, entre muitos outros fatores. Relativamente à rubrica de outros rendimentos e ganhos, pode-se incluir a venda de viaturas, semirreboques e o alugar de salas para o caso da TTV e o alugar do armazém para o caso da TGP. Dados estes fatores apresentados, os valores das

rúbricas dos rendimentos operacionais (prestação de serviços e outros rendimentos e ganhos), foram retirados das demonstrações de resultados de cada uma das empresas.

Os rendimentos operacionais consolidados da TTV ascenderam a 3.475.024 euros em 2012, estimando-se que em 2017 ultrapassem os 4 milhões de euros. No aluguer de salas, a TTV obteve em 2012 um rendimento de 126.371€, estimando para 2017 um valor a rondar os 152 mil euros.

Para o total de rendimentos estimou-se uma Taxa Composta de Crescimento Anual – *Compound Annual Growth Rate* (CAGR) de 3,8% entre 2012 e 2017, como se demonstra na tabela 4.

Quanto à taxa utilizada como pressuposto para o crescimento dos rendimentos de 2013 a 2017, utilizou-se a taxa de crescimento perpétuo (g_N). A expressão utilizada (3.1) encontra-se discriminada no capítulo 3 do trabalho. Dados os valores médios das taxas (média de crescimento do PIB português e a taxa média de inflação na união europeia), apurou-se uma g_N de 3,8%.

Na Tabela 4, estão discriminados os rendimentos estimados provenientes das áreas de negócio da TTV, em euros, para o período de 2012 a 2017. Procedeu-se também ao cálculo da taxa composta de crescimento anual (CAGR) em percentagem.

Tabela 4: Rendimentos Operacionais por Área de Negócio da TTV (em €)

Rúbrica	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	CAGR 12-17 ⁶
Prestação Serviços	3.348.653	3.475.902	3.607.986	3.745.090	3.887.403	4.035.125	3,80%
Crescimento		3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	
Outros Rend. e Ganhos	126.371	131.173	136.157	141.331	146.702	152.277	3,80%
Crescimento		3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	
Total	3.475.024	3.607.075	3.744.144	3.886.421	4.034.105	4.187.401	3,80%
Crescimento		3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	

- Gastos Operacionais

Relativamente aos gastos operacionais, este setor apresenta os Fornecimentos de Serviços Externos (FSE), as Remunerações com Pessoal, os Outros Gastos Operacionais e as Depreciações como principais gastos operacionais.

⁶ Segundo expressão 3.2)

Dentro dos Fornecimentos de Serviços Externos, encontrou-se rubricas como os subcontratos, os trabalhos especializados, energia e fluidos, portagens, conservação e reparação, seguros e outros serviços. Para se aplicar diferentes taxas de crescimento, distinguiu-se os FSE fixos e os FSE variáveis.

As remunerações com o pessoal, incluem os encargos sobre as remunerações e os respetivos seguros dos colaboradores. A TTV tem atualmente 35 colaboradores nos seus quadros. A tabela 5, demonstra as funções dos colaboradores e as respetivas remunerações no ano de 2012, na empresa TTV.

Tabela 5: Função, nº. de colaboradores e respectivas remunerações no ano de 2012

Função	Nº Colaboradores	Remuneração (€)
Sócio/Gerente	1	40.339
Gestores de Tráfego	2	55.200
Administrativos	3	35.460
Comercial	1	17.880
Mecânico	1	17.808
Motoristas	27	622.080
Total	35	788.767

Como pressupostos de estimação de valores no período 2013-2017, utilizou-se:

- a taxa média de inflação para os gastos fixos (FSE fixas e as remunerações com pessoal), visto se considerar que estes gastos apenas aumentam na mesma proporção da taxa de inflação;
- a taxa de crescimento em perpetuidade (g_N) para os gastos variáveis, visto que estes aumentam com as vendas.

Os gastos operacionais da TTV, apresentaram um valor superior a 2,4 milhões de euros em 2012 para o FSE e chegando a 2.876.963 euros para o ano estimado de 2017. Para o cálculo dos FSE variáveis para o período de 2013 a 2017 foi utilizado a taxa de crescimento perpetua (g_N), enquanto que os valores estimados para o mesmo período dos FSE fixos, utilizou-se a taxa média de inflação da União Europeia.⁷ As remunerações com pessoal chegaram ao valor de 788.767 euros em 2012, o que se estima para 2017 à mesma taxa (taxa média de inflação da União Europeia) um valor de 884.177 euros. Quanto aos

⁷ Valor da Tabela 3

outros gastos operacionais, em 2012 apresentou um valor de 52.440 euros atingindo os 63 mil euros para 2017, recorrendo também à mesma taxa g_N . No que diz respeito a depreciações, a empresa em 2012 apresenta valores de 279.497 euros e estimou-se um valor superior a 300 mil euros para o ano de 2017.

Na Tabela 6, foi possível observar as diferentes classes de gastos e o total de gastos operacionais da TTV para o período de 2012 a 2017.

Tabela 6: Gastos Operacionais da TTV (em €)

Rúbrica	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
FSE Variável	1.776.172	1.843.667	1.913.726	1.986.448	2.061.933	2.140.286
FSE Fixa	657.184	672.365	687.896	703.787	720.044	736.677
Remunerações com Pessoal	788.767	806.987	825.629	844.701	864.213	884.177
Outros Gastos Operacionais	52.440	54.433	56.501	58.648	60.877	63.190
Depreciações	279.497	290.118	301.143	312.586	324.464	336.794
Total	3.554.060	3.667.570	3.784.895	3.906.169	4.031.531	4.161.124

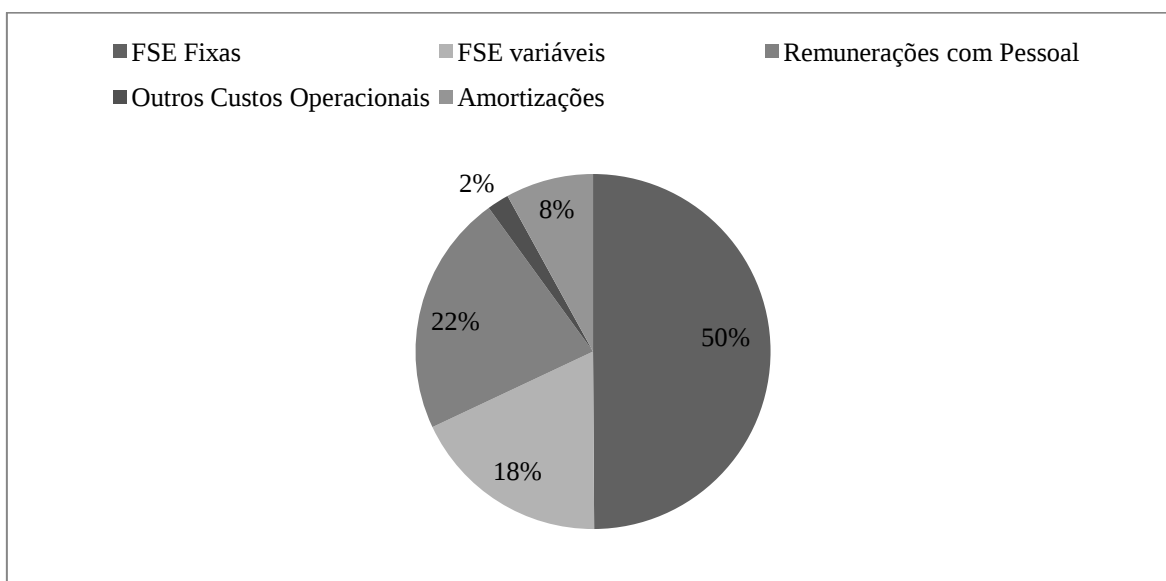
Na estrutura de gastos da TTV, os FSE representam a grande fatia dos gastos, que representam cerca de 68% do total dos gastos operacionais para 2017, sendo que 50% destes são variáveis. Estima-se que estes gastos representarão um mesmo peso na estrutura de gastos operacionais totais. Para as depreciações estimou-se sempre uma peso de 8% devido ao facto de as empresas do setor dos transportes estarem em constante renovação de frota.

Na Tabela 7, é possível observar o peso das diferentes classes de gastos em percentagem do total de gastos operacionais da TTV para o período de 2012 a 2017.

Tabela 7: Estrutura de Gastos Operacionais da TTV

Gastos Operacionais	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
FSE Variáveis	50%	50%	50%	50%	50%	50%
FSE Fixas	18%	18%	18%	18%	18%	18%
Remunerações com Pessoal	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Outros Gastos Operacionais	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Depreciações	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

No gráfico 6, foi possível verificar a estrutura de gastos prevista, por peso (em percentagem), da TTV para o ano de 2017.

Gráfico 6: Estrutura de Gastos da TTV para 2017

Fonte: Elaboração própria

- Rendibilidade dos Proveitos

Ao nível operacional, a TTV apresentou um *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciations and Amortizations* (EBITDA) em 2012, de cerca de 200 mil euros. Estima-se que em 2017 deverá atingir os 363.071 euros, o que representa um CAGR, entre 2012 e 2017, de cerca de 12,6%.

Os níveis de rendibilidade dos proveitos terão uma evolução positiva ao longo do tempo, ascendendo o EBT consolidado da TTV a 0,63% das vendas em 2017. Ao nível da rendibilidade dos proveitos depois de impostos, estimou-se um resultado líquido igual ao EBT para o período em causa. Como a empresa apresentou valores de EBT negativos até 2015 e, como em 2016-17 se estimou resultados positivos, não se apurou o valor de impostos devido aos prejuízos fiscais apresentados nos anos anteriores. Se a empresa apresenta-se EBT positivos, e caso a carga fiscal não se altera-se, a empresa pagaria 27,5%⁸ sobre 25% do resultado líquido positivo.

Em termos de crescimento de resultados líquidos esperou-se que estes decresçam a uma taxa composta de 180,2% até 2017, como se apresenta na tabela 8.

⁸ Taxa média de impostos referenciada pela entidade (25% de IRC + 1,5% de derrama e cerca de 1% de tributações autónomas)

Na Tabela 8, foi possível observar a estimativa de EBITDA, EBT, e os Resultados Líquidos da TTV, em euros, para o período de 2012 a 2017 e dos pesos respetivos em percentagem dos rendimentos totais.

Tabela 8: Resultados Operacionais da TTV (em €)

Rúbrica	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	CAGR 11-17
EBITDA ⁹	200.461	229.624	260.392	292.838	327.038	363.071	12,6%
% Rendimentos	5,77%	6,37%	6,95%	7,54%	8,11%	8,67%	
EBT ¹⁰	-79.036	-60.495	-40.751	-19.748	2.574	26.277	-180,2%
% Rendimentos	-2,27%	-1,68%	-1,09%	-0,51%	0,06%	0,63%	
Resultado Líquido¹¹	-79.036	-60.495	-40.751	-19.748	2.574	26.277	-180,2%
% Rendimentos	-2,27%	-1,68%	-1,09%	-0,51%	0,06%	0,63%	

- Investimento em Capital Fixo (Capex)

Nos próximos anos na TTV, os investimentos serão meramente investimentos de substituição. O ativo fixo tangível líquido e as depreciações acumuladas crescem a uma taxa g_N (em que apenas se considera 0,45%¹² de investimento de expansão e o imobilizado será reavaliado todos os anos a uma taxa de 2,31%¹³). O valor do investimento em capital fixo corresponde à variação do ativo fixo tangível bruto. Em 2012 o valor do investimento em capital fixo foi de 220.303 euros estimando-se para 2017 um valor de 265.465 euros.

Na Tabela 9, foi possível observar os valores do ativo fixo tangível líquido, das depreciações acumuladas, do ativo fixo tangível bruto e do investimento em capital fixo (Capex) da TTV para o período de 2012 a 2017.

Tabela 9: Investimento em Capital Fixo da TTV (em €)

Rúbrica	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Ativo Fixo Tangível Líquido	3.137.042	3.256.249	3.379.987	3.508.426	3.641.746	3.780.133
Depreciações Acumuladas ¹⁴	2.880.703	2.990.169	3.103.796	3.221.740	3.344.166	3.471.244
Ativo Fixo Tangível Bruto ¹⁵	6.017.744	6.246.419	6.483.782	6.730.166	6.985.913	7.251.377
Investimento em Capital Fixo¹⁶	220.303	228.674	237.364	246.384	255.746	265.465

⁹ Expressão 3.3)

¹⁰ Expressão 3.4)

¹¹ Expressão 3.5)

¹² Taxa crescimento real do PIB em Portugal para o período 2004-2014E

¹³ Taxa média de Inflação da Zona Euro para o período 2004-20014E

¹⁴ Valores fornecidos pela empresa

¹⁵ Segundo expressão 3.7)

¹⁶ Segundo expressão 3.6)

- Investimento em Fundo de Maneio Necessário

No caso do sector dos transportes o Fundo de Maneio Necessário (FMN) é normalmente negativo, devido ao facto de ser um negocio caracterizado por um prazo de pagamentos inferior aos recebimentos.

Para se chegar ao valor do investimento em Fundo de Maneio usaram-se as equações 3.8 e 3.9.

Na TTV, o Fundo de Maneio Necessário (FMN) no período previsional deverá crescer à mesma taxa dos rendimentos operacionais (g_N). (Santos, P., 2009). Esta rubrica deverá atingir um valor de 118.064 euros em 2017. Por sua vez, o Investimento em Fundo de Maneio será de 4.322 euros para o ano de 2017. Os valores de cliente e fornecedores do balanço fornecido pela entidade encontram-se desvirtuados da realidade. Ao valor de cliente retirou-se os cliente incobráveis e os fornecedores em mora, afim de se obter os valores de débitos e créditos reais de exploração, assim como o prazo médio de recebimentos e pagamentos real. No que diz respeito a inventários, não se deverão ter em conta dada a atividade da empresa, em que estes não pertencem à atividade normal da empresa. Os valores de clientes e fornecedores para estimativa do período de 2013-2017 foi utilizada a taxa de crescimento perpétuo (g_N). Relativamente ao investimento em fundo maneio foi considerado em 2012 um valor de 0 euros e de 4.322 euros para o ano de 2017.

Na Tabela 10, é possível observar a estimativa para o Investimento em Fundo de Maneio Necessário da TTV, em euros, para o período de 2012 a 2017.

Tabela 10: Investimento em Fundo Maneio da TTV (em €)

Rúbrica	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Clientes	735.986 ¹⁷	763.953	792.983	823.117	854.395	886.862
Inventários	0	0	0	0	0	0
Fornecedores	638.007 ¹⁸	662.251	687.417	713.539	740.653	768.798
Fundo de Maneio Necessário ¹⁹	97.979	101.702	105.567	109.578	113.742	118.064
% Rendimentos	2,93%	2,93%	2,93%	2,93%	2,93%	2,93%
Investimento em Fundo de Maneio²⁰	0	3.723	3.865	4.012	4.164	4.322

¹⁷ Não existem valores incobráveis de cliente

¹⁸ A fornecedores foram retirados cerca de 147.150€ visto existir processos em contencioso

¹⁹ Segundo expressão 3.8)

²⁰ Segundo expressão 3.9)

II. Transportadora Gomes&Paredes, Lda. (TGP)

- Rendimentos Operacionais

Os rendimentos operacionais consolidados da TGP ascenderam a 2.391.415 euros em 2012, estimando-se que em 2017 atinja 2.881.653 euros. No aluguer de armazém a TGP em 2012 obteve um rendimento superior a 123 mil euros, estimando-se para 2017 149.029 euros no aluguer do mesmo espaço.

Para o total de rendimentos estima-se uma Taxa Composta de Crescimento Anual – *Compound Annual Growth Rate* (CAGR) de 3,8% entre 2012 e 2017, como se demonstra na Tabela 11.

Quanto à taxa utilizada para estimar o crescimento dos rendimentos de 2013 a 2017, utilizou-se a Taxa de Crescimento Perpétuo (g_N).

Na Tabela 11, discriminou-se os rendimentos estimados provenientes das áreas de negócio da TGP, em euros, para o período de 2012 a 2017. Procedeu-se também ao cálculo da taxa composta de crescimento anual (CAGR) em percentagem.

Tabela 11: Rendimentos Operacionais por Área de Negócio da TGP (em €)

Rúbrica	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	CAGR 12-17
Prestação Serviços	2.267.739	2.353.913	2.443.362	2.536.209	2.632.585	2.732.624	3,80%
Crescimento		3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	
Outros Rend. e Ganhos	123.676	128.376	133.254	138.318	143.574	149.029	3,80%
Crescimento		3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	
Total	2.391.415	2.482.289	2.576.616	2.674.527	2.776.159	2.881.653	3,80%
Crescimento		3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	

- Gastos Operacionais

No que diz respeito aos gastos operacionais, este setor apresenta o Fornecimentos de Serviços Externos (FSE), as Remunerações com Pessoal, os Outros Gastos Operacionais e as Depreciações como os principais gastos operacionais.

Dentro dos Fornecimentos de Serviços Externos, encontrou-se rubricas como os subcontratos, os trabalhos especializados, energia e fluidos, portagens, conservação e reparação, seguros e outros serviços. Para se aplicar diferentes taxas de crescimento, distinguiu-se os FSE fixos e os FSE variáveis.

As remunerações com o pessoal, incluem também os encargos sobre as remunerações e os respetivos seguros dos colaboradores. A TGP tem atualmente 22 colaboradores nos seus quadros. A tabela 12, demonstra as funções dos colaboradores e as respetivas remunerações no ano de 2012, na empresa TGP.

Tabela 12: Função, nº. de colaboradores e remunerações no ano de 2012

Função	Nº Colaboradores	Remuneração (€)
Sócio/Gerente	2	98.400
Gestores de Tráfego	1	33.600
Administrativos	1	12.276
Contabilista	1	22.248
Motoristas	17	427.517
Total	22	594.041

Como pressupostos de estimação de valores no período 2013-2017, utilizou-se:

- a taxa média de inflação para os gastos fixos (FSE fixas e as remunerações com pessoal);
- a taxa de crescimento em perpetuidade (g_N) para os gastos variáveis, visto que estes aumentam com as vendas.

Os gastos operacionais da TGP, apresentaram um valor superior a 1,6 milhões de euros em 2012 para o FSE e chegando a 2.876.963 euros para o ano estimado de 2017. No cálculo dos FSE variáveis no período de 2013 a 2017 foi utilizado a taxa de crescimento perpétua, enquanto que os valores estimados para o mesmo períodos dos FSE fixos foi utilizado a taxa média de inflação da União Europeia.²¹ As remunerações com pessoal chegaram ao valor de 594.041 euros em 2012, o que se provisionou para 2017 (estimando à mesma taxa, a taxa média de inflação da União Europeia) um valor de 665.897 euros. Quanto aos outros gastos operacionais, em 2012 apresentou um valor de 45.117 euros atingindo os 54 mil euros para 2017, recorrendo também à mesma taxa g_N . No que diz

²¹ Valor da tabela 3

respeito a depreciações a empresa em 2012 apresentou valores de 221.483 euros e estimou-se um valor superior a 266 mil euros para o ano de 2017.

Na Tabela 13, é possível observar as diferentes classes de gastos e o total de gastos operacionais da TGP para o período de 2012 a 2017.

Tabela 13: Gastos Operacionais da TGP (em €)

Rúbrica	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
FSE Variável	1.062.046	1.102.403	1.144.295	1.187.778	1.232.913	1.279.764
FSE Fixa	623.741	638.149	652.891	667.973	683.403	699.189
Remunerações com Pessoal	594.041	607.764	621.803	636.167	650.862	665.897
Outros Gastos Operacionais	45.117	46.832	48.611	50.459	52.376	54.366
Depreciações	221.483	229.899	238.635	247.703	257.116	266.886
Total	2.546.428	2.625.047	2.706.235	2.790.079	2.876.670	2.966.103

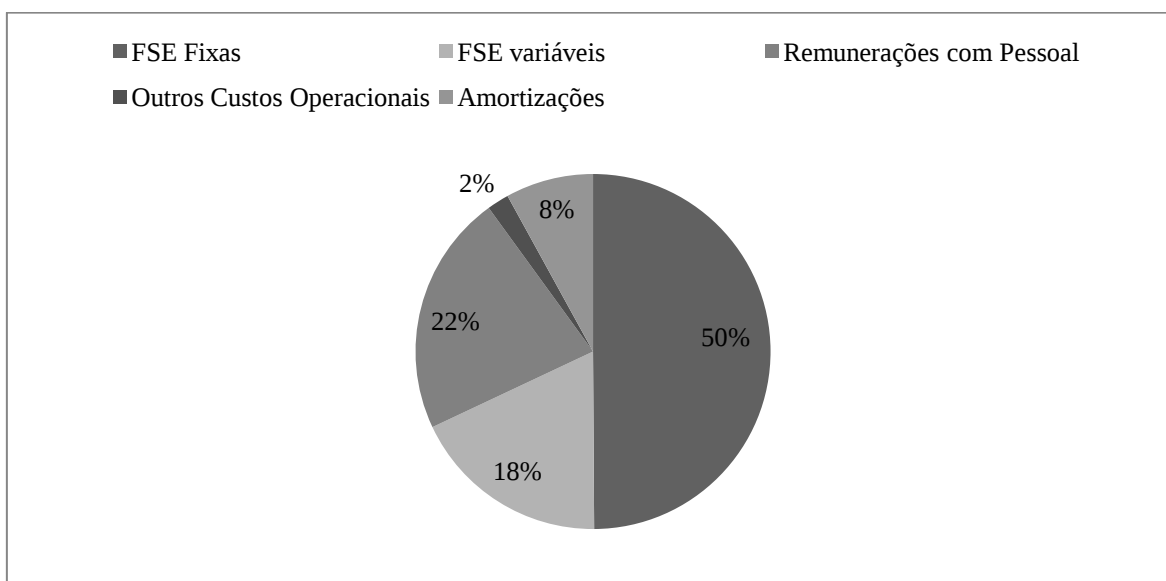
Na estrutura de gastos da TGP, os Fornecimento e Serviços Externos (FSE) representaram cerca de 68% do total dos gastos operacionais para 2017. Estima que estes gastos representarão um mesmo peso na estrutura de gastos operacionais. Para as depreciações estimou-se de forma idêntica à TTV.

Na Tabela 14, foi possível observar o peso das diferentes classes de gastos em percentagem do total de gastos operacionais da TGP para o período de 2012 a 2017.

Tabela 14: Estrutura de Gastos Operacionais da TGP

Gastos Operacionais	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
FSE Variáveis	50%	50%	50%	50%	50%	50%
FSE Fixas	18%	18%	18%	18%	18%	18%
Remunerações com Pessoal	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Outros Gastos Operacionais	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Depreciações	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Na gráfico 7, foi possível verificar a estrutura de gastos prevista, por peso (em percentagem), da TGP para o ano de 2017.

Gráfico 7: Estrutura de Gastos da TGP para 2017

Fonte: Elaboração própria

- Rendibilidade dos Proveitos

Ao nível operacional, a TGP apresentou um *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciations and Amortizations* (EBITDA) em 2012, de cerca de 66 mil euros. Estimou-se que, em 2017 atingiria os 182.436 euros, o que representa um CAGR, entre 2012 e 2017, de cerca de 22,4%.

Os níveis de rendibilidade dos proveitos terão uma evolução positiva ao longo do tempo, ascendendo o EBT consolidado da TGP a -11,4% das vendas em 2017. Ao nível da rendibilidade dos proveitos depois de impostos, estimou-se um resultado líquido igual ao EBIT. Em termos de crescimento de resultados líquidos, esperou-se que estes decresçam a uma taxa composta próxima dos 11,4% até 2017, como se apresenta na Tabela 15.

Na Tabela 15, foi possível observar a estimativa de EBITDA, EBT, e Resultados Líquidos da TGP, em euros, para o período de 2012 a 2017 e dos respetivos pesos em percentagem dos rendimentos totais.

Tabela 15: Resultados Operacionais da TGP (em €)

Rúbrica	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	CAGR 11-17
EBITDA	66.470	87.140	109.016	132.151	156.605	182.436	22,4%
% Rendimentos	2,93%	3,70%	4,46%	5,21%	5,95%	6,68%	
EBT	-155.013	-142.759	-129.619	-115.552	-100.511	-84.450	-11,4%
% Rendimentos	-6,84%	-6,06%	-5,31%	-4,56%	-3,82%	-3,09%	
Resultados Líquido ²²	-155.013	-142.759	-129.619	-115.552	-100.511	-84.450	-11,4%
% Rendimentos	-6,84%	-6,06%	-5,31%	-4,56%	-3,82%	-3,09%	

- Investimento em Capital Fixo (Capex)

Nos próximos anos na TGP, os investimentos serão meramente investimentos de substituição. O ativo fixo tangível líquido e as depreciações acumuladas crescem a uma taxa g_N (em que apenas se considera 0,45%²³ de investimento de expansão e o imobilizado será reavaliado todos os anos a uma taxa de 2,31%²⁴). O valor do investimento em capital fixo corresponde à variação do ativo fixo tangível bruto. Em 2012 o valor do investimento em capital fixo foi de 140.870 euros estimando-se para 2017 um valor de 169.749 euros.

Na Tabela 16, pode-se observar o ativo fixo tangível líquido, depreciações acumuladas, ativo fixo tangível bruto e o investimento em capital fixo (Capex) da TGP para o período de 2012 a 2017.

Tabela 16: Investimento em Capital Fixo da TGP (em €)

Rúbrica	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Ativo Fixo Tangível Líquido	1.079.459	1.120.479	1.163.057	1.207.253	1.253.129	1.300.748
Depreciações Acumuladas	2.768.528	2.873.732	2.982.934	3.096.285	3.213.944	3.336.074
Ativo Fixo Tangível Bruto ²⁵	3.847.987	3.994.211	4.145.991	4.303.538	4.467.073	4.636.821
Investimento em Capital Fixo ²⁶	140.870	146.224	151.780	157.548	163.534	169.749

- Investimento em Fundo de Maneio Necessário

Na TGP, o Fundo de Maneio Necessário (FMN) no período previsional deverá crescer à mesma taxa dos rendimentos operacionais (g_N). (Santos, P., 2009). Esta rubrica

²² Segundo expressão 3.5)

²³ Taxa crescimento real do PIB em Portugal para o período 2004-2014E

²⁴ Taxa média de Inflação da Zona Euro para o período 2004-20014E

²⁵ Segundo expressão 3.7)

²⁶ Segundo expressão 3.6)

deverá atingir um valor de 41.645 euros em 2017. Os valores de cliente e fornecedores do balanço fornecido pela entidade encontram-se desvirtuado da realidade. Ao valor de cliente retirou-se os cliente incobráveis e os fornecedores em mora afim de se obter os valores de débitos e créditos reais de exploração. No que diz respeito a inventários, não se deverão ter em conta dada a atividade da empresa, em que estes valores não pertencem à atividade normal da empresa. Os valores de clientes e fornecedores para estimativa do período de 2013-2017 foi utilizada a taxa de crescimento perpétuo (g_N). Relativamente ao investimento em fundo maneio foi considerado em 2012 um valor de 0 euros e 1.525 euros para o ano de 2017.

Na Tabela 17, foi possível observar a estimativa para o Investimento em Fundo de Maneio Necessário da TGP, em euros, para o período de 2012 a 2017.

Tabela 17: Investimento em Fundo Maneio da TGP (em €)

Rúbrica	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Clientes	528.466 ²⁷	548.548	569.393	591.029	613.489	636.801
Inventário	0	0	0	0	0	0
Fornecedores	493.906 ²⁸	512.674	532.156	552.378	573.368	595.156
Fundo de Maneio Necessário ²⁹	34.560	35.873	37.236	38.651	40.120	41.645
% Rendimentos	1,52%	1,52%	1,52%	1,52%	1,52%	1,52%
Investimento em Fundo de Maneio³⁰	0	1.313	1.363	1.415	1.469	1.525

7.2. Avaliação das empresas: Cálculo do *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF)

Neste ponto avaliou-se a TTV e a TGP utilizando a metodologia do *Free Cash Flow to the Firm*, ou seja, determinou-se os *cash flows* gerados pela empresa.

Os FCFF foram obtidos utilizando a expressão 3.10, no capítulo 3 do presente estudo.

Para a taxa de imposto, utilizou-se a taxa marginal de imposto sobre os lucros e corresponde a taxa de Imposto sobre o Rendimento Coletivo (IRC) das Pequenas e Médias

²⁷ Não existem valores incobráveis de cliente em 2012

²⁸ A fornecedores foram retirados cerca de 124.231€ visto existir processos em contencioso

²⁹ Segundo expressão 3.8)

³⁰ Segundo expressão 3.9)

Empresas (PME) da Republica Portuguesa (25%) acrescida da taxa de derrama (1,5%) e tributação autónoma.

I. Transportadora Tejo à Vista, Soc. Unipessoal, Lda. (TTV)

A TTV apresentou um FCFF de -19.841 euros em 2012. Em 2017, previu-se um FCFF de 93.284 euros (Tabela 18).

Na Tabela 18, foi possível observar o calculo e a evolução do FCFF da TTV ao longo do período considerado (2012-17).

Tabela 18: Cálculo do *Free Cash Flow to the Firm* da TTV (em €)

Rúbrica	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Resultado Líquido	-79.036	-60.495	-40.751	-19.748	2.574	26.277
Depreciações	279.497	290.118	301.143	312.586	324.464	336.794
Investimento Capital Fixo	220.303	228.674	237.364	246.384	255.746	265.465
Investimento FM	0	3.723	3.865	4.012	4.164	4.322
FCFF³¹	-19.841	-2.774	19.163	42.443	67.128	93.284

Para o calcular o Custo Médio Ponderado do Capital, tomou-se em conta os seguintes pressupostos:

- Estimação do Custo de Capital

Para se descontar os *cash flows* com vista à obtenção do valor do negócio, utilizou-se o custo médio ponderado de capital (WACC).

- Custo do Capital Próprio (Re)

O custo do capital próprio foi calculado utilizando a expressão 3.12), com base nos pressupostos do modelo alternativo de cálculo do custo do capital próprio. A t_1 representa a taxa média de rendibilidade dos bilhetes do tesouros de Portugal que em 2012 representa uma rendibilidade na ordem do 0,99%³².

A t_3 representa a taxa anual média da inflação do país em que a entidade se insere neste caso de Portugal, que se situa em 2012 a 2,82%.³³

³¹ Segundo expressão 3.10)

³² Dado fornecido pela Agência de Gestão de tesouraria e da Dívida Pública (IGCP)

³³ Dados de Banco de Portugal (BP)

A t_2 é o prémio de risco. Para a atribuição do prémio de risco, foi calculado a solvabilidade e, de acordo com esta atribuiu-se um prémio de risco igual ao do setor bancário em Portugal (ver Tabela 1).

- Taxa de juro média da dívida (R_d)

Para o cálculo da taxa de juro média da dívida, apurou-se junto da entidade o valor de juros de financiamento, fazendo de seguida o quociente deste com os financiamentos obtidos (corrente e não corrente).

- Custo médio ponderado de capital (WACC)

A taxa de atualização deve refletir o custo da estrutura de capitais a utilizar pelo grupo. Para o cálculo do WACC será utilizada a expressão 3.11.

O valor obtido, utilizando a equação (3.11), traduz o custo médio ponderado do capital e corresponde à taxa média de remuneração dos capitais investidos.

Na Tabela 19, foi possível observar o custo médio ponderado de capital (taxa de desconto) dos *cash-flows* da TTV (em percentagem).

Tabela 19: WACC: *Weighted Average Cost of Capital* da TTV

%	2012P
t1 - Taxa Real Média de Rendibilidade das Obrigações Tesouro	1,00%
t2 - Prémio de Risco ³⁴	14,00%
t3 - Taxa Anual Média de Inflação ³⁵	2,82%
Re - Custo Capital Próprio ³⁶	17,81%
Rd - Taxa Juro média da dívida ³⁷	3,70%
Taxa de Imposto (t) ³⁸	0,92%
CP/(CP+D)	0,43
D/(CP+D)	0,57
WACC³⁹	9,75%

- Valor de Continuidade

³⁴ Segundo expressão 3.13), a solvabilidade é inferior a 8%, então segundo a Tabela 1 o prémio de risco considerado é de 14%

³⁵ Taxa anual média de inflação no período 2001-2012

³⁶ Segundo expressão 3.12)

³⁷ $R_d = \text{Juros de financiamentos} / \text{Financiamentos obtidos 2012}$

³⁸ $t = \text{imposto} / \text{RAI}$

³⁹ Segundo expressão 3.11)

Para efeitos de avaliação da empresa, foi necessário estimar o seu valor no final do horizonte temporal de projeções financeiras (ano 2017), ou seja, o valor de continuidade. Para este efeito projetou-se os *cash flows* com base numa taxa nominal de crescimento sustentável de longo prazo, ou seja a g_N .

Usualmente estima-se que o crescimento perpétuo (g_N)⁴⁰ seja muito semelhante à taxa de inflação objetivo por parte do Banco Central Europeu (2,31%), acrescida da taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) português previsto – utilizou-se a média dos últimos 10 anos (0,45%).

O valor de continuidade foi tratado como uma perpetuidade com crescimento constante e obtém-se utilizando a fórmula (3.16).

Estimou-se um valor de continuidade de 1.538.465 milhares de euros (Tabela 20), o que corresponde a um valor descontado para o final de 2012, de 1.095.636 euros.

- Valor do Negócio

Depois de determinados os FCFF, o valor de continuidade e o WACC, calculou-se o valor do negócio da empresa. Este corresponde ao somatório do valor dos *cash flows* futuros atualizados da empresa, os quais ocorrem nas fases previsional e de continuidade.

Note-se que para obter o valor da fase previsional, há que somar os cash-flows descontados de acordo com a expressão (3.15).

Na TTV, o valor do negócio tendo como referência a data de 31 de Dezembro de 2012 foi estimado em 1.114.125 euros (Tabela 20).

⁴⁰ Segundo expressão 3.1) obtém-se uma $g_N \approx 3,8\%$

Tabela 20. Valor do Negócio da TTV (em €)

Rúbrica	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
FCFF	-19.841	-2.774	19.163	42.443	67.128	93.284
Taxa de Crescimento na Perpetuidade						3,80%
Valor da Perpetuidade ⁴¹						1.538.465
WACC	9,75%	9,75%	9,75%	9,75%	9,75%	9,75%
Fator de Desconto ⁴²	1,00	0,91	0,83	0,76	0,69	0,63
FCFF Descontado ⁴³	-19.841	-2.528	15.908	32.102	46.261	1.042.222
Valor do Negócio⁴⁴	1.114.125€					

- *Firm Value*

No cálculo do *Firm Value*, utiliza-se a expressão 3.19.

Para a TTV, obteve-se um *Firm Value* de 1.130.640 euros (Tabela 21).

Na Tabela 21, foi possível observar o *Firm Value* da TTV, em euros, no final de 2012.

Tabela 21: *Firm Value* da TTV (em €)

Rúbrica	2012P
Valor do Negócio	1.114.125
Depósitos Bancários e Caixa	16.516
<i>Firm Value</i>⁴⁵	1.130.640€

II. Transportes Gomes&Paredes, Lda. (TGP)

A TGP apresentou valores do seu FCFF de -74.401 euros em 2012, mas em 2017 prevê-se um FCFF de 11.163 euros (Tabela 22).

Na Tabela 22, foi possível observar o cálculo e a evolução do FCFF da TGP ao longo do período considerado (2012- 2017).

Tabela 22: Cálculo do *Free Cash Flow to the Firm* da TGP (em €)

⁴¹ Segundo expressão 3.16)

⁴² Segundo expressão 3.14)

⁴³ Segundo expressão 3.18)

⁴⁴ Segundo expressão 3.17)

⁴⁵ Segundo expressão 3.19)

Rúbrica	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Resultado Líquido	-155.013	-142.759	-129.619	-115.552	-100.511	-84.450
Depreciações	221.483	229.899	238.635	247.703	257.116	266.886
Investimento Capital Fixo	140.870	146.224	151.780	157.548	163.534	169.749
Investimento FM	0	1.313	1.363	1.415	1.469	1.525
FCFF	-74.401	-60.396	-44.127	-26.811	-8.398	11.163

Para o calcular o Custo Médio Ponderado do Capital, tomou-se em conta os seguintes pressupostos

- Estimação do Custo de Capital

Para se descontar os *cash flows* com vista à obtenção do valor do negócio, utilizou-se o custo médio ponderado de capital (WACC).

- Custo do Capital Próprio (Re)

O custo do capital próprio foi calculado utilizando a expressão 3.12) com base nos pressupostos do modelo alternativo de cálculo do custo do capital próprio.

A t_1 representa a taxa média de rendibilidade dos bilhetes do tesouros portugueses que em 2012 representa uma rendibilidade na ordem de 0,99%⁴⁶.

A t_3 representa a taxa anual média da inflação do país em que a entidade se insere neste caso de Portugal, que se situa em 2012 a 2,82%.⁴⁷

A t_2 é representa o prémio de risco. Para a atribuição do prémio de risco, foi calculado a solvabilidade e, de acordo com esta atribuiu-se um prémio de risco igual ao do setor bancário em Portugal (ver Tabela 1).

- Taxa de juro média da dívida (Rd)

Para o cálculo da taxa de juro média da dívida, apurou-se junto da entidade o valor de juros de financiamento, fazendo de seguida o quociente deste com os financiamento obtidos (correntes e não correntes).

- Custo médio ponderado de capital (WACC)

⁴⁶ Dados da Agência de Gestão de tesouraria e da Dívida Pública (IGCP)

⁴⁷ Dados de Banco de Portugal (BP)

A taxa de atualização deve refletir o custo da estrutura de capitais a utilizar pelo grupo. Para o cálculo do WACC será utilizada a expressão 3.11.

O valor obtido, utilizando a equação (3.11), traduz o custo médio ponderado do capital e corresponde à taxa média de remuneração dos capitais investidos.

Na Tabela 23 é possível observar o custo médio ponderado de capital (taxa de desconto) dos *cash-flows* da TGP (em percentagem).

Tabela 23: WACC: *Weighted Average Cost of Capital* da TGP

%	2012P
t1 - Taxa Real Média de Rendibilidade das Obrigações Tesouro	1,00%
t2 - Prémio de Risco ⁴⁸	14,00%
t3 - Taxa Anual Média de Inflação	2,82%
Ke - Custo Capital Próprio	17,83%
Rd - Taxa Juro média da dívida	5,53%
Taxa de Imposto (t)	0,55%
CP/(CP+D)	0,30
D/(CP+D)	0,70
WACC	9,18%

- Valor de Continuidade

Para efeitos de avaliação da empresa, foi necessário estimar o seu valor no final do horizonte temporal de projeções financeiras (ano 2017), ou seja, o valor de continuidade. Para isso, projetou-se os *cash flows* com base numa taxa nominal de crescimento sustentável de longo prazo, ou seja a g_N .

Estimou-se que o crescimento perpétuo (g_N)⁴⁹ seja muito semelhante à taxa de inflação objetivo por parte do Banco Central Europeu (2,31%), acrescida da taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) português previsto. O valor de continuidade foi tratado como uma perpetuidade com crescimento constante e obteve-se utilizando a fórmula (3.16).

⁴⁸ Segundo expressão 3.13), a solvabilidade é inferior a 8%, então segundo a Tabela 1 o prémio de risco considerado é de 14%

⁴⁹ Usando a expressão 3.1) obtém-se uma $g_N \approx 3,8\%$

No caso da avaliação da TGP, chegou-se a um valor de continuidade de 207.411 euros (Tabela 24), o que corresponde a um valor descontado para o final de 2012, de -52.368 euros.

- Valor do Negócio

Depois de calculados os FCFF, o valor de continuidade e o WACC, determinou-se o valor do negócio da empresa. Este corresponde ao somatório do valor dos *cash flows* futuros atualizados da empresa, os quais ocorrem nas fases previsional e de continuidade.

Note-se que para se obter o valor da fase previsional, há que somar os cash-flows descontados de acordo com a expressão (3.15).

Para a TGP, o valor do negócio, tendo como referência a mesma data, foi estimado em -52.368 euros (Tabela 22).

Na Tabela 24, foi possível observar o valor do negócio da TGP, em euros, no final de 2012.

Tabela 24: Valor do Negócio da TGP (em €)

Rúbrica	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
FCFF	-74.401	-60.396	-44.127	-26.811	-8.398	11.163
Taxa de Crescimento na Perpetuidade						3,80%
Valor da Perpetuidade						207.411
WACC	9,18%	9,18%	9,18%	9,18%	9,18%	9,18%
Fator de Desconto	1,00	0,92	0,84	0,77	0,70	0,64
FCFF Descontado	-74.401	-55.317	-37.017	-20.600	-5.910	140.878
Valor do Negócio	-52.368€					

- *Firm Value*

No cálculo do *Firm Value*, utiliza-se a expressão 3.19.

Por sua vez, para a TGP estimou-se um *Firm Value* de -35.852 euros (Tabela 25).

Na Tabela 25, foi possível observar o *Firm Value* da TGP, em euros, no final de 2012.

Tabela 25: *Firm Value* da TGP (em €)

Rúbrica	2012P
Valor do Negócio	-52.368
Depósitos Bancários e Caixa	16.516
<i>Firm Value</i>	-35.852€

Após o término do cálculo dos valores das empresas em separado (antes da fusão), elaborou-se a tabela 26, de forma se a cotejar as diferenças de valor de negócio e de *Firm Value* das duas empresas em 2012.

Tabela 26: Comparação de Valor de Negócio e de *Firm Value* das duas empresas em 2012 (em €)

Rúbrica	TTV	TGP
Valor do Negócio	1.114.125 €	- 52.368 €
<i>Firm Value</i>	1.130.640 €	- 35.852 €

Como se pode verificar, as duas empresas possuem valores, tanto de negócio como de *Firm Value*, completamente diferentes. Pode-se concluir que a TGP está numa situação muito delicada e necessita urgentemente de medidas de reestruturação, se ainda for possível. Quanto a TTV, apresenta valores de negócio interessantes, devido a fatores já descritos anteriormente, nomeadamente na diferença dos proveitos, na sua estrutura de custos e no investimento em capital fixo.

No início do presente capítulo, enumerou-se os pressupostos escolhidos para se aplicar o método de avaliação. Como se sabe, qualquer método de avaliação assenta em variados pressupostos e os resultados poderão englobar alguma subjetividade. A escolha do método dos FCFF assentou na revisão da bibliografia, em que se transcreveu a opinião da grande maioria dos especialistas: para o objetivo do presente estudo, o método que poderia apresentar resultados mais credíveis seria o FCFF. Este método acarreta inúmeros pressupostos como por exemplo: os *cash flows*, a taxa de desconto, o valor de continuidade e a taxa de risco (já comentados e fundamentados no início do presente capítulo). Para o cálculo dos valores de negócios e do *Firm Value* das duas empresas, utilizou-se o mesmo método de avaliação assim como a mesma definição dos pressupostos, como forma de fácil comparação dos ditos valores entre as empresas.

7.3 Análise de Sensibilidade

Afim de se conseguir dar alguma robustez ao estudo, elaborou-se uma análise de sensibilidade ao valor do valor do negócio, alterando meio ponto percentual à taxa de crescimento da perpetuidade (g_N) e ao valor do WACC (dois dos pressupostos que mais controvérsia podem causar no estudo).

Como se pode verifica, o valor em continuidade das empresas, tem um elevado peso no valor do negócio. Assim, optou-se por fazer uma análise de sensibilidade considerando que a taxa de crescimento da perpetuidade (g_N) foi de 3,8%, pelo que na presente análise, considerou-se um intervalo de meio ponto percentual, ou seja, para uma taxa de crescimento de perpetuidade de 3,3% e de 4,2%.

O valor da avaliação das empresas, também é sensível ao WACC, pelo que se considerou esta variável para a análise, intervalos de meio ponto percentual ao valor do WACC de cada empresa.

I. Transportadora Tejo à Vista, Soc. Unipessoal, Lda. (TTV)

O valor de negócio varou bastante com a oscilação das variáveis g_N e WACC. Num cenário pessimista (em que a g_N assume um valor mais baixo e o WACC mais elevado), a TTV apresentou um valor de negócio de 470.180 euros em 2012, enquanto que no cenário inverso, a TTV apresentaria um valor de negócio de 1.766.657 euros no final do 2012, como se pode observar na Tabela 27.

Na Tabela 27, foi possível observar uma análise de sensibilidade do valor de negócio da TTV em euros, para o final de 2012, em função da variação da taxa de crescimento da perpetuidade (g_N) e do WACC.

Tabela 27: Análise de Sensibilidade da TTV (em €)

		g_N		
		3,30%	3,80%	4,20%
WACC	9,25%	576.931	1.233.060	1.766.657
	9,75%	519.003	1.114.125	1.599.873
	10,25%	470.180	1.015.666	1.459.210

II. Transportes Gomes&Paredes, Lda. (TGP)

A TGP, no cenário mais pessimista apresentou um valor de negócio de -153.270 euros no final de 2012, e no cenário inverso 75.701 euros no mesmo ano, como se observa no Tabela 28.

Na Tabela 28, foi possível observar uma análise de sensibilidade do valor de negócio da TGP em euros, para o final de 2012, em função da variação da taxa de crescimento da perpetuidade (g_N) e do WACC.

Tabela 28: Análise de Sensibilidade da TGP (em €)

		g_N		
		3,30%	3,80%	4,20%
WACC	8,68%	-152.271	-36.005	75.701
	9,18%	-152.798	-52.368	41.776
	9,68%	-153.270	-65.631	14.321

Conclusão:

Após a elaboração do presente capítulo, podemos concluir que a TTV apresenta um *Firm Value* na ordem de 1,1 milhões de euros e a TGP um valor negativo. Pelo valor negativo da TGP, concluiu-se que a empresa encontra-se em grandes dificuldades, e por isso, necessita urgentemente de medidas de reestruturação, que poderá passar por uma fusão, tal como se vai averiguar no capítulo seguinte.

Através da análise de sensibilidade, conclui-se que o valor das empresas como seria de esperar são muito sensíveis à variação do fator taxa de desconto (WACC) e taxa de crescimento esperado (g_N). Visto os dois fatores pertencerem ao grupo dos pressupostos inerentes ao método de avaliação pelos FCD, conclui-se que os valores finais das empresas estão altamente influenciados pela postura do analista na aplicação destes dois fatores.

CAPÍTULO 8:

A FUSÃO

Com a fusão, a nova empresa poderá obter sinergias ao nível dos gastos, reduzindo os gastos operacionais. Tratando-se de duas empresas idênticas, com a fusão poder-se-ia originar uma empresa com dimensão capaz de ombrear com outras do mesmo setor, atingindo melhores clientes e fornecedores.

Assumiui-se que a fusão entre a TTV e a TGP ocorreria em 2012, mas só teria impacto nas contas de 2013.

- Rendimentos Operacionais

Ao nível de rendimentos, estimou-se que não existiriam impactos nas avaliações feitas. A empresa resultante da fusão ficaria melhor em termos concorrenciais e, consequentemente, deveria aguentar as receitas conjuntas estimadas. Desta forma, a empresa resultante atingiria 7.069.054 euros de rendimentos em 2017 (Tabela 29).

Na Tabela 29, estão discriminadas as receitas estimadas provenientes de todas as áreas de negócio da futura empresa resultante da fusão entre a TTV e a TGP, em euros, para o período considerado (2012-17).

Tabela 29: Rendimentos Operacionais por Área de Negócio da futura empresa (em €)

Rúbrica	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	CAGR 12-17
Prestação de Serviços	5.616.392	5.829.815	6.051.348	6.281.299	6.519.989	6.767.748	3,80%
Crescimento		3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	
Outros Rend. e Ganhos	250.047	259.548	269.411	279.649	290.276	301.306	3,80%
Crescimento		3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	
Total	5.866.439	6.089.364	6.320.759	6.560.948	6.810.264	7.069.054	3,80%
Crescimento		3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	

- Gastos operacionais

A fusão das duas empresas teria uma influência significativa ao nível dos gastos.

As estimativas referentes às variações de gastos apresentadas na Tabela 30, devem-se aos seguintes pressupostos de evolução: (ver entrevista em apêndice com Sr. Jorge Paredes)

- Fornecimentos e Serviços Externos: o aumento da dimensão da empresa e a sua reorganização levaria a uma poupança neste tipo de gastos, que poderia chegar a 10% em 2013 e 5% para os anos seguintes;
- Remunerações com pessoal: em 2013 prevê-se uma redução de 25% nas remunerações com pessoal e 5% nos anos seguintes;
- Depreciações: como a empresa deixaria de investir montantes tão elevados, as depreciações seriam reduzidas em função dos novos valores de investimento (apenas de substituição).

Na Tabela 30, foi possível observar a queda, em percentagem e em euros, das diferentes classes de gastos operacionais TTV e TGP para o período de 2012 a 2017, devido às sinergias criadas, caso ocorresse a fusão entre estas.

Tabela 30: Poupança em Gastos da TTV e TGP com a fusão

Gastos Operacionais (% e €)	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
FSE Variáveis	2.838.218	2.946.070	3.058.021	3.174.226	3.294.846	3.420.050
Poupança %	0%	5%	5%	5%	5%	5%
Poupança €	0	147.304	152.901	158.711	164.742	171.003
Novo FSE Variáveis	2.838.218	2.798.767	2.905.120	3.015.514	3.130.104	3.249.048
FSE Fixas	1.280.925	1.310.514	1.340.787	1.371.759	1.403.447	1.435.866
Poupança %	0%	15%	5%	5%	5%	5%
Poupança €	0	196.577	67.039	68.588	70.172	71.793
Novo FSE Variáveis	1.280.925	1.113.937	1.273.748	1.303.171	1.333.275	1.364.073
Remunerações com Pessoal	1.480.733	1.396.530	1.440.543	1.486.019	1.533.008	1.581.565
Poupança %	0%	25%	5%	5%	5%	5%
Poupança €	0	349.133	72.027	74.301	76.650	79.078
Novo Remunerações com Pessoal	1.480.733	1.047.398	1.368.516	1.411.718	1.456.358	1.502.487
Outros Gastos Operacionais	103.266	99.272	103.044	106.960	111.024	115.243
Poupança %	0%	5%	5%	5%	5%	5%
Poupança €	0	4.964	5.152	5.348	5.551	5.762
Novos Gastos Operacionais	103.266	94.308	97.892	101.612	105.473	109.481
Depreciações	500.980	520.017	539.778	560.289	581.580	603.681
Poupança %	0%	40%	30%	20%	10%	10%
Poupança €	0	208.007	161.933	112.058	58.158	60.368
Novas Depreciações	500.980	312.010	377.845	448.232	523.422	543.312
TOTAL	6.204.121	6.272.404	6.482.173	6.699.253	6.923.906	7.156.405
Poupança €	0	905.984	459.053	419.006	375.274	388.004
Novo Valor Gastos Operacionais	6.204.121	5.366.420	6.023.120	6.280.247	6.548.632	6.768.401

- Rendibilidade dos Proveitos

O efeito proveniente das sinergias nos gastos pode-se observar na tabela 31. Caso a fusão ocorresse a nova empresa obtinha uma EBITDA de 163.298 euros em 2012 e 843.966 euros em 2017, com uma taxa de crescimento composta (CAGR) de 38,89%. No ano de 2017, o EBITDA corresponderia a 11,94% do total de rendimentos. Relativamente a resultados operacionais, a futura empresa em 2012 apresentaria um valor de -337.682 euros e 300.653 euros em 2017, correspondendo este valor a 4,25% do total dos rendimentos. Os resultados líquidos em 2012, seria de -337.682 euros e de 217.974 euros em 2017.

Na Tabela 31, foi possível observar a estimativa de EBITDA, EBT e dos Resultados líquidos, as respetivas margens em percentagem do total de rendimentos assim como a taxa composta CAGR da empresa resultante da fusão da TTV com a TGP, em euros, para o período considerado (2012-17),.

Tabela 31: Resultados Operacionais da futura empresa (em €)

Rúbrica	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	CAGR 12-17
EBITDA	163.298	1.034.954	675.484	728.933	785.055	843.966	38,89%
% Rendimentos	2,78%	16,99%	10,69%	11,11%	3,84%	11,94%	
EBT	-337.682	722.944	297.640	280.702	261.632	300.653	-197,70%
% Rendimentos	-5,76%	11,87%	4,71%	4,28%	3,84%	4,25%	
Resultados Líquidos	-337.682	616.997 ⁵⁰	215.789 ⁵¹	203.509	189.683	217.974	-191,62%
% Rendimentos	-5,76%	8,61%	3,41%	3,10%	2,79%	3,08%	

- Investimento em Capital Fixo (Capex)

Como se observa na Tabela 32, o investimento em capital da futura empresa será a soma do investimento de substituição que as duas empresas fariam antes da fusão. Em 2012, a futura empresa faria 361.173 euros de investimento em capital fixo enquanto que em 2017 previa-se um investimento superior a 435 mil euros.

Na Tabela 31, pode-se observar o investimento em capital fixo com a fusão da TTV e da TGP para o período de 2012 a 2017.

⁵⁰ No ano de 2013 reportou-se todos os prejuízos fiscais de 2012

⁵¹ Os impostos considerados correspondem a uma taxa de 27,5%

Tabela 32: Investimento em Capital Fixo da futura empresa (em €)

Rúbrica	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Ativo Fixo Tangível Líquido	4.216.501	4.376.728	4.543.044	4.715.679	4.894.875	5.080.881
Depreciações Acumuladas	5.649.230	5.863.901	6.086.729	6.318.025	6.558.110	6.807.318
Ativo Fixo Tangível Bruto	9.865.731	10.240.629	10.629.773	11.033.704	11.452.985	11.888.199
Investimento em Capital Fixo	361.173	374.898	389.144	403.931	419.281	435.213

- Investimento em Fundo Maneio

Como se observa na Tabela 33, no ano 0 (2012) a futura empresa não teria investimento em fundo maneio, enquanto que em 2017 teria 5.847 euros de investimento. Os valores de clientes e fornecedores, foi obtida pela soma dos valores das duas empresas quando separadas. Também se considera que os valores de investimento em fundo maneio cresce à mesma taxa que os rendimentos.

Tabela 33: Investimento em Fundo Maneio da futura empresa (em €)

Rúbrica	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Clientes	1.264.452	1.312.501	1.362.376	1.414.146	1.467.884	1.523.663
Inventários	0	0	0	0	0	0
Fornecedores	1.131.913	1.174.926	1.219.573	1.265.916	1.314.021	1.363.954
Fundo de Maneio Necessário	132.539	137.575	142.803	148.230	153.862	159.709
% Rendimentos	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%
Investimento em Fundo de Maneio	0⁵²	5.036	5.228	5.427	5.633	5.847

8.1. Estimativa do *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF)

A empresa apresentaria um FCFF de 380.594 euros em 2017 (ver Tabela 34).

Na Tabela 34, foi possível observar o cálculo e a evolução do FCFF da empresa resultante da fusão da TTV com a TGP, em euros, ao longo do período considerado (2012-17).

⁵² Em análise de investimentos, no ano 0, considera-se que o investimento em Fundo Maneio é 0 euros

Tabela 34: Cálculo do *Free Cash Flow to the Firm* da futura empresa (em €)

Rúbrica	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Resultado Líquido	-337.682	616.134	215.789	203.509	189.683	217.974
Amortizações	500.980	520.017	539.778	560.289	581.580	603.681
Investimento Capital Fixo	361.173	374.898	389.144	403.931	419.281	435.213
Investimento FM	0	5.036	5.228	5.427	5.633	5.847
FCFF	-197.876	756.217	361.195	354.440	346.350	380.594

- Custo médio ponderado de capital (WACC)

Neste ponto considera-se a existência de outro pressuposto. Considerou-se que este custo médio ponderado de capital será o mesmo que o calculado para a TTV, uma vez que se vai assumir que esta empresa é a adquirente (Santos, P.2009).

Na Tabela 35, foi possível observar o custo médio ponderado de capital (WACC) dos *cash-flows* da futura empresa, resultante da fusão da TTV com a TGP (em percentagem).

Tabela 35: WACC: *Weighted Average Cost of Capital* da futura empresa

	%	2012P
t1 - Taxa Real Média de Rendibilidade das Obrigações Tesouro		1,00%
t2 - Prémio de Risco		14,00%
t3 - Taxa Anual Média de Inflação		2,82%
Ke - Custo Capital Próprio		17,83%
Rd - Taxa Juro média da dívida		3,70%
Taxa de Imposto (t)		0,92%
CP/(CP+D)		0,43
D/(CP+D)		0,57
WACC		9,75%

- Valor de continuidade

Estimou-se um valor de continuidade de 6.400.833 euros (Tabela 36), o que corresponde a um valor descontado para o final de 2017, de 4.674.834 euros.

- Valor do Negócio

O valor do negócio estimado para o final de 2012, foi de 5.912.260 euros (Tabela 36).

Na Tabela 36, foi possível observar o valor do negócio da empresa resultante da fusão da TTV com a TGP, em euros, para o final de 2012.

Tabela 36: Valor do Negócio da futura empresa (em €)

Rúbrica	2012P	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
FCFF	-197.876	756.217	361.195	354.440	346.350	380.594
Taxa de Crescimento na Perpetuidade						3,80%
Valor de Continuidade						6.400.833
WACC	9,75%	9,75%	9,75%	9,75%	9,75%	9,75%
Fator de Desconto	1,00	0,91	0,83	0,76	0,76	0,69
FCFF Descontado	-197.876	689.061	299.892	268.149	262.029	4.674.834
Valor do Negócio	5.996.089€					

- *Firm Value*

Somando-se o valor extraexploração (neste caso são inexistentes) ao Valor do Negócio obtém-se um *Firm Value* no valor de 5.996.089 euros (Tabela 37).

.Na Tabela 37, foi possível observar o valor do *Firm Value* da empresa resultante da fusão entre a TTV e a TGP, em euros, para o final de 2012.

Tabela 37: *Firm Value* da futura empresa (em €)

Rúbrica	2012P
Valor do Negócio	5.996.089
Ativos Extraexploração	0
<i>Firm Value</i>⁵³	5.996.089 €

8.2. Sinergias

O valor das sinergias, foi obtido pela diferença do valor da empresa resultante (da fusão) e o somatório dos valores das empresas individualmente considerados (da TTV e da TGP). Ao valor apurado, subtraiu-se os gastos de reestruturação.

Estima-se que estes gastos de reestruturação corresponderiam:

⁵³ Segundo expressão 3.20)

- Rescisões de pessoal: os gastos relacionados com rescisões de pessoal não foram contabilizados, visto que, nas empresas existem inúmeros colaboradores em idade de reforma.
- Gastos de consultoria, auditoria e legais: não existe um valor padrão para se assumir, mas tendo em consideração operações passadas de F&A (Santos, P., 2009), estes devem atingir 2% dos gastos totais da futura empresa em 2012. O valor total de sinergias seria, desta forma, de 4.741.403 euros (Tabela 38).

Convém referir, que segundo Ferreira (2002), não existe um padrão para os gastos de reestruturação, pois cada operação tem as suas próprias características e estes gastos até podem anular todas as sinergias criadas.

Pode-se concluir, que para o apuramento dos gastos de reestruturação existe muita controvérsia. Muitos autores, referem que os gastos de reestruturação são divididos pelas despesas de rescisões de pessoal (no caso não vão existir), e gastos de consultoria, auditoria e legais, que segundo autores representam 2% dos gastos totais da futura empresa. Visto que cada caso é um caso, decidiu-se tomar como gastos de reestruturação apenas os 2% dos gastos totais da futura empresa, como sendo despesas ditas, obrigatórias.

Então, na Tabela 38 foi possível observar o valor das sinergias criadas com a fusão da TTV e da TGP, em euros, para o final de 2012.

Tabela 38: Valor das Sinergias Criadas com a Fusão (em €)

Rúbrica	2012P
<i>Firm Value</i> da TTV e TGP com Fusão	5.996.089
<i>Firm Value</i> TTV	1.130.640
<i>Firm Value</i> TGP	-35.852
Gastos de Reestruturação	124.082
Sinergias⁵⁴	4.741.403 €

⁵⁴ Segundo expressão 3.21)

Conclusão:

Em setores em fase de maturidade, como é o caso dos transportes de mercadorias, com quotas de mercado estabilizadas, e com barreiras a entrada de novas entidades, torna o negócio aliciante dada a importância do setor no nosso dia a dia.

O setor dos transportes de mercadorias implica grandes investimentos, nomeadamente, quando a estratégia das empresas passa pelo crescimento. Quando estas empresas pretendem aumentar a sua frota, o investimento em ativos é muito avultado. Os investimentos envolvem valores muito grandes, e a sua rentabilidade é muito reduzida fruto do preço dos combustíveis. Como já se relatou, o setor é muito sensível a alterações do preço dos combustíveis (quando estes representam cerca de 50% dos fornecimentos e serviços externos). De forma a diminuir os investimentos nomeadamente na substituição da frota automóvel, as empresas têm vindo a diminuir o recurso a *leasings* e a passar para *rentings*. Relativamente aos combustíveis, existindo uma fusão poderá permitir um maior poder negocial desta matéria-fóssil para com os fornecedores.

No caso da TGP, verificaram-se grandes dificuldades, e uma das opções será o seu encerro, mas dadas as responsabilidades, julga-se que a fusão seria benéfica para esta e para a TTV. Visto as duas empresas serem concorrentes, pensa-se que com a fusão seria possível a passagem de *know how*, permitindo um aumento de eficiência e consequente redução de gastos operacionais. Mantendo os rendimentos operacionais das duas empresas e reduzindo os gastos operacionais ao longo dos anos após a fusão, conclui-se que existiria um aumento ao nível dos resultados operacionais.

Em suma, a fusão das duas empresas, permitiria um significativo aumento do valor do negócio.

CAPÍTULO 9:

CONCLUSÃO

O presente setor foi, e será fundamental para a economia mundial, e de certa forma é muito sensível ao estado da economia. Como se sabe, no presente Portugal atravessa grandes dificuldades económico financeiras. Esta crise deverá ter sido provocada por inúmeros fatores internos e externos ao país, e que, de forma mais direta ou indireta tem arrastado o tecido empresarial para a crise.

Então, como seria de esperar, o sector do transporte terrestre de mercadorias, incluindo as empresas em causa, estão a atravessar por uma imensidão de problemas. Muitos dos seus problemas estão relacionados com: sucessivos aumentos de gasóleo, dificuldade de obtenção de recursos junto da banca, elevada carga fiscal, e uma denotada ineficiência de aproveitamento dos recursos internos das empresas, que têm contribuído para o fracasso das empresas TTV e TGP.

Tal como já foi referido anteriormente, as empresas em causa encontram-se em dificuldades, nomeadamente a TGP. Para a TGP, não se espera uma grande solução senão o seu encerro, visto que, no momento da avaliação o seu valor de negócio é negativo. A TTV apesar de estar numa situação melhor, julga-se que ainda se encontrará uma solução para regressar ao seu funcionamento normal.

O principal objetivo do estudo, passou pela solução do principal problema das empresas. O problema detetado das empresas, foi a sua difícil situação económico financeira provocada pela crise nacional e a sua ineficiência. Então, tentou-se verificar se através da fusão, se conseguiria resolver o problema ao gerente das empresas.

Para se apurar o valor das sinergias, calculou-se o valor das empresas em separado através do método dos FCD. Posteriormente, simulou-se possível fusão, e, apurou-se a criação de valor e Sinergias. Com os resultados apurados, julgou-se que a fusão poderia ser a solução para a revitalização das empresas, visto que ocorreu o aparecimento de sinergias, provocado principalmente pela redução gradual dos gastos operacionais da nova empresa (TTV+TGP).

Visto que, se verificou a existência de sinergias neste processo de fusão, e considerando os pressupostos que o modelo de avaliação acarretou, transcreveu-se no

anexo 8, os principais passos para a concretização de uma fusão, Julgou-se o interesse deste anexo para o caso de o gerente interprete estes resultados como sendo a melhor solução para as duas empresas do grupo.

Julgou-se que o presente estudo, sirva como fonte de esperança para o gerente das empresas. Através do estudo, o gerente certamente conseguirá verificar de uma forma simples quais os problemas das empresas, e quais as vantagens de fusão. Neste caso, enumera-se a redução de gastos como a maior vantagem do processo de fusão, e deste ponto partirá a revitalização das empresas. Julgou-se ainda, que através de uma fusão, o gerente, conseguirá: rever os métodos de trabalho das empresas, seleccionar os seus recursos humanos, verificar a importância do aproveitamento de todos os recursos disponíveis, maior controlo dos gastos, entre outras vantagens.

Então, considerou-se a realização do estudo, como fundamental para as empresas em causa, como para todas as empresas do sector em tempos de crise. Julga-se, que este estudo possa ser útil para a revitalização de empresas do sector, visto que, facilmente pode ser aplicado a outras empresas.

Em termos metodológicos, verificou-se que não existiu um contributo inovador para a ciência, mas dada a importância do estudo para o gerente, e a revisão da literatura, optou-se por recorrer aos modelos mais válidos.

Dado os argumentos descritos anteriormente, conseguiu-se enumerar algumas recomendações para estudos posteriores:

- Aplicar o estudo, a outras empresas do sector;
- Aplicar outros pressupostos, no apuramento dos proveitos e dos gastos da nova empresa (após a fusão);
- Aplicar outros modelos de avaliação de empresas;
- Utilizar o método do CAPM para o cálculo do WACC, ao invés da utilização do método alternativo do cálculo do custo do capital próprio;
- Considerar de forma diferente os pressupostos do estudo, como os *cash flows*, a taxa de atualização, o período explícito e o valor residual;
- Efetuar os mesmo estudo, mas em épocas de retoma económico financeira, de forma a se averiguar a importância das fusões no sector dos transportes terrestres de mercadorias.

Limitações do Estudo

Quando uma empresa adquire ou se funde com outra está a fazer um investimento ao qual se aplicam os princípios básicos das decisões de investimento, ou seja, deve-se avançar com a aquisição/fusão se esta possibilitar um aumento efetivo da riqueza dos acionistas.

Note-se, no entanto, que as fusões são muitas vezes difíceis de analisar devido a quatro ordens de razões, segundo Brealey e Myers (2007):

- Cuidado em definir adequadamente proveitos e gastos;
- Considerar questões específicas de ordem fiscal, legal e contabilística;
- Ter consciência das táticas (ofensivas e defensivas) utilizadas em aquisições hostis, para a eventualidade de ser inviável a consumação de um negócio amigável; e
- Ter uma visão geral das razões que levam à ocorrência das fusões, e de saber quem ganha e quem perde com elas.

Além das dificuldades de apurar os proveitos e gastos com a fusão, outra limitação de estudo foi o cálculo do custo médio ponderado do capital próprio (WACC). Dado o setor, e as dificuldade de acesso a dados, teve-se que optar por um método alternativo para o cálculo do custo do capital próprio (Re).

Também se deve enumerar como limitação de estudo, a utilização de apenas um método de avaliação. Seria interessante realizar um estudo com mais metodologias de avaliação de empresas, observar a diferença de valor dos negócios.

Os pressupostos de estimação de valores são outra limitação de estudo. Os pressupostos acarretam sempre um grande de subjetividade. No presente estudo tentou-se aplicar os pressupostos de forma a obter um estudo válido e com valores reais.

Outra limitação do estudo, foi a dificuldade de obtenção de dados junto da empresa. Pensa-se que tanto da parte do contabilista, como do gerente (nas entrevistas), se provocou algum desconforto nos intervenientes com certas questões. Este desconforto, pode ter provocado alguns conflitos de agência que se podem denotar nos resultados apurados.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Andreou, P. C., Louca, C., & Panayides, P. M. (2012). Valuation Effects of Mergers and Acquisitions in Freight Transportation. *Transportation Research Part E*, 48, 1221-1234.
- Anetie. (2012). Retrieved Junho 10, 2012, from Anetie- Associação Nacional das Empresas das Tecnologias de Informação e Electrónica: [http://www.anetie.pt/userfiles/9/file/documentos/Coopera%C3%A7%C3%A3o%20Competitiva/Manual%20de%20Fus%C3%B5es%20e%20Aq%20%20de%20Empresas%20no%20Sector%20das%20TIC\(1\).pdf](http://www.anetie.pt/userfiles/9/file/documentos/Coopera%C3%A7%C3%A3o%20Competitiva/Manual%20de%20Fus%C3%B5es%20e%20Aq%20%20de%20Empresas%20no%20Sector%20das%20TIC(1).pdf)
- Ansoff, I. H. (1965). *Corporate Strategy*. New York: McGraw-Hill.
- Barrueco, F. M., Perrotti, M. F., & Perrotti, P. S. (2012). Retrieved Junho 10, 2012, from Investtech: <http://www.investtech.com.br/lib/manual/manual-aquisicoes-final.pdf>
- Batista, A. C. (2009). *Fusões no Crédito Agrícola: O Caso da Caixa Agrícola do Litoral Alentejano*. (Relatório de Projecto de Mestrado em Gestão) Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa (ISCTE), Portugal
- Brealey, R. A. & Myers, S. C. (2007). *Princípios de Finanças Empresariais*. (8ª Ed). New York: McGraw-Hill
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2005, Abril/Junho). Análise do Desempenho Económico-Financeiro e da Criação de Sinergias em Processos de Fusões e Aquisições do Mercado Brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 12, pp. 99-105.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2009, Abril/Junho). Fusões e Aquisições de empresas brasileiras: Criação de Valor e Sinergias Operacionais. *Revista de Administração de Empresas*, 49, pp. 206-220.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2010, Janeiro/Março). Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Sinergias Operacionais, Gerenciais e Rentabilidade. *Revista Contabilidade Vista&Revista*, 21, pp. 69-99.

- Cavalcante, F., & Pasin, R. (2005). Fusões e Aquisições: Sinergia e Criação de Valor. *Up-to-Date* , 451, 1-10.
- Curral, A. (2013). *Implementação de uma metodologia de avaliação à fusão entre a Sonaecom e a Zon*. (Relatório de Estágio de Mestrado em Finanças) Universidade Católica Portuguesa (Faculdade de Economia e Gestão), Porto, Portugal
- Damodaran, A. (1996). *Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of my asset*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2004). *Finanças Corporativas: Teoria e Prática*. (2ª Ed). Porto Alegre: Editora Bookman
- Damodaran, A. (2005). *Acquisitions and Takeovers* . Stern School of Business. New York
- Damodaran, A. (2007). *Avaliação de Empresas*. São Paulo: Editora Pearson Prentice Hall
- Ferreira, D. ; (2002). *Fusões, Aquisições e Reestruturação de Empresas*. Lisboa: Edições Silabo
- (2011). *Estatísticas dos Transportes 2010*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatísticas.
- Faria, J. A. (2008). *EVA: O Caso Sul Africano (2002-2006)*. (Dissertação Submetida como requisito parcial para obtenção do Grau de Mestre em Gestão de Empresas). Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa (ISCTE), Portugal
- Lin, C. Y.-Y., & Wei, Y.-C. (2006). The Role of Business Ethics in Merger and Acquisitions Success: An Empirical Study. *Journal of Business Ethics* , 65, 95-109.
- Martins, A. I. (2010). Modelo alternativo para estimação do custo do capital próprio - aplicação prática aos indicadores de criação de valor. *Dos Algarves* , 19, pp. 19-36.
- Melo, M. L. (2010). O «Simplex» no registo de Fusões de Sociedades. *Revista TOC - Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas* , 123, 48-50.

- Neves, J. C. (1999). *ABC das Fusões e Aquisições*. IAPMEI – Instituto de Apoio às Pequenas e Média Empresas e ao Investimento
- Neves, J.C. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. Amadora: Editora McGraw-Hill Portugal
- Oliveira, A. B., & Rêgo, R. B. (2011). O Papel da Sinergia nas decisões de Fusões e Aquisições. Um estudo de Caso: da Criação da AMBEV à INBEV. *Relatórios de Pesquisa em Engenharia de Produção* , 11.
- Pereira, A. M. (2012). *Modelo de Negócio e Avaliação de empresas: o caso ISA*. (Relatório de Estágio para obtenção do grau de Mestre em Gestão). Faculdade de Economia – Universidade de Coimbra, Portugal
- Rojo, A., Pini, A. T., Gomes, A. F., Souza, H. H., & Rocco, J. M. (2010). Valuation em Empresas que Sofreram Fusões ou Aquisições. *Os mais Relevantes Projetos de Conclusão de MBAs de 2009* , 8, pp. 293-388.
- Santos, B. A. (2010). *Mergers And Acquisitions: Causes and Consequences*. Project Submitted as Partial Requirement for the Conferral of Master of Science in Business Administration, Instituto Unoversitário de Lisboa - ISCTE Business School.
- Santos, P. M. (2009). *A Inevitável Fusão entre a SONAE e a ZON*. Relatório de Projeto de Mestrado em Finanças, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa (ISCTE).
- Surin, V.; Lopes, A.L.M. & Junior, N.C.A.C. (2008). Comparação dos Modelos de Avaliação de Empresas com base no Fluxo de Caixa Descontado e no Lucro Residual: Estudo de Caso de uma empresa de Energia Eléctrica. *Universidade Presbiteriana Mackenzie*. Editora: Walter Bataglia, P.89-113.
- Tavares, A. S. (2010). *O Impacto da Fusão da SUMOL+COMPAL*. Projeto de Mestrado em Gestão, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa (ISCTE).
- Valente, H. (2005). Fusões e Aquisições – Regulação e Finanças das Empresas. *Vida Económica*

- Yin, R. (1994). *Case Study Research: Design and Methods*. (2ª Ed). Thousand Oaks. CA: SAGE Publications
- WWW.bportugal.pt
- WWW.ine.pt
- WWW.pordata.pt

Anexos

Anexo 1

Principais Motivações de F&A (II)

Quadro 3: Principais Motivações de F&A (II)

Motivações de F&A:	
Expectativas Assimétricas	Diferentes expectativas sobre o futuro que levam os investidores a atribuírem valores diferentes a uma mesma empresa;
Compensações e Incentivos Tributários	Oriundos de créditos tributários, relativos à compensação de prejuízos acumulados por uma das empresas envolvidas nos lucros de exercícios futuros da outra empresa, conforme legislado;
Custos de Reposição e Valores de Mercado	Quando os custos de reposição dos ativos de uma das empresas forem superiores ao seu valor de mercado;
Procura de Economias de Escala	Advindas das possíveis reduções de custos em função do aumento da produção e transferência de tecnologia e conhecimento entre empresas;
Aumento de poder de Mercado	Oriundo dos ganhos com o aumento da concentração de mercado e da consequente diminuição da concorrência;
Redução do Risco de Insolvência	No caso das F&A do tipo conglomerados, esta redução de risco de insolvência, advém da fusão de duas ou mais empresas com fluxos de caixa sem correlação perfeita.

Fonte: Camargos, M. & Barbosa, F. (2005)

Anexo 2

Indicadores para o cálculos de Criação de Valor e Sinergias

Quadro 4: Indicadores para o cálculo de Criação de Valor e Sinergias

	Variável	Sigla	Fórmula de Cálculo	Interpretação Teórica	Fonte
Criação de Valor	Q de Tobin	QT	$QT = (VMAO + VMAP + DIVT) / AT$	Estimativa dos ativos intangíveis da empresa (mercado, qualidade de administração e oportunidades de investimento.	Chung e Pruitt (1994); Famá e Barros (2000)
	Valor Mercado/ Valor Patrimonial	VM/VP	$VM/VP = (VMAO + VMAP) / PL$	Medida de avaliação da perspectiva e do desempenho a longo prazo da empresa.	Helfet (1998)
	<i>Firm Value</i>	FV	$VF = Firm\ Value / AT$	Medida do capital dos sócios (ações), de terceiros (dívidas) e daquele decorrente das atividades da empresa em relação aos investimentos nela realizados.	Silveira (2004)

Sinergias Operacionais	Variável	Sigla	Formula de Cálculo	Interpretação Teórica	Fonte
	Margem EBIT	MEBIT	$MEBIT = EBIT / VL$	Medida de controlo da estrutura de gastos (gastos + rendimentos) da empresa (desempenho Operacional)	Economática
	Variável	Sigla	Fórmula de Cálculo	Interpretação Teórica	Fonte
	<i>Earning Before Interests, Taxes, Depreciacion and Amortization</i>	EBITDA	$= \text{Lucro operacional} + \text{Amortização} + \text{outras despesas}$ $/ \text{despesas operacionais}$	Desempenho operacional, que considera as receitas operacionais líquidas, menos os custos e as despesas operacionais, exceto as depreciações e depreciações.	Silveira (2004)
	Rent. Operacional	RO	$RO = EBITDA / \text{Ativo Total}$	Indicador da rentabilidade Operacional gerado pelos ativos operacionais.	

Fonte: Camargos, M. & Barbosa F. (2005)

Anexo 3

Rendibilidade Desejada pelos Acionistas (Re) – *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

Visto este não ser o modelo apropriado para o cálculo desta rendibilidade, optou-se por colocar os aspetos mais importantes sobre o cálculo da Re para os autores referência no presente anexo.

Para Neves (2002), esta representa a rendibilidade exigida pelos acionistas de modo a compensar ambos os tipos de risco – o risco de negócio e o risco financeiro. Existem diversos métodos para estimar o custo do capital próprio, sendo o CAPM dos modelos mais usados na prática.

Segundo Neves (2002), por custo de oportunidade do capital entende-se a rendibilidade que um investidor poderia obter num investimento de risco semelhante. Para a determinação do custo do capital próprio pelo CAPM (*capital asset pricing model*) pressupõe-se que o investidor é avesso ao risco, e, por isso, para maiores níveis de risco exige maiores taxas de rendibilidade.

A taxa de custo do capital próprio utilizada na atualização dos fluxos deve corresponder ao respetivo risco associado a esses fluxos. Apesar de ser este o princípio, na prática torna-se difícil quantificar de forma rigorosa o risco associado a determinado tipo de fluxo (Neves, 2002).

Muitas das técnicas de avaliação do risco e da rendibilidade exigida para o capital próprio baseiam-se na análise do mercado e de empresas comparáveis. No entanto, a seleção de empresas com risco semelhante e a avaliação do risco da empresa, embora baseadas em algumas técnicas financeiras têm uma grande componente de subjetividade e de discricionariedade (Neves, 2002).

O CAPM, deve ser o modelo mais conhecido e utilizado pelos analistas financeiros para estimar o custo do capital próprio. O modelo indica de forma direta a relação entre o risco e a rendibilidade exigida pelos acionista, isto é, o custo do capital próprio (Neves, 2002). O CAPM é o modelo de avaliação de ativos financeiros em equilíbrio e foi desenvolvido por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966) que se inspiraram nos

trabalhos pioneiros de Markowitz (1952) da moderna teoria da carteira (Santos P. M., 2009).

O mercado mede, normalmente, o risco sistemático de um ativo pelo seu beta. O parâmetro β_i (o beta do ativo i) mede a sensibilidade da rendibilidade do ativo i às variações na rendibilidade da carteira de mercado e é dado por,

$$\beta_i = \frac{\sigma_m}{\sigma_m^2}$$

Onde σ_m é a covariância entre a taxa de rendibilidade do ativo i e a taxa de rendibilidade do mercado e σ_m^2 é a variância da taxa de rendibilidade do mercado.

Em equilíbrio a taxa de rendibilidade esperada do ativo i vem,

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times [E(R_m) - R_f]$$

A expressão anterior designada por linha do mercado de títulos ou *Security Market Line* (SML) tem como intersecção na origem a rendibilidade do ativo sem risco (R_f) e o declive ($[E(R_m) - R_f]$) traduz o prémio de risco que, em média, é exigido pela carteira de mercado (preço do risco) (Santos P. M., 2009).

Assim, a rendibilidade esperada do ativo i é igual à soma de duas componentes. A primeira, R_f compensa o investidor pelo facto de adiar o consumo durante um período de tempo. A segunda componente, $\beta_i \times [E(R_m) - R_f]$, compensa o investidor pelo risco assumido (Santos P. M., 2009).

- Taxa de Juro sem risco (R_f)

Segundo Neves (2002), as obrigações do tesouro são títulos que se podem qualificar como sem risco de *default* (incumprimento). Não são propriamente títulos sem risco, pois estão, pelo menos, sujeitos ao risco de taxa de juro. De qualquer modo são no mercado os títulos com menor risco. A taxa de juro sem risco corresponde, usualmente, à taxa das Obrigações do Tesouro com maturidade de 10 anos do país a que a empresa que está a ser avaliada pertence (Santos P. M., 2009).

- Beta do Capital Próprio

O modelo com um fator (*market model*) admite que a rendibilidade do ativo i , no momento t , pode ser descrita por,

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \times R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Onde,

R_{it} é a rendibilidade do ativo i ,

R_{mt} é a rendibilidade do mercado, α_i e β_i são constantes e,

ε_i é a componente aleatória da rendibilidade do ativo i .

O parâmetro α_i é a componente de rendibilidade do ativo i que é independente do comportamento do mercado, β_i é o coeficiente de risco sistemático do ativo i . O termo ε_i é uma componente aleatória que se admite ter valor esperado nulo e não está correlacionado com R_{mt} , ou seja, $E(\varepsilon_{it}) = 0$ e $Cov(\varepsilon_{it}, R_{mt}) = 0$. A variância de ε_i é $\sigma^2 \varepsilon$.

Para estimar os parâmetros α_i e β_i basta fazer uma regressão linear, em que a variável explicada é R_{it} e a variável explicativa é R_{mt} .

- Prémio de risco de Mercado

O prémio de risco médio de mercado corresponde à diferença entre a rendibilidade esperada do mercado acionista, medida normalmente por um índice representativo e a taxa de juro sem risco (Santos P. M., 2009).

- Taxa de juro média da dívida (R_d)

O custo de mercado da dívida da empresa também pode ser estimado através do modelo CAPM e SML:

$$E(R_d) = R_f + \beta_d \times [E(R_m) - R_f]$$

No entanto, dada a dificuldade em estimar β_d (particularmente se a dívida da empresa não é cotada em bolsa ou, sendo-o, não tem liquidez) é usual que o custo da dívida seja calculado em função da taxa de juro sem risco (R_f), acrescido do *credit spread* de mercado correspondente à notação de rating da empresa (Santos P. M., 2009).

- Custo do Capital Próprio

O método mais utilizado pelos investidores para análise do Custo do Capital Próprio é o Modelo do *Capital Asset Pricing Model* – CAPM (Rojo, Pini, Gomes, Souza, & Rocco, 2010).

Segundo este modelo, o custo do capital próprio, pode ser definido da seguinte forma:

$$Ks(i) = Rf + \beta(i) * (E_{Rm} - Rf)$$

Onde:

$Ks(i)$ = Taxa adequada ao risco do ativo i

Rf = Taxa de juro sem risco

$\beta(i)$ = Coeficiente de risco relativo do ativo i (em relação ao mercado)

E_{Rm} = Retorno (esperado) do *portfolio* do mercado

O beta mede a sensibilidade de um ativo em relação ao mercado (Rojo, Pini, Gomes, Souza, & Rocco, 2010).

- Custo do Capital Alheio

No estudo de Cunha (2008, citado por Rojo et al, 2010), quando o capital é de terceiros, os benefícios futuros podem ser conhecidos ou estimados, bastando conhecer o valor de mercado dos títulos para assim determinar o custo da dívida. Porém, como em muitos casos não existe mercado para esses ativos, o custo da dívida tem que ser determinado, com base no que se supõe ser o valor de mercado ou o seu valor nominal.

- Custo do Capital Total

O custo de capital total pode ser obtido somando o Capital Próprio e o de terceiros (Rojo, Pini, Gomes, Souza, & Rocco, 2010).

No estudo de Cunha (2008, citado por Rojo et al, 2010), uma boa estimativa do Custo do Capital Total é o método do Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC), conhecido também como *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), que é a média ponderada dos custos das fontes de capital, usando como pesos os respetivos percentuais

de participação de cada fonte no capital total da empresa. Como citado pelo mesmo autor, o custo do capital total, pode ser definido na seguinte expressão abaixo:

$$WACC = Re \frac{CP}{D + CP} + Rd (1 - t) \frac{D}{D + CP}$$

Anexo 4

O «Simplex» no registo de fusão de sociedades

“O regime fiscal aplicável às fusões, cisões e entradas de ativos, o processo de registo inspirado na Diretiva n.º 2006/46/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho e a possível obtenção de benefícios fiscais são aqui dissecados.

A fusão de sociedades comerciais encontra-se juridicamente regulamentada no capítulo IX - Fusão de Sociedades, secção I, do Código das Sociedades Comerciais.

Quanto à sua noção e modalidade este Código determina o seguinte:

- Duas ou mais sociedades, ainda que de tipo diverso, podem fundir-se mediante a sua reunião numa só.
- As sociedades dissolvidas podem fundir-se com outras sociedades, dissolvidas ou não, ainda que a liquidação seja feita judicialmente, se preencherem os requisitos de que depende o regresso ao exercício da atividade social.
- Não é permitido a uma sociedade fundir-se a partir da data da petição de apresentação à insolvência ou do pedido de declaração desta.

A fusão pode realizar-se:

- a) Mediante a transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra e a atribuição aos sócios daquelas partes, ações ou quotas desta;
- b) 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 sociedade.

Além das partes, ações ou quotas da sociedade incorporante ou da nova sociedade referidas no número anterior, podem ser atribuídas aos sócios da sociedade incorporada ou das sociedades fundidas quantias em dinheiro que não excedam dez por cento do valor nominal das participações que lhes forem atribuídas.

Regime fiscal

O artigo 74.º do IRC define o regime especial aplicável às fusões, cisões e entradas de ativos, considerando que 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 os ajustamentos em inventários e as perdas por imparidade e outras correções de valor que respeitem a créditos, inventários e, bem assim, 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.

Em paralelo, o artigo 60.º do EBF, referente à reorganização de empresas em resultado de atos de concentração ou de acordos de cooperação, consigna que as 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 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.

O processo de registo da fusão

O Decreto-Lei 185/2009, de 12 de Agosto, que transpôs para a ordem jurídica portuguesa a Diretiva n.º 2006/46/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, aprovou diversas medidas de simplificação do regime de fusões e cisões, tendo em vista a simplificação e celeridade destas operações, destacando-se a possibilidade destes processos poderem ser concluídos no prazo de um mês. Este diploma, que não trouxe alterações no leque de benefícios fiscais aplicáveis às empresas em processo de reorganização nem ao nível dos atos ou operações de reorganização abrangidas, veio tão-só contribuir para uma

diminuição do prazo de decisão e aprovou ainda mecanismos para a administração fiscal decida mais rapidamente sobre a concessão de benefícios fiscais nas operações de reestruturação empresarial.

Nesse sentido, foi eliminada a necessidade de solicitar e obter pareceres junto da Autoridade da Concorrência e da Direcção-Geral dos Registos e Notariado.

O processo de fusão, de acordo com as regras estatuídas na Portaria n.º 1 255/2009, de 14 de Outubro, deverá ser apresentado em simultâneo, preferencialmente, por via eletrónica, com os seguintes atos:

1. O pedido do registo de fusão;
2. O pedido de publicação da convocatória da assembleia geral;
3. O pedido de parecer sobre a operação de reorganização empresarial, quando tal seja da competência da Direcção-Geral das Atividades Económicas;
4. O pedido de concessão dos benefícios fiscais.

Deverá ser entregue o estudo demonstrativo das vantagens económicas da fusão a que se refere o n.º 6 do artigo 60.º do EFB, este deve conter análises previsionais que sustentam as vantagens competitivas da operação, incluindo, nomeadamente, os aspetos quantitativos associados à redução de gastos e ganhos de eficiência, bem como a identificação de todos os pressupostos de cálculo utilizados.

Para tal deve adicionalmente ser acompanhado, também por via eletrónica, dos seguintes elementos:

- Cópia do pacto social, CAE, e relatório e contas do exercício das empresas intervenientes;
- Relatório e contas do exercício “n-1”, número médio de pessoas ao serviço no ano “n-1” e VPT dos terrenos e edifícios a incorporar;
- Valores agregados/consolidados das empresas fusionadas do ano “n-1”;
- Relatórios e contas previsionais do ano “n”, “n+1” e “n+2”;
- Número médio de pessoas ao serviço no ano “n”, “n+1”, “n+2”;
- Localização do espaço onde se desenvolve a atividade empresarial, incluindo escritórios e apoio administrativo, com listagem do pessoal de serviço;
- Organigrama da empresa, antes e após fusão;

- Nome dos administradores/gerentes, morada com código postal da empresa, telefone e fax assim como de qualquer representante nomeado, com poderes para enviar e receber documentos”. (Melo, 2010)

Anexo 5

Balço Individual da TTV (2011-2012)

Transportadora Tejo & Vista, Sociedade Unipessoal, Lda.			
Balço Individual em 31 de Dezembro de 2012			
(Valores expressos em euros)			
	Notas	31.Dez.12	31.Dez.11
Activo			
Activos fixos tangíveis	5	2.861.986,68	3.022.198,16
Propriedades de investimento	6	3.065.796,00	3.065.796,00
Activos intangíveis	7	194.070,00	119.884,64
Accionistas / sócios		-	-
Total dos Activos Não Correntes		6.121.852,68	6.207.878,80
Inventários	9	59.270,69	59.270,69
Activos biológicos		-	-
Clientes	10	735.983,66	847.722,81
Adiantamentos a fornecedores		-	-
Estado e outros entes públicos	11	54.815,69	59.188,19
Accionistas / sócios		65.941,54	-
Outras contas a receber	12	438.052,67	406.257,33
Diferimentos	13	-	4.740,17
Outros activos financeiros	14	2.750,00	2.750,00
Caixa e depósitos bancários	15	16.515,83	23.295,80
Total dos Activos Correntes		1.373.332,08	1.403.224,99
		7.495.184,76	7.611.103,79
Capitais Próprios			
Capital realizado	16	249.398,94	249.398,94
Outros instrumentos de capital próprio	17	776.295,40	776.295,40
Reservas legais	18	9.856,17	8.970,14
Resultados transitados	19	(9.738,90)	(36.573,41)
Excedentes de revalorização	20	2.212.545,11	2.212.545,11
Outras variações no capital próprio	21	163.397,50	163.397,50
Resultado líquido do exercício	32	(210.321,33)	17.720,54
Total dos Capitais Próprios		3.191.432,89	3.401.754,22
Passivo			
Provisões		-	-
Financiamentos obtidos	22	2.052.899,67	2.282.899,67
Passivos por impostos diferidos	8, 20	864.958,61	864.958,61
Outras contas a pagar		-	-
Total dos Passivos Não Correntes		2.897.858,28	3.147.858,28
Fornecedores	24	795.152,04	429.932,10
Adiantamento de clientes		-	-
Estado e outros entes públicos	11	26.168,31	28.389,29
Accionistas / sócios		-	-
Financiamentos obtidos	22	572.749,76	585.832,84
Outras contas a pagar	23	11.823,48	17.337,06
Diferimentos		-	-
Outros passivos financeiros		-	-
Total dos Passivos Correntes		1.405.893,59	1.061.491,29
Total do Passivo		4.303.751,87	4.209.349,57
		7.495.184,76	7.611.103,79

Anexo 6

Demonstração de Resultados Individuais da TTV (2011-2012)

Transportadora Tejo à Vista, Sociedade Unipessoal, Lda.

Demonstração dos Resultados Individuais
Exercício findo em 31 de Dezembro de 2012

(Valores expressos em euros)

	Notas	31.Dez.12	31.Dez.11
Vendas de mercadorias			-
Prestação de serviços	25	3.348.653,34	3.370.094,44
Subsídios à exploração		-	-
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos		-	-
Variação nos inventários da produção		-	-
Trabalhos para a própria entidade		-	-
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas		-	-
Fornecimentos e serviços externos	26	(2.433.356,00)	(2.411.982,73)
Gastos com o pessoal	27	(788.766,67)	(886.691,28)
Imparidade de inventários (perdas/reversões)		-	-
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)		-	-
Provisões (aumentos/reduções)		-	-
Imparidade de investimentos não depreciables/amortizáveis (perdas/reversões)		-	-
Aumentos/reduções de justo valor		-	-
Outros rendimentos e ganhos	28	126.370,67	390.067,60
Outros gastos e perdas	29	(52.440,00)	(58.148,68)
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos		200.461,34	403.339,35
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	30	(279.497,33)	(302.505,03)
Imparidade de investimentos depreciables/amortizáveis (perdas/reversões)		-	-
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)		(79.036,00)	100.834,32
Juros e rendimentos similares obtidos	31	-	6.947,39
Juros e gastos similares suportados	31	(129.373,33)	(87.098,65)
Resultado antes de impostos		(208.409,33)	20.683,06
Imposto sobre o rendimento do período	32	(1.912,00)	(2.962,52)
Resultado líquido do período		(210.321,33)	17.720,54
Resultado por acção básico		-	-

Anexo 7

Demonstração dos Fluxos de Caixa da TTV (2011-2012)

Transportadora Tejo à Vista, Sociedade Unipessoal, Lda.

Demonstração dos Fluxos de Caixa Individuais

Exercício findo em 31 de Dezembro de 2012

(Valores expressos em euros)

	Notas	31.Dez.12	31.Dez.11
Fluxos de Caixa das Actividades Operacionais			
Recebimentos de clientes		3.911.751,68	4.115.556,00
Pagamentos a fornecedores		(2.368.237,81)	(3.006.521,00)
Pagamentos ao pessoal		(669.484,19)	(704.978,00)
Caixa gerada pelas operações		874.029,68	404.057,00
Pagamento/recebimento do imposto sobre o rendimento		(2.534,90)	(2.535,00)
Outros recebimentos/pagamentos		(897.291,83)	(439.162,00)
Fluxos de Caixa das Actividades Operacionais (1)		(25.797,05)	(37.640,00)
Fluxos de Caixa das Actividades de Investimento			
Pagamentos respeitantes a:			
Activos fixos tangíveis		(31.015,59)	(496.948,00)
Activos intangíveis		(46.850,79)	(109.004,00)
Investimentos financeiros		-	-
Outros activos		-	-
		(77.866,38)	(605.952,00)
Recebimentos provenientes de:			
Activos fixos tangíveis		298.161,84	35.670,00
Activos intangíveis		-	-
Investimentos financeiros		-	-
Outros activos		-	-
Subsídios ao investimento		-	-
Juros e rendimentos similares		6.947,39	2.845,00
Dividendos		-	-
		305.109,23	38.515,00
Fluxos de Caixa das Actividades de Investimento (2)		227.242,85	(567.437,00)
Fluxos de Caixa das Actividades de Financiamento			
Recebimentos provenientes de:			
Financiamentos obtidos		316.127,00	2.616.163,00
Realização de capital e de outros instrumentos de capital próprio		-	-
Cobertura de prejuízos		-	-
Doações		-	-
Outras operações de financiamento		-	-
		316.127,00	2.616.163,00
Pagamentos respeitantes a:			
Financiamentos obtidos		(434.696,00)	(2.050.603,00)
Juros e gastos similares		(91.506,00)	(91.506,00)
Dividendos		-	-
Reduções de capital e de outros instrumentos de capital próprio		-	-
Outras operações de financiamento		-	-
		(526.202,00)	(2.142.109,00)
Fluxos de Caixa das Actividades de Financiamento (3)		(210.075,00)	474.054,00
Variação de caixa e seus equivalentes (1+2+3)		(8.629,20)	(131.023,00)
Efeito das diferenças de câmbio			
Caixa e seus equivalentes no início do período	16	31.925,00	162.948,00
Caixa e seus equivalentes no fim do período	16	23.295,80	31.925,00

Anexo 8

Balanco Individual da TGP (2011-2017)

Gomes & Paredes, Lda.			
Balanco Individual em 31 de Dezembro de 2012			
(Valores expressos em euros)			
	Notas	31.Dez.12	31.Dez.11
Activo			
Activos fixos tangiveis	4	840.970,97	1.039.941,64
Propriedades de investimento		-	-
Activos intangiveis	5	65.969,23	6.269,23
Activos biológicos		-	-
Activos por impostos diferidos		-	-
Total dos Activos Não Correntes		915.940,20	1.046.210,87
Inventários	6	89.498,45	181.189,91
Activos biológicos		-	-
Clientes	7	528.466,44	557.161,40
Estado e outros entes públicos	8	56.495,21	55.752,71
Outras contas a receber	9	295.942,81	259.010,57
Diferimentos	10	10.181,35	10.205,35
Caixa e depósitos bancários	11	19.400,98	38.031,23
Total dos Activos Correntes		999.985,24	1.101.351,17
		1.915.925,44	2.147.562,04
Capital Próprio			
Capital realizado	12	249.398,94	249.398,94
Ações (quotas) próprias		-	-
Outros instrumentos de capital próprio	13	163.520,00	163.520,00
Prémios de emissão		-	-
Reservas legais	14	28.321,44	27.955,33
Outras reservas	14	31.841,81	31.841,81
Resultados transitados	15	(245.482,19)	(252.438,22)
Excedentes de revalorização		-	-
Outras variações no capital próprio	16	-	-
Resultado líquido do exercício		(224.566,67)	7.322,14
Total dos Capitais Próprios		3.033,33	227.600,00
Passivo			
Provisões			
Financiamentos obtidos	17	706.219,96	956.219,96
Responsabilidades por benefícios pós-emprego		-	-
Outras contas a pagar		-	-
Total dos Passivos Não Correntes		706.219,96	956.219,96
Fornecedores	19	618.137,31	334.383,40
Adiantamento de clientes		-	-
Estado e outros entes públicos	8	47.148,22	79.014,51
Accionistas / sócios		-	-
Financiamentos obtidos	17	398.423,68	532.194,25
Outras contas a pagar	18	142.962,94	18.149,92
Diferimentos	10	-	-
Outros passivos financeiros		-	-
Total dos Passivos Correntes		1.206.672,15	963.742,08
Total do Passivo		1.912.892,11	1.919.962,04
		1.915.925,44	2.147.562,04

Anexo 9

Demonstração de Resultados Individuais da TGP (2011-2012)

Gomes & Paredes, Lda.

Demonstração dos Resultados Individuais
Exercício findo em 31 de Dezembro de 2012

(Valores expressos em euros)

	Notas	31.Dez.12	31.Dez.11
Vendas de mercadorias			-
Prestação de serviços	20	2.267.738,87	2.964.789,67
Subsídios à exploração	21	-	-
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos		-	-
Variação nos inventários da produção		-	-
Trabalhos para a própria entidade		-	-
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas		-	-
Fornecimentos e serviços externos	22	(1.675.786,67)	(2.048.216,30)
Gastos com o pessoal	23	(594.041,33)	(754.585,68)
Imparidade de inventários (perdas/reversões)		-	-
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)		-	-
Provisões (aumentos/reduções)		-	-
Imparidade de investimentos não depreciables/amortizáveis (perdas/reversões)		-	-
Aumentos/reduções de justo valor		-	-
Outros rendimentos e ganhos	24	123.676,00	245.723,37
Outros gastos e perdas	25	(45.117,33)	(77.402,90)
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos		76.469,53	330.308,16
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	26	(221.482,67)	(219.128,45)
Imparidade de investimentos depreciables/amortizáveis (perdas/reversões)		-	-
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)		(145.013,13)	111.179,71
Juros e rendimentos similares obtidos		-	959,41
Juros e gastos similares suportados	27	(78.317,33)	(103.293,68)
Resultado antes de impostos		(223.330,47)	8.845,44
Imposto sobre o rendimento do período	28	(1.236,20)	(1.523,30)
Resultado líquido do período	28	(224.566,67)	7.322,14
Resultado por acção básico		-	-

Anexo 10

Demonstração dos Fluxos de Caixa da TGP (2011-2012)

Gomes & Paredes, Lda.			
Demonstração dos Fluxos de Caixa Individuais			
Exercício findo em 31 de Dezembro de 2012			
(Valores expressos em euros)			
	<u>Notas</u>	<u>31.Dez.12</u>	<u>31.Dez.11</u>
<i>Fluxos de Caixa das Actividades Operacionais</i>			
Recebimentos de clientes		4.111.621,63	4.171.156,00
Pagamentos a fornecedores		(2.349.809,30)	(2.863.213,00)
Pagamentos ao pessoal		(591.754,73)	(715.418,00)
Caixa gerada pelas operações		<u>1.170.057,60</u>	<u>592.525,00</u>
Pagamento/recebimento do imposto sobre o rendimento		(1.023,18)	(1.023,00)
Outros recebimentos/pagamentos		(891.938,58)	(871.137,00)
Fluxos de Caixa das Actividades Operacionais (1)		<u>277.095,84</u>	<u>(279.635,00)</u>
<i>Fluxos de Caixa das Actividades de Investimento</i>			
Pagamentos respeitantes a:			
Activos fixos tangíveis		(201.615,65)	(385.697,00)
Activos intangíveis		-	-
Investimentos financeiros		-	-
Outros activos		-	-
		<u>(201.615,65)</u>	<u>(385.697,00)</u>
Recebimentos provenientes de:			
Activos fixos tangíveis		302.931,78	774.377,00
Activos intangíveis		-	-
Investimentos financeiros		-	-
Outros activos		-	-
Subsídios ao investimento		-	-
Juros e rendimentos similares		959,41	493,00
Dividendos		-	-
		<u>303.891,19</u>	<u>774.870,00</u>
Fluxos de Caixa das Actividades de Investimento (2)		<u>102.275,54</u>	<u>389.173,00</u>
<i>Fluxos de Caixa das Actividades de Financiamento</i>			
Recebimentos provenientes de:			
Financiamentos obtidos		529.084,43	784.682,00
Realização de capital e de outros instrumentos de capital próprio		-	150.000,00
Doações		-	-
Outras operações de financiamento		-	60.162,00
		<u>529.084,43</u>	<u>994.844,00</u>
Pagamentos respeitantes a:			
Financiamentos obtidos		(793.727,10)	(1.007.243,94)
Juros e gastos similares		(95.351,44)	(91.274,00)
Reduções de capital e de outros instrumentos de capital próprio		-	-
Outras operações de financiamento		-	-
		<u>(889.078,54)</u>	<u>(1.098.517,94)</u>
Fluxos de Caixa das Actividades de Financiamento (3)		<u>(359.994,11)</u>	<u>(103.673,94)</u>
Variação de caixa e seus equivalentes (1+2+3)		<u>19.377,27</u>	<u>5.864,06</u>
Efeito das diferenças de câmbio		<u>-</u>	<u>-</u>
Caixa e seus equivalentes no início do período		<u>18.653,96</u>	<u>13.190,00</u>
Caixa e seus equivalentes no fim do período		<u>38.031,23</u>	<u>19.054,06</u>

Anexo 11

Principais passos para a concretização de uma Fusão ou Aquisição

1. Avaliação Financeira

Não é novidade que o processo de avaliação de uma empresa é algo de bastante complexo. Ele exige fortes conhecimentos de análise de balanços, economia e matemática financeira, seja por parte de um analista ou investidor.

De entre as técnicas de avaliação, destacamos as seguintes:

- **Análise de Transações Comparáveis** – São utilizados índices derivados de transações efetuadas dentro do mesmo sector da aquisição em potencial. O objetivo desta metodologia é identificar relações entre preços, sendo o ideal as relações entre preço e lucro e/ou os preços pagos, acima do valor de mercado ou do valor contabilístico, nas transações realizadas.
- **Análise de Empresas Comparáveis** – Da mesma forma que o método anterior, utiliza a avaliação dos preços de mercado de empresas de capital aberto, sujeitos a tendências económicas com riscos semelhantes.
- **Fluxo de Caixa** – Trata-se da metodologia mais utilizada em fusões e aquisições e tem em conta as seguintes variáveis:
 - Vendas Líquidas Previsionais
 - Gastos Previsionais
 - Lucros Operacionais Previsionais
 - Lucros Operacionais Após Impostos Previsionais
 - Investimento Líquido Previsional
 - Taxa de Descontos
 - Fluxo de Caixa Previsional
 - Valor Residual
 - Valor do Fluxo de Caixa Descontado
 - Ajustes
 - Valor Líquido do Património

2. Acordo de Confidencialidade

Os termos do Acordo de Confidencialidade devem prever toda e qualquer informação de carácter técnico, financeiro ou comercial, que se relacione com a pesquisa, desenvolvimento, invenções, serviços, produtos, produção, aplicação, consumo, finanças, comercialização ou planos de negócios de qualquer uma das partes, inclusive de entre outros, segredos comerciais, know-how, dados, fórmulas, processos, outras propriedades intelectuais privadas e comunicações sigilosas, reveladas por uma parte à outra, constituem Informações Confidenciais e que, durante a vigência do acordo, bem como por um prazo residual após a rescisão contratual, cada uma das partes deverá:

- proteger e manter em sigilo as Informações Confidenciais;
- não utilizar as Informações Confidenciais para outra finalidade que não a prevista no acordo, sendo vedado o seu emprego tanto em benefício próprio das partes, quanto de terceiros não autorizados;
- tomar, como importante, as precauções e providências necessárias para assegurar o sigilo das Informações Confidenciais e para restringir ao máximo o uso não autorizado das mesmas, inclusive requerendo eventuais medidas administrativas ou judiciais, se for o caso;
- especialmente não revelar, nem usar, ou fazer com que as Informações Confidenciais sejam discutidas ou usadas por qualquer terceiro, sem que para isso tenha o consentimento prévio e escrito da parte proprietária da Informação Confidencial;
- manusear, preservar e proteger as Informações Confidenciais no mínimo com o mesmo cuidado com que cuidaria de suas próprias Informações Confidenciais;
- divulgar as Informações Confidenciais apenas para os seus funcionários, diretores, agentes, representantes, prestadores de serviços, contratados com extrema necessidade de conhecer essas informações e
- envidar esforços diligentes para assegurar que cada um dos seus funcionários, diretores, representantes, prestadores de serviços, contratados, preserve e proteja o sigilo das Informações Confidenciais.

3. Carta de Intenção ou Memorando de Entendimento

Uma vez estabelecidas as regras do sigilo, as partes devem-se preocupar em formalizar as manifestações preliminares de vontade, caso desejem concretizar a Incorporação ou Fusão da empresa, muitas vezes antes da realização da auditoria. Embora o instrumento em apreço mostre um pouco mais que um esboço dos principais pontos de concordância, tem também a relevância de alinhar entre as partes um compromisso moral, estabelecendo os termos básicos da transação, bem como os prazos, garantias, honorários, estimativa dos valores que serão celebrados caso a negociação seja concluída com sucesso e penalidades caso haja algum descumprimento.

Assim sendo, a Carta de Intenção ou Memorando de Entendimento deverá apresentar essencialmente os seguintes tópicos:

- Partes: dever estar devidamente qualificados a empresa compradora, a empresa a ser adquirida, além de todos os seus sócios ou acionistas. Caso haja algum investidor envolvido na operação é importante que também seja devidamente qualificado;
- Objeto da Transação: sumariamente, deverá ser especificado o que está sendo adquirido (quotas, ações, ativos, etc.);
- Valor da Empresa: deve-se estimar o valor operacional da empresa a ser adquirida, caso sejam confirmadas as expectativas financeiras apresentadas através da auditoria. Através deste valor é possível conhecer o valor a desembolsar pelo investidor ou pela empresa compradora;
- Investimento: será especificado o valor a desembolsar, as condições de desembolso do investimento, a participação societária que a empresa compradora está adquirindo com o valor desembolsado e, se for o caso, o uso de recursos financeiros investidos;
- Garantias: a empresa compradora deve requerer algumas garantias societárias e financeiras à empresa a ser adquirida, na medida em que, durante o processo de avaliação e negociação, não haja qualquer tipo de impacto extraordinário de dívidas, cauções ou ônus sobre a sociedade que possam comprometer a transação. Assim, sugere-se a elaboração de declarações, a fim de garantir que a empresa:
 - Não mude os métodos e práticas contabilísticas;
 - Não entre em transações que não façam parte do curso normal dos negócios;
 - Não altere o pacto social ou os estatutos da empresa;

- Não mude a capitalização, nem emita ou concorde com a emissão de novas ações;
 - Não faça distribuição de lucros ou dividendos;
 - Não assuma compromissos ou contractos acima de um certo valor, ou que se estendam além de um período relativamente curto;
 - Não cancele ou modifique arrendamentos ou contractos;
 - Não transfira propriedades;
 - Não faça empréstimos;
 - Não desista de reivindicações de direitos;
 - Não antecipe o pagamento de dívidas;
 - Não faça ou deixe de fazer, qualquer coisa que possa implicar que as declarações do vendedor passem a ser falsas.
- Gestão: a empresa compradora poderá indicar um observador para acompanhar a gestão da empresa a ser adquirida, enquanto o processo de avaliação e negociação não se encerra;
 - Direitos mínimos dos sócios/acionistas: uma vez efetuada a avaliação e formalizada a opção de compra, é necessário antever no Memorando de Entendimento o que é relevante para os sócios/acionistas quando for realizado o desembolso do capital. Neste sentido, é importante estabelecer previamente como será realizada a administração da empresa, a aprovação de estratégias, planos de atividade anuais, inclusive planos de negócios, orçamentos operacionais e de investimentos da sociedade, além da eventual constituição de conselhos de sócios/acionistas. Também deverão ser determinados os direitos de preferência e opção de venda, além do direito de veto a assuntos específicos, que necessitarão de aprovação unânime ou quórum qualificado;
 - Auditoria: qual o auditor que prestará o serviço e quem acarretará com o seu custo;
 - Confidencialidade: deverão ser ratificados os termos estabelecidos no Acordo de Confidencialidade;
 - Não Competição: entendemos ser essencial que haja uma cláusula de “Não Competição” no Memorando de Entendimento, tendo em vista a abertura de informações confidenciais e informações privilegiadas da empresa a ser adquirida, que podem ser determinantes ou essenciais para o seu sucesso. Assim sendo, a empresa compradora e/ou o investidor deverá ficar um certo período de quarentena,

antes de atuar, adquirir ou investir na mesma atividade ou sector da empresa a ser adquirida;

- **Exclusividade:** durante a fase de avaliação e negociação, é natural e coerente que a empresa compradora tenha exclusividade sobre a empresa a ser adquirida. Finda a avaliação sem qualquer tipo de sucesso ou transcorrido o prazo de exclusividade, dando-se por encerrada a negociação, a empresa a ser adquirida ficará livre para negociar com outras empresas e investidores, sem qualquer tipo de prejuízo;
- **Não Vinculação:** uma das cláusulas mais importantes do Memorando de Entendimento. No caso, as partes podem desistir da negociação sem qualquer tipo de penalidade, hipótese em que a aquisição não será concretizada, caso não sejam obedecidas certas condições e exigências. Assim sendo, a atenção na elaboração da cláusula em apreço deve ser redobrada. Caso contrário, o Memorando de Entendimento será irrevogável;
- **Prazo:** o Memorando de Entendimento não deve vigorar por prazo indeterminado. Assim sendo, as partes devem determinar para o prazo uma meta, a fim de que o processo de avaliação e negociação respeite o cronograma;
- **Foro:** entendemos que a arbitragem é o melhor meio para resolver qualquer tipo de litígio entre as partes. Uma vez que se trata de um “direito disponível”, as partes podem eleger, uma Câmara de Arbitragem que melhor atenda as necessidades dos contratantes. As principais vantagens da arbitragem são: celeridade na condução do processo, especialidade do juiz (arbitro) e confidencialidade.

Geralmente, após a celebração do Memorando de Entendimento, é realizada uma auditoria para avaliar a estrutura legal, contabilística e operacional das operações objeto da transação, que fica sujeita ao parecer positivo da avaliação em apreço. Como o documento em questão possui a cláusula da “Não Vinculação”, caso não haja interesse de alguma das partes na negociação, é possível a sua desistência, sem que haja qualquer tipo de penalidade recíproca, caso assim esteja estabelecido entre as partes signatárias do Memorando de Entendimento.

5. Auditoria (Due Dilligence)

É relevante, tanto para o eventual investidor quanto para os sócios da empresa a ser adquirida, terem em mãos respostas para o Guia descrito a seguir, que poderá ser aprofundado ou não, de acordo com as exigências da auditoria:

a) Societário

- Cópia das alterações contratuais dos últimos 20 (vinte) anos;
- Cópia das atas de assembleias, reunião de sócios ou acordo de acionistas dos últimos 20 (vinte) anos;
- Cópias das procurações e
- Composição do quadro de acionistas (em sociedades anónimas) ou dos sócios

b) Propriedade Imobiliária

- Cópia de todas as escrituras dos imóveis e respetivos registos, acompanhadas de certidões de propriedade, sem ónus ou alienação e
- Cópia das plantas dos imóveis, regularizadas na respetiva autarquia e relatório técnico da associação de bombeiros.

c) Propriedade Mobiliária

- Prova na contabilidade da aquisição de todos os bens móveis.

d) Propriedade Intelectual

- Registo no Instituto Nacional da Propriedade Industrial (INPI) das marcas e patentes;
- Cópia dos contractos de assistência técnica, transferência de tecnologia e licenças de marcas e patentes, bem como documentos referentes a processos e sistemas utilizados área industrial;
- Registo do domínio da internet, no competente órgão gestor;
- Lista de todas as patentes requeridas;
- Lista de todos os programas de computador (software), bem como de todas as obras ou produtos que são objeto de Direitos de Autor.

e) Capital Estrangeiro

- Via original do Certificado do Banco Central.

f) Impostos

- Cópia das guias de pagamento dos últimos 5 (cinco) anos de todos os impostos diretos e indiretos liquidados.

g) Contencioso Fiscal

- Lista dos processos fiscais relativa às ações de que a empresa é autora ou arguida.
- h) Contencioso Laboral
 - Lista dos processos laborais; cópia dos contractos de trabalho de todos os colaboradores e executivos, especificando as regalias concedidas; relação de todos os empregados.
- i) Cível e Comercial
 - Lista de todos os processos judiciais, seja no país ou no estrangeiro, como autora ou arguida;
 - Pontos de conflito que possam originar litígios no futuro;
 - Cópia das notificações judiciais ou extrajudiciais;
 - Cópia dos contractos assinados com terceiros (comerciais, financeiros, prestação de serviços, licenciamento, aluguer, mútuo, etc.);
 - Cópia das apólices de seguros;
 - Análise dos serviços e produtos da empresa de acordo com o Código de Defesa do Consumidor.
- j) Meio Ambiente
 - Registo no Instituto Português do Ambiente, ou em outras entidades reguladoras do meio ambiente ou em comunidades locais;
 - Análise do Relatório de Impacto Ambiental;
 - Política de eliminação de detritos poluentes.
- k) Governo Corporativo
 - Cópias dos relatórios de auditoria, relacionados com o património económico e social da empresa;
 - Análise de adesão a normas nacionais e internacionais de segurança.

5. Contrato de Investimento

A negociação de um Contracto de Investimento, geralmente é uma tarefa longa e complicada. O Contracto de Investimento é a versão formal jurídica final do somatório de todas as discussões que os empresários, investidores, sócios ou acionistas tiveram sobre a

negociação, ocasião esta, em que o Memorando de Entendimento e as informações da Auditoria são consolidadas.

Neste sentido, o documento em apreço pretende responder antecipadamente a todas as perguntas que, de outra forma, poderiam estar sujeitas a confusões, interpretações contraditórias, disputas e litígios. O Contracto de Investimento deve conter as seguintes informações:

a) Partes: mais uma vez, deverão estar devidamente qualificadas a empresa compradora, a empresa a ser adquirida e sua direção, entre outras partes que eventualmente sejam essenciais para a concretização do negócio.

b) Investimento: aumento de capital, emissão de quotas ou subscrição de ações: será especificado quantas quotas serão emitidas, ou ações subscritas, e valor a ser pago por elas, determinando-se definitivamente a participação de cada um na sociedade.

c) Indemnização: em relação ao investimento desembolsado, a empresa compradora, poderá requerer uma proteção legal ou patrimonial contra potenciais perdas que a empresa possa sofrer decorrentes de contingências do passado, não contabilizadas, ou meramente impossíveis de serem estimadas. Assim sendo, as cláusulas de indemnização serão plenamente viáveis, a fim de possibilitar que a empresa compradora não seja prejudicada em relação às ações ou omissões provenientes da gestão anterior à sua entrada na sociedade.

d) Acordo de Sócios em Sociedades Limitadas ou Acordo de Acionistas em Sociedades Anonimas: paralelamente ao Contracto de Investimento, deverá ser assinado um outro documento que estabelecerá a relação e procedimentos de gestão e tomada de decisões entre os novos sócios, que transcende o próprio Pacto Social ou Estatutos da empresa. Este documento denominado Acordo de Sócios em Sociedades Limitadas ou Acordo de Acionistas em Sociedades Anonimas, já deve ser mencionado no Contracto de Investimento, e regerá o que se segue:

- Exercício do direito de voto dos sócios ou acionistas;
- Eventuais restrições aos direitos de transferência, alienação ou oneração, sob qualquer forma ou a qualquer título, das quotas ou ações;

- Previsão de direito de preferência à aquisição e oferta de venda das quotas ou ações, direito de venda conjunta (*Tag Along*);
- Normas gerais de gestão e administração da empresa, com o respetivo procedimento de indicação de membros para os órgãos de administração.

e) Condições Precedentes: para a fiel execução do Contracto de Investimento, é necessário que sejam cumpridas pelas partes determinados requisitos que estabeleçam ausência de impedimentos legais para o funcionamento regular da empresa, bem como declarações e garantias dos sócios ou acionistas. De entre elas, destacamos as seguintes:

- Situação Jurídica: estar devidamente constituída e validamente existente sob as leis de Portugal, tendo plena capacidade e poder para deter, possuir e dispor dos seus ativos e bens para exercer o seu objeto social;
- Inexistência de Conflito: a celebração e o cumprimento do Contracto de Investimento e documentos afins não conflituarem nem resultar em qualquer violação, inadimplemento, ónus ou agravamento sobre quaisquer ativos ou bens da empresa;
- Capital Social: as ações/quotas da empresa devem estar livres e desembaraçadas de todo e qualquer ónus, não havendo qualquer valor mobiliário, título, contracto, acordo, promessa ou qualquer outro instrumento que assegure a quaisquer terceiros qualquer opção, direito de preferência, direito de subscrição, direito de conversão ou troca de qualquer outro direito em relação às ações ou outros valores mobiliários emitidos ou a serem emitidos pela empresa;
- Livros Legais: possuir todos os livros exigidos pela legislação portuguesa, incluindo os livros societários, contabilísticos, fiscais e comerciais, na forma da lei;
- Contractos: não ter violado e não estar inadimplente em relação a qualquer contracto ou compromisso de que faça parte;
- Ativos, Bens e Investimentos: ser a legítima proprietária e possuidora de todos os ativos e bens refletidos nas suas demonstrações financeiras, sendo que os referidos ativos e bens estariam livres e desembaraçados de todos e quaisquer ónus;
- Legislação Laboral: estar adimplente em relação a todas as suas obrigações laborais e previdenciárias;
- Impostos: apresentar, de forma regular, completa e tempestiva todas as declarações fiscais aplicáveis, inclusive todas as declarações de impostos municipais e estatais, nos termos das leis aplicáveis;

- **Condução de Negócios:** conduzir os negócios no seu curso normal, de maneira consistente, sem surpresas ou discrepâncias do que já vem sendo realizado no passado;
- **Litígios:** não haver qualquer reclamação, ação, processo, investigação ou procedimento pendente contra a empresa, seus sócios ou acionistas, perante o Poder Judicial, qualquer foro arbitral, órgão ou departamento governamental;
- **Propriedade Intelectual:** ter o direito de uso sobre todas as marcas registradas, patentes, direitos de autor, propriedade intelectual, logotipos, nomes, inclusive de domínio, e denominações societárias ou razão social para a condução dos seus respectivos negócios;
- **Licenças e Alvarás:** possuir todas as licenças, alvarás ou outras autorizações necessárias à operação dos seus negócios da empresa;
- **Passivos:** não ter quaisquer dívidas, passivos ou contingentes, que não estejam refletidos nas suas demonstrações financeiras apresentadas na auditoria ou em relatório específico.

f) **Administração – Deliberações na Sociedade – Tomada de Decisão – Direitos de Veto:** os sócios deverão prever no Contracto de Investimento, de forma final e definitiva, a forma de administração e gestão da sociedade. Nesse sentido, é necessário estabelecer formalmente como será realizada a administração da empresa, a aprovação de estratégias, planos de atividade anuais, inclusive planos de negócios, orçamentos operacionais e de investimentos da sociedade, além da eventual constituição de conselhos de sócios/acionistas. Também deverão ser determinados os direitos de preferência e opção de venda, além do direito de veto a assuntos específicos, que necessitarão de aprovação unânime e quórum qualificado. Por outras palavras, formalizar o que foi determinado no Memorando de Entendimento a esse respeito, ajustando-se à nova realidade da negociação entre as partes, após a apresentação do laudo da auditoria.

g) **Efeito Vinculativo:** neste caso, diferentemente do Memorando de Entendimento, o Contracto é vinculativo para as partes e seus respectivos sucessores legais e cessionários.

h) **Confidencialidade:** é extremamente recomendável que as partes mantenham em confidencialidade todas as informações relacionadas com o Contracto, a fim de preservar o negócio, sócios e clientes.

i) Foro: da mesma forma que o Memorando de Entendimento, entendemos que a arbitragem é o melhor meio para resolver qualquer tipo de litígio entre as partes, inclusive no que se refere ao Contracto de Investimento.

6. Tipos de Investimento

O mercado financeiro internacional adotou informalmente uma determinada nomenclatura para os investimentos a serem realizados nas empresas, que segue uma ordem cronológica, em relação ao estágio de crescimento dos seus negócios:

a) *Love Money*: dinheiro investido por amigos e família no estágio inicial do empreendimento.

b) *Angel Capital*: despesa feita por pessoas físicas para viabilizar o negócio.

c) *Seed Capital*: segundo investimento mais estruturado, cria bases para o crescimento.

d) *Venture Capital*: despesa feita através de fundos para a concretização de contratações e aquisições.

e) *Private Equity*: investimento de grandes fundos para consolidar a empresa e aumentar a escala.

f) *Initial Public Offer* (IPO): lançamento inicial de ações na Bolsa de Valores.

Apêndices

Apêndice 1

Roteiro de Estudo de Caso

Um roteiro de estudo de caso tem a finalidade de ajudar a realização do trabalho. Num roteiro, em primeiro lugar deve constar o caso que se vai analisar. De seguida deve-se descrever quais os quadros de referência de modelos e teorias sobre o assunto em causa. Depois de delineado o quadro de referência, parte-se para a organização e o problema a investigar. De forma a uma racionalização dos dados, deve-se transparecer o método de gestão de dados das diferentes fontes assim como as metodologias a aplicar a cada tipo de dados. Por fim deve-se definir o relatório de estudo de caso, onde se descreve a organização do estudo de caso.

1) Escolha do caso a analisar

O presente trabalho tem como objetivo a quantificação das Sinergias da Fusão de empresas. O interesse neste tema, parte do interesse pessoal. Os métodos de reestruturação de empresas através de Fusões e Aquisições estão cada vez mais presentes no dia a dia devido à instabilidade dos mercados mundiais. Quanto ao estudo de caso da “Transportadora Tejo à Vista, Sociedade Unipessoal, Lda.” e “Gomes e Paredes, Lda.”, tem ainda interesse adicional, visto que, as empresas são da família e no presente julga-se que uma Fusão destas empresas seria fundamental para a sua sobrevivência. Então a verificação de obtenção de sinergias com a fusão destas duas empresas é o principal objetivo do presente estudo, de forma a ajudar na tomada de decisão por parte do sócio e gerente das empresas.

2) Quadro de referência

Neste ponto do roteiro de estudo de caso, identificam-se os principais modelos e teorias base para o tema fusão de empresas. Após alguma análise bibliográfica e reuniões com os orientadores já se consegue identificar modelos que serão utilizados.

Quanto ao modelo de avaliação e, como referido pela grande maioria dos investigadores do tema em causa, será utilizado o método de avaliação através do *Free Cash Flow to the Firm* (FFCF). Segundo este método de avaliação o valor do negócio corresponde ao valor atual dos *Cash Flows* de exploração futuros atualizados ao custo médio ponderado do capital (WACC). Este WACC representa o custo de capital da

empresa e pode ser interpretado como a taxa de desconto exigida à empresa. Para o cálculo do WACC, será necessário o valor da rentabilidade exigida pelos acionistas (denominada pela maioria dos autores por, R_e). O método do *Capital Asset Pricing Model* ou denominado por modelo CAPM, é o método mais corrente para o cálculo deste indicador de rentabilidade. Mas, o cálculo deste indicador nos tempos instáveis que correm nem os melhores economistas se arriscam a apresentar estimativas. O mercado está demasiado incerto e vulnerável e o risco de falhar é grande. A juntar o facto que a definição do custo de capital próprio tem sido, desde sempre, um tema problemático e polémico, exatamente porque existem diversos modelos para a sua estimação, mas a maioria não é fácil de aplicar na prática, dada a falta de informações específicas. A maioria dos autores tem tentado contornar a falta de informação (como os betas por exemplo) com modelos dito paralelos ou aproximações aos modelos gerais. Uma das metodologias habitualmente utilizadas para a aplicação do modelo do CAPM é o cálculo do beta ajustado da empresa a partir do beta não-alavancado do setor, ponderado pela estrutura financeira da empresa. O beta não-alavancado do setor, em princípio, reflete apenas o risco do negócio sem endividamento.

Caso se venha a ter dificuldades no cálculo do WACC devido à inexistência de dados, existem outros modelos de cálculo da rentabilidade exigida pelo acionista, também denominada pelo custo médio ponderado do capital, deve-se optar por um dos seguintes modelos:

1. Modelo Tradicional
2. Modelo dos Práticos
3. Inquérito Direto

Neste ponto do roteiro importa referir quais são os autores chave sobre o tema e pode-se enumerar nomes como S. Ross, R. Westerfield, J. Jaffe, J. C. das Neves, entre outros.

3) Recolha de Dados

As empresas em causa têm as seguintes denominações: “Transportadora Tejo à Vista, sociedade unipessoal, Lda.” e “Gomes e Paredes, Lda.”. Estas empresas estão sediadas em Casais do Quintão, Lote 1, na freguesia da Várzea, no distrito e conselho de Santarém.

A única atividade das empresas é o serviço de transporte terrestre de mercadorias, possuindo uma frota com cerca de 30 viaturas de pesados por cada empresa. Uma particularidade destas empresas é o facto de 95% dos seus serviços/transporte são efetuados pela Europa, ou seja, prevalece o transporte dito internacional.

As ditas empresas encontram-se em grande dificuldades, fruto da economia e da ineficiência registada dentro da empresa. Juntando estes dois problemas, encontra-se na fusão das duas empresas uma solução válida para o futuro. Então este estudo tem como grande finalidade avaliar as empresas em separado e verificar se o valor das duas em conjunto é superior ao seu valor em separado. Neste caso estamos perante a obtenção de sinergias de fusão.

4) Gestão de dados

De forma a gerir os dados obtidos de diferentes fontes, elabora-se quadros de revisão de literatura, como um formato idêntico ao exemplo a seguir:

Nº. Art.º	Autor	Ano	Sector	Objetivo	Variáveis

O campo “Nº. Artigo” servirá apenas para controlo interno, caso se pretenda uma rápida pesquisa de artigo, facilmente se encontra o artigo em formato digital ou em papel. No campo “Autor” e “Ano”, coloca-se todos os autores e o ano de publicação do estudo. No “Sector”, indica-se a área de estudo do artigo, livro, etc. No campo “objetivo”, descreve-se quais os principais objetivos do estudo. Para finalizar o devido preenchimento do quadro de revisão de leitura enumera-se as variáveis utilizadas pelos autores no estudo. Após a conclusão do preenchimento deste quadro, o autor tem uma visibilidade dos estudos já pesquisados, facilitando a procura de informação já pesquisada e rapidamente se verifica se ainda existe informação a procurar.

Será também um quadro de ficha de leitura ou análise de artigo. Este quadro tem a particularidade de demonstrar as conclusões dos estudos relativos a um problema para uma determinada amostra. O quadro seguinte demonstra o exemplo das referidas fichas.

Nº. Art.º	Autor	Problema/Hipóteses	Amostra	Conclusões

O campo “Nº. Artigo”, servirá apenas para controlo interno, e esta numeração coincidirá com a numeração dos artigos no quadro de revisão da literatura. No campo “Problema/Hipóteses” coloca-se todos os problemas e hipóteses encontradas após a leitura do artigo. Desta forma, facilmente enquadrámos o nosso problema com outros artigos. No campo de “Conclusões”, coloca-se as conclusões verificadas pelos autores do artigo, também para servir de termo de comparação com o estudo que se pretende.

Os dados contabilísticos serão fornecidos em formato digital, quer em PDF como em Excel. Estes dados em formato Excel serão essenciais para a elaboração do diagnóstico funcional das duas empresas em separado.

5) Tratamento de dados

No estudo de caso será utilizado dados primários, recorrendo a entrevistas ao gerente, de modo a conseguir obter respostas objetivas no que diz respeito às suas intenções neste processo de fusão. Tentaremos enquadrar os objetivos e perceber qual é a sua motivação. Através deste dados conseguiremos responder à pergunta, qual é a utilidade deste projeto, ou seja, qual é a estratégia da fusão das duas empresas.

Através de dados secundários, como dados contabilísticos e financeiros iremos discriminar um diagnóstico funcional das duas empresas. Neste diagnóstico analisa-se as funções de cada empresa nos diferentes campos funcionais, como por exemplo: as vendas, os clientes, as operações, a tecnologia e os recursos humanos. De seguida faremos um diagnóstico financeiro das 2 empresas em separado. Na fase seguinte, o projeto caberá a realização de um Plano de Exploração, em que, com recurso às demonstrações de resultados previsionais iremos ter o resultado dos fluxos de caixa incrementais. Assim, poderemos conseguir confrontar estes novos fluxos de caixa com os fluxos de caixa da empresa A e os fluxos de caixa da empresa B. Posteriormente, com recurso a outros dados secundários, iremos chegar ao valor do custo de operação, ou seja, o que a empresa terá de investir para a realização deste processo de fusão de modo a chegar finalmente ao valor da

Sinergia. Também através de dados secundários faremos uma análise de rendibilidade da operação e análises de riscos (análises de sensibilidade).

A estratégia de Análise de Dados utilizada será do tipo Qualitativo (análise de conteúdo).

6) Organização do Estudo de Caso

O Estudo de Caso será dividido numa parte Pré-Textual:

- I) Página de Rosto;
- II) Agradecimentos;
- III) Resumo e *Abstract*;
- IV) Índice geral do Trabalho
- V) Índice de quadros, tabelas e figuras.

De seguida será a parte Textual:

- 1) Introdução;
- 2) Revisão da Literatura;
- 3) Metodologias;
- 4) Desenvolvimento do Projeto:
 - 4.1) Diagnóstico Funcional das empresas;
 - 4.2) Motivação/Utilidade do Projeto;
 - 4.3) Estudo Perspetivo e Funcional resultante da Fusão;
 - 4.4) Plano de Exploração e Fluxos de Caixa Incrementais;
 - 4.5) Custo de Operação de Fusão;
 - 4.6) Sinergias da Fusão;
 - 4.7) Análise de Rendibilidade da Operação;
 - 4.8) Análise de Risco (análises de sensibilidade);
- 5) Conclusão

6) Bibliografia

Por fim, a parte Pós-Textual:

1) Anexos,

2) Apêndices;

3) Bibliografia.

A estrutura do trabalho poderá sofrer alterações.

Apêndice 2

Entrevista ao Sr. Jorge Paredes (gerente das duas empresas)

Pedro Jordão (P.J.) – Sr. Jorge, agradeço desde já a sua vontade e o interesse demonstrado no meu estudo. O que acha do assunto e aplicá-lo às suas empresas?

Jorge Paredes (J.P.) – “Desde já, deixa-me orgulhoso o teu interesse, e digo-te que estou empenhado em te ajudar. Refiro também que estou entusiasmado com os possíveis resultados, pois esse estudo poderá ser fundamental para a tomada de decisão nas minhas empresas. Acho muito oportuno o *timing* do estudo (em tempo de crise em Portugal), pois como deves saber, o desempenho das empresas deste sector são o reflexo do estado do país”.

P.J. – Para se iniciar a entrevista, acho interessante descrever a sua história, assim como das empresas. Como começou os Transportes Gomes&Paredes? E porquê?

J.P. – “Comecei em 1983 com apenas um camião, tendo a Unicer, S.A. como único cliente. Dada a dificuldade na época de entrar no setor dos transportes, com licenças (alvará) limitadas, tive conhecimento de um negócio e adquiri o alvará de transportes ao Sr. Gomes”.

P.J. – E então, como começou a Transportadora Tejo à Vista, Unipessoal Lda.? Achou que teria vantagem em possuir duas empresas de transportes?

J.P. – “A transportadora Tejo à Vista foi comprada em 1990. Na altura as empresas de transportes estavam limitadas, e não se imitiam mais alvarás, então tive de comprar. Para se efetuar transportes internacionais era obrigatório possuir 3 empresas, então com a Gomes&Paredes e a Tejo à Vista, adquiri um terceira empresa com alvará, denominada TCS. Então com três empresas, já consegui obter o alvará TIR, agora denominada Licença Comunitária. Assim o número de empresas que tive e tenho foi meramente devido a legislação da época”.

P.J – Como já referiu, o sector é o espelho da situação económico financeira dos país. Quais são as dificuldades que sente nos dias de hoje?

J.P – “A grande diferença que encontro é o preço da energia (combustível). Além dos combustíveis, os intermediários ou transitários estão a destruir o setor, porque não têm custos praticamente nenhuns, não possuem frotas de carros, apenas de limitam a negociar com os clientes e a vender as cargas aos transportadores. Os transitários sempre existiram mas ganharam um peso demasiado no setor e nós, transportadores, estamos de alguma forma dependentes deles. Com a crise no setor, dada a quantidade de empresas que infelizmente têm vindo a fechar as portas devido às dificuldades que falei anteriormente, cada vez existe menos carros a efetuar este tipo de transportes. Desta forma já se denota o “desespero” por parte dos transitários relativa à pequena quantidade de carros a circular. Além destes factos, acredito que o setor irá continuar a sobreviver e voltar a melhores dias. O preço dos carros ao longo dos anos não têm evoluído muito, mesmo com os grandes avanços tecnológicos que hoje equipam as viaturas pesadas de mercadorias. Relativamente aos preços a clientes, não se consegue refletir em proporção aos aumentos da energia. No que diz respeito aos vencimentos dos motoristas, posso afirmar que já foram mais bem remunerados que nos dias de hoje.”.

P.J. - Quando iniciou a atividade, tinha margens maiores? Porquê?

J.P. – “A essa questão posso dizer uma frase que costumo aplicar de forma a explicar a diferença de há 30 anos para os dias de hoje: eu com mil escudos, conseguia faturar sete mil escudos. Este exemplo é pura verdade e penso que explica tudo”.

P.J. – Dada a sua experiência, tem alguma ideia para conseguir dar a volta a esta crise no setor?

J.P. – “No que diz respeito ao combustível, não posso fazer nada, mas esperamos do governo medidas que facilitem as empresas e os setores que dependam tanto dos combustíveis. Se o combustível fosse mais barato, as empresas de transportes em vez de

cem carros podiam ter mil, gastavam dez vez mais gásóleo, em vez de cem motoristas tinham mil, em vez de pagar segurança social sobre cem funcionários pagavam sobre mil ou mais, e assim sucessivamente. Para se fazer frente aos transitários, tem que se ter muitos carros, para se conseguir concorrer a grandes empresas, mas mesmo assim não se tinha grandes preços de venda dos serviços”.

P.J.- Dada a sua experiência, como vê a atual situação económica e financeira das suas empresas?

J.P.- “Como sabes, tenho contabilistas e um consultor que me dão sinais de alerta sobre o atual estado das empresas. Sei que, principalmente a TGP, está muito mal e tem sido as outras empresas do grupo que a têm suportado, tanto em transportes, como pagamentos a fornecedores. Relativamente a esta, sinceramente não sei o que fazer. Tenho ouvido várias opiniões, tendo a maioria dos consultores aconselhado a sua venda ou a insolvência. Em qualquer das decisões, tenho os prós e os contras que ainda não consegui balancear de forma a tomar a melhor decisão. Por outro lado, a TTV encontra-se em melhor situação”.

P.J.- Para si, porque é que a TGP está em dificuldades?

J.P.- “Em primeiro lugar aponto as dificuldades ao estado do nosso país. Como deves saber, o sector dos transportes está estritamente ligado às oscilações económicas do nosso país. Quando o país está em crescimento, o sector dos transportes é o melhor, se o país está em recessão, os transportes mais vale acabarem. A TGP neste momento tem graves problemas de ineficiência. O meu sócio foi embora, e coloco nele as culpas da discrepância de valores entre as duas empresas, porque se uma (TTV) se tem aguentado, a TGP também deveria estar equiparada. Na TGP vejo graves problemas de ineficiência, nomeadamente nos gestores de tráfego. Noto que as cargas não estão a ser bem negociadas, os carros estão muito tempo parados, fazem alguns quilómetros em vazio e noto que os colaboradores cada vez menos zelam pelo seu posto de trabalho”.

P.J. – Dada essas dificuldades, acha que ainda existe uma estratégia de reestruturação para a TGP?

J.P.- “Se queres que te diga, não sei. Não sei devido a diversos motivos. A TGP com a saída do sócio deveria levar uma profunda reestruturação ao nível de recursos humanos. Para se conseguir levantar a TGP, penso que seria necessário um grande reforço humano, incentivos governamentais (que não acredito), e acesso à banca a juros baixos (que também não acredito). Consigo dizer que enquanto a banca tinha dinheiro, as minhas empresas andavam todas de boa saúde, o dinheiro circulava, conseguia cumprir com todas as minhas obrigações e todos os anos fazia avultados investimentos (característica do sector dos transportes). Como se costuma dizer, a última coisa a fazer é baixar os braços, e espero que com o teu estudo me tragas uma ideia válida para resolver a questão das minhas empresas”.

P.J. – Para si, como explica a diferença entre as suas empresas?

J.P.- “Para ser sincero, nos últimos anos sempre controlei mais a TTV que a TGP, e aí se vêm os resultados de uma e de outra em tempos de crise. Quando não existe crise, tudo corre bem, agora nestas alturas difíceis é que nos preocupamos com certas coisas. A TTV tem ótimos gestores de tráfego, ótimos motoristas e ainda temos acesso à banca. De momento a TTV tem suportado algumas despesas da TGP, e quero acabar com isso, para uma não arrastar a outra”.

P.J.- Pelo que já concluímos, vocês possui uma empresa em dificuldades e outra que ainda apresenta sinais de estabilidade. O que pensa fazer? Já ouviu falar em fusão de empresas?

J.P.- “O que penso fazer? Primeiro tenho de equacionar todas as opções de forma a tomar o caminho certo para as minhas empresas. Não está a ser fácil, porque soluções não existem muitas e a correta ninguém sabe. No mundo empresarial de hoje, cada vez se tem menos certezas no dia de amanhã e qualquer que seja a opção, dificilmente será a correta. Por isso, estou a ponderar muito bem, e ver qual é a melhor decisão de forma a não encerrar as empresas e continuar com postos de trabalho. Se já ouvi falar em fusão de empresas? (risos) Claro que sim. De fusões falou-se desde sempre. Para mim a fusão é a minha primeira opção para a reestruturação das empresas”.

P.J.- Porque diz que a fusão seria a sua primeira opção?

J.P.- “Olha digo isso porque já vi muitas fusões que resultaram e outras que não. Já vi fusões fáceis, outras difíceis e outras muito difíceis. No meu caso, julgo que seria fácil e benéfico para a TGP”.

P.J.- Porque diz que seria uma fusão fácil?

J.P.- “Então, o gerente é o mesmo, o sector é o mesmo, o local de trabalho é o mesmo, dizer a cliente e fornecedores que tinha ocorrido uma fusão seria fácil e perfeitamente compreensível, por isso julgo que existem fusões muito mais difíceis de concretizar”.

P.J.- Para o estudo da possível fusão terá que ser efetuado uma avaliação das empresas, com a finalidade de se observar que o valor das duas empresas em conjunto é superior ao valor das duas separada. O que pensa sobre a avaliação de empresas e negócios?

J.P.- “Sobre os processos de avaliação de empresas não sou a melhor pessoa para abordar esse tema. Sei que são processos muito subjetivos e que os resultados obtidos estão dependentes de muitos pressupostos que na realidade podem não existir nas mesmas empresas. O valor das empresas para mim pode ser um, agora para a banca, para um potencial comprador, e para o meu vizinho pode ser outro. Relativamente ao presente estudo, para mim o principal interesse é verificar se existem ou não mais valias juntar as duas empresas de forma a solucionar o meu problema. Por isso, julgo que os pressupostos que possam existir, mesmo não indicando o valor mais próximo da realidade, os resultados serão sempre válido: existem ou não existem sinergias considerando que se vai reduzir gastos?”.

P.J. – Então o que acha que pode acontecer com uma Fusão das 2 empresas?

J.P. – “Essencialmente redução de custos. Penso que com a fusão se conseguia manter a faturação e melhor controlo de custos”.

P.J. – Que gastos pensa diminuir?

J.P. – “ Dado a minha experiência julgo não ser difícil diminuir os gastos e manter ou mesmo aumentar os rendimentos. Quando as empresas eram pequenas, para mim era fácil controlar todas as viaturas, todos os motoristas, toda a faturação, todas as despesas, etc., mas com o crescimento foi impossível manter o nível de controlo que possuía sobre as minhas empresas. Então, julgo que conseguia diminuir os gastos com fornecimento e serviços externos, tanto fixos como variáveis. Ao diminuir a frota com a fusão, consumia menos gasóleo, seguros, etc. e mantinha a faturação apenas rentabilizando a frota ao máximo, agora com a ajuda das minhas filhas e de alguns elementos que conto. Ao diminuir a frota, claro que conseguia eliminar os piores motoristas que tenho nas duas empresas, conseguindo evitar indemnizações. Outra classe de gastos que podia diminuir, seriam as amortizações”.

P.J. – Visto se basear na ideia que a fusão traria maior controle nos gastos, na sua opinião, tem termos percentuais, qual seria a sua poupança nos gastos operacionais das suas empresa?

J.P. – “Bom, essa é uma questão importante que se deve delinear antes do processo de fusão. Claro que essa poupança percentual não passa de objetivos que deverão ser colocados em prática, senão os resultados da fusão não serão os esperados. Como já referi à pouco, com uma pequena redução de frota em cerca de 5% ao ano, julgo que conseguiria baixar os gastos variáveis das empresas. Relativamente a remunerações com o pessoal, julgo conseguir dispensar no primeiro ano cerca de 15-25% do meu efetivo humano. Se reparares, se reduzir apenas 5% da frota e 25% dos recursos humanos (gestores de tráfego, contabilista, administrativos, mecânico e motoristas), conseguiria reduzir o tempo que os carros estão parados em Portugal quando os motoristas estão de descanso. Os motorista quando vêm a Portugal têm de efetuar um descanso obrigatório, e quando o carro está a chegar às minhas instalações já tenho outro motorista pronto para continuar o serviço. Julgo que está será a chave para reduzir os custos, manter a faturação e aumentar a eficiência das minhas empresas”.

P.J. – Então e como pensa diminuir as depreciações? E quanto pensa que será essa redução?

J.P.- “Se todas as depreciações tivessem sido calculadas para 8-10 anos em vez de 3-5 anos como estão calculadas, conseguiria obter resultados operacionais positivos e tínhamos sempre a porta aberta das entidade bancárias. Outro ponto que importa referir é que nos próximos anos não penso fazer investimentos de expansão, agora penso mesmo em aguentar, rentabilizar ao máximo e os investimento que efetuar será só para substituição. Logo penso que reduziria as depreciações. Pelo que expliquei, aponto para o primeiro ano uma redução de 40%, reduzindo depois este valor gradualmente ao longo do tempo.”.

P.J. - Que sinergia espera obter?

J.P. – “Espero obter sinergias a todos os níveis. Penso que com uma a fusão obteria o mesmo nível de faturação, redução de gastos, fiscalmente penso que conseguiria qualquer coisa, e em termos de recursos humanos poderia captar uma mais valia no meu pessoal. Julgo que uma fusão fazia bem a muitos elementos, incentivando o trabalho e a responsabilidade”.

P.J. - Acha que irá ter impacto nos seus Recursos Humanos?

J.P. – “ Como disse anteriormente, com a fusão conseguia ficar apenas com os melhores elementos, e penso que a fusão motivará os colaboradores”.

P.J.- Na sua opinião, como acha que vai manter a faturação das suas empresas, mesmo reduzindo pessoal?

J.P.- “Acredito que manter a faturação das duas empresas não seja impossível. Melhorando a eficiência não só da TGP como da TTV, acredito que é possível, juntamente com uma seleção de clientes, fornecedores, de gestores de tráfego e essencialmente de motoristas.”

P.J. - Como pensa iniciar o processo de Fusão?

J.P. – “ Ainda é uma questão que não penso muito. Antes da fusão tenho de estudar bem todos os pormenores do antes e pós fusão. Sei que as empresas estão em dificuldades e é com elas que vivo todos os dias nomeadamente devido a dificuldades de tesouraria, mas caso veja a fusão como a estratégia a seguir julgo que não terei dificuldades em avançar. Possuo conhecimentos e estou rodeado de pessoas capazes de me apoiar e levar a cabo a possível fusão para os melhores resultados”.

P.J. - Encontra-se informado sobre esta questão?

J.P. – “Claro que sim. Penso que todas as empresas de transportes já pensaram em fusões e aquisições. Eu próprio já equacionei essa hipótese até mesmo antes da crise. Para mim não é novidade este tema e julgo ser uma estratégia de reestruturação que acredito em inúmeros casos. Com a velocidade e acesso a informação dos nossos dias, julgo não ser difícil concretizar o processo de fusão com sucesso”.

PJ. - Vai alterar a estratégia das empresas?

J.P. – “Nos dias que passam as estratégias empresariais não podem ser estáticas. Todos os dias alteramos a estratégia delineada e que estão em constantes adaptações. Tenho inúmeras ideias para as minhas empresas e penso, também, em novas áreas de negócio que posso adaptar às minhas empresas”.

Apêndice 3

Quadro Ficha de Leitura/Análise de Artigo

Autor	Problema/Hipóteses	Amostra	Conclusões
Ariane Barbosa de Oliveira e Ricardo Bordeaux-Rêgo	Verificar que existe geração de Sinergia e consequente geração de valor com as aquisições e fusões de empresas originando a AmBev e InBev.	As empresas criadas: AmBev e InBev.	Pelo método do FCD foi possível verificar que houve uma criação de valor na operação que criou a AmBev, mas o mesmo não aconteceu com a operação que gerou a InBev.
Adriano Rojo, Adriano Pini e Aureana Gomes	Ver quais são os motivos que levam as empresas a escolherem as F&A como estratégias de reestruturação. Verificar se gerou Sinergias com a fusão de 2 empresas através de um estudo de caso.	Para o estudo dos motivos que levam as empresas a recorrer às F&A foram baseado em estudo empíricos já existentes. Quanto ao estudo de caso, utilizaram como amostras as empresas Americanas.com, S.A. E Comercio Eletrónico e Submarico, S.A.	Através de estudos empíricos já publicados, concluíram que o principal motivo que levou as empresas a recorrerem a F&A foi a procura de Sinergia. Quanto ao estudo de caso, verificaram a existência de Sinergias com a Fusão das 2 empresas.
Pedro Gomes dos Santos	Verificar as Sinergias de Fusão entre a Soanecom e a ZON, visto que o setor das comunicações estar num estado de Maturidade.	Sonaecom + Zon	Verificou-se bons resultados de Sinergias através da troca de ações.

Autor	Problema/Hipóteses	Amostra	Conclusões
Marcos António de Camargos Francisco Vidal Barbosa	Verificar se as F&A das empresas Brasileiras resultaram em Sinergias Operacionais e de Gerência assim como no aumento da Rentabilidade.	76 empresas Brasileiras	As empresas aumentaram o valor dos ativos; Resultaram Sinergias Operacionais e de Gerência; Não se verificou um aumento da Rentabilidade das empresas; As empresas adquirentes apresentaram um maior potencial de gerar sinergias operacionais e de Gerência e de melhorar a rentabilidade.
Fernando Mauro Barrueco; Miguel Fernando Ribeiro Perrotti e Paulo Salvador Ribeiro Perrotti	Informar as empresas brasileiras sobre os processos a seguir para uma F&A. Trata-se de um manual.	Não foi utilizada qualquer amostra.	Visto não ser um estudo, não se pode apresentar conclusões.
ANETIE - Associação Nacional das Empresas das Tecnologias de Informação e Eletrónica	Ajudar as PME do setor das TIC a recorrerem a esta prática de F&A	Não é um estudo, mas refere-se às empresas de TIC	Este Manual de F&A serve de referência para estas empresas caso estejam interessadas em F&A.
Miguel Luís Cortês Pinto de Melo	Descrever o processo, os documentos, etc. necessários para o processo de fusão seguindo o decreto de lei 185/2009.	Não é um estudo, trata-se de um documento transcrito de uma revista de fiscalidade.	Visto não ser um estudo, não se pode apresentar conclusões.

Autor	Problema/Hipóteses	Amostra	Conclusões
Alexandra Sofia Nogueira Tavares	Analisar o impacto da Fusão sobre os Produtos, a estratégia, nos RH, nos sistemas de informação, meios comunicação, logística e equipas de vendas, e identificar as sinergias obtidas.	Sumol + Compal	Conclui-se que o processo decorreu da melhor maneira, existirem Sinergias Operacionais, nomeadamente na rubrica de gastos de vendas, nos FSE e gasto com pessoal.
Ana Carina Gomes Batista	Analisar e compreender o processo de fusão destas duas empresas do setor bancário português na zona do Alentejo.	Estudo de caso difusão da Caixa Agrícola da Costa Alentejana e da Caixa Agrícola do Litoral Alentejano	Os resultados demonstram que a fusão foi um sucesso, permitindo o fortalecimento da competitividade, aliada ao aproveitamento de sinergias e economias de escala, mediante a harmonização e conjugação das políticas económicas e financeiras da Caixa Agrícola, bem como a simplificação da estrutura administrativa, a redução de custos e o incremento da operacionalidade.

Autor	Problema/Hipóteses	Amostra	Conclusões
José Anísio Fernandes Faria	As medidas tradicionais de desempenho económico das empresas não conseguem apurar se está a criar ou destruir riqueza e consequentemente a contribuir-se para o aumento ou diminuição do valor de mercado das empresas, uma vez que o seu cálculo tende a assentar quase exclusivamente em dados contabilísticos. Com vista a responder a este problema, o EVA/MVA foi apresentado como uma metodologia de avaliação de desempenho económico.	101 empresas Sul Africanas cotadas em bolsa	O estudo não confirma o maior poder explicativo do EVA, em comparação com as restantes medidas de desempenho tradicionais, na explicação do MC e MVA.
Ana Isabel Martins	Dada a dificuldade na obtenção de variáveis essenciais e a desadequação dos métodos tradicionais existentes, para grande maioria das entidades sujeitas a avaliação, inviabilizam a aplicação das metodologias tradicionais e a obtenção de valores credíveis. Então apresenta novos métodos de estimação do custo do capital próprio,	37 Bancos a atuar em Portugal	Este assunto do cálculo do custo do capital próprio ainda não reúne o consenso dos investigadores dada a sua dificuldade de cálculo e obtenção de dados financeiros. Então de forma a se conseguir avaliar qualquer entidade, tem que se recorrer a métodos alternativos e que como se verifica no estudo, apresentam resultados bastante credíveis.

Autor	Problema/Hipóteses	Amostra	Conclusões
Ana Margarida Pereira	Elaborar um estudo de caso na avaliação de uma empresa (ISA) elo método dos FCD	Empresa ISA	Este método de avaliação é mais eficiente. Chegou-se ao valor da ISA, mas o presente estudo carece de aplicação de outros métodos de avaliação.
Ana Curral	Aplicar uma metodologia de avaliação à fusão da Sonaecom e a Zon	Soanecom e Zon	Verificar a aplicação do método dos múltiplos a empresas do sector das telecomunicações. Concluiu-se que as empresas através deste método estão sobreavaliadas.
Valter Surin, Ana Lúcia Miranda Lopes, Newton da Costa Junior	Aplicação dos métodos de avaliação de empresas dos FCD e do valor residual em empresa do sector elétrico	Empresas do sector elétrico	O estudo revelou a presença de valores das empresas muito diferentes.
João Carvalho das Neves	Livro meramente teórico		Conclui-se após a leitura do livro, que existem muitos métodos de avaliação de empresas, e que a escolha de qualquer método acarreta subjetividade e pressupostos.

Autor	Problema/Hipóteses	Amostra	Conclusões
Panayiotis C. Andreou, Christadoulos Louca; Photis M. Panayides	Verificar os efeitos da valorização das F&A na indústria dos transportes de carga.	F&A de 285 empresas transportes entre 1980 e 2009	Verifica-se que as F&A criaram ganhos de Sinergia. Tiveram melhores resultados em fusões verticais do que horizontais.
Donald E. Sorensen	Observar que as fusões no movimento de fusão no ano de 1990 foram mais rentáveis de que as em períodos anteriores.	735 empresas	As empresas adquirentes em 1996 são significativamente mais rentáveis do que ambas as empresas alvo. Os resultados visam que as fusões modernas são motivadas principalmente por empresas com margens médias, procurando um aumento de lucro, através de uma rápida expansão das vendas.
Nurdan Colakoglu, Gul Nihan Guven Yesildag	Como se sentem os funcionários nos processos de fusão?	100 funcionários dos 2 bancos em causa	As fusões bancárias podem causar preocupações sobre o emprego no lado dos empregados, embora o processo de fusão possa ser positivo. Os funcionários sentem preocupações, ansiedade e deficiência motivacional devido ao processo de fusão.

Autor	Problema/Hipóteses	Amostra	Conclusões
Diwakar Gupta e Yigal Gerchak	Convém definir modelos para ajudar os gestores a anunciarem a Fusão, que tem por base as sinergias operacionais.	Cálculos matemáticos	O valor das empresas alvo dependem do tipo de mercado e das instalações, stock, et. Que possui, o que pode tornar o alvo mais ou menos apetecível, implicando aumentar ou diminuir a sinergia Operacional.
Carol Yeh-Yunlin e Yu-Chen Wei	Falta de estudos na área da ética das F&A relativamente aos funcionários.	264 empresas	A conduta ética em F&A é significativamente correlacionada com o desempenho do trabalhador. A falta de ética pode detorar o funcionamento e levar mesmo a empresa à falência. A conduta anti ética pode desempenhar um papel fundamental no fracasso das F&A.

Apêndice 4

Quadros de Revisão da Literatura

Autor	Ano	Sector	Objetivos	Variáveis/Indicadores
Ariane Barbosa de Oliveira e Ricardo Bordeaux-Rêgo	2011	Avaliação de empresas através dos métodos Económico-financeiros e pela avaliação através dos FCD.	Através de 2 tipos de avaliação: económico-financeira e avaliação pelos métodos dos FCD houve ou não criação de valor nestas duas novas empresas formadas a partir de Fusões e Aquisições.	Para a verificação das Sinergias operacionais utilizaram como referência o rácio: EBITDA. Para as Sinergias Financeiras utilizaram o ROE e o ROA.
Adriano Rojo, Adriano Pini e Aureana Gomes	2010	Económico-Financeiro	Analisar os principais motivos que levam as empresas a recorrerem às F&A. Através de um estudo de caso de fusão demonstrar através do CFD se gerou Sinergia.	Através dos valores das Demonstrações de Resultados e Balanços, calculou pelo método de avaliação dos Free Cash Flows a presença ou não Sinergia com a fusão das 2 empresas.
Pedro Gomes dos Santos	2009	Estudo de Caso	O porquê da fusão das 2 empresas quando as 2 se encontram em fase Maturidade. Calcular a Sinergia.	Na ótica Financeira ou os indicadores utilizados foram: EBITDA, EBIT, RL; RAI. Os rácios de rentabilidade analisados foram: RL, CP, ROE, RoCE, EBIT e Capitais Investidos.

Autor	Ano	Sector	Objetivos	Variáveis/Indicadores
Marcos António de Camargos Francisco Vidal Barbosa	2009	Económico-Financeiro	Verificar se as empresas Brasileiras melhoram com F&A.	Para as Sinergias Operacionais utilizaram os rácios de Margem Bruta, Margem Operacional e Líquida. Como rácios de rentabilidade usou-se: lucro por ação (LPA); Retorno dos Ativos (ROA); Retorno sobre o Investimentos (ROE); Retorno sobre o Patrimoni (ROI) e o <i>Payout</i> .
Fernando Mauro Barrueco; Miguel Fernando Ribeiro Perrotti e Paulo Salvador Ribeiro Perrotti		Direito empresarial	Com o aumento do número de F&A as empresas devem ter noções legais, financeiras, administrativas e contábeis sobre estas atividades.	Artigo meramente meramente descritivo, tratando de um Manual para F&A.
ANETIE - Associação Nacional das Empresas das Tecnologias de Informação e Eletrónica		Associação Empresarial	Ajudar as PME do setor das TIC a recorrerem a esta prática de F&A.	Artigo meramente descritivo, tratando-se de um Manual para F&A.
Miguel Luís Cortês Pinto de Melo	2010	Revista de Fiscalidade da OTOC	Descrever o processo SIMPLEX no registo de Fusão de Sociedades.	Artigo meramente descritivo sobre o processo de registo de fusão de empresas.

Autor	Ano	Sector	Objetivos	Variáveis/Indicadores
Marcos António de Camargos Francisco Vidal Barbosa	2005	Económico- Financeiro	Verificar se as empresas que passaram pelo processo de F&A entre 1995 e 1999 obtiveram Sinergias.	Indicadores de Liquidez (Situação Financeira): Liquidez Geral e Liquidez corrente. Indicadores de Estrutura/ Endividamento (Situação Financeira): Perfil da Dívida, Grau de endividamento Financeiro, Participação de capitais de terceiros. Indicadores Rentabilidade (Situação Económica): Retorno sobre o Ativo (ROA); Retorno sobre o PL; Lucro por ação. Indicadores de Sinergia: Margem Bruta, Margem Líquida; Despesas Administrativas e Gerais em relação à Receita Líquida.
Francisco Cavalcante e Rodrigo Pasin	2005	Consultoria Financeira	Ilustrar as potencialidades de uma F&A.	Artigo meramente descritivo, resumindo um livro sobre F&A dos autores.
Marcos António de Camargos Francisco Vidal Barbosa	2008	Económico- Financeiro	Avaliar as F&A de empresas brasileiras resultaram em Sinergias Operacionais e criação de valor para os acionistas.	Para verificarem a criação de valor utilizaram como variáveis: Q Tobin, e o <i>Firm Value</i> . Para os cálculos das Sinergias Operacionais, recorreram ao EBITDA, Rentabilidade do ativo operacional e o Crescimento das vendas líquido.

Autor	Ano	Sector	Objetivos	Variáveis/Indicadores
Alexandra Sofia Nogueira Tavares	2010	Estudo Caso de F&A	Verificar as sinergias Operacionais e criação de valor após a fusão da Sumol + Compal.	Estudo meramente descritivo, não apresentando quaisquer cálculos auxiliares.
Ana Carina Gomes Batista	2010	Estudo de Caso de F&A	Analisar e compreender o processo de fusão no ponto de vista das suas motivações, da estratégia implementada e do processo de integração seguido, procurando avaliar o impacto desta operação no seu desempenho económico - financeiro.	De Estrutura: ativo líquido, crédito sobre clientes, recursos de clientes e situação líquida; De Exploração: Margem Financeira, Produtos bancários e Resultados Líquidos; De Rendibilidade: Margem Financeira / Produto Bancário, ROA, ROE e <i>Cost to Income</i> ; De Solidez: rácio de Solvabilidade.
José Anísio Fernandes Faria	2008	Estudo de Caso do EVA	Analisar a teoria e as principais afirmações do EVA se verificam no mercado Sul Africano.	Como indicadores de desempenho utilizou: EVA, MVA, OI, NOPAT, CR, Ni, ROE, ROA, EPS, Variação EVA, Variação do MVA e variação do EPS.

Autor	Ano	Sector	Objetivos	Variáveis/Indicadores
Ana Isabel Martins	2010	Financeiro	Apresentar metodologias alternativas na estimação do custo do capital próprio, dada a dificuldade de aplicação de métodos tradicionais (como o CAPM) dada a falta de dados disponíveis.	Neste estudo, foi calculado o custo do capital próprio pelo modelo tradicional e por modelos alternativos. Para o CAPM utilizou os indicadores usuais, e no modelo alternativo utilizou: t_1 = Taxa média rendibilidade das obrigações do tesouro, t_2 = taxa de risco (usando a notação de rating da empresa/setor ou o rácio de solvabilidade) e t_3 = taxa anual média da inflação.
Ana Margarida Pereira	2012	Avaliação de empresas através dos métodos Económico-financeiros e pela avaliação através dos CFD.	Através do método dos FCD, avaliar a ISA	Para o cálculo dos FCD, pelo método do FCFF, apurou o valor deste fluxos de caixa descontado a uma taxa de desconto (WACC) para no fim obter o valor da empresa assim como o valor de cada ação.
Ana Curral	2013	Estudo de Caso em F&A	Verificar o valor das empresas através do método dos múltiplos.	O estudo efetuado não interessa para o este estudo de caso.
Valter Surin, Ana Lúcia Miranda Lopes, Newton da Costa Júnior	2008	Estudo de Caso	Verificar o valor das empresas do sector pelos métodos dos FCD e do valor residual	Para o cálculo da taxa de desconto, utilizaram a taxa das obrigações do tesouro, o risco do país e o prémio de risco do sector. Os restantes indicadores são os normais do método dos FCD.

Autor	Ano	Sector	Objetivos	Variáveis/Indicadores
João Carvalho das Neves	2002	Livro especializado	Demonstrar os diferentes métodos de avaliação e os seus pormenores a tomar em conta com a sua utilização.	Tomou-se nota de todas as variáveis utilizadas para a aplicação do método dos FCD.
Panayiotis C. Andreou, Christadoulos Louca; Photis M. Panayides	2012	Transportes de Carga	Estudar empiricamente os efeitos da valorização das F&A na indústria dos transportes de carga.	VD: Efeitos da Valorização da Fusão; VI- Características da fusão
Donald E. Sorensen	2000	Económico-Financeiro	Observar que as fusões no movimento de fusão no ano de 1990 foram mais rentáveis de que as em períodos anteriores. Queriam também observar se os motivos de fusão nas décadas de 60 a 90 eram os mesmos.	Utilizou principalmente 4 índices de rentabilidade: ROS (EBIT/Vendas); EBIT/Ativos Totais; ROA (CF/AT) e o ROE. Utilizaram ainda 2 índices de alavancagem: EBIT/Taxas e CF/Taxas.

Autor	Ano	Sector	Objetivos	Variáveis/Indicadores
Nurdan Colakoglu, Gul Nihan Guven Yesildag	2011	Económico-Financeiro e Comportamental (RH)	Analisar a tendência de fusões bancárias no mundo e, consequentemente, revelar o processo de fusão de 2 bancos com capital estrangeiro, que operam na Turquia e os pontos de vista e pensamentos dos funcionários relativamente ao processo de fusão.	O estudo efetuado não interessa para o este estudo de caso.
Diwakar Gupta e Yigal Gerchak	2012	Matemática	O objetivo é capturar parâmetros importantes do lado da produção, quer têm influencia sobre a valorização das ações da empresa alvo de fusão.	O estudo efetuado não interessa para o este estudo de caso.
Carol Yeh-Yunlin e Yu-Chen Wei	2006	Comportamental (RH)	Colmatar uma lacuna nos estudos de F&A que apenas se baseiam em funções financeiras e soluções estratégicas. Aqui estudam a ética do negócio relativos aos funcionários da empresa fundida.	Indicadores estatísticos não relevantes para este estudo de caso.

Autor	Ano	Sector	Objetivos	Variáveis/Indicadores
Robert Deyoung, Douglas D. Evanoff e Philip Molyneux	2009	Económico-Financeiro	Fazer uma revisão da literatura das recentes fusões. Proporcionar uma atualização das revisões de literatura sobre a consolidação do setor financeiro em foco principal na literatura pós 2000.	O estudo efetuado não interessa para o este estudo de caso.
Bruno Alexandre Lopes dos Santos	2010	Estudo de Caso de F&A	Estudar o caso de uma metalúrgica que sentiu a ameaça da industria chinesa e sofreu uma forte pressão por parte dos seus acionista de forma a incorrerem em fusões de forma a conquistarem uma posição dominante no mercado.	Para os cálculos dos diferentes tipos de sinergias, utilizaram os respetivos índices. Utilizou também o métodos dos CFF.