

**ESTUDO DA FUSÃO ZON E OPTIMUS: UMA
OPORTUNIDADE OU INEVITABILIDADE?**

Tânia Raquel Coelho Amorim

**Projeto de Mestrado
em Gestão**

Orientador(a):

Prof. Doutor Rui Pedro Soares Ferreira

Docente Assistente Convidado do Departamento de Finanças

Outubro 2014

**ESTUDO DA FUSÃO ZON E OPTIMUS: UMA OPORTUNIDADE OU
INEVITABILIDADE?
Tânia Raquel Coelho Amorim**

- Lombada -

Resumo

Desde a antiguidade que qualquer empresa tem de comprar/produzir abaixo do custo dos proveitos obtidos. Quando de alguma forma, este princípio for posto em causa, cabe aos gestores, que têm como principal objetivo a criação de valor para o acionista, procurarem soluções.

Neste seguimento e na atual economia globalizada, existe uma tendência para as empresas concentrarem capitais e segmentos de produtos. Tal ocorre, como consequência da concorrência no mercado e por existir uma necessidade de reduzir custos operacionais, para conseguir manter o produto competitivamente no mercado.

No final do século XX e início do século XXI, as telecomunicações transformaram-se num dos setores mais ativos e emergentes da economia mundial. Tal facto faz com que este mercado seja dos mais dinâmicos e estratégicos da atualidade.

Desde o ano de 2012, se falava da fusão de duas grandes operadoras no mercado das telecomunicações, a ZON e a Optimus. A combinação destas duas companhias daria origem à segunda maior empresa do sector, criando um novo *player* com força suficiente para competir em todos os segmentos de negócio com a incumbente PT. A Outubro do ano de 2013 materializou-se a grande operação.

É defendido que esta fusão teve todo o racional económico e financeiro que permitiu uma otimização de recursos com ganhos de economia de escala e sinergias. Falta então saber, se esta decisão de fusão por incorporação entre as duas entidades aconteceu com base numa oportunidade existente no mercado ou numa operação estratégico-financeira inevitável para ambas permanecerem ativas e competitivas.

Aqui, culmina o objetivo desta dissertação, com uma visão pré-fusão, avaliando as duas empresas separadamente com base nos últimos resultados apresentados antes da fusão, e posteriormente com uma visão pós-fusão avaliando a empresa criada NOS, entender se a operação foi uma oportunidade de criação de valor ou uma inevitabilidade.

Adicionalmente, no seguimento de uma visão pós-fusão irão ser compreendidos os impactos resultantes da fusão a três níveis distintos, a nível interno, a nível de mercado e a nível do consumidor final.

Palavras-chave: Setor das Telecomunicações; Fusão; ZON; Optimus; Impactos; Sinergias.
Classificação JEL: G34 → *Mergers; Acquisitions; Restructuring; Corporate Governance*

Abstract

Since antiquity it is known that any company has to buy or produce below obtained income. When somehow, this principle is put into question, it is up to managers, whose main objective is to create shareholder value to seek solutions.

In the same line of thought and in the current globalized economy, there is a tendency for companies to concentrate capital and product segments. This occurs as a result of market competition and also because there is a need to reduce operating costs, in order to be able to keep the product in the market in a competitively way.

In the late twentieth and early twenty-first century, telecommunications became one of the most active and emerging sectors of the world economy. That fact makes this market one of the most dynamic and strategic nowadays.

Since 2012, that is news the merger of two major companies in the telecommunications market, ZON and Optimus. The combination of these two companies will create the second largest company in this sector, thus creating a new player with enough force to compete in all business segments with its major competitor PT. In October 2013 this major operation took place.

It is argued that this merger has had all the economic and financial advantages that allowed an optimization of resources with scale economy gains and synergies.

Remains to know if the decision to merge the two companies by incorporation occurred based on an existing market opportunity, or in an inevitable strategically-financial operation for both to remain active and competitive.

That is the aim of this thesis, to display a pre-merger vision, assessing the two companies separately based on the latest results presented before the merger, and a post-merger vision valuing the company created “NOS”, in order to understand whether the operation was an opportunity for value creation or an inevitability.

Additionally, following a post-merger vision will be dissected the impacts resulting from the merger at three separate levels, internally, market level and to the final consumer.

Keywords: Telecommunication Sector; Merger; ZON; Optimus; Impacts; Synergies.

JEL Classification: G34→ Mergers; Acquisitions; Restructuring; Corporate Governance

Agradecimentos

O espaço limitado desta secção de agradecimentos, seguramente, não me permite agradecer, como devia, a todas as pessoas que, ao longo do meu Mestrado em Gestão me ajudaram, direta ou indiretamente, a cumprir os meus objetivos e a realizar mais esta etapa da minha formação académica.

Desta forma, deixo apenas algumas palavras, mas de profundo agradecimento.

Ao Professor Rui Pedro Soares Ferreira que prontamente aceitou orientar-me nesta jornada. Um enorme Obrigada pelas valiosas contribuições e críticas, pela paciência, disponibilidade e motivação. O seu conhecimento na área e a sua determinação são um exemplo a seguir.

A todos os meus amigos pela motivação, amizade, carinho e apoio verdadeiro que sempre encontrei, em especial à Ana Rita Morgadinho, Ana Margarida Tomé, Frederico Baselar Meireles e Miguel Pacheco.

Aos meus colegas de trabalho e amigos, em especial Jaime Rocha, Tanya Contente, Josué Silva, Jordana Fialho e Ana Mendes, pelo companheirismo, ajuda e flexibilidade para a realização desta Tese.

Ao meu namorado, Ivo Mendes, um Obrigada muito especial por toda a amizade, amor, carinho e palavras de motivação quando o caminho parecia incerto.

Um agradecimento enorme à minha Família, são o meu orgulho, avós, tios, tias, primos, cunhada, sobrinha, são fulcrais na minha vida e sem vocês nada é possível.

Um Obrigada muito especial ao meu irmão, Nelson Amorim, por todo o conhecimento e ajuda, cujo contributo se revelou essencial à concretização deste trabalho. Espero que esta etapa que me ajudaste a terminar, possa, de alguma forma, retribuir toda a amizade, carinho, dedicação que constantemente me ofereces.

Por fim, mas os mais importantes, agradeço à minha mãe, Maria Cremilde Amorim, a melhor Mulher que conheço, quero agradecer pelo amor, dedicação, amizade, paciência, foi um apoio fundamental. Ao meu pai, Joaquim Rodrigues Amorim, enches-me de orgulho todos os dias pelo lutador que és. Um grande Obrigada pela força, pelos valores, pelo que me tornaram. Este é o resultado do nosso esforço.

Índice

Resumo.....	i
<i>Abstract</i>	iii
Agradecimentos	v
Índice de Gráficos.....	viii
Índice de Tabelas	ix
Índice de Ilustrações	x
Abreviaturas	xi
Parte I – Introdução.....	1
Propósito e enquadramento do tema	1
Questão da pesquisa	2
Metodologia	2
Estrutura global da dissertação	4
Parte II – Desenvolvimento Teórico	5
Introdução	5
Capítulo 1 - Fusões e Aquisições (<i>Mergers & Acquisitions – M&A</i>)	6
Conceito	6
Tipos de fusões e aquisições	7
Evolução – história	8
Motivações	14
Sinergias.....	15
Considerações Fiscais – Comprador e Vendedor.....	16
O processo	17
Capítulo 2 – Avaliação de Empresas.....	18
Ótica patrimonial (<i>Asset Based Approach</i>)	20
Ótica financeira ou do rendimento (<i>Income Approach</i>).....	20
Ótica de comparação com o Mercado (<i>Market Approach</i>)	21
Opções Reais (<i>Real options Approach</i>)	27
Conclusão.....	29
Parte III – Caso de Estudo – Fusão ZON e Optimus	29
M&A no Mercado das Telecomunicações	29
Tendência e análise do setor das Telecomunicações em Portugal.....	30
Cronologia da operação – Fusão ZON Optimus	38

Análise pré-fusão – ZON.....	40
Descrição da Empresa.....	40
Estrutura Acionista	41
Dados Financeiros relevantes	42
Análise pré-fusão - Optimus	42
Descrição da Empresa.....	42
Estrutura Acionista	43
Análise pós-fusão – NOS.....	43
Descrição da Empresa.....	43
Estrutura Acionista	44
Dados Financeiros Relevantes.....	45
Avaliação em Separado	45
ZON	45
Optimus	46
Avaliação em Conjunto	48
NOS.....	48
Parte IV – Conclusões.....	48
Conceito	48
Tipo de Fusão.....	49
Motivações da fusão	49
Sinergias	51
Processo	51
Discussão de Resultados.....	52
Impactos - Nível Mercado	53
Impactos - Nível Interno.....	55
Impactos – Nível Consumidor Final	56
Ex-Optimus	56
Ex-ZON.....	57
Referências Bibliográficas	59
Anexos.....	63

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Evolução trimestral de Fusões e Aquisições Mundiais	11
Gráfico 2 – Distribuição Geográfica Mundial das fusões e aquisições no 1º Trimestre de 2014.....	12
Gráfico 3 – Distribuição Geográfica Europeia de Fusões e Aquisições em valor no 1º Trimestre de 2014	13
Gráfico 4 – Distribuição de Quotas de Mercado no Segmento de Serviços de Televisão por Subscrição.	32
Gráfico 5 – Distribuição de Quotas de Mercado no Segmento de Serviço de Acesso à Internet – Banda Larga Fixa.....	34
Gráfico 6 – Distribuição de Quotas de Mercado do Segmento de Serviço de Acesso à Internet – Banda Larga Móvel.....	35
Gráfico 7 – Distribuição de Quotas de Mercado no Segmento de Serviço de Telefone Fixo.	36
Gráfico 8 – Distribuição de Quotas de Mercado no Segmento de Serviço de Telefone Móvel.	38
Gráfico 9 – Volume de Negócios da ZON.....	41

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Top 10 das Fusões e Aquisições anunciadas a Fevereiro de 2014.	12
Tabela 2 – Variação Homóloga de assinantes do Segmento de Serviço de Televisão por Subscrição integrado em pacotes.	32
Tabela 3 – Principais Acionistas do Grupo ZON.	41
Tabela 4 – Dados Financeiros ZON (Milhões de Euros).	42
Tabela 5 – Estrutura Acionista da Optimus.	43
Tabela 6 – Estrutura Acionista da NOS.	44
Tabela 7 - Dados Financeiros NOS.	45
Tabela 8 – Valor dos Capitais Próprios da ZON a 30/6/2014.	45
Tabela 9 – Amostra final de comparáveis da Optimus, SGPS, SA.	47
Tabela 10 – Valor dos Capitais Próprios da Optimus a 30/6/2014.	48
Tabela 11 – Valor dos capitais próprios da NOS a 30/6/2014.	48
Tabela 12 – Resumo dos valores dos capitais próprios com e sem fusão.	52

Índice de Ilustrações

Ilustração 1 – Atividades Principais das 3 Fases de uma operação de Fusão ou Aquisição.....	17
Ilustração 2 – Exigências da organização nas 3 Fases de uma operação de Fusão ou Aquisição.....	18
Ilustração 3 – Retorno das Opções em função do valor dos Ativos Subjacentes.....	28
Ilustração 4 – Esquema cronológico dos principais acontecimentos no processo de fusão da ZON Optimus.....	39
Ilustração 5 – Evolução das cotações da ZON e da Sonaecom após anúncio da fusão..	50
Ilustração 6 – Complementaridade entre a ZON e a Optimus em termos de clientes. ...	51

Abreviaturas

ABA – Autofinanciamento Bruto por ação;

Adc – Autoridade da Concorrência

ADSL – *Asymmetric Digital Subscriber Line*;

ANACOM – Autoridade Nacional de Comunicações;

BCG – *Boston Consulting Group*;

CEO – *Chief Executive Officer*;

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários;

ECR – Entidade Reguladora para a Comunicação Social;

EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes*;

EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*;

EMEA – *Europe, Middle East & Africa*;

EV – *Enterprise Value*;

FFTH – *Fiber To The Home*;

GSM – *Global System for Mobile*;

M2M – *Machine to Machine*;

M&A – *Mergers & Acquisitions*;

NOS – NOS, SGPS, S.A;

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico;

OPA – Oferta Pública de Aquisição;

Optimus – Optimus SGPS, S.A;

P – Preço de cotação

PBV – *Price Book Value*;

PCE - *Price to Cash Earnings*;

PER – *Price Earnings Ratio*;

PS – *Price to Sales*;

PSI – *Portuguese Stock Exchange*;

PT – Portugal Telecom;

RDIS – Rede Digital Integrada de Serviço;

RL – Resultado Líquido;

ROIC – *Return On Invested Capital*;

SA – Sociedade Anónima;

SGPS – Sociedade Gestora de Participações Sociais;

STF – Serviço de Telefone Fixo;

STM – Serviço de Telefone Móvel;

STVS – Serviço de Televisão por Subscrição;

UE – União Europeia;

UMTS – *Universal Mobile Telecommunications System*;

VCA – Valor Contabilístico da Ação;

VCP – Valor dos Capitais Próprios;

VN – Volume de Negócios;

VOIP – *Voice Over Internet Protocol*;

ZON - Zon Multimedia, Servicos de Telecomunicacoes e Multimedia, SGPS, S.A.

Parte I – Introdução

Esta parte tem o objetivo de contextualizar a investigação, enquadrando o assunto. Para atender ao objetivo exposto, primeiramente será explicado o propósito do tema da dissertação. Depois, segue-se a determinação da questão central de pesquisa que se pretende responder com a elaboração da dissertação. E, por fim, será apresentada a metodologia adotada e um esboço da dissertação, ou seja, uma estrutura global que será seguida para atingir o proposto.

Propósito e enquadramento do tema

As empresas enfrentam mercados cada vez mais competitivos, bem como mudanças externas e internas. Se no passado era possível uma empresa permanecer longos períodos de tempo com a mesma dimensão, hoje tal já não acontece. As pressões competitivas e a constante busca por aumento de valor associados ao crescente dinamismo do mercado levam a que as empresas tenham a necessidade de crescer. Sem o crescimento, muitas empresas perdem a sua razão de existir, estagnam e acabam por desaparecer do cenário económico.

Precisamente pelo facto de proporcionarem um caminho mais rápido e seguro para atingir os objetivos de crescimento e diversificação, as operações de concentração empresarial, nomeadamente as fusões e aquisições de empresas, têm desempenhado um papel-chave “como uma forma revolucionária da moderna organização empresarial” (Rodrigues, 2003).

De acordo com estudo efetuado pela *Merril Datasite* intitulado de “*A Merger Market report on global M&A activity*”, a Março de 2014, a atividade de fusões e aquisições na Europa superou as expectativas, contanto com um total de 805 operações deste tipo, um aumento de 14,7% quando comparado com o mesmo período em 2013.

Ainda de acordo com o estudo, o setor mais ativo neste tipo de operações é o setor “*Technology, Media and Telecommunications (TMT)*”, com um total de 113 operações. A fusão entre a PT e a OI, impulsionou Portugal para o quarto país europeu mais ativo até à data do estudo.

Neste enquadramento, a confiança global está a aumentar para se alinhar à tendência de elevação da capacidade financeira das empresas e, conseqüentemente, estimular o

aumento no número de negócios de fusões, pelo que aqui culmina o tema e o respectivo propósito da dissertação a que me proponho.

Analisando o panorama nacional, surgiu a ideia de estudar a fusão durante muito tempo anunciada no setor das telecomunicações, entre a ZON e a Optimus.

Questão da pesquisa

Dado o enquadramento do tema acima, tornou-se bastante interessante na minha opinião perceber o que verdadeiramente esteve na origem da fusão entre estas duas grandes operadoras. Para o efeito, o objetivo é ter primeiramente uma visão pré-fusão, que compreenderá uma avaliação de cada empresa individualmente, e posteriormente uma visão pós-fusão, i.e o valor das duas empresas já fundidas, a NOS.

Com as conclusões retiradas da comparação dos resultados obtidos, o objetivo é entender se de facto se tratou de uma **oportunidade** existente de criar valor no setor das telecomunicações em Portugal ou de uma **inevitabilidade** estratégico-financeira para ambas as empresas conseguirem permanecer competitivamente no mercado, combatendo deste modo a concorrência.

Adicionalmente, no seguimento de uma visão pós-fusão irão ser compreendidos os impactos a nível interno, a nível de mercado e a nível do consumidor final.

Metodologia

A metodologia consiste na investigação de um estudo de caso, que Yin descreve como uma estratégia de pesquisa focada na compreensão das dinâmicas presentes dentro de configurações individuais. (Yin, 1984)

Este tipo de metodologia permite a investigação de um fenómeno contemporâneo no seu contexto, quando os limites entre o fenómeno e seu contexto não são evidentes (Yin, 2009).

Yin define ainda um estudo de caso como uma investigação empírica usada quando o propósito do investigador é compreender, explorar ou descrever acontecimentos e contextos complexos, nos quais estão simultaneamente envolvidos diversos fatores. (Yin, 2009).

Normalmente as variáveis imputáveis a um estudo de caso são tantas que o seu tratamento estatístico seria impossível (Yacuzzi, 2005).

Yin vai mais além afirmando que existem diversas motivações para usar o estudo de caso como metodologia de investigação. No contexto da presente dissertação, merecem referência quatro dessas motivações. São elas: (i) quando o investigador é confrontado com situações complexas, de tal forma que dificulta a identificação das variáveis consideradas importantes; (ii) quando o investigador procura encontrar interações entre fatores relevantes próprios desse caso particular; (iii) quando o objetivo é descrever ou analisar o fenómeno, a que se acede diretamente, de uma forma profunda e global e; (iv) quando o investigador pretende apreender a dinâmica do fenómeno, do programa ou do processo. (Yin, 2005)

Normalmente os estudos de caso debruçam-se deliberadamente sobre uma situação específica que se supõe ser única ou especial, pelo menos em certos aspetos, procurando descobrir o que nela há de essencial e característico (Ponte, 2006).

No entanto, se um investigador se dedica a um determinado caso, e muitas vezes porque tem razões para considerá-lo como típico de um conjunto mais amplo do qual se torna representante e que esse caso pode, por exemplo, ajudar a melhor compreender uma situação ou um fenómeno complexo, existem casos típicos representativos, a partir dos quais se pode extravasar para o geral (Laville e Dionne, 1999), i.e, dos casos particulares, as pessoas podem aprender muitas coisas que são gerais. Fazem-no, em parte, porque estão familiarizados com outros casos, aos quais acrescentam o novo e, assim, formam um conjunto que permite a generalização, uma oportunidade nova de poder modificar antigas generalizações (Stake, 1999).

Yacuzzi sobre esta temática, conclui que a relevância do caso e a sua generalidade não são provenientes da estatística, mas sim da lógica, ou seja, as características do estudo de caso propagam-se a outros casos pela força de uma lógica explicativa. (Yacuzzi, 2005)

Patton substitui o termo generalização e opta pelo termo extrapolação. A extrapolação apresenta-se com um significado mais adequado no que se refere às possibilidades de transferência de conhecimento de um caso para outro. De acordo com este autor as conclusões de um caso poderão ser extrapoladas ou transferidas para outros casos tendo

em conta as semelhanças das condições particulares e contextuais de cada situação. (Patton, 1990)

Quanto à tipologia dos estudos de caso, Gil especifica que estes são preferencialmente recomendados para fases iniciais de uma investigação, sobre temas complexos, para a construção de hipóteses ou reformulação de problemas, concluindo, desta forma que, a sua maior utilidade é verificada em pesquisas exploratórias. (Gil, 2009)

Neste contexto, considero a técnica de estudo mais apropriada, dada a complexidade do processo de fusão e porque se torna o caminho mais fácil para aferir as motivações subjacentes às empresas para a operação de fusão, as fases do processo, as sinergias atingidas, bem como o valor financeiros das empresas.

Neste seguimento, a presente dissertação é desenvolvida portanto sob um paradigma interpretativo, uma vez que estamos perante uma realidade em que o investigador irá exercer influência no processo de investigação. O universo das duas empresas (ZON e Optimus) irá deslocar-se para o universo do investigador em matéria de interpretação, análise e resposta.

Relativamente ao método, os estudos de caso combinam a informação e os dados sob forma de arquivos, entrevistas, questionários e observações. As evidências e conclusões podem ser qualitativas, quantitativas ou ambas. Na presente dissertação, o método tem um carácter quer qualitativo quer quantitativo, uma vez que as conclusões irão ser geradas através de estudos descritivos/históricos, bem como através de uma avaliação quantitativa das empresas.

Estrutura global da dissertação

A estrutura da presente dissertação apresentará o seguinte:

Parte I – Introdução – Esta parte apresenta o tema e o propósito de escolha, a questão central que a tese visa responder, a metodologia adotada para a sua realização e por fim a estrutura global da mesma, de modo a introduzir o leitor no contexto e no assunto que irá ser analisado.

Parte II – Desenvolvimento teórico – Aqui concentram-se as duas diretrizes teóricas fundamentais que servem de base para o entendimento do caso de estudo em si, sendo elas: Capítulo I – Fusões e Aquisições; e

Capítulo II – Avaliação de Empresas.

Parte III – Caso de Estudo – Fusão ZON e Optimus – Esta parte comporta inicialmente uma descrição da atividade e respetiva intensidade de M&A no setor das telecomunicações, mais centrada na região da EMEA, depois a análise incide no mesmo setor mas apenas em Portugal.

Posteriormente, é apresentada uma cronologia com os principais acontecimentos (notícias) da fusão desde que começaram as negociações iniciais até ao nascimento da nova marca – NOS.

De seguida, com o objetivo de conhecer melhor os “objetos de estudo” a análise pré fusão, que comporta descrição da empresa, estrutura acionista e dados financeiros relevantes, é feita para as empresas ZON e Optimus. O mesmo procedimento para a empresa NOS (Pós-fusão). Também nesta parte é efetuada a avaliação de todas as empresas, i.e., da ZON e da Optimus caso continuassem independentes, sem se fundirem e da NOS, resultado final da fusão.

Parte IV – Conclusões – A parte final da dissertação tem o objetivo de primeiramente fazer a ponte dos assuntos abordados na Revisão Literária (Parte II), comunicar e discutir os resultados das avaliações efetuadas, e por fim detalhar os impactos da fusão, na esfera interna, no mercado e no consumidor final.

Parte II – Desenvolvimento Teórico

Introdução

Esta parte da dissertação tem o objetivo de fornecer toda a base teórica para tratar o caso de estudo. Primeiramente concentra uma vasta revisão bibliográfica com uma visão global acerca das fusões e aquisições, contemplando definições, tipos de fusões existentes e os aspetos mais relevantes no processo de fusão. Com efeito, existe inúmera literatura neste domínio que tenta explicar os motivos destas operações assim como os procedimentos que devem ser seguidos quando é decidido pelas empresas aplicar uma estratégia desta natureza. Depois, a revisão de literatura incidirá nas diferentes óticas de avaliação de empresas disponíveis.

Capítulo 1 - Fusões e Aquisições (*Mergers & Acquisitions* – M&A)

Conceito

“No mercado há uma regra simples: crescer ou morrer” (Sherman e Hart, 2010). Todas as transformações e inovações tecnológicas a que o mundo assiste permanentemente, são também sinónimos de velocidade, facilidade, confiança e redução de custos de transação de dados e informação, o que vai reduzir as barreiras geográficas das operações financeiras.

Neste contexto, logicamente a concorrência empresarial é estimulada e as operações de concentração e cooperação são uma manifestação disso mesmo, revelando-se um dos instrumentos preferenciais para as empresas concretizarem as suas estratégias de expansão.

As operações de concentração e cooperação são o conjunto de ações entre empresas que podem ser realizadas no decorrer da execução da sua estratégia de negócio e de acordo com o estágio em que se encontram, com vista ao alcance de ganhos de escala, complementaridades de negócio ou transmissão de empresas em fase de sucessão.

Este tipo de operações ainda não estão totalmente assimiladas e sedimentadas em teoria geral que lhe sirva de suporte. O que existe é um conjunto de explicações que se propõe conferir-lhe legitimidade. (Kloeckner, 1994). Daí, para Ross, Westerfiel e Jaffe, este tema ser um dos mais controversos na história da Administração. (Ross, Westerfiel e Jaffe, 1995). Além de que, são muitas as questões sobre fusões e aquisições que continuam sem resposta, inclusive as que são sobre os resultados obtidos pelas próprias empresas que integram estes processos. (Samuels e Wilkes, 1996)

Não obstante, a fusão pode ser ainda definida como uma estratégia de crescimento através da qual, uma empresa se combina com outra. (Wright et al. 2000). A este propósito as fusões consistem numa combinação estratégica de duas ou mais entidades com variadíssimos objetivos, nomeadamente, melhorar a posição de mercado de ambas, criar economias de escala, aceder a novos mercados ou aproveitar outras vantagens competitivas que a combinação possa trazer. (Hancu, 2012)

O crescimento externo envolve cooperação com outras organizações ou a aquisição destas. (Harrison, 2005)

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: (Brealey e Myers 2007):

- Cuidado em definir adequadamente proveitos e custos;
- 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.

Com o objetivo de explicar a questão, analisaremos em detalhe os tipos de fusões e aquisições existentes de seguida.

Tipos de fusões e aquisições

É relevante apresentar os tipos de operações desta natureza, isto é, a divisão que os autores fazem das fusões de empresas.

Neste contexto, Rock afirma que a classificação das fusões por diferentes tipos, deve ser feita tendo em conta vários critérios, dos quais se considera o mais relevante a relação existente entre os mercados em que atuam as empresas envolvidas na operação. (Rock, 1994)

É por isso comum categorizar-se na literatura, três tipos de operações. (Brealey e Myers, 2007; Gaughan, 2010):

- **Horizontais** – Têm lugar quando as empresas concentradas operam e concorrem no mesmo setor de atividade e no mesmo mercado geográfico, resultando daí uma justaposição dos meios existentes. (Bastardo e Gomes, 1990).
- **Verticais** – Têm lugar quando as empresas concentradas têm uma relação do tipo fornecedor-cliente, ou seja, quando as empresas atuam em fases diferentes da cadeia de produção e distribuição de bens ou serviços. Estas operações têm como objetivo expandir a produção, melhorar a posição concorrencial e

controlar as fontes de recursos, a produção e comercialização, mediante a integração das operações a montante (matérias-primas) a jusante (produtos acabados) e a concomitante (redução de custos). (Barata, 2002).

- **Conglomerados** – Têm lugar quando as empresas integradas pertencem a diferentes setores com poucas ou nenhuma afinidades relativamente a produtos/serviços e mercados, ou seja, não concorrem entre si. Estas operações têm o objetivo de reduzir o risco do negócio combinando empresas de diferentes indústrias e o correspondente aumento do poder económico, mediante a expansão e diversificação das suas atividades, produtos, serviços e mercados. (Barata, 2002).

É relevante ainda mencionar que, dependendo da forma como a fusão ou aquisição é conduzida, pode considerar-se a operação hostil ou amigável. Enquanto que, as amigáveis podem ser definidas como uma mudança de propriedade, sem qualquer mudança no controlo administrativo, as hostis podem ser definidas como uma tomada de controlo não solicitado, que resulta na substituição total da administração do *target* (empresa-alvo de fusão/aquisição). (Hirschey, 1986).

De forma a perceber um pouco melhor a história das fusões e aquisições, será de seguida descrita em maior detalhe, a evolução deste tipo de operações mundialmente desde 1887 até aos dias de hoje, centrando atualmente a atenção na Europa e em Portugal.

Evolução – história

A evolução da atividade de fusões e aquisições é descrita através da literatura económico-financeira por movimentos cíclicos, isto é, ondas. Estudos assinalam quatro ondas, que desempenham um papel mundial relevante, na concentração de capitais, na reestruturação patrimonial e na consolidação de setores económicos.

The Great Merger Wave (1887-1904):

Iniciada com a recuperação da depressão mundial de 1883, perdurou até à depressão de 1904. Esta fase pode ser caracterizada por grandes transformações nos setores dos transportes, comunicações, tecnologias de manufaturação, competição e instituições legais, com consolidações nas indústrias de petróleo, aço, tabaco e outras áreas básicas, além da formação de grandes monopólios.

The Merger Movement (1916-1929):

O *boom* do mercado de capitais ajudou os investidores financeiros a consolidar empresas em vários setores, como o de serviços de utilidade pública (elétrico e de gás), o de comunicações e o dos automóveis. Esta onda apresentou mais fusões por integração vertical e diversificação do que a precedente. Foi caracterizada por fusões que visavam ao poder de oligopólio, enquanto que a onda anterior caracterizou-se por fusões que objetivavam o monopólio.

The 1960's Conglomerate Merger Wave:

Nesta onda predominaram as fusões que visavam a diversificação, do tipo conglomerado, com a união de diferentes atividades, como resposta às maiores restrições às fusões horizontais e verticais introduzidas pelas alterações nas leis no ano de 1950.

Durante os anos 60, as aquisições foram influenciadas pelo *boom* do mercado de capitais e encorajadas por inovações nos mecanismos financeiros. Grande parte das operações que ocorreram nesta fase não obtiveram sucesso devido à produção em conglomerado falhar na alocação de recursos e no controle das subsidiárias e por ignorarem o princípio fundamental de *Adam Smith*, de que a especialização aumenta a eficiência e a produtividade. (Triches, 1996).

The Wave of the 1980's:

Esta última onda é caracterizada pela expansão empresarial devido à aquisição de outras empresas, justificada pelo baixo valor das ações no mercado de capitais. O *crash* da Bolsa de *New York* em Outubro de 1987 possibilitou às empresas estrangeiras comprar outras americanas, o que resultou numa explosão de aquisições hostis. (Triches, 1996).

Nas últimas décadas, também a atividade deste tipo de operações tem sofrido um aumento exponencial devido maioritariamente à evolução social no geral, à explosão dos mercados financeiros e ao desenvolvimento de estratégias de profundidade. De facto são destacadas algumas causas para justificar este aumento, sendo elas (Sherman e Hart 2010):

- Maior estratégia do que no passado;
- Outras vias de financiamento;

- Problemas atuais, como tecnologia, diminuição da procura e pressão dos custos;
- Mudança de identidade das empresas;
- Risco e custos de *spread* ao longo de diversos mercados, segmentos e produtos;
- e
- “*Cross-border M&A*” – fusões e aquisições transfronteiriças de modo a que as empresas estejam presentes internacionalmente.

Estes cenários inconstantes na atividade de fusões e aquisições referidos, podem ser explicados pelos processos ocorrerem principalmente em períodos de grande atividade económica, estando assim diretamente relacionados com a “época alta” nos mercados de capitais.

O estímulo e a busca por associações empresariais ocorrem em períodos de baixa nesses mercados, mas a concretização (pagamento), ocorre em períodos de alta. Assim, as decisões seriam baseadas em estratégias de longo prazo, enquanto o momento da concretização da negociação seria definido pelas condições financeiras de curto prazo (tendência de alta nos mercados de capitais). (Nelson, 1968)

Além disso, os distúrbios económicos têm relação direta com o número de fusões e aquisições, por aumentar a variância das avaliações de preços, pelo facto das informações sobre o passado (comuns a todos os investidores) tornarem-se menos efetivas na prospeção do futuro. Os choques económicos mais comuns que alteram a estrutura das expectativas são: o rápido desenvolvimento da tecnologia e os rápidos movimentos nos preços dos títulos. (Gort, 1969).

Cerca de 20 anos após a última onda, no ano de 2008, assistiu-se à queda do banco *Lehman Brothers*, nesta altura a atividade de fusões e aquisições teve um abrandamento, muito devido à falta de credibilidade dos mercados e à aversão ao risco por parte dos investidores.

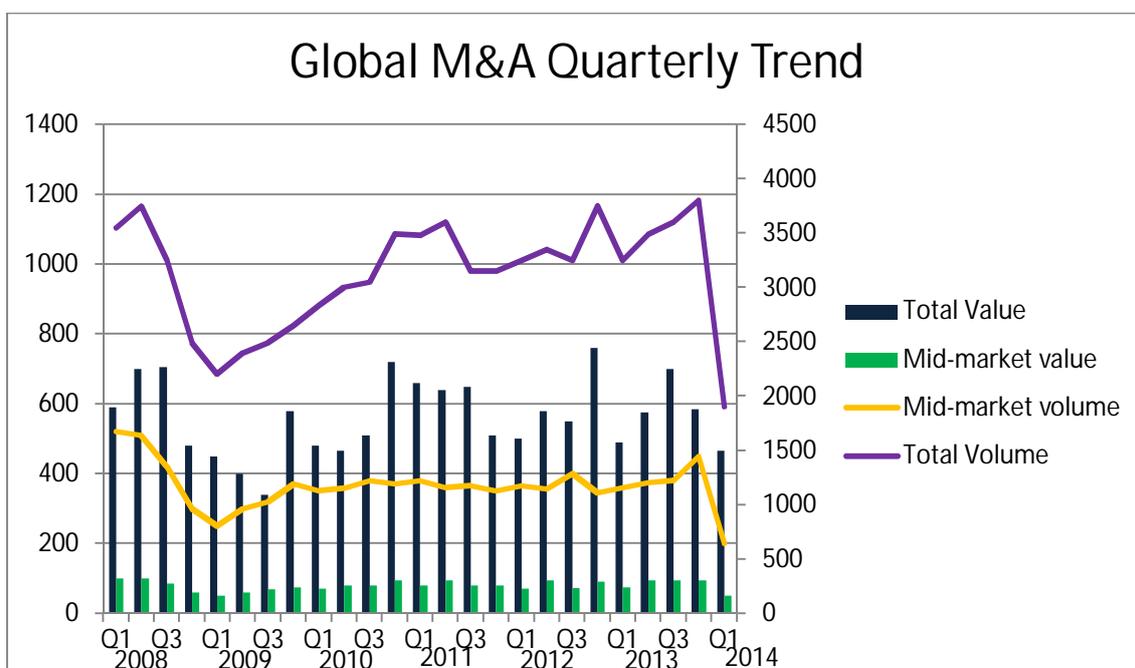
No final de 2011, a pesquisa efetuada pela consultora *Ernst&Young* revela que as fusões e aquisições mundiais caíram 25% em comparação com o trimestre anterior, e 18% em relação ao mesmo período de 2010, atingindo assim o nível mais baixo desde o primeiro trimestre de 2010.

Atualmente, no primeiro trimestre 2014, a atividade de fusões e aquisições atravessa uma fase de melhoria do clima de forma holística. A Fevereiro de 2014, de acordo com

o estudo efetuado pela *Merril Datasite* intitulado de “*A Merger Market report on global M&A activity*”, o número total de operações aumentou 7% ano-a-ano para 1208 operações, enquanto que o valor cresceu para 24% para US\$274.5Bn no mesmo período.

O gráfico abaixo apresentado descreve a evolução trimestral das fusões e aquisições mundiais registadas desde o ano de 2008. Através da sua análise podemos verificar as quedas acima referidas nos anos de 2008 e 2011 e comparando o primeiro trimestre de 2014 com o do ano transato, conclui-se que as operações de fusões e aquisições sofreram uma redução significativa em número mas não tão acentuada em valor.

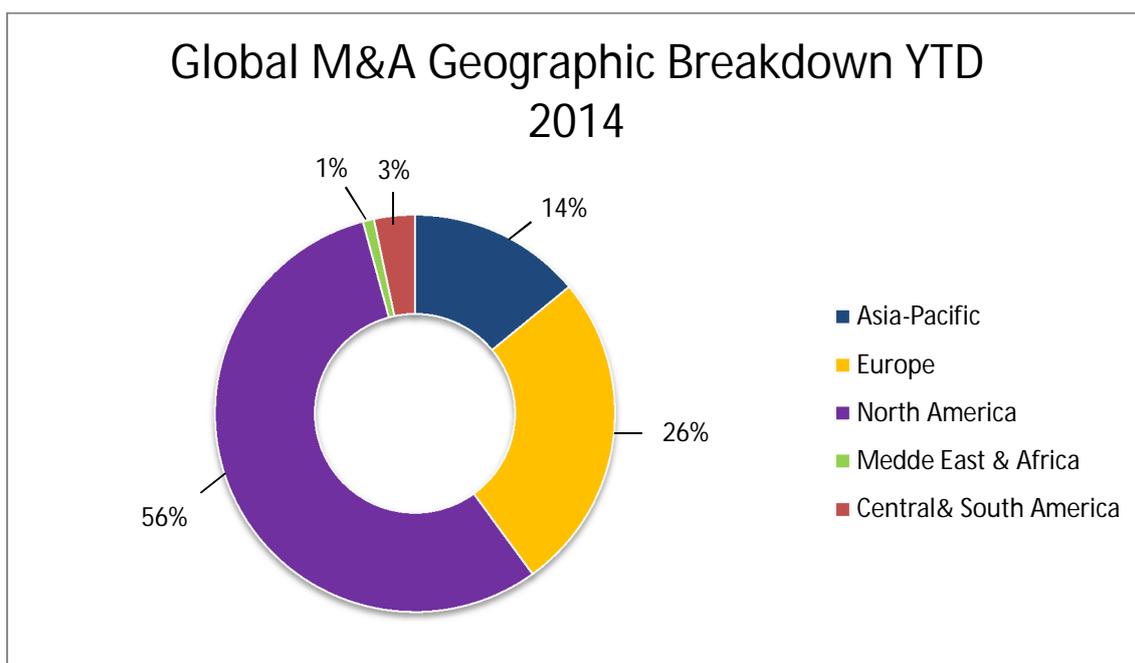
Gráfico 1 – Evolução trimestral de Fusões e Aquisições Mundiais



Fonte: Estudo Merrill Data Site. 2014. *A Merger Market report on global M&A*.

Ainda no primeiro trimestre de 2014, o mesmo estudo discrimina as operações de fusões e aquisições geograficamente, estando em primeiro lugar *North America* com 55,8% do total das operações em valor e logo a seguir a Europa com 26% das mesmas, tal como se pode observar no gráfico abaixo.

Gráfico 2 – Distribuição Geográfica Mundial das fusões e aquisições no 1º Trimestre de 2014



Fonte: Estudo Merrill Data Site. 2014. A Merger Market report on global M&A.

Na Europa, a Fevereiro de 2014, a *Merril Datasite* revela 805 negócios no valor de US\$111.2Bn, o que significa um aumento de 14,7% quando comparado com o mesmo período de 2013. Estes valores no segundo mês de 2014, revelam um mês com grandes acordos com 3 principais transações que totalizam US\$27.9Bn sendo elas as 3 primeiras que se seguem na tabela abaixo, com empresas bastante conhecidas a nível nacional:

Tabela 1 – Top 10 das Fusões e Aquisições anunciadas a Fevereiro de 2014.

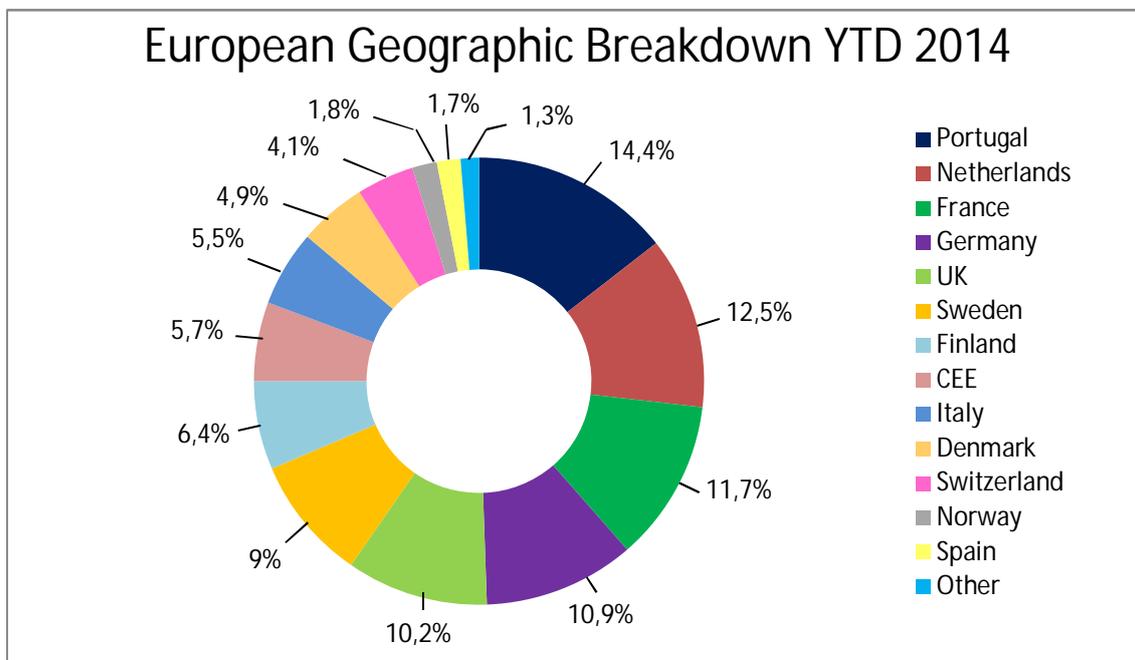
Announced	Bidder Company	Target Company	Target dominant sector	Seller Company	Deal Value (US\$m)
20-Feb-14	Oi SA	PT SGPS	Telecommunications	-	14,637
21-Feb-14	Volkswagen AG	Scania AB	Industrials & Chemicals	-	9,148
11-Feb-14	L'Oreal SA	L'Oreal SA	Consumer	Nestle SA	8,190
06-Feb-14	OP Pohjola Group Central Cooperative	Pohjola Bank plc	Financial Services	-	4,586
13-Feb-14	Amec	Foster Wheeler AG	Business Services	-	2,851

28-Feb-14	Deutsche Annington Immobilien SE	Vitus Immobilien	Real Estate	Blackstone Real Estate Partners	1,933
24-Feb-14	Jyske Bank	BRFkredit a/s	Financial Services	BRFholding a/s	1,362
19-Feb-14	Portfolio Recovery Associates Inc	Aktiv Kapital AS	Business Services	Geveran Trading Co Ltd	1,315
28-Feb-14	COFCO Corporation	Nidera BV	Agriculture	-	1,200
10-Feb-14	Deutsche Telekom AG	T-Mobile Czech Republic AS	Telecommunications	Mid Europa Partners	1,129

Fonte: Estudo Merrill Data Site. 2014. A Merger Market report on global M&A.

Com a fusão entre a PT e a OI (1º lugar na tabela - realizada a 20 de Fevereiro de 2014), Portugal passa a representar um dos países europeus mais ativos nas operações de fusões e aquisições, tal como representado no gráfico abaixo, em que Portugal ocupa o primeiro lugar com 14% das operações em valor na Europa.

Gráfico 3 – Distribuição Geográfica Europeia de Fusões e Aquisições em valor no 1º Trimestre de 2014



Fonte: Estudo Merrill Data Site. 2014. A Merger Market report on global M&A.

De forma a entender um pouco melhor as operações de fusão e aquisição, serão apresentados os motivos que levam as empresas a optar por este tipo de estratégias.

Motivações

Para o inteiro entendimento de um processo desta dimensão, é fundamental compreender a conjuntura económica que lhe dá suporte.

As operações financeiras de fusões e aquisições, ocorrem por diversas razões, e, em qualquer processo vários motivos diferentes influenciam simultaneamente o comportamento das partes envolvidas (Scherer e Ross, 1990).

Além disso, “*o impacto estratégico, financeiro, fiscal e mesmo cultural de um negócio pode ser muito diferente, dependendo do tipo de transação.*” (Sherman e Hart, 2010). Neste raciocínio, os mesmos autores referem que as partes relacionadas na operação procuram sempre expandir o seu negócio e aumentar a capacidade financeira, tendo em conta todos esses fatores. Essencialmente, o principal motivo por detrás de qualquer fusão ou aquisição é a “*expetativa de que o valor dos ativos exceda o preço pago ao longo do tempo, aumentando assim o valor do acionista, como resultado dos benefícios estratégicos ou financeiros envolvidos na transação.*” (Sherman e Hart, 2010).

Vários são os autores que elegem e/ou enumeram o(s) motivo(s) por detrás de uma operação deste tipo. Para Gaughan o principal motivo é o crescimento. (Gaughan, 2010) Já Miller Jr aponta que a coisa mais importante é a criação de “*valor intrínseco*”, que pode ser alcançado a partir de “*financial engineering*”, economias de escala, melhor gestão do negócio combinado ou alterações na estrutura de capital que aumenta os retornos dos acionistas. (Miller Jr., 2011)

No entanto, podemos também olhar para uma operação de fusão ou aquisição sob outra perspetiva, como: “ $2+2=5$ ”, isto é, existe sempre um valor adicional que é gerado pela combinação das duas empresas, onde as duas a operar em conjunto geram mais que individualmente. (Gurusamy, 2009),

Neste seguimento, Damodaran e Ferreira, apontam o efeito das sinergias tão amplo que acaba por estar na base da tomada de decisão quanto a este tipo de operações. (Damodaran, 2001; Ferreira, 2002)

Por último, mas não menos importante, os principais motivos que para Brealey e Myers estão no centro do envolvimento das empresas neste tipo de operações são (Brealey e Myers, 2007):

- **Economias de escala** – Resultam da redução do custo unitário à medida que a produção aumenta, devido ao facto dos custos fixos serem divididos por um maior número de unidades produzidas;
- **Economias de integração vertical** – São procuradas nas integrações verticais através da tentativa de obtenção do controlo de um processo de produção por via da aquisição de um fornecedor ou cliente;
- **Complementaridade de recursos** – Exploração de oportunidades de reduzir custos ou aumentar vendas e resultados;
- **Excedente de fundos de investimento** – Em alternativa à distribuição de resultados a empresa pode investir o excedente de meios financeiros na aquisição de outras empresas; e
- **Eliminação de ineficiências dos custos** – Quando uma pequena empresa possui um determinado produto mas não tem capacidade de o produzir e comercializar em larga escala, pode ser vantajoso juntar-se a uma empresa que as possua.

Nos próximos pontos serão abordados em maior detalhe as sinergias e as considerações fiscais na perspetiva do vendedor e do comprador no âmbito das fusões e aquisições.

Sinergias

As sinergias são o racional mais usado, chegando a ser definidas como “o sal e a vida das decisões” para a concretização de operações de concentração e cooperação entre empresas.

“Sinergia é o aumento do desempenho da empresa conjunta com o que as duas empresas já tinham”. (Mellen e Evans, 2010). Além disso, os mesmos autores referem que há também um tipo de resultados inesperados nas sinergias.

Existem dois tipos básicos de sinergias: as operacionais e as financeiras. (DePamphilis, 2011).

Operacionais

As sinergias operacionais tratam-se de economias de escala e economias de âmbito. Essencialmente, a sinergia operacional está interligada com “*ganhos de eficiência*”, que são alcançados através da melhoria de práticas de gestão. (DePamphilis, 2011).

Exemplos: Economias de escala; Economias de âmbito; Poder de fixação de preços; Agregação de pontos funcionais fortes; Maior crescimento em novos mercados ou existentes.

Financeiras

As sinergias financeiras referem-se mais ao impacto da fusão ou aquisição no custo de capital da empresa “recém-criada” resultante de uma operação onde o custo desse capital pode ser reduzido. Esta lógica é baseada no raciocínio de que a combinação de uma empresa que tem excesso de *cash-flow* com outra que internamente gera *cash-flow* insuficiente para financiar as suas oportunidades de investimento, também pode resultar num menor custo do capital. (DePamphilis, 2011)

Exemplos: Benefícios fiscais; Capacidade de endividamento; Implementação de projetos de investimento; Diversificação.

Não obstante do acima exposto, a regra das sinergias torna-se limitada, pois tratam-se de previsões e não garantias, o que faz com que não representem uma avaliação realista do que as duas empresas fundidas podem gerar juntas. A análise pré-fusão está portanto assente em previsões.

Considerações Fiscais – Comprador e Vendedor

O processo global numa operação de fusão ou aquisição, abordado detalhadamente no ponto a seguir, assume alguma complexidade em todas as fases, sendo a fiscalidade, um dos fatores a ter em consideração, podendo até ser muitas vezes o fator determinante de sucesso.

Os aspetos fiscais estão muito relacionados com as especificidades legais de cada país, o que limita a generalização ou extrapolação de conclusões de qualquer estudo efetuado.

Não obstante, resumidamente, do ponto de vista do comprador, o principal objetivo é ter um planeamento fiscal que minimize os custos fiscais não só da aquisição, mas também

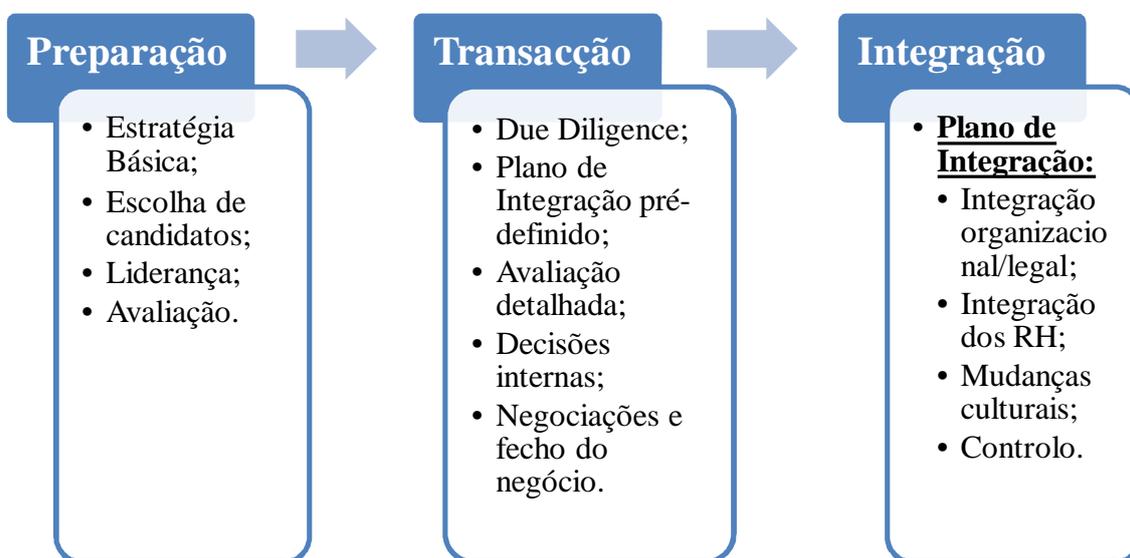
da parte operacional. Além disso, um planeamento fiscal permite para ambas as partes, prever diversas salvaguardas do risco da legislação fiscal sofrer alterações.

Do ponto de vista do vendedor, o principal objetivo é ter um planeamento fiscal para maximizar o produto depois de impostos. No entanto, o planeamento também visa decidir, estruturar, e desenvolver a transação, através de técnicas para usufruir de benefícios fiscais para um potencial comprador sempre a custo fiscal nulo ou reduzido.

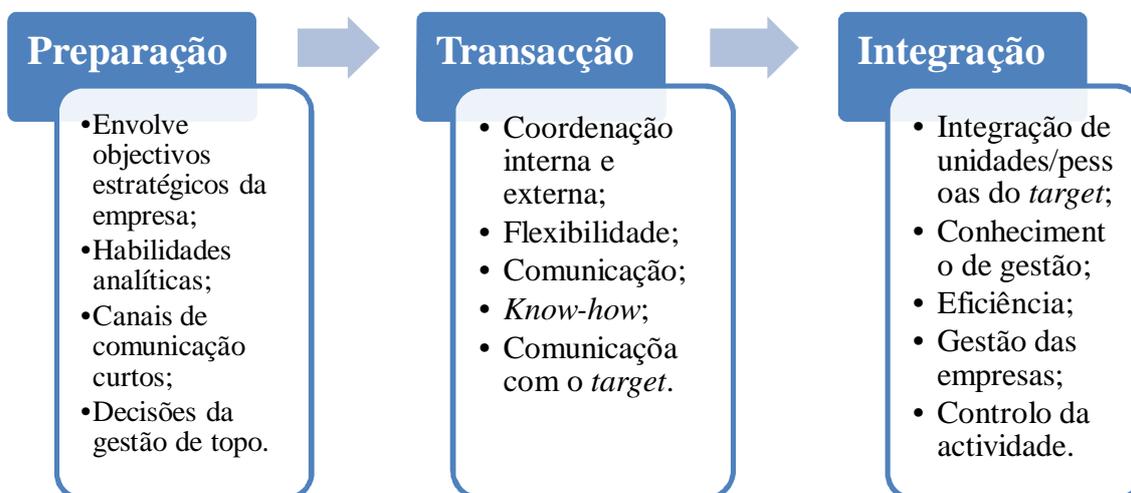
O processo

“A questão base para liderar um projeto de fusão ou aquisição é saber como moldar a estrutura, selecionar as pessoas e atribuir responsabilidades”. (Meckl, 2004). O mesmo autor divide este tipo de operação em três fases distintas: Preparação, Transação e Integração. Para melhor entender esta temática, em baixo encontram-se duas ilustrações do seu livro que procuram representar as atividades principais desenvolvidas nas três fases do processo e as respetivas exigências por parte da organização. O problema na opinião do autor reside apenas na passagem das fases.

Ilustração 1 – Atividades Principais das 3 Fases de uma operação de Fusão ou Aquisição.



Fonte: Adaptado de Meckl, R. (2004), Organising and leading M&A projects, International Journal of Project Management, Vol. 22 (6), pp.455-462.



Fonte: Adaptado de Meckl, R. (2004), *Organising and leading M&A projects*, *International Journal of Project Management*, Vol. 22 (6), pp.455-462.

Adicionalmente, o principal desafio reside na última fase, de integração, e para isso propõe um processo de integração que consiste (Gates e Very, 2003):

1. Formular a estratégia, analisar as sinergias e concretizar um **plano de integração**;
2. Identificar as fontes principais de criação de valor e identificar as áreas de cooperação. É importante igualmente perceber onde não é possível criar valor;
3. Identificar critérios de avaliação medíveis para analisar a integração (dois tipos de critérios por cada fase);
4. Definir *milestones* e objetivos;
5. Definir como os critérios irão ser utilizados para controlar e monitorizar o projeto.

Capítulo 2 – Avaliação de Empresas

“*Every asset, financial as well as real, has a value*” (Damodaran, 2002).

A avaliação é a determinação desse valor, i.e., “*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*”. (Neves, 2002).

Já à luz de Ferreira, trata-se de um instrumento fundamental para um conjunto e tarefas, designadamente, análise de fusões, aquisições, alianças e reestruturações, gestão de carteiras e gestão de decisões de oportunidade. (Ferreira, 2002).

Independentemente de definições da literatura, qualquer determinação de valor de um ativo, “(...) *have to be backed up by reality* (...)” (Damodaran, 2002), i.e, o preço que é pago por qualquer ativo/empresa, tem de refletir os *cashflows* que irão ser gerados no futuro.

O valor de uma empresa ou de um bem é o resultado do equilíbrio entre o que os compradores estiverem dispostos a pagar pela aquisição e o que os vendedores aceitem como preço de venda perante as alternativas que têm. Assim, no processo de avaliação intervêm não só fatores objetivos, mas também fenómenos subjetivos e contingentes. O analista, deve então procurar conhecer o meio em que se processa a avaliação, nomeadamente quem pretende obtê-la, com que objetivos e que vantagens pretende retirar da transação, em que momento pretende a avaliação, etc. (Neves, 2002)

É sabido que existem inúmeros métodos de avaliação de empresas. Todavia, existem alguns mais consistentes que, de acordo com as premissas da avaliação, revelam-se mais adequados de acordo com a qualidade da informação disponível.

As premissas em que assenta uma avaliação, referem-se aos pressupostos sobre o conjunto de circunstâncias em que se realiza a avaliação, sendo elas (Neves, 2002):

1. **Princípio da continuidade** – princípio contabilístico, a empresa terá um período de vida ilimitado, com um nível de produção equilibrado num quadro normal de funcionamento;
2. **Nível de controlo do Capital Social** – a percentagem de capital social detida, está, na maior parte das situações, relacionada com o nível de influência na gestão e no poder de decisão;
3. **Grau de liquidez** – A capacidade de converter os ativos em meios líquidos. Esta premissa é válida para empresas cotadas em mercados organizados, mas deve ser igualmente considerada pelas que não estão cotadas. Se o produto da venda não tiver a capacidade de se converter em liquidez, a transação deixa de fazer sentido; e

4. **Propósitos da avaliação** – a metodologia utilizada e a finalidade da mesma estão sempre interrelacionadas. O estudo da avaliação deve estar sempre adequado ao objetivo/propósito que o origina. Uma avaliação de uma venda, é, naturalmente, diferente da avaliação para uma compra, ou uma fusão.

Tendo presente as premissas em que uma avaliação está assente, a mesma pode ser feita sob diversas óticas, que serão apresentadas de seguida.

Ótica patrimonial (*Asset Based Approach*)

Nesta ótica, tomam-se individualmente, os ativos e os passivos da empresa, incluindo os não contabilizados, e utiliza-se um determinado critério de valorimetria para cada um deles. (Neves, 2002).

A abordagem é feita com base no princípio económico de substituição, que afirma que um comprador prudente, não vai pagar mais por um ativo do que o custo que teria para criar um semelhante, com a mesma utilidade. (Mard, 2011).

Trata-se de uma perspetiva estática no tempo, uma vez que não reflete o impacto da evolução futura do negócio no valor da empresa. Consequentemente, este método tem tendência a avaliar as empresas muito abaixo do seu valor real, sendo o melhor indicador no caso de avaliação de ativos intangíveis, em particular, propriedades intelectuais, uma vez que o benefício futuro não é imediatamente evidente, e é melhor capturado por este método. (Mard, 2011).

Os métodos de avaliação de base patrimonial têm como ponto de partida as demonstrações financeiras, em particular, o balanço da empresa. O mesmo pode ser ajustado tendo por base critérios de custos históricos, custos correntes ou do justo valor, tendo o objetivo de saber o valor estático dos capitais da empresa.

O valor contabilístico do capital próprio (*CP*) é apurado pela diferença entre o valor contabilístico dos ativos (*A*) e o dos passivos (*P*). (Neves, 2002).

$$CP = A - P$$

Ótica financeira ou do rendimento (*Income Approach*)

Na abordagem pelo rendimento, o valor da empresa é calculado em função dos rendimentos futuros que esta proporciona aos seus detentores (acionistas), sendo os mesmos atualizados para o momento em que se procede à avaliação. (Neves, 2002)

Neste seguimento, Miller e Modigliani (1961) defendem várias perspetivas, sendo elas: perspetiva dos dividendos (*the stream dividend approach*), perspetiva das oportunidades de crescimento futuro (*the current earnings plus future investment opportunities*), perspetiva dos lucros (*the stream of earnings approach*), perspetiva dos lucros supranormais (*excess earnings approach*) e perspetiva dos fluxos de caixa (*discounted cash flow approach*).

Seguindo qualquer perspetiva mencionada, um plano de negócios consistente é fundamental para que um plano financeiro seja realista e se traduza numa avaliação de acordo com o valor temporal do dinheiro. A determinação do custo de capital (próprio e alheio) e a estimativa do prémio de risco são outras duas realidades não menos importantes e fundamentais.

Ótica de comparação com o Mercado (*Market Approach*)

“In relative valuation, the value of an asset is derived from the pricing of “comparable” assets, standardized using a common variable such as earnings, cashflows, book value, or revenues”. (Damodaran 2002).

Nesta ótica, tomam-se empresas concorrentes que estejam cotadas no mercado ou que tenham sido adquiridas, e usam-se os preços de transação como uma base comparativa. (Neves, 2002)

Através desta ótica os analistas/investidores têm oportunidade também de, ter uma perspetiva de como a empresa é vista pelo mercado. Tem-se uma noção do valor atualizado, ajustado pelo mercado, que permite a comparabilidade. Esta ótica é especialmente funcional em mercados organizados, que estão assentes em cotações para as ações de uma ou várias empresas concorrentes.

Para o efeito, deve escolher-se para comparação uma ou mais que uma empresa com as mesmas condições económicas, nível de desempenho, tecnologia, qualidade de recursos humanos, endividamento, produtividade, cota de mercado, nível de risco, i.e, deve existir a maior e melhor semelhança possível entre as empresas que servem de comparação à avaliada.

Dada a definição e enquadramento de uma avaliação sob a ótica de mercado, irá ser focado o método dos múltiplos.

Um múltiplo é um rácio entre o que pagamos por um ativo e o que obtemos de rendimento. No numerador podemos ter o valor de mercado do capital, o valor de mercado da empresa ou o valor de mercado dos ativos operacionais da empresa. (Penman, 2007). No denominador, podem ser considerados rendimentos, receitas, fluxos de caixa ou valores contabilísticos.

Segundo o mesmo autor, o método dos múltiplos trabalha da seguinte forma:

- Identifica as comparáveis com operações similares às da empresa;
- Reconhece medidas para as comparáveis nas suas demonstrações, utilizando-as no cálculo dos múltiplos; e
- Aplica a média ou mediana destes múltiplos às correspondentes medidas para a empresa alvo de modo a obter o valor da empresa.

O método dos múltiplos é simples e fácil de se relacionar. Permite estimar valores de empresas e ativos relativamente rápido e torna-se particularmente útil quando existe um vasto número de empresas comparáveis no mercado, e o mesmo, em média, estabelece os preços dessas empresas corretamente. (Damodaran, 2002)

Não obstante, da mesma forma que é de rápida e fácil utilização, também é de fácil manipulação, especialmente quando se usa empresas comparáveis, dado que não existem duas empresas exatamente iguais, em risco e crescimento, a definição de “comparável” torna-se então subjetiva. (Damodaran, 2002).

Sinteticamente, os problemas inerentes à utilização do método dos múltiplos são:

- Identificação de empresas comparáveis, com as mesmas características operacionais;
- As empresas são tipicamente equiparadas por sector, produto, tamanho, crescimento e alguma medida do risco;
- As empresas comparáveis são muitas vezes concorrentes que podem dominar a empresa avaliada, não sendo assim comparável com a mesma;
- Os múltiplos diferentes dão-nos diferentes avaliações; e
- Podem existir denominadores negativos.

É importante referir que, o uso inadequado deste método, pode levar facilmente a um raciocínio e a decisões de investimento completamente erradas, uma vez que existem pressupostos subjacentes a cada avaliação.

As melhores práticas a seguir para uma aplicação correta do método dos múltiplos são (Koller, Goedhart e Wessels, 2010):

- Escolha de comparáveis com semelhantes ROIC e crescimento;
- Uso de múltiplos baseados em estimativas previsionais;
- Uso de múltiplos de valor da empresa baseados no EBITDA de modo a mitigar problemas com a estrutura de capital e ganhos e perdas únicos; e
- Ajustamento de múltiplos para itens não operacionais.

Isto é, devemos encontrar comparáveis avaliados pelo mercado, dimensionar os preços de mercado para uma variável comum, de modo a obter preços normalizados possíveis de serem comparados.

Um múltiplo ser ou não adequado para determinada avaliação, depende do setor que esteja a ser analisado.

Não existe um método óbvio para determinar que medida de desempenho é a mais apropriada para a comparação. (Kaplan and Ruback, 1995). No entanto, os autores concluíram que o uso de múltiplos do EBITDA conduziam a avaliações com grau de precisão similar às resultantes de avaliações Discounted Cash Flow.

De seguida, apresentam-se os múltiplos que são vulgarmente utilizados numa ótica comparativa:

1. PER – O múltiplo dos Resultados Líquidos

$$PER = \frac{P}{RPA}$$

Em que:

- P = Preço por ação;
- RPA = Resultado por ação.

O PER (*Price to Earnings Ratio*) é um dos múltiplos mais utilizados nas avaliações no mercado financeiro, pois é uma estatística intuitivamente atraente uma vez que relaciona o preço pago com os resultados correntes incorporando as percepções do mercado. Além de, ser simples de calcular para a maioria das ações e poder ser um substituto de um certo número de outras características da empresa incluindo risco e crescimento. (Damodaran, 2002).

Adicionalmente, os analistas devem considerar os Resultados líquidos numa base de potencial continuidade, ou seja, multiplicando tanto o numerador como o denominador da fração acima apresentada pelo número de ações, obtém-se a capitalização bolsista ou o valor de mercado dos capitais próprios da empresa e os resultados líquidos da empresa, respetivamente.

$$PER = \frac{VCP}{RL}$$

Em que:

- VCP = Valor dos capitais próprios = Capitalização Bolsista = Preço por ação * n° de ações;
- RL = Resultados líquidos = Resultado por ação * n° de ações.

Concluindo, o PER reflete a ideia que os acionistas têm da gestão da empresa, desde os aspetos operacionais aos financeiros, e o comportamento dos investidores face ao risco. Neste seguimento, deparamo-nos com uma grande desvantagem deste múltiplo, o facto de misturar várias expectativas sobre performance operacional, estrutura de capital e itens não operacionais.

Não obstante, é possível verificar no Esquema E.1 (Anexo I) os fatores determinantes do PER:

2. PCE – O múltiplo do autofinanciamento bruto

$$PCE = \frac{P}{ABA}$$

Em que:

- P = Preço de cotação;
- ABA = Autofinanciamento bruto por ação = RL + Amortizações do exercício + Provisões do exercício.

O PCE (*Price to Cash Earnings*), ao contrário do múltiplo anterior apresentado, não é um rácio tão dependente das políticas contabilísticas adotadas pelas empresas no que diz respeito a amortizações e provisões. (Neves, 2002). Pelo que os analistas financeiros preferem o autofinanciamento bruto uma vez que elimina esse efeito.

Em face do acima disposto e tendo em consideração que as desvantagens apresentadas ao PER são também desvantagens deste múltiplo, o PCE torna-se um melhor indicador entre empresas do mesmo setor apenas na medida em que elimina o referido efeito das políticas contabilísticas adotadas.

3. **PBV – O múltiplo do valor contabilístico**

$$PBV = \frac{P}{VCA}$$

Em que:

- P = Preço da cotação;

- VCA = Valor contabilístico por ação = $\frac{CP}{N^{\circ} \text{ de ações}}$.

O PBV (*Price Book Value*) compara a cotação da empresa com o valor contabilístico do capital próprio da mesma. (Neves, 2002).

Deste modo deve ser analisado da seguinte forma:

- $PBV < 1$ – As ações da empresa estão a ser vendidas a um valor inferior ao seu valor contabilístico;
- $PBV > 1$ – As ações estão a ser vendidas a um valor superior ao seu valor contabilístico.

Há diversas razões para os investidores encontrarem bastante utilidade no uso deste múltiplo. Primeiramente, o PBV fornece uma medida relativamente intuitiva e estável de valor que pode ser comparado com o mercado. Segundo, uma vez existir uma normalização contabilística, os rácios PBV podem ser facilmente comparados entre empresas similares no que diz respeito a sob ou sobre valorização. Por fim, até mesmo empresas com resultados negativos podem ser avaliadas através do PBV, facto impossível na utilização do PER ou do PCE, por exemplo. (Damodaran, 2002).

Não obstante, como qualquer outro múltiplo, apresenta também as suas desvantagens, que prendem essencialmente com a questão de os resultados serem afetados por políticas contabilísticas nas depreciações e noutras variáveis. Quando as políticas contabilistas variam muito de empresa para empresa, este múltiplo deixa de ser comparável. (Damodaran, 2002).

Adicionalmente, o PBV deixa de ter significado para empresas de serviços com ativos fixos de montantes não significativos e não é aplicável nos casos em que as empresas estão tecnicamente falidas, i.e. com valor contabilístico do capital próprio negativo. (Neves, 2002).

4. PS – O múltiplo do volume de negócios

$$PS = \frac{P}{VNA} = \frac{VCP}{VN}$$

Em que:

- VCP = Valor dos capitais próprios = Capitalização Bolsista = Preço por ação * n° de ações;
- VN = Volume de Negócios = Vendas + Prestações de serviços + Outro proveitos operacionais.

O PS (*Price to Sales*) é razoável aplicar na avaliação de empresas em que o valor esteja relacionado com o volume de negócios e em que a contabilidade não seja completamente transparente para evidenciar o desempenho económico, como é com muita frequência o caso das PME's e das empresas familiares. (Neves, 2002).

Ao contrário dos múltiplos PER e PBV que se podem apurar negativos e não significativos, o PS está disponível para todas as empresas, mesmo aquelas mais problemáticas, em falência, e não é influenciado pelas políticas contabilísticas, i.e torna-se relativamente difícil manipular as vendas e receitas. (Damodaran, 2002). Tem ainda menos volatilidade que o PER e é afetado pela política de preços. (Neves, 2002).

Não obstante, a maior estabilidade do volume de negócios em relação aos resultados líquidos evidencia a não consideração do risco operacional e

financeiro. Além de que não reflete as diferenças entre as empresas em termos de margens e estruturas de custos, que afinal são variáveis determinantes do valor.

5. **Múltiplo do *Enterprise value* to EBITDA**

$$\frac{EV}{EBITDA}$$

Em que:

- EV = *Enterprise Value* = N° de ações * cotação no momento + valor de mercado das ações preferenciais + valor de mercado dos interesses minoritários + valor de mercado da dívida financeira líquida de disponibilidades;
- EBITDA = Resultados operacionais + Amortizações + Provisões

Para este último múltiplo, é relevante primeiramente mencionar uma noção do termo *enterprise value*, entenda-se, o valor da empresa, i.e. dos capitais totais investidos líquidos de disponibilidades (próprio e alheio) e interesses minoritários (avaliados a preços de mercado). (Neves, 2002).

Adicionalmente, de acordo com um estudo efetuado pela *Morgan Stanley Dean Witter* em 1999 sobre a prática de métodos de avaliação usados pelos analistas daquela instituição financeira conclui-se que este múltiplo era o segundo mais utilizado (logo a seguir ao PER). O EV/EBITDA apresenta pelo menos duas vantagens em relação ao PER:

- Efetua comparações com base no investimento total da empresa antes do efeito do endividamento sobre lucros; e
- Elimina o efeito da distorção provocada pela política de amortizações e provisões.

Opções Reais (*Real options Approach*)

Todos os modelos utilizados nas diferentes óticas de avaliação, pressupõe que os ativos das empresas são detidos de forma passiva, i.e. decide-se hoje sobre se se vai investir ou não agora, num investimento que vai gerar, de forma predeterminada, uma série de fluxos de caixa no futuro. (Neves, 2002).

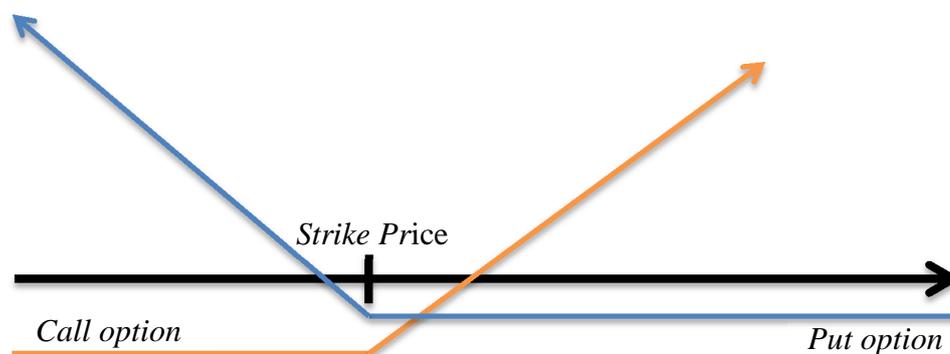
Na realidade, os gestores podem tomar, no futuro, decisões que alteram automaticamente o padrão de fluxos de caixa futuros que tinham sido previstos. E são essas decisões/opções que têm de ser previamente valorizadas.

Exemplificando, um gestor pode aguardar pelo “melhor momento” de investir e pode decidir sobre futuras expansões do investimento – lançar um novo produto agora, adiar o lançamento, desistir do lançamento e vender os direitos de exploração – existem diversas opções, que são denominadas de reais, que criam valor para as empresas que as detêm e o seu valor é importante que seja considerado.

“An option provides the holder with the right to buy or sell a specified quantity of an underlying asset at a fixed price (called a strike price or an exercise price) at or before the expiration date of the option.” (Damodaran, 2002).

Para melhor entender o acima descrito, segue a ilustração do retorno das opções em função do valor dos ativos subjacentes.

Ilustração 3 – Retorno das Opções em função do valor dos Ativos Subjacentes.



Fonte: Adaptado de Damodaran, A. (2002), Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. Pp. 16.

A denominada “*call option*” dá ao comprador da opção o direito de comprar o ativo subjacente a um preço fixo a qualquer momento antes da data de vencimento da opção. O comprador paga um preço por esse direito.

A “*put option*” dá ao comprador da opção o direito de vender o ativo subjacente a um preço fixo a qualquer momento antes da data de vencimento da opção. O comprador paga igualmente um preço pelo direito.

Concluindo, a *call option* e a *put option* são os dois tipos de opções financeiras que se podem observar nas opções reais.

Conclusão

O objetivo da Parte II da presente dissertação foi dar um enquadramento teórico para toda a resolução do caso. Primeiramente de toda a temática envolvente das fusões e aquisições e posteriormente uma breve explicação das diferentes óticas existentes de avaliação.

Não obstante, de todas as óticas apresentadas, a ótica de comparação com o mercado foi a mais estudada, isto porque será a ótica em que incidirá a avaliação da empresa Optimus, sendo relevante detalhar o método dos múltiplos, bem como as vantagens e desvantagens da sua utilização face aos outros métodos e óticas disponíveis. O múltiplo em que irá consistir a avaliação será o *enterprise value to EV/EBITDA*, por ser o de melhor desempenho como vimos anteriormente.

Para o efeito, em seguida será analisado o setor das telecomunicações (setor onde se inserem as empresas alvo de fusão), primeiramente numa visão mais global só depois afunilando para o caso de Portugal. Serão também apresentados cronologicamente os momentos cruciais de todo o processo de fusão e a análise das empresas pré-fusão (ZON e Optimus) e pós-fusão (NOS). Por fim serão discutidos/analizados resultados e impactos.

Parte III – Caso de Estudo – Fusão ZON e Optimus

M&A no Mercado das Telecomunicações

De acordo com estudo efetuado pela *Merril Datasite* intitulado de “*Deal Drivers-EMEA*” para as empresas na região da EMEA entre Agosto de 2013 e Janeiro de 2014, a Europa Oriental e Central apresentam-se como as regiões mais quentes na atividade de fusões e aquisições, seguido do Reino Unido e Irlanda.

Em termos setoriais, é possível verificar na Tabela T.1 (Anexo II), o terceiro lugar ocupado pelo sector das telecomunicações (*Technology, Media and Telecommunications – TMT*), o Reino Unido e a Irlanda deslocaram a região germânica para a terceira posição, maioritariamente pelo aumento das potenciais transações neste setor.

No mesmo seguimento, o setor das telecomunicações foi o principal contribuinte para a atividade de M&A no ano de 2013, contando com 9 casos na região da EMEA no Top 20, tornando-se assim no setor mais ativo de acordo com o mesmo estudo. Os casos mais “contributivos” para o facto, foram os das empresas Verizon e Vodafone, que ocupam a 1ª e 5ª posição na Tabela T.2 (Anexo III), respetivamente, que reúne o Top 15 das fusões e aquisições efetuadas no setor TMT na região da EMEA.

Note-se que o status de cada operação é com referência a Dezembro de 2013.

O mesmo estudo, revela que a atividade no setor das telecomunicações continuará elevada no ano de 2014, pois existem muitos investidores que incluem o seu investimento em redes mais rápidas, com baixas margens de lucro centrando-se no desejo dos operadores para complementar a sua oferta extraíndo sinergias.

Tendência e análise do setor das Telecomunicações em Portugal

Conforme referido aquando à abordagem da metodologia utilizada – caso de estudo - é importante conhecer o ambiente em que os objetos de estudo se encontram.

Neste seguimento, torna-se essencial a análise do setor das telecomunicações em Portugal, dado que o nosso objeto de estudo (empresas a fundir: ZON e Optimus) se insere nesse setor.

O setor das telecomunicações é certamente o setor mais dinâmico, que se encontra em constante alteração, inovação e crescimento.

Centrando no último ano, 2013, muito rapidamente se consegue resumir as várias fusões e aquisições que alteraram a estrutura do mercado e a oferta dos serviços de telecomunicações em Portugal.

Em Outubro de 2013, formalizou-se a fusão entre a ZON e a Optimus. No mesmo mês, a Onitelecom foi adquirida pelo Grupo Altice (que detém a Cabovisão desde 2012). Ainda em Outubro de 2013, a PT Comunicações e a Oi assinaram um memorando de entendimento para a fusão entre os dois grupos. Por outro lado, em Fevereiro de 2013 iniciou a atividade um novo operador móvel virtual (MVNO), a Mundio Mobile suportada na rede da Optimus.

Atualmente, as ofertas disponíveis continuam a registar uma tendência para o aumento do número de canais, da velocidade de acesso à Internet, dos *plafonds* de tráfego incluído nos pacotes e do número de serviços, entre outros.

Destaca-se, igualmente, o crescente alargamento da cobertura de redes *fiber to the home* (FTTH/B) que permitiu que Portugal atingisse a terceira posição no *ranking* da UE em 2013, sendo que em 2012 ocupava a quarta posição.

Para uma melhor perceção da análise ao setor, a mesma será “dividida” em 4 principais segmentos:

1. Serviço de Televisão por Subscrição;
2. Serviço de acesso à Internet;
3. Serviço de Telefone Fixo; e
4. Serviços Móveis.

Toda a análise abaixo apresentada, foi feita tendo por base os relatórios trimestrais da ANACOM relativos ao 2º trimestre de 2014 e ao Relatório do Setor das Comunicações de 2013 da mesma instituição.

1.Serviço de Televisão por Subscrição (STVS)

No final do segundo trimestre de 2014 existiam cerca de 3,25 milhões de assinantes do serviço de TV por subscrição (TVS), mais 38,2 mil (mais 1,22% por cento) que no trimestre anterior e mais 104,8 mil (mais 3,3%) do que no mesmo período do ano transato.

No final do 2º trimestre de 2014, cerca de 18,6% dos lares com TV por subscrição tinham acesso a canais *premium* (uma redução de 0,9 pontos percentuais face ao trimestre anterior), enquanto 61,6% dispunham de mais de 80 canais (um aumento de 12,6 pontos percentuais em termos homólogos).

A principal forma de comercialização do serviço de TV por subscrição assenta nas ofertas em pacote, i.e. combinado com outros serviços, nomeadamente, telefone fixo, internet, e/ou telemóvel. Estima-se que, no final do 2º trimestre de 2014, cerca de 8 em cada 10 assinantes do serviço de TV por subscrição dispusessem deste serviço integrado em pacote. O número de assinantes do serviço de TV por subscrição integrado em

pacote aumentou 10,6% (-11,8% + 16,6%) desde o 2º trimestre de 2013, como podemos observar na tabela abaixo.

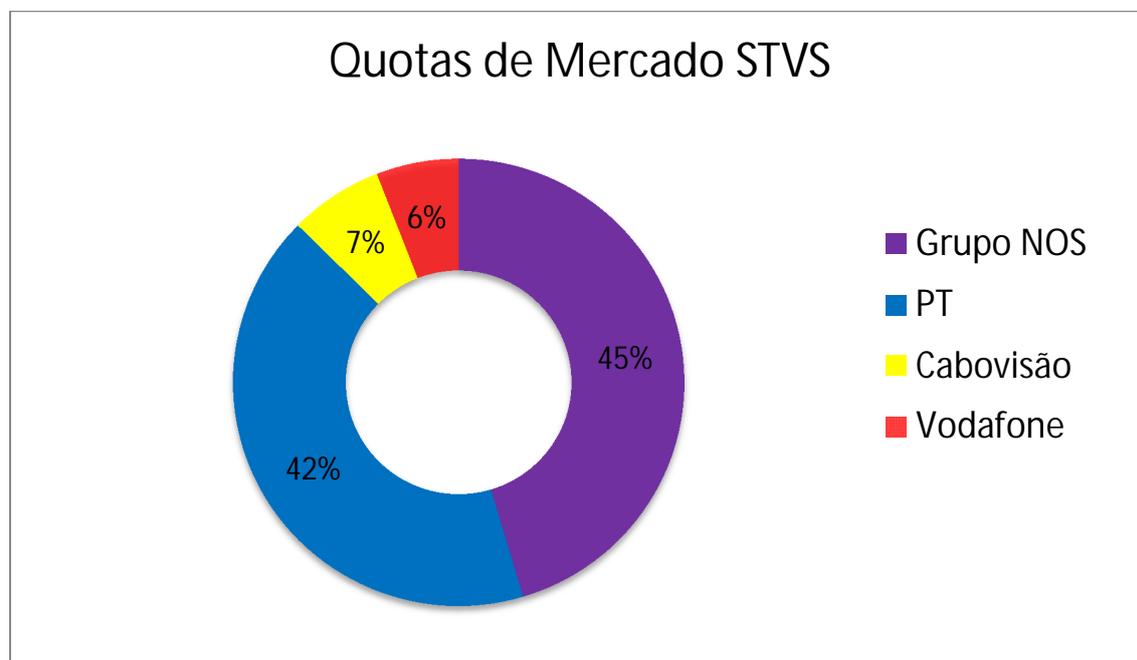
Tabela 2 – Variação Homóloga de assinantes do Segmento de Serviço de Televisão por Subscrição integrado em pacotes.

	2ºT 2013	2ºT 2014	Variação Homóloga
Só TV	778	632	-18,7%
Pacote Double Play	499	440	-11,8%
Pacote Triple/Quadruple/Quintuple Play	1.866	2.176	16,6%
TOTAL	3.143	3.248	3,3%

Fonte: Relatório Trimestral por Serviço da ANACOM.

Relativamente às quotas de mercado, abaixo observamos no gráfico que o Grupo NOS detém a quota mais elevada de assinantes de TV por subscrição (45,3%). Seguem-se a PT, a Cabovisão e a Vodafone com quotas de 41,9%, 6,7% e 5,9%, respetivamente. A Vodafone foi o prestador que, em termos líquidos, mais assinantes captou neste período.

Gráfico 4 – Distribuição de Quotas de Mercado no Segmento de Serviços de Televisão por Subscrição.



Fonte: Relatório Trimestral por Serviço da ANACOM.

Adicionalmente e para concluir, no final do segundo trimestre de 2014, as receitas provenientes do serviço de TV por subscrição *stand-alone* e de pacotes que incluem este serviço totalizaram 652,9 milhões de euros (mais 6,2 por cento do que no ano anterior), sendo os pacotes *triple-play* ou superior os responsáveis por esse crescimento (mais 14,4% face ao período homólogo).

2.Serviço de acesso à Internet

No final do 2º trimestre de 2014, a taxa de penetração em banda larga situava-se em 25,7 por 100 habitantes no caso dos acessos fixos, e em 37,5 por 100 habitantes no caso dos acessos móveis com utilização efetiva.

De referir que a penetração das ofertas de Internet fixa suportadas em FTTH/B é de 5,1 por 100 habitantes. No caso dos acessos fixos, a penetração aumentou 0,5 pontos percentuais relativamente ao trimestre anterior e 2,2 pontos percentuais em comparação com o período homólogo do ano anterior.

Banda larga Fixa

A penetração do serviço de banda larga fixa (clientes residenciais) era de 55,9 por 100 famílias clássicas e 37,8 por 100 alojamentos familiares clássicos.

Em Dezembro de 2013, Portugal encontrava-se no 26º lugar do *ranking* da penetração da banda larga fixa (com fios) entre 34 países da OCDE. No caso da banda larga móvel, Portugal encontrava-se na 29ª posição do *ranking*.

No final do 2º trimestre de 2014, existiam em Portugal cerca de 2,7 milhões de acessos fixos à internet (mais 2% do que no 1º trimestre do mesmo ano). Em comparação com o trimestre homólogo do ano anterior o crescimento verificado foi de 8%.

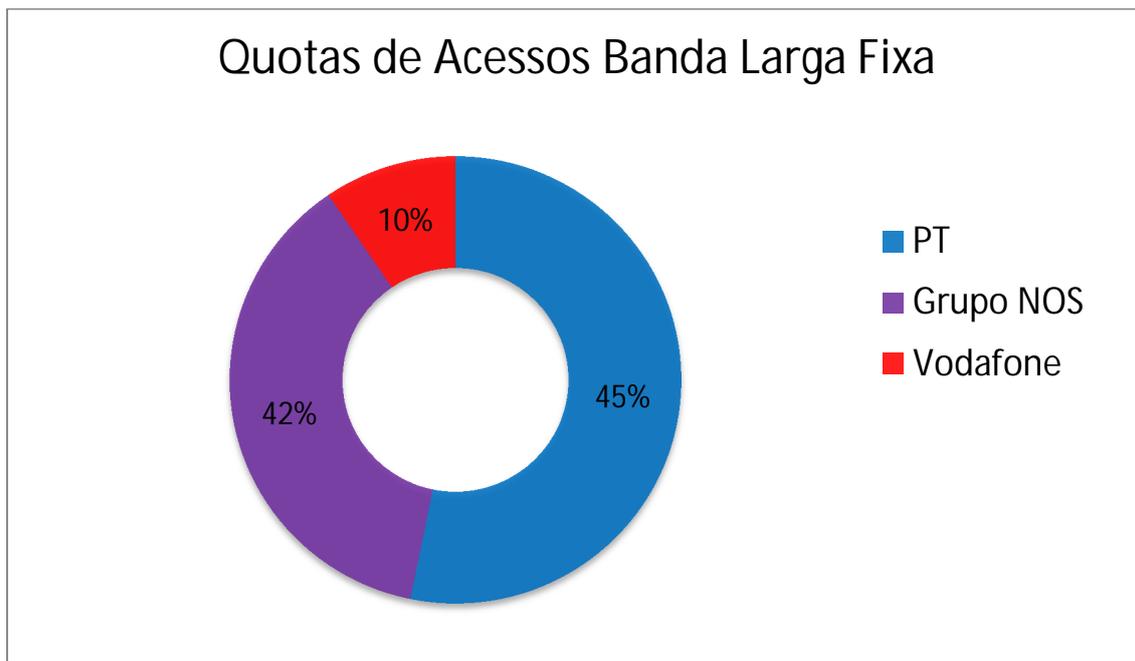
A principal tecnologia de acesso à internet em banda larga fixa continua a ser o ADSL (40,4 % do total), seguindo-se o *modem* cabo (37, 1%) e a internet sobre fibra ótica - FTTH/B (19,9%). O maior contributo para o crescimento do número de acessos tem sido dado pela fibra ótica/FTTH (cresceu 7,1% neste período e 30,3% em relação ao 2º trimestre do ano passado).

Relativamente ao mercado neste segmento, podemos observar no quadro abaixo que a posição de líder na quota de acesso situou-se no Grupo PT nos 49,% (cerca de 0,3% abaixo do registado no trimestre anterior). O Grupo NOS dispunha de uma quota de

acessos de 34,9%, tendo diminuído cerca de 0,6 pontos percentuais face ao trimestre anterior.

Por fim, a Vodafone foi, pelo 5.º trimestre consecutivo, o prestador que, em termos líquidos, maior número de assinantes conseguiu captar, atingido uma quota de 8,9% no final do trimestre (mais 1,1 ponto percentual do que no 1º trimestre do ano).

Gráfico 5 – Distribuição de Quotas de Mercado no Segmento de Serviço de Acesso à Internet – Banda Larga Fixa.



Fonte: Relatório Trimestral por Serviço da ANACOM.

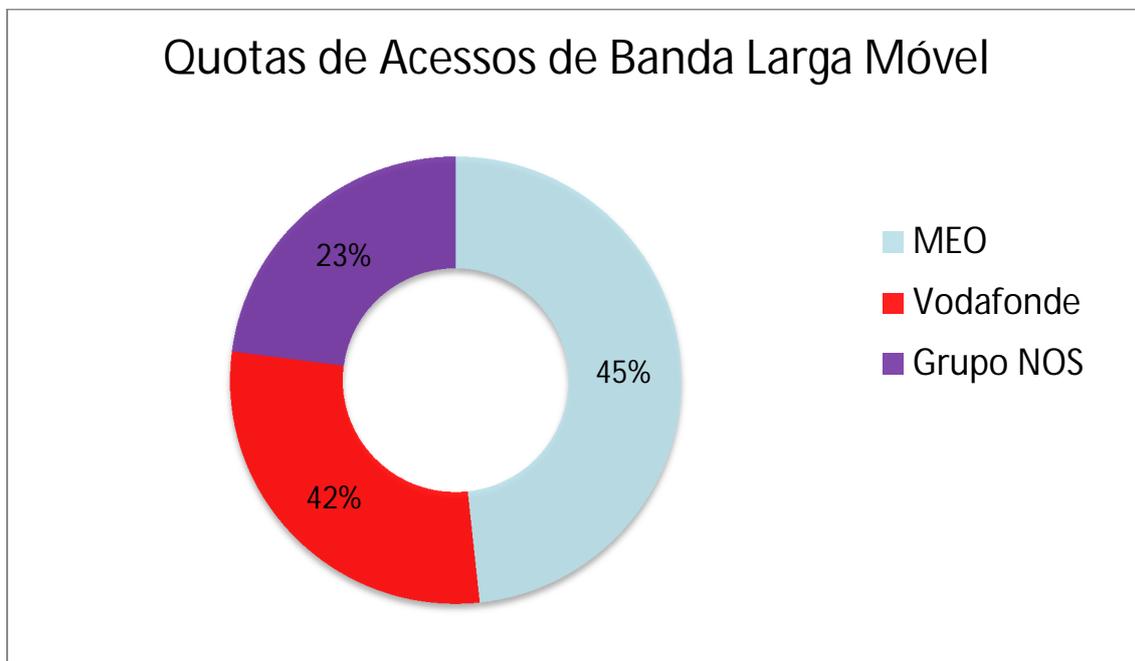
Banda larga móvel

O número de utilizadores que efetivamente utilizaram internet em banda larga móvel foi de 3,9 milhões (um aumento de 0,2% em relação ao trimestre anterior). A evolução da banda larga móvel tem sido impulsionada, sobretudo, pelo aumento do número de utilizadores de *smartphones*.

O tráfego de acesso à internet através de telemóvel tem vindo a aumentar (mais 33,2% face ao trimestre anterior), representando no 2º trimestre de 2014 quase um terço do total de tráfego de internet móvel.

No mercado, o líder com maior quota de acessos de banda larga móvel é a MEO, com 48,2%, seguindo-se a Vodafone e a NOS com 28,7 e 22,%, respetivamente, tal como representado no gráfico abaixo.

Gráfico 6 – Distribuição de Quotas de Mercado do Segmento de Serviço de Acesso à Internet – Banda Larga Móvel.



Fonte: Relatório Trimestral por Serviço da ANACOM.

3.Serviço de Telefone Fixo (STF)

No final do 2.º trimestre de 2014, a taxa de penetração dos acessos telefónicos principais atingiu 43,6 acessos por 100 habitantes, o valor mais elevado registado até ao momento.

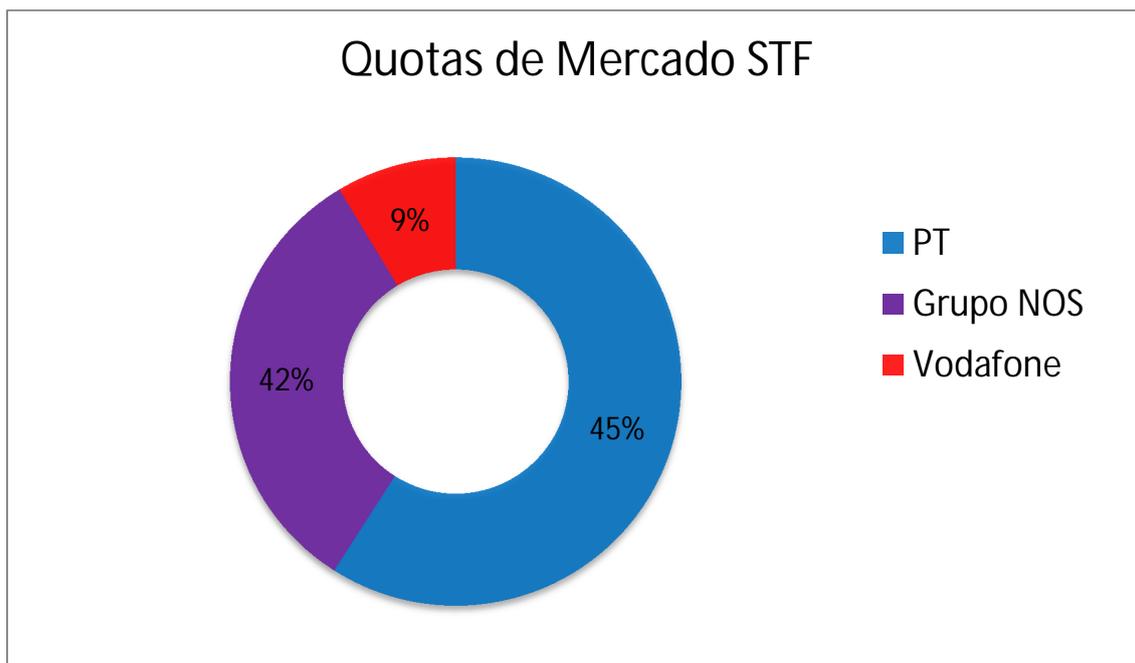
O parque de acessos telefónicos principais ascendia a 4,5 milhões de acessos (valor superior em 0,3% tanto relativamente ao trimestre anterior como em relação ao trimestre homólogo), situando-se dentro do intervalo de previsão resultante da tendência histórica estimada. A diminuição dos acessos analógicos (menos 1,9%) e dos acessos RDIS (menos 2,2%) foi mais do que compensada pelo aumento dos acessos GSM/UMTS/LTE (mais 3,2%) e dos acessos VoIP/VoB (mais 3,2%), nomeadamente suportados em redes de alta velocidade (fibra ótica e redes de TV por cabo).

O número de postos públicos instalados aumentou este trimestre, tendo atingido cerca de 23 milhares (mais 4,8% face ao trimestre anterior e menos 0,9% face ao trimestre homólogo).

O volume de minutos de voz do STF diminuiu, 4,1 e 8,5%, em relação ao 2º trimestre de 2014 e ao mesmo de 2013, respetivamente, situando-se ligeiramente abaixo do intervalo de previsão resultante da tendência e efeitos sazonais estimados.

O mercado, relativamente a este segmento do setor das telecomunicações está distribuído da seguinte forma:

Gráfico 7 – Distribuição de Quotas de Mercado no Segmento de Serviço de Telefone Fixo.



Fonte: Relatório Trimestral por Serviço da ANACOM.

4.Serviços Móveis

O número de estações móveis habilitadas a utilizar o serviço atingiu 16,2 milhões (menos 0,5% do que no trimestre anterior e menos 2,7% em comparação com trimestre homólogo do ano anterior). Destas, 12,8 milhões (78,7% do total), foram efetivamente utilizadas no último trimestre. Excluindo as placas/modem e as estações móveis associadas a comunicações Machine-to-Machine (M2M), o número de estações móveis/equipamentos de utilizador ativos e com utilização efetiva no 2º trimestre de 2014 foi de 11,6 milhões (mais 0,3 % do que no trimestre anterior e menos 1,1 por cento relativamente ao 2º trimestre de 2013).

Continua a registar-se no 2º trimestre deste ano, a migração de assinantes de planos pré-pagos para os planos combinados/híbridos e, em menor medida, para os planos pós-

pagos, nomeadamente aqueles que se encontram associados a ofertas *multiple play* que integram serviços fixos e o serviço telefónico móvel.

Os utilizadores efetivos de serviços típicos da banda larga móvel, i.e. videotelefonia, transmissão de dados em banda larga, mobile TV, etc. foram cerca de 4,4 milhões (menos 4,5% face ao trimestre anterior e mais 7,6% em relação ao período homólogo). Os utilizadores deste tipo de serviços representam 34,2% do total de estações móveis com utilização efetiva.

Claramente, o crescimento da utilização destes serviços está associado à internet no telemóvel, nomeadamente aos tarifários que integram voz e dados móveis, e à crescente penetração dos *smartphones*.

O volume de receitas acumuladas dos serviços a clientes no final do 2º trimestre de 2014 ascendeu a cerca de 911 milhões de euros, o que representa um decréscimo de 10,3% face ao período homólogo.

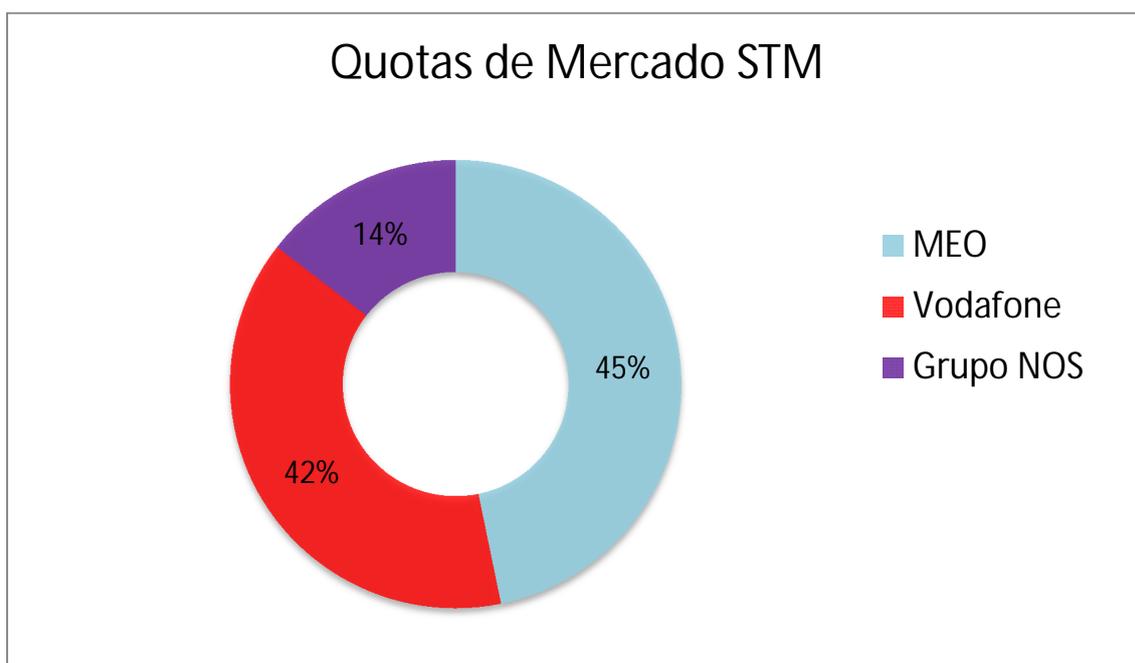
De acordo com os dados do Barómetro de Telecomunicações da *Marktest*, o valor médio da mensalidade do serviço móvel no final do 2º trimestre de 2014 era de 13,70 euros.

Adicionalmente, o relatório da ANACOM ainda refere que:

- O número de minutos de conversação por estação móvel com utilização efetiva (excluindo placas/modem e equipamentos M2M) foi, em média, de 171 por mês. Destes, 118 foram minutos *on-net*, 36 foram minutos *off-net*, 8 tiveram como destino a rede fixa, 3 números curtos/não geográficos e 6 redes internacionais.
- A duração média das chamadas originadas na rede móvel (excluindo placas/modem e equipamentos M2M) neste trimestre foi de 153 segundos por chamada, mais 4 segundos do que no 2º trimestre de 2013.
- O número de mensagens de valor acrescentado foi 24,3 milhões, valor que corresponde a 0,4% do total de mensagens enviadas.

Numa perspetiva de mercado e concorrência, a MEO é a líder (Anterior TMN) logo seguida da Vodafone, como podemos observar abaixo.

Gráfico 8 – Distribuição de Quotas de Mercado no Segmento de Serviço de Telefone Móvel.



Fonte: Relatório Trimestral por Serviço da ANACOM.

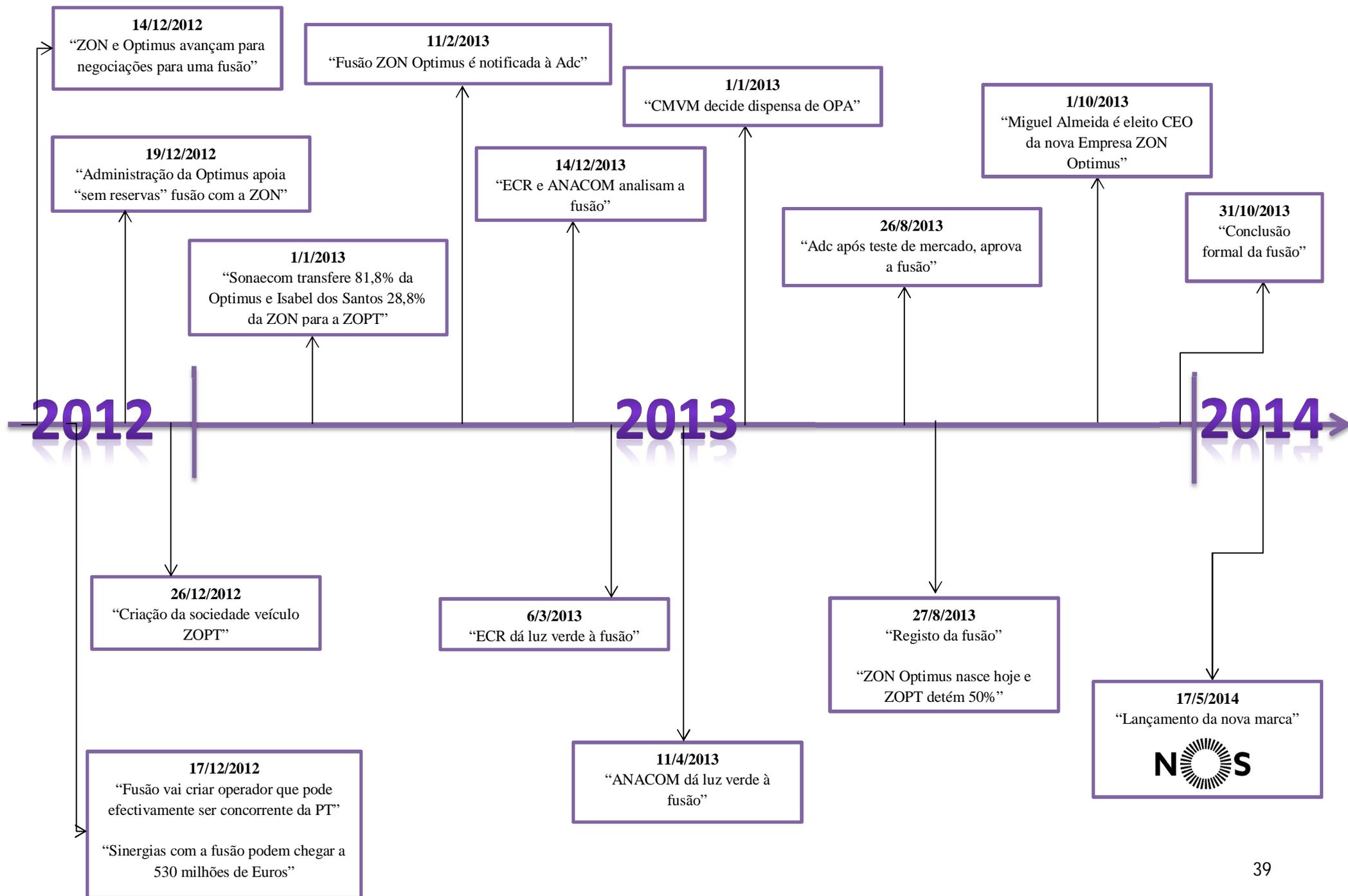
Cronologia da operação – Fusão ZON Optimus

Após saber um pouco mais do setor das telecomunicações, os segmentos e as suas respetivas distribuições percentuais dos principais prestadores de serviços, será alvo de atenção a fusão da ZON e da Optimus.

Para o efeito, segue-se de seguida uma ilustração com o resumo de todos os acontecimentos relevantes ocorridos no processo de fusão por ordem cronológica.

Apesar do namoro da Sonaecom e da ZON remontar a 2007, ano após a Sonaecom ter lançado uma OPA falhada à PT, e após surgirem nesse ano os primeiros rumores de que a Sonaecom, após o chumbo da OPA, admitia uma fusão com a PT Multimédia, irão ser apresentados todos os principais acontecimentos de 2012 para a frente, até ao nascimento da marca NOS.

Ilustração 4 – Esquema cronológico dos principais acontecimentos no processo de fusão da ZON Optimus



Análise pré-fusão – ZON

Descrição da Empresa

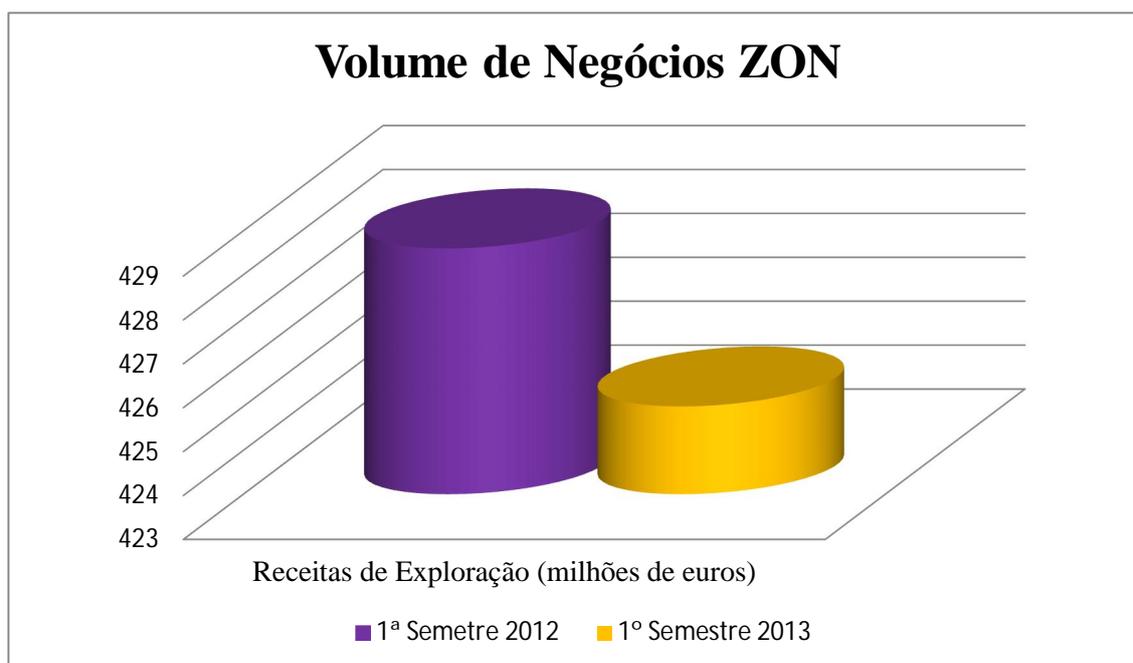
A Zon Multimédia, Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A. (doravante “ZON”) é um grupo empresarial português, que tem vindo a afirmar-se como um operador completo, oferecendo uma gama de produtos e serviços de entretenimento.

Apesar da marca ZON existir apenas desde 2008, a sua história já é longa. Esta empresa tal como a conhecemos hoje, sofreu várias alterações ao longo dos anos, sendo o resultado da integração de várias empresas, com diferentes culturas, que ao longo do tempo se foram unindo à volta de um projeto comum.

Após várias alterações, atualmente (pré fusão), a ZON é uma empresa de referência do PSI20 que atua principalmente no mercado de comunicações nacional, com negócios nas áreas de televisão por subscrição, banda larga e comunicações de voz (ZON TV Cabo), publicidade e distribuição de canais de televisão por subscrição (ZON Conteúdos), exibição e distribuição de cinema (ZON Lusomundo), distribuição de vídeo e direitos audiovisuais (ZON Audiovisuais). Sendo líder no mercado de *pay TV* e exibição cinematográfica e segundo maior *internet provider*, à escala nacional.

Com referência a 30 de Junho de 2013, i.e. antes de ocorrer a fusão por incorporação da Optimus, e tendo por base o Relatório e Contas Consolidadas do Primeiro Semestre de 2013 da ZON, as receitas de exploração da empresa ascenderam a 425 milhões de euros, uma diminuição de cerca de 0,8% face ao mesmo semestre do ano anterior.

Gráfico 9 – Volume de Negócios da ZON.



Fonte: Relatório & Contas da Zon Multimedia, Serviços de Telecomunicações e Multimedia, SGPS, S.A relativo ao 1º Semestre de 2013.

Estrutura Acionista

Na tabela seguinte é possível observar os principais acionistas do grupo ZON, a 30 de Junho de 2013, em número de ações e percentagem de capital detido.

Tabela 3 – Principais Acionistas do Grupo ZON.

Accionistas	Nº de ações	% Capital detido
Unitel Internacional Holding, B.V	58.147	18,81%
Kento Holding Limited	30.910	10%
Banco BPI, SA	23.345	7,55%
Espirito Santo Irmãos, SGPS, SA	15.455	5%
Joaquim Alves Ferreira de Oliveira	14.955	4,84%
Fundação José Berardo	13.409	4,34%
Ongoing Strategy Investments, SGPS, SA	10.162	3,29%
Blackrock, Inc	6.861	2,22%
Grupo Visabeira, SGPS, SA	6.642	2,15%
Norges Bank	6.379	2,06%
Zadig Gestion (Luxembourg) SA	6.300	2,038%
Metalgest – Sociedade de Gestão, SGPS, SA	3.985	1,29%
TOTAL	196.551	63,59%

Fonte: Relatório & Contas da Zon Multimedia, Serviços de Telecomunicações e Multimedia, SGPS, S.A relativo ao 1º Semestre de 2013.

Dados Financeiros relevantes

Do mesmo Relatório e Contas Consolidadas, foi possível retirar os principais dados financeiros com referência a 30 de Junho de 2013 da ZON, que irão ser relevantes para a avaliação efetuada mais à frente.

Os dados financeiros mais relevantes encontram-se resumidos na tabela abaixo.

Tabela 4 – Dados Financeiros ZON (Milhões de Euros).

Dados Financeiros	ZON
Ativo	1,371
Capital Próprio	207
Volume de Negócios	425
EBITDA	164

Fonte: Relatório & Contas da Zon Multimedia, Servicos de Telecomunicacoes e Multimedia, SGPS, S.A relativo ao 1º Semestre de 2013.

Análise pré-fusão - Optimus

Descrição da Empresa

A Optimus SGPS, S.A. (doravante Optimus) é a empresa que controla atualmente (pré fusão) o negócio de telecomunicações da Sonaecom SGPS, S.A., uma sub-holding do grupo Sonae. Esta empresa foi constituída no final de 1997, após ter obtido a terceira licença para operador de telecomunicações móveis. O seu lançamento comercial ocorreu a 15 de Setembro de 1998, atingindo nas primeiras cinco semanas 100 mil clientes. Foram diversos os acontecimentos que transformaram a Optimus na empresa que conhecemos hoje (pré-fusão).

Após várias alterações e integrações de negócios, inclusive fusões (por exemplo com a Optimus Telecomunicações, SA e Clix) lançamentos inovadores, e campanhas publicitárias marcantes, atualmente (pré fusão), a Optimus é uma marca que abrange todas as atividades de telecomunicações, oferecendo uma vasta gama de serviços móveis a clientes residenciais e empresariais, incluindo ofertas tradicionais de voz, dados, televisão móvel e um amplo conjunto de soluções móveis e serviços de *roaming*, assim como serviços grossistas a outros operadores.

Com referência a 30 de Junho de 2013, o volume de negócios da Sonaecom beneficiou da evolução positiva do negócio fixo da Optimus que cresceu 4,9% face ao mesmo

semestre do ano anterior. Este desempenho potenciou um aumento em 1,6% do EBITDA da Optimus para 126,6 milhões de euros.

Estrutura Acionista

Tabela 5 – Estrutura Acionista da Optimus.

Acionistas	% Capital detido
SONAECOM SGPS, SA	100%
TOTAL	100%

Fonte: Relatório & Contas da SONAECOM, SGPS, SA relativo ao 1º Semestre de 2013.

Com referência à data de 30 de Junho de 2013, como podemos observar na tabela acima a Empresa Optimus é detida em 100% pela SONAECOM, SGPS, SA, sub-holding do Grupo Sonae.

Análise pós-fusão – NOS

Descrição da Empresa

A NOS, SGPS, S.A. (doravante NOS), anteriormente designada de ZON OPTIMUS, SGPS, S.A. e até 27 de agosto de 2013 designada de ZON Multimédia Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A. (ZON), empresa que foi constituída pela Portugal Telecom, SGPS, S.A. em 15 de julho de 1999 com o objetivo de, através dela, desenvolver a sua estratégia para o negócio de multimédia.

Durante o exercício de 2007, a Portugal Telecom realizou o *spin-off* da ZON, com a atribuição da sua participação nesta sociedade aos seus acionistas, a qual passou a ser totalmente independente da Portugal Telecom.

Durante o exercício de 2013, a ZON e a Optimus, SGPS, S.A. concretizaram uma operação de fusão por incorporação da Optimus SGPS na ZON, tendo a Empresa adotado nessa data a designação de ZON OPTIMUS, SGPS, S.A.

A fusão da ZON e da Optimus e a nova estratégia da empresa tornou incontornável a criação de uma nova marca e identidade: a NOS. Esta nova marca foi lançada no dia 16

de maio de 2014, sendo uma alavanca crítica para a ambição de crescimento da empresa.

A nova marca assume, por isso, uma imagem única e transversal a toda a oferta da empresa, apropriando-se dos territórios chave para o seu desenvolvimento da televisão ao móvel, passando pela internet, telefone, cinema e convergente.

Neste seguimento segundo o Relatório e Contas do 1º semestre do ano de 2014, os resultados do lançamento da nova marca e das grandes campanhas estiveram bastante acima das melhores expectativas. A recordação da marca excede os 90% apenas após 7 semanas do lançamento, com mais de 70% de reconhecimento da associação da NOS aos serviços prestados sob as marcas ZON e Optimus.

A 20 de Junho de 2014, foi aprovada em Assembleia Geral de Acionistas, a alteração da denominação social para NOS SGPS, S.A. afigurando-se como o passo lógico e essencial para o desenvolvimento de uma estrutura de crescimento comum, que permitirá exponenciar o potencial de obtenção de sinergias.

Os negócios explorados pela NOS e pelas suas empresas participadas que integram o seu universo empresarial (Grupo NOS) incluem serviços de televisão por cabo e satélite, serviços de voz e acesso à internet, a edição e venda de videogramas, publicidade em canais de TV por subscrição, a exploração de salas de cinema, a distribuição de filmes e a produção de canais para televisão por subscrição.

Estrutura Acionista

Com referência à data de 30 de Junho de 2014, é possível observar na tabela abaixo os principais acionistas da NOS.

Tabela 6 – Estrutura Acionista da NOS.

Acionistas	Nº de ações	% Capital detido
ZOPT, SGPS, SA	257.632	50%
Banco BPI, SA	23.287	4,52%
Fundação José Berardo e Metalgest – Sociedade de Gestão, SGPS, SA	17.999	3,49%
Joaquim Alves Ferreira de Oliveira	14.956	2,9%
SONAECOM, SGPS, SA	11.013	2,14%
Morgan Stanley	10.393	2,02%
TOTAL	335.280	65,08%

Fonte: Relatório & Contas da NOS SGPS, S.A relativo ao 1º Semestre de 2014.

Dados Financeiros Relevantes

Do mesmo Relatório e Contas dos primeiros 6 meses de 2014 da NOS, foi possível retirar os principais dados financeiros, que irão ser relevantes para a avaliação efetuada mais à frente.

Os dados financeiros mais relevantes encontram-se resumidos na tabela abaixo.

Tabela 7 - Dados Financeiros NOS.

Dados Financeiros	NOS
Ativo	2.871
Capital Próprio	1.033
Volume de Negócios	682
EBITDA	264

Fonte: Relatório & Contas da NOS SGPS, S.A relativo ao 1º Semestre de 2014.

Avaliação em Separado

ZON

Tendo em consideração que o último Relatório e Contas publicado da ZON antes de ocorrer a fusão foi à data de 30 de Junho de 2013, este traduz-se no primeiro momento de avaliação.

A Capitalização Bolsista da ZON ascendia a 2.358.408.797,64€ no dia 30 de Junho de 2013, sendo que o seu capital estava representado por 309.096.828 ações cotadas a 7,63€

Adicionalmente, uma vez que o primeiro reporte das contas da nova empresa criada, NOS, foi à data de 30 de Junho de 2014, residirá aqui o segundo momento da avaliação.

Assumindo uma taxa de crescimento igual à taxa de inflação anual da Zona Euro a Junho de 2014 (0,5%), a Capitalização Bolsista a 30 de Junho de 2014 da ZON seria de 2.370.20.841,63€, caso a mesma não se tivesse fundido com a Optimus. A Empresa valeria mais 11.792.044€ se continuasse “sozinha”, que no último reporte pré-fusão.

Tabela 8 – Valor dos Capitais Próprios da ZON a 30/6/2014

ZON	
Nº de ações	309.096.828
Cotação	7,63€
Capitalização Bolsista a 30/6/2013	2.358.408.798€

Taxa de Crescimento	0,5%
Capitalização Bolsista a 30/6/2014	2.370.200.842€

Fonte: Relatório & Contas da Zon Multimedia, Serviços de Telecomunicações e Multimedia, SGPS, S.A relativo ao 1º Semestre de 2013.

Optimus

Dado que a Optimus, SGPS, SA não se encontrava por si só cotada no mercado, i.e. a Empresa que estava cotada era a Sonaecom, SGPS, S.A., não foi possível adotar o mesmo procedimento que a ZON, para apurar o valor dos capitais próprios da empresa.

Em face do acima disposto e remetendo para o Capítulo 2 do Desenvolvimento Teórico da presente dissertação, foi utilizado o Método dos Múltiplos para apurar o valor da Empresa Optimus a 30 de Junho de 2014 – data do primeiro reporte de contas da nova empresa, NOS.

A base de dados do Damodaran, que analisa empresas de todo o mundo divididas por áreas geográficas como Europa, Estados Unidos da América, países emergentes, Japão e Nova Zelândia, Austrália e Canadá e por setores, foi o ponto de partida para a avaliação da Optimus.

Os primeiros filtros aplicados à base de dados gerada para encontrar um número relativamente sólido de empresas comparáveis com a Optimus foram relativamente à geografia e ao setor, i.e. reduzimos o número de empresas para apenas as que se localizavam na Europa dentro dos setores de “*Telecommunication Wireless*” e “*Telecommunication Services*”.

Posteriormente, o múltiplo que irá ser utilizado, pela razão de, tal como estudado na Parte II, ser o que tem melhor desempenho, o que mitiga problemas com a estrutura de capital e ganhos e perdas únicos e conduz a avaliações com maior grau de precisão, é o EV/EBITDA. Tendo isto em consideração, o filtro aplicado foi no sentido de remover todas as empresas que tinham EV/EBITDA não aplicáveis ou iguais a 0, bem como os *outliers*, i.e. os valores atípicos, que apresentavam um grande afastamento dos restantes valores.

Neste seguimento, chegando a uma amostra de 21 empresas comparáveis à Optimus, considerada por sensibilidade profissional ainda grande, o seguinte filtro aplicado foi com base no Volume de Negócio da Optimus. Ou seja, atendendo a que o Volume de Negócios da Optimus a 31 de Dezembro de 2013 (último ano fechado) foi de

889.308.000USD, foram excluídas todas as empresas comparáveis cujo Volume de Negócios era inferior a 308.200.000USD e superior a 2.048.100.000USD (intervalo assumido).

Por fim, e chegando a uma amostra de 15 empresas comparáveis aplicando os filtros acima detalhados, foi efetuada uma análise exaustiva à descrição da atividade das 15 empresas, a fim de excluir as que menos se aproximavam da atividade da Optimus.

Assim, foi apurada uma amostra final de 7 empresas comparáveis à Optimus, sendo as que se enumeram na tabela abaixo:

Tabela 9 – Amostra final de comparáveis da Optimus, SGPS, SA

Comparáveis	Setor	País	EV/EBITDA
Ziggo N.V	Telecommunication Services	Netherlands	12,01
Elisa Oyj	Telecommunication Services	Finland	8,56
Jazztel plc	Telecommunication Services	United Kingdom	13,86
Sonaecom, S.G.P.S., S.A.	Telecommunications Wireless	Portugal	4,12
Netia Spolka Akcyjna	Telecommunication Services	Poland	4,46
Tiscali SpA	Telecommunication Services	Italy	8,10
Hellas online S.A.	Telecommunication Services	Greece	4,16

Fonte: Base de dados do Damodaran - <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

Adicionalmente, note-se que as comparáveis do setor têm características e fases diferentes em todo o mundo. O desenvolvimento do setor está dependente, entre outros aspetos, da estrutura geográfica e do sistema de mercado da região, facto que pode distorcer a aplicação do método dos múltiplos traduzindo-se assim numa limitação do ao estudo efetuado.

Não obstante do acima disposto, seguindo o procedimento estudado da Parte II da presente dissertação, foi aplicada a média do múltiplo EV/EBITDA das 7 empresas comparáveis ao EBITDA da Optimus a 30 de Junho de 2014 (EBITDA calculado tendo em conta o crescimento do mesmo dos últimos trimestres desde 2012). Com a multiplicação referida, é obtido o *enterprise value* da Optimus. Retirando ao mesmo, o efeito da dívida líquida, que ascende a 437.908.366€, chegamos ao montante do valor dos capitais próprios da Optimus de 1.504.543.941€ como detalhado na tabela abaixo:

Tabela 10 – Valor dos Capitais Próprios da Optimus a 30/6/2014

Optimus	
Média EV/EBITDA das 7 comparáveis	7,8957
EBITDA a 30/6/2014	246.013.500€
Enterprise Value	1.942.452.306€
Dívida Líquida	437.908.366€
Valor dos Capitais Próprios a 30/6/2014	1.504.543.941€

Fonte Própria

Avaliação em Conjunto

NOS

Uma vez a NOS já estar representada no mercado de capitais, o procedimento adotado anteriormente para a ZON, pode ser aqui utilizado.

Sendo que no primeiro reporte de contas a 30 de Junho de 2014, o capital da NOS estava representado por 515.161.380 ações a 4,80€cada, o valor dos capitais próprios da mesma ascende a 2.472.774.624€ De seguida, apresenta-se uma tabela detalhada com os valores.

Tabela 11 – Valor dos capitais próprios da NOS a 30/6/2014.

NOS	
Nº de ações	515.161.380
Cotação	4,80€
Capitalização Bolsista a 30/6/2014	2.472.774.624€

Fonte: Relatório & Contas da NOS, SGPS, S.A. relativo ao 1º Semestre de 2014.

Parte IV – Conclusões

Com o objetivo de fazer a ponte entre os assuntos relevantes abordados na revisão de literatura e adaptáveis ao caso de estudo analisado, serão abordados pela mesma ordem, tendo adicionalmente uma discussão dos resultados dos capitais próprios das empresas obtidos nas avaliações efetuadas.

Conceito

Como foi estudado, a literatura diz que as operações de concentração e cooperação têm em vista o alcance de ganhos de escala, complementaridades de negócio ou transmissão de empresas em fase de sucessão. No caso da fusão da ZON e da Optimus existiu

claramente um interesse de “ambas as partes” em complementar segmentos de negócio, como veremos mais à frente nas motivações da fusão.

O objetivo da fusão ocorrida vai de encontro ao estudado na Parte II da presente dissertação, nomeadamente, melhorar a posição de mercado de ambas, criar economias de escala, aceder a novos mercados ou aproveitar outras vantagens competitivas que a combinação possa trazer.

Tipo de Fusão

Relativamente aos tipos de fusão estudados, a fusão da ZON e da Optimus tratou-se de uma fusão do tipo Horizontal, em que as empresas concentradas operam e concorrem no mesmo setor de atividade (Telecomunicações) e no mesmo mercado geográfico (Portugal), resultando daí uma justaposição dos meios existentes.

Motivações da fusão

Há muito que os analistas defendem que a fusão entre a ZON e a Optimus faz sentido, não só pela complementaridade dos seus negócios, mas também porque poderá permitir às duas empresas de telecomunicações realizarem sinergias elevadas.

Fazendo referência à Parte II da presente dissertação, existe uma grande diversidade de razões/motivações que podem levar as empresas a optar por esta estratégia de crescimento, nomeadamente as fracas expectativas de crescimento interno.

Apesar de ser um setor dinâmico e em constante alteração, a verdade é que não tem crescido ultimamente em Portugal, pelo que olhando para o mercado, por exemplo para o segmento de Serviços Móveis, rapidamente se entende que a rede de cobertura das diferentes operadoras é muito semelhante, Optimus, Vodafone e MEO, ambas realizaram investimentos similares, a diferença é que pelo que vimos no ponto de análise do setor das telecomunicações em Portugal, a Optimus tem muito menos clientes que as restantes operadoras.

Adicionalmente, quando a Caixa Geral de Depósitos saiu da estrutura acionista da ZON por imposição da Troika, alcançaram uma posição de 28,8% do capital. Quando a estrutura acionista da ZON atingiu este patamar, reuniram-se as condições necessárias para avançar para uma estratégia de consolidação.

Neste sentido, acredita-se que a fusão das duas operadoras é plenamente justificada por motivos de racionalidade económica, i.e.:

1. Aumento de dimensão – O grupo que resultará da fusão alcançará uma capitalização bolsista nos mercados de capitais, nacionais e internacionais, que se estima de uma relevância determinante, potenciando uma maior capacidade de captação de investimento e uma liquidez acrescida, bem como aumentando a projeção internacional do mercado de capitais português. Como podemos ver na ilustração seguinte as cotações da ZON e da Sonaecom dispararam desde o anúncio da fusão.

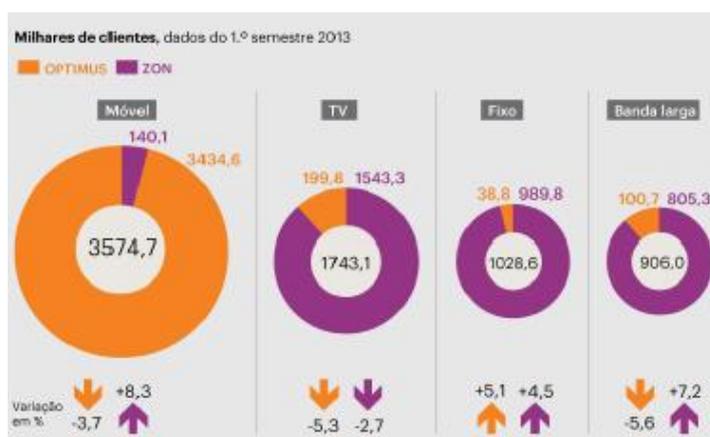
Ilustração 5 – Evolução das cotações da ZON e da Sonaecom após anúncio da fusão.



Fonte: Jornal O Público de dia 26/08/2012.

2. Consolidação da atividade – A maximização do aproveitamento tecnológico das infraestruturas e dos sistemas de informação existentes irão se traduzir em vantagens, pois a cobertura de rede móvel e fixa irá ser mais alargada. Neste sentido, a operação será decisiva para reduzir a dependência de infraestruturas e de serviços prestados por concorrentes diretos, nomeadamente no caso da ZON que presta serviços de comunicações moveis através do aluguer da rede móvel da Vodafone.
3. Complementaridade de segmentos – No mesmo raciocínio dos pontos anteriores, as empresas destacam-se em segmentos distintos do setor das telecomunicações, operador móvel (Optimus) e operador de rede fixa de nova geração (ZON), logicamente a junção irá gerar inúmeras oportunidades. Na ilustração seguinte é possível observar a complementaridade entre os dois grupos através do número de clientes em cada um dos setores das telecomunicações.

Ilustração 6 – Complementaridade entre a ZON e a Optimus em termos de clientes.



Fonte: Jornal O Público de dia 26/07/2013.

4. Aumento da exposição e crescimento internacional à escala obtida em Portugal, bem como o aumento de rentabilidade resultante da fusão por via das sinergias permitirão a disponibilização de recursos adicionais a alocar à implementação de uma estratégia de internacionalização, com especial enfoque para os mercados que apresentam maiores taxas de crescimento.

Sinergias

As sinergias operacionais que estão intimamente ligadas com “*ganhos de eficiência*”, que são alcançados através da melhoria de práticas de gestão da fusão da ZON e da Optimus, prendem-se essencialmente em economias de âmbito, poder de fixação de preços, agregação de pontos funcionais fortes e maior crescimento no mercado das telecomunicações por forma a combater a incumbente concorrência.

Relativamente às sinergias financeiras prendem-se mais na base de implementação de projetos de investimento e diversificação.

Não obstante do acima exposto, tal como já referido as sinergias tornam-se limitadas, uma vez que não passam de previsões e não garantias, o que faz com que não representem uma avaliação realista do que as duas empresas fundidas podem gerar juntas.

Processo

De acordo com o estudado na Parte II da presente dissertação, o processo de fusão de duas empresas, divide-se em três fases distintas: Preparação, Transação e Integração.

Atualmente, a empresa NOS encontra-se na “última” fase, i.e., na fase de integração, fase considerada como o principal desafio, isto porque envolve integração a nível de organizações, de unidades/departamentos, de pessoas, envolve mudanças culturais entre outros aspetos. Esta questão será melhor apurada mais à frente na parte de impactos a nível interno.

Discussão de Resultados

Com base nas avaliações efetuadas à ZON, à Optimus e à NOS, são obtidos os valores dos capitais próprios das empresas à data de 30 de Junho de 2014, o objetivo é comparar o que a ZON e a Optimus valeriam a essa data caso não tivesse ocorrido a fusão e o valor da nova empresa criada NOS, tendo ocorrido a mesma.

Concluindo, os resultados obtidos resumem-se na seguinte tabela:

Tabela 12 – Resumo dos valores dos capitais próprios com e sem fusão.

	Valor dos Capitais Próprios	
	Caso não tivesse ocorrido a fusão	Depois da Fusão
ZON + Optimus	3.874.744.783	
NOS		2.472.774.624

Fonte própria.

De acordo com os dados, cálculos e análise apresentados, o racional é, tanto a Optimus como a ZON se continuassem independentes uma da outra e não tivesse ocorrido a fusão, hoje, entenda-se 30 de Junho de 2014, valeriam mais 1.401.970.159€ do que a NOS vale na mesma data.

Não obstante, é relevante entender que o momento de avaliação é um momento ainda bastante embrionário para a NOS, i.e. as sinergias e o valor criado com a fusão serão mais perceptíveis a médio longo prazo e não automaticamente nos primeiros meses pós-fusão. Embora, com 6 meses de idade, a NOS já conte com mais de metade do valor das duas empresas (ZON e Optimus) somados.

Neste seguimento, após estarem apresentados os números, ou seja, os valores das empresas caso não tivesse ocorrido a fusão e o valor da nova empresa criada, serão abordados de seguida, os impactos (internos, no mercado e no consumidor final) que a fusão provocou.

Impactos - Nível Mercado

A combinação ocorrida entre a ZON e a Optimus juntamente com o nascimento da nova marca NOS criou o segundo maior operador de telecomunicações do país, a seguir à Portugal Telecom e à frente da Vodafone, que hoje assume esta posição.

Embora a fusão tenha alterado posições no mercado global, no mercado de serviço móvel a segunda posição continua a pertencer à Vodafone, que terminou o primeiro semestre de 2014 com uma quota de mercado de 42%, sendo que a MEO continua a ser a líder de mercado neste segmento.

Um “segmento” bastante falado na altura das negociações para a fusão, nomeadamente pela Adc, foi a rede de fibra ótica da Optimus. A nível de mercado, a Adc certificou-se de que a concorrência não iria sair “prejudicada”, sendo que impôs a continuação do acordo de partilha de infraestruturas nesta tecnologia entre a Optimus e a Vodafone, com garantias adicionais para a Vodafone e direito de preferência, em caso de venda da infraestrutura. O mesmo acordo, obriga a Optimus a abrir a rede a outros operadores que através dela queiram oferecer serviços.

A NOS, segundo o Jornal de Negócio, está a migrar os clientes para a plataforma de fibra ótica do grupo, o que deverá reduzir “imediatamente” os custos associados ao aluguer das linhas à Vodafone. Desta forma, a empresa irá conseguir compensar a deterioração das receitas que se verifica no período inicial pós-fusão.

Num outro segmento do setor, a internet, existiam dois serviços, o Fon Zon Free e o ZonPhone, completamente gratuitos para todos os clientes da ZON que constituem os extras mais interessantes na oferta da nova operadora para quem era da Optimus, como vamos ver mais à frente.

O serviço de Fon Zon Free é uma rede mundial de partilha de internet que em Portugal era explorado pela operadora e que só em Portugal conta com cerca de meio milhão de pontos Wi-Fi disponíveis para acesso à internet. O objetivo é todos os clientes partilharem “um bocadinho” de internet e sempre que necessitam têm um *Login* e uma *Password* para aceder fora de casa a esse “bocadinho” de internet que todos os utilizadores juntam.

A Optimus antes da fusão também já partilhava a rede dos clientes (que o autorizavam) para estender o acesso Wi-Fi dos seus clientes fora de casa, mas estava bastante longe da cobertura oferecida pela ZON.

Relativamente ao ZonPhone, este serviço consiste numa aplicação para os *smartphones* em que permite fazer chamadas como se fosse do próprio telefone de casa, funcionando o *smartphone* como se de um comando remoto do telefone de casa se tratasse. A aplicação permite atender as chamadas do telefone casa no telemóvel e ainda usufruir de todas as funcionalidades do telefone no telemóvel (ex: voice-mail; rejeição de chamadas etc.).

Ambos os serviços são exclusivos agora da NOS no mercado e trazem inúmeras vantagens para os clientes Ex-Optimus.

Como de esperado, as novas ofertas por parte da nova operadora, NOS, assentam no *4play*, que juntam Internet, TV, telefonia fixa e móvel. Os pacotes *4play* são atualmente a grande tendência no mercado e foram criados para ir de encontro às ofertas também da concorrência.

O Millennium IB refere que a NOS anunciou ter chegado às 300 mil unidades geradoras de receita na sua oferta convergente que junta televisão, internet, telefone fixo e telefone móvel. Para o banco, o número de clientes é 60 mil. Em média cada pacote *4play* conta com 5,1 serviços dos serviços incluídos no ZON 4i.

Ainda no ponto de vista do mercado, a fusão excluiu o jornal "Público" e as empresas tecnológicas WeDo, Bizdirect, Mainroad e a Saphety. No entanto, a Setembro de 2014, prova de que a NOS depois de consolidar atividades e segmentos pós-fusão continua com perspectivas e estratégias de crescimento, comprou a empresa Mainroad à sua acionista Sonaecom, por forma a reforçar a sua presença no setor empresarial. Segundo o público, a compra deu-se por um *enterprise value* de 14 milhões de Euros.

A tecnológica Mainroad obteve um volume de vendas de 15,4 milhões de Euros no ano passado, com um EBITDA de 1,96 milhões. Nesta aquisição a NOS está a pagar um múltiplo de sete vezes o EBITDA da Mainroad (EV/EBITDA). Esta compra estava incluída no plano de investimento apesentado pela NOS, que compreende um investimento de mil milhões de Euros num horizonte de 5 anos.

Impactos - Nível Interno

Visto se tratarem de duas grandes operadoras no mercado das telecomunicações, empresas grandes, com elevados volumes de negócio, conceituadas e com cultura e características próprias, é relevante entender os impactos que a fusão teve a nível interno, i.e. a nível estrutural, das pessoas, cultura prevalecida pós-fusão, entre outros aspetos.

De acordo com um artigo publicado pelo Jornal de Negócios antes de se materializar a fusão, “a ZON e a Optimus já estão a avançar nos preparativos para a integração operacional, tendo contratado a *Boston Consulting Group* (BCG) para as ajudar no processo.”.

Para melhor serem retratados os impactos na fusão, foi efetuada uma entrevista informal a um dos colaboradores, embora externo (*outsourcing*), da NOS e Ex-Optimus. O entrevistado é da área de *IT Services*

De acordo com o entrevistado, embora tenha existido uma grande complementaridade no que diz respeito às infraestruturas, dado que a ZON é um operador essencialmente fixo e a Optimus um operador essencialmente móvel, em termos de IT, prevaleceu a filosofia da Optimus, uma vez que tecnologicamente estava bastante mais evoluída/atualizada que a ZON.

Uma outra área de grande sobreposição bastante mencionada em termos de integração pós-fusão, são as pessoas, ambas as empresas contavam com cerca de 1000 colaboradores ao seu serviço, e logicamente com 2 culturas organizacionais distintas.

De acordo com o Jornal Económico, as empresas após integração realizaram cerca de 150 rescisões amigáveis com colaboradores, de forma a existir um ajuste de recursos, no entanto não é visível internamente o grau de prevalecimento de recursos Ex-Optimus ou Ex-ZON, é algo que dependeu especificamente de cada área e dos recursos técnicos e desenvolvidos, de acordo com o entrevistado.

Com efeito, no curto prazo, o objetivo será estar o mais rapidamente possível, e em condições de competir no mercado das telecomunicações de forma integrada, onde a PT e a Vodafone (principais concorrentes) já estão a fazê-lo sem qualquer limitação. Mais, a longo prazo espera-se que a empresa atinja uma cultura única capaz de definir estratégias para alcançar as sinergias perspetivadas da fusão.

Adicionalmente, de acordo com o entrevistado, existiu também um reposicionamento a nível geográfico de todas as áreas da empresa, centralizando a maior força de Gestão no Campo Grande, sede NOS.

Também aqui, se consegue retirar o grau de preavencimento da Optimus no que diz respeito a decisões de gestão, missão e visão futuras da NOS. Embora a estrutura de gestão tenha sido equilibrada por Isabel dos Santos e Paulo Azevedo ao milímetro, a eleição do CEO da NOS, Miguel Almeida (Ex-Presidente da Optimus) foi um fato bastante comprovativo do futuro da NOS se aproximar no caminho e direção Optimus.

Impactos – Nível Consumidor Final

Os impactos a nível do consumidor final estão intimamente ligados com os assuntos abordados na parte de impactos a nível de mercado da presente dissertação, isto porque as decisões de crescimento tomadas pela NOS para crescer no mercado e as decisões de gestão após a fusão para combater a concorrência, têm impacto direto na oferta aos clientes.

Com base no acima disposto, é relevante referir os impactos nos clientes Ex-Optimus e nos clientes Ex-ZON, analisando o que é que de facto ganham em termos de oferta com a fusão das duas operadoras.

Ex-Optimus

Após a fusão os clientes Ex-Optimus puderam contar com uma nova oferta conjunta no que diz respeito ao segmento de internet, com os serviços FonZon Free e Zon Phone, que até à data da fusão só os clientes ZON tinham acesso. O mesmo, permitirá que os clientes possam aceder a internet Wi-Fi fora de casa, pois utilizam a internet partilhada por todos os utilizadores (Fon Zon Free) e possam fazer, atender e rejeitar chamadas do telefone de casa, mas no telemóvel, através da aplicação ZonPhone.

Num outro segmento do mercado, o segmento de fibra ótica da Optimus, uma das condições impostas pela Adc foi a Optimus “libertar” os clientes dos contratos de fidelização durante um período de 6 meses, por forma a que os mesmos pudessem tomar a decisão que entendessem melhor para não ficarem condicionados a uma oferta que poderia mudar e que poderia vir a estar assente em pressupostos distintos dos iniciais contratualizados.

A questão acima descrita entende-se como algo positivo no que concerne aos clientes Ex-Optimus, uma vez que tiveram oportunidade de escolha.

A ZON tinha uma oferta claramente mais forte que a Optimus na área dos conteúdos. As diferenças a este nível podem não ser tão expressivas na grelha de canais disponíveis no serviço de TV, mas acentuam-se, por exemplo, na oferta de filmes disponíveis no videoclube, ou mesmo no acesso a conteúdos de entretenimento fora do pequeno ecrã. Os clientes da ZON tinham descontos nos cinemas Lusomundo. A própria plataforma de televisão da operadora era mais evoluída que a plataforma Optimus Clix, com outro tipo de funcionalidades como o exemplo do TimeWarp, que permitia recuperar os programas dos últimos 7 dias (o serviço da Optimus apenas recuava 48h).

Ex-ZON

A rede móvel era o grande ativo exclusivo da Optimus na troca de trunfos com a ZON. A ZON já disponibiliza serviços móveis, mas sem rede própria, uma vez que usava a da Vodafone, estando limitada nos preços e nas propostas que podia fazer ao mercado, até em termos de integração com o resto dos serviços. Essa barreira foi ultrapassada com a fusão, para as comunicações de voz e de dados móveis.

Adicionalmente, a aquisição da Mainroad por parte da NOS à sua acionista Sonaecom, permitiu oferecer aos clientes uma oferta muito mais diversificada e profunda de serviços, no que concerne aos serviços de *Cloud Computing*, que consiste no alojamento e acesso de dados na rede, *Business Continuity*, e *IT Managed Services*, suportada em *Data Centers* próprios e de última geração. Também o pessoal, agora interno da NOS, trata-se de pessoas extremamente qualificadas no que se refere à gestão de plataformas e infraestruturas tecnológicas. Assim, os clientes Ex-ZON ganham no acesso e qualidade a este tipo de serviços.

Por último, no segmento de TV, existiu uma grande complementaridade, em que ambos os ex-clientes (Optimus e ZON) ficaram a “ganhar”, isto porque se tratou de uma coligação entre um tarifário já existente na Optimus e o serviço já existente na ZON, TV satélite.

Trata-se de os clientes satélite terem oportunidade de ter *4play*, coligação entre o tarifário WoW (Optimus) com o satélite (ZON). Na altura lançado, mais nenhuma operadora no mercado possuía satélite.

Considerando toda a revisão de literatura, o apuramento dos valores dos capitais próprios das empresas e todos os impactos a nível interno, de mercado e no consumidor final da fusão alvo de estudo entre a ZON e Optimus, pode-se concluir que com 6 meses de idade, a NOS já apresenta uma capitalização bolsista de €XXX (mais de metade da soma do valor dos capitais próprios da ZON e da Optimus caso continuassem independentes → €XX + €XX).

Claramente as sinergias e as vantagens da fusão vão ser melhor mais transparentes numa fase mais à frente, tendo em consideração o crescimento da economia portuguesa bem como o investimento previsto no plano de investimento do projeto de fusão (XXX€ em 5 anos).

“Todos” ganharam com a fusão ocorrida entre estas duas grandes operadoras. O mercado conta agora com a segunda maior operadora, os clientes contam agora com ofertas mais completas, diversificadas e cada vez mais adaptáveis às suas verdadeiras necessidades, além de usufruírem “do dobro” dos serviços (ZON e Optimus).

Internamente, a empresa encontra-se na última fase do processo de fusão, a integração, e conseguirá certamente a curto prazo estar em condições de competir no mercado das telecomunicações de forma integrada, onde a PT e a Vodafone (principais concorrentes) já estão a fazê-lo sem qualquer limitação.

Referências Bibliográficas

Monografias (Livros):

- ❖ Barata, A. S. 2002. *Concentração de Empresas e Consolidação de Contas*. Lisboa: Editorial Notícias.
- ❖ Bastardo, C. e Gomes, A. R. 1990. *Fusões e aquisições (M&A): uma abordagem de avaliação de empresas*. Lisboa: Texto editora.
- ❖ Brealey, R. A. and Myres, S.C. 2007. *Principles of corporate finance*. Boston: McGraw-Hill Companies.
- ❖ Damodaran, A. 2001. *Corporate finance: Theory and practise*. (2nd ed.): John Wiley and Sons, Inc.
- ❖ Damodaran, A. 2002. *Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. Canada: John Wiley & Sons, Inc.
- ❖ DePamphilis, D. 2011. *Mergers and acquisitions basics: All you need to know*: Elsevier.
- ❖ Ferreira, D. 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações*. Vol I Portugal: Edições Sílabo.
- ❖ Ferreira, D. 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações*. Vol II Portugal: Edições Sílabo.
- ❖ Gaughan, P. 2010. *Mergers, acquisitions and corporate restructuring*. (5th ed.): John Wiley and Sons, Inc.
- ❖ Gurusamy, S. 2009. *Merchant Banking and Financial Services*. (3rd ed.): McGraw-Hill
- ❖ Hancu, L. 2012. *Advances in modeling mergers and acquisitions decisions*. Cluj-Napoca: Casa Cartii di Stiinta.
- ❖ Harrison, J.S. 2005. *Administração Estratégica de Recursos e Relacionamentos*. Porto Alegre: Bookman.
- ❖ Koller, T.; Goedhart M. & Wessels D. 2010. *Valuation: measuring and managing the value of companies*: McKinsey & Company.
- ❖ Mellen, C.M. and Evans, F.C. 2010. *Valuation for M&A: Building value in private companies*: John Wiley & Sons, Inc.
- ❖ Miller Jr, E.L. 2008. *Mergers and acquisitions: A step-by-step legal and practical guide*: John Wiley & Sons Inc.

- ❖ Nelson, R. L. *Merger movements in american industry: 1895-1956*. Princeton: Princeton University Press.
- ❖ Neves, J. C. 2002. *Avaliação de empresas e negócios*. Lisboa: McGraw Hill.
- ❖ Penman, S. 2007. *Financial statement analysis and security valuation*: McGraw-Hill.
- ❖ Rock, M. L. 1994. *The mergers and acquisitions handbook*. USA: McGraw-Hill.
- ❖ Ross, S. A.; Westerfield, R. W. and Jaffe, J. F. 1995. *Administração financeira: Corporate finance*. São Paulo: Atlas.
- ❖ Samuels, J. M. and Wilkes, F. M. 1996. *Management of company finance* (6th ed.) London: International Thomson Business.
- ❖ Sherman, A.J and Hart, M.A. 2010. *Mergers & acquisitions from A to Z*, (3rd ed.) New York: AMACOM Books.
- ❖ Scherer, F. M.; Ross, D. 1990. *Industrial market structure and economic performance* (3rd ed.) Boston: Houghton Mifflin Company.
- ❖ Wright, P.; Kroll, M. and Parnell, L. 2000. *Administração estratégica: Conceitos*. Sao Paulo: Atlas.
- ❖ Yin, R. K. 2009. *Case study research: Design and methods*. (4th ed.) California: SAGE Publications, Inc.

Periódicos Científicos:

- ❖ Eisenhardt, K. M. 1989. Building Theories from Case Study Research . *Academy of Management Review*, 14: 534-550.
- ❖ Gates, S. and Very, P. 2003. Measuring Performance During M&A Integration, *Long Range Planning*, 36: 167-185.7
- ❖ Gort, M. 1969. An economic disturbance theory of mergers. *The Quarterly Journal of Economics*, 83: 624-642.
- ❖ Harbula P. 2009. Valuation Multiples: accuracy and drivers. *Business Valuation Review*, 28.
- ❖ Hirschey, M. 1986. Merger, buyouts and fakeouts. *American Economic Review*, 76: 317-321.
- ❖ Kaplan, S. & Ruback R. 1995. The valuation of cash flow forecasts: An empirical analysis. *Journal of Finance*, 50.

- ❖ Kloeckner, G. O. 1994. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. *Revista de Administração*, 20: 42-58
- ❖ Kloeckner, G. O. 1994. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. *Revista de Administração*, 29: 42-58.
- ❖ Mard, M. J. 2011. Valuation: What's it worth?. *The Licensing Journal*, 31: 40-41.
- ❖ Meckl, R. 2004. Organising and leading M&A projects, *International Journal of Project Management*, 22: 455-462.
- ❖ Miller, M. H. and Modigliani, F. 1961. Dividend policy , growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34: 411-433.
- ❖ Triches, D. 1996. Fusões, aquisições e outras formas de associação entre firmas no Brasil. *Revista de Administração*, 31: 14-31.

Teses Consultadas:

- ❖ Barros, V. M. S. 2011. *Impacto da fiscalidade nas decisões de fusões e aquisições em Portugal*. Tese de Mestrado em Finanças. Lisboa: Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa.
- ❖ Rodrigues, A. M. G. 2003. *O Goodwill nas Contas Consolidadas: uma análise dos grupos não financeiros portugueses*. Tese de Doutoramento em Organização e Gestão de Empresas. Coimbra: Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

Referências não publicadas e retiradas da Internet:

- ❖ ANACOM (2013), Anuário do Setor das Comunicações de 2013. Lisboa.
Disponível em:
<http://www.anacom.pt/render.jsp?categoryId=520&channel=graphic#horizontalMenuArea>
- ❖ ANACOM (2014), Informação Estatística do Serviço de Acesso a Internet. 1º Trimestre de 2014. Lisboa.
Disponível em:
<http://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1312132>
- ❖ ANACOM (2014), Informação Estatística do Serviço de Telefone Fixo. 1º Trimestre de 2014. Lisboa.
Disponível em:

<http://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1314652>

- ❖ ANACOM (2014), Informação Estatística de Serviço de Televisão por Subscrição, 1º trimestre de 2014. Lisboa.

Documento disponível em:

<http://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1323192>

- ❖ ANACOM (2014) Informação Estatística de Serviços Móveis, 1º Trimestre de 2014. Lisboa.

Disponível em:

<http://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1319812>

- ❖ <http://economico.sapo.pt/>
- ❖ <http://www.jornaldenegocios.pt/>
- ❖ <http://www.jornaldenegocios.pt/cotacoes.html>
- ❖ <http://www.oanda.com/lang/pt/currency/convert/>
- ❖ <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>
- ❖ Merrill Data Site. 2013. *Deal Drivers EMEA – The comprehensive review of mergers and acquisitions in the EMEA region.*
- ❖ Merrill Data Site. 2014. *A mergermarket report on global M&A activity: Monthly M&A insider.*
- ❖ Relatório e Contas 1º Trimestre de 2014 NOS.
Disponível em:
<http://www.nos.pt/particulares/Pages/home.aspx>
- ❖ Relatório e Contas 1º Semestre de 2013 ZON.
Disponível em:
<https://www.nos.pt/institucional/Documents/Reportes%20Financeiros/MR%201H13%20Portugues.pdf>
- ❖ Relatório e Contas 1º Semestre de 2013 Optimus
Disponível em:
<http://www.sonae.com/home/>
- ❖ Zephyr. 2014. *Zephyr quarterly M&A report – Western Europe.*

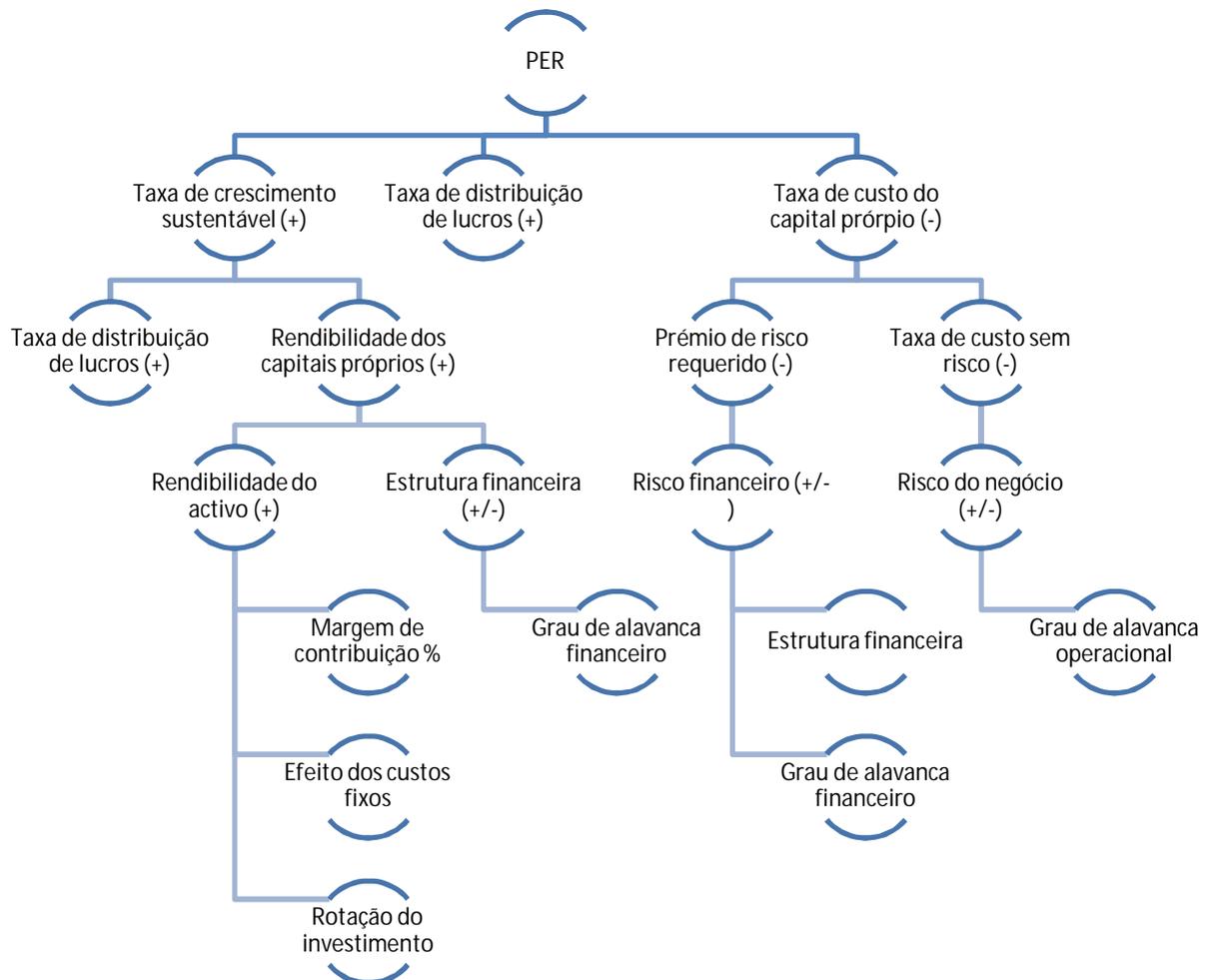
Entrevista:

- ❖ Entrevista informal a colaborador externo (*outsourcing*) da NOS (Ex-Optimus) a 29 de Setembro de 2014.

Anexos

Anexo I

Esquema E.1 – Fatores Determinantes do PER.



Fonte: Adaptado de Neves, J. C. (2002), *Avaliação de empresa e negócios*. Pp.47.

Anexo II

Tabela T.1 – Atividade de Fusões e Aquisições na região da EMEA entre Agosto de 2013 e Janeiro de 2014.

	CEE	UK & Ireland	Germanic	Italy	Russia	Nordic	Middle East & North Africa	Benelux	SEE	France	Iberia	Total
Consumer	74	58	80	107	51	49	25	35	47	46	26	598
Industrials & Chemicals	89	61	88	89	45	44	27	26	25	38	15	547
TMT	76	95	67	33	38	37	46	47	7	45	16	507
Energy, Mining & Utilities	73	67	30	38	39	42	31	27	22	11	9	389
Financial Services	56	62	42	30	32	16	34	21	28	11	7	339
Business Services	38	72	40	21	24	16	16	21	5	26	24	303
Pharma, Medical & Biotech	30	28	46	13	5	41	30	15	8	13	8	237
LEisure	29	48	20	13	10	6	7	12	54	9	9	217
Transportation	31	7	14	12	19	24	4	15	12	4	9	151
Construction	27	8	28	4	20	19	8	6	5	8	14	147
Real State	24	6	11	6	12	5	19	13	5	5	5	111
Agriculture	30	1	1		20	3	3	2	4		1	65
Defence	4	3			1	1	4		1	4		18
Other		7		1			1		2	1		12
Government	2				1		2		2	1		8
Total	583	523	467	367	317	303	257	240	227	222	143	3649

Hot	Warm	Cold
70	40	10
60	30	5
50	20	0

Fonte: Estudo Merrill Data Site. 2014. Deal Drivers – EMEA.

Anexo III

Tabela T.2 - TOP 15 das Fusões e Aquisições efetuadas no sector TMT na região da EMEA.

Announced Date	Status	Bidder Company	Target Company	Vendor Company	Deal Value (€m)
2-Set-13	P	Verizon Communications Inc	Verizon Wireless Inc	Vodafone Group Plc	94
6-Fev-13	C	Liberty Global Inc	Virgin Media Inc		18
9-Ago-13	L	America Movil SAB de CV	Koninklijke KPN NV		17
28-Jul-13	P	Publicis Groupe SA	Omnicom Group Inc		15
24-Jun-13	C	Vodafone Group Plc	Kabel Deutschland Holding AG		9
23-Jul-13	P	Telefonica Deutschland Holding AG	E-Plus Mobilfunk GmbH & Co KG	Koninklijke KPN NV	8
25-Jul-13	C	Activision Blizzard Inc and Leonard Green & Partners LP	Activision Blizzard Inc	Vivendi SA	6
2-Set-13	P	Microsoft Corporation	Nokia Oyj	Nokia Oyj	5
31-Mar-13	L	BAskindale Limited	Orascom Telecom Holding SAE	VimpelCom Ltd	5
5-Nov-13	P	Emirates Telecommunications Corporation	MarocTelecom	Vivendi SA	4
14-Nov-13	P	Cyfrowy Polsat SA	Polkomtel Sp zoo	Karswell Limited: Sensor Overseas Limited and Elektrim SA	4
19-Jun-13	C	BC Partners Limited	Springer Science + Business Media Deutschland GmbH	EQT Partners AB; and GIC Special Investments Pte Ltd	3
27-Mar-13	C	VTB Bank OAO	Tele2 Russia Telecom	Tele2 AB	3
2-Set-13	P	Vodafone Group Plc	Vodafone Italia	Verizon Communication Inc	3
5-Nov-13	P	PPF Group	Telefonica O2 Czech Republic as	Telefonica SA	2

C = Completed; P = Pending; L = Lapsed

Fonte: Estudo Merrill Data Site. 2014. **Deal Drivers – EMEA.**

Anexo IV

Tabela T.3 – Tabela Resumo de Cálculo da Capitalização Bolsista da ZON.



Nº de ações a 30/6/2013	309.096.828,00
Cotação fecho a 30/6/2013	7,63 €
Capitalização Bolsista a 30/6/2013	2.358.408.797,64 €
Taxa de crescimento (Inflação)	0,5%
Capitalização Bolsista a 30/6/2014	2.370.200.841,63 €

Fonte Própria.

Anexo V

Ilustração I.1 – Resumo dos Pressupostos Assumidos e Fontes dos dados utilizados para o Cálculo da Capitalização Bolsista da ZON.

Nº de ações - R&C do 1º Semestre de 2013 da ZON:

15. Capital próprio

15.1. Capital social

Em 30 de junho de 2013, o capital social da ZON Multimédia ascende a 3.090.968 euros e está representado por 3.090.968 ações nominativas, sob forma escritural, com o valor nominal de 1 centímo de euro cada.

Os principais acionistas em 31 dezembro de 2012 e 30 de junho de 2013, são:

Acionistas	31.12.2012		30.06.2013	
	Número de Ações	% Capital Social	Número de Ações	% Capital Social
Unitel International Holdings, B.V. (I)	58.147.094	10,81%	58.147.094	10,81%
Kanto Holding Limited (I)	30.909.653	10,00%	30.909.653	10,00%
Banco BPL SA	23.344.798	7,55%	23.344.798	7,55%
Espírito Santo Imóveis, SGPS, SA (I)	15.455.000	5,00%	15.455.000	5,00%
Joaquim Alves Ferreira de Oliveira (I)	14.555.584	4,34%	14.555.584	4,34%
Fundação José Bernardo (I)	13.405.982	4,34%	13.405.982	4,34%
Banco Espírito Santo, SA	10.661.737	3,45%	-	-
Orioning Strategy Investments, SGPS, SA (V)	10.162.250	3,22%	10.162.250	3,22%
Bastão Neves - SGPS, SA	9.676.792	2,94%	-	-
Blackrock, Inc.	-	-	6.661.300	2,22%
Grupo Maderira, SGPS, SA (V)	6.641.830	2,15%	6.641.830	2,15%
Norges Bank	6.379.164	2,05%	6.379.164	2,05%
Zadig Geston (Luxembourg) S.A.	6.300.000	2,04%	6.300.000	2,04%
SGC, SGPS, SA	6.182.000	2,00%	-	-
ESAF - Espírito Santo Fundos de Investimento Mobiliário, SA	6.088.616	1,97%	-	-
BES Vida - Companhia de Seguros, S. A.	5.721.696	1,85%	-	-
Metagest - Sociedade de Gestão, SGPS, SA	3.985.488	1,29%	3.985.488	1,29%
ZON Multimédia (ações próprias)	401.523	0,13%	399.284	0,125%
Total	227.821.426	73,71%	195.959.737	63,72%

Cotação www.bolsa.pt:

Justificação Taxa de crescimento aplicada:

Taxa de inflação anual na zona euro mantém-se nos 0,5% em junho - Eurostat

Lusa - Esta notícia foi escrita nos termos do Acordo Ortográfico
10:00 Quinta-feira, 17 de Julho de 2014 | 0 comentários

Share 0 | Tweet 0 | +1 0 | Like 0 | Comentar | Imprimir | Email

Bruxelas, 17 jul (Lusa) -- A taxa de inflação anual da zona euro fixou-se nos 0,5% em junho, estável relativamente ao mês anterior, e abaixo dos 1,6% verificados em termos homólogos, ou seja, em junho do ano passado, revela hoje o Eurostat.

Segundo os dados do gabinete oficial de estatísticas da União Europeia, a taxa de inflação mensal no espaço monetário único atingiu os 0,1% em junho.

Já no conjunto da UE a 28, a taxa de inflação anual foi de 0,7% em junho de 2014, uma décima acima do valor verificado em maio (0,6%), mas um ponto percentual abaixo da taxa registada um ano antes, em junho de 2013 (1,7%), enquanto a taxa de inflação mensal foi de 0,1% em junho deste ano.

Fonte Própria.

Anexo VI

Tabela T.4 - Tabela Resumo de Cálculo da Capitalização Bolsista da NOS.

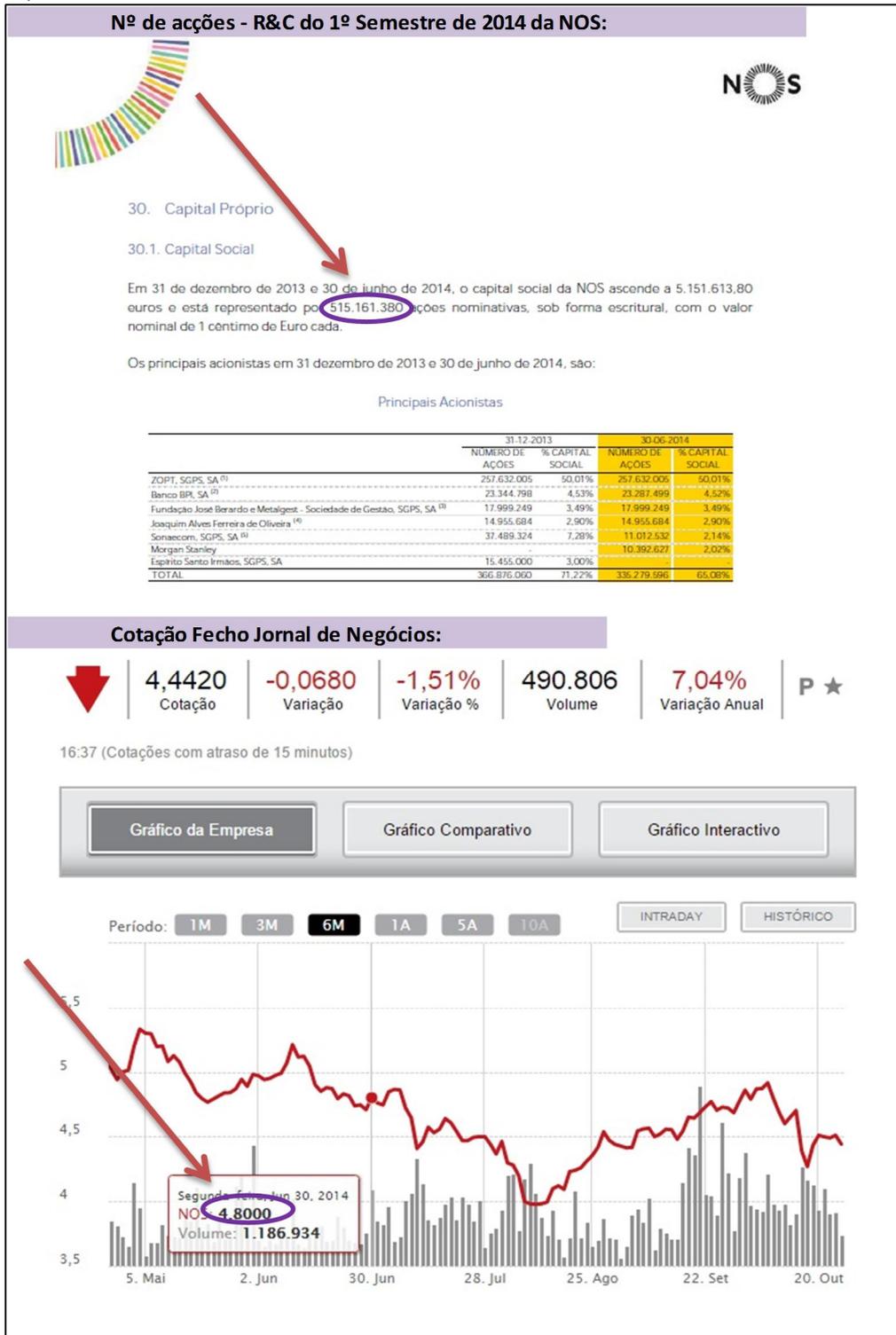


Nº de ações a 30/06/2014	515.161.380,00
Cotação fecho a 30/06/2014	4,80 €
Capitalização Bolsista a 30/6/2014	2.472.774.624,00 €

Fonte Própria.

Anexo VII

Ilustração I.2 – Resumo dos Pressupostos Assumidos e Fontes dos dados utilizados para o Cálculo da Capitalização Bolsista da NOS.



Fonte Própria.

Anexo VIII

Tabela T.5 – Tabela Resumo Filtrada das Empresas Comparáveis à Optimus – Avaliação por Múltiplos.

US dollar risk free rate = 3,04%		Mature market ERP = 5,00%													
Company	Descrição					Cost of equity	ROE - Cost of	ROIC - Cost of				Return on			
Name	Atividade	Industry Gro	Country	Broad Group	Sub Group	in US\$	Equity	Capital	Enterprise Value (in US \$)	EV/EBITDA	Return on Equity	ROIC)	Revenues	EBITDA	
Ziggo N.V. (ENXTAM:ZIGGO)	OK	Telecom. Services	Netherlands	Developed Europe	EJ & Environs	7,09%	20,19%	7,68%	\$13.318,24	12,01	27,28%	13,52%	\$2.026,30	\$1.108,50	
Elisa Oyj (HLSE:ELI1V)	OK	Telecom. Services	Finland	Developed Europe	EJ & Environs	6,77%	19,26%	29,68%	\$5.645,80	8,56	26,03%	35,40%	\$2.048,10	\$659,90	
Jazztel plc (CATS:JAZ)	OK	Telecom. Services	United Kingdom	Developed Europe	UK	6,67%	14,21%	13,01%	\$2.970,42	13,86	20,88%	19,28%	\$1.198,00	\$214,30	
Sonaeocom, S.G.P.S., S.A. (ENXTLS:SNC)	OK	Telecom (Wireless)	Portugal	Developed Europe	EJ & Environs	12,06%	-4,22%	1,79%	\$1.218,87	4,12	7,84%	12,99%	\$1.100,50	\$295,50	
Netia Spolka Akcyjna (WSE:NET)	OK	Telecom. Services	Poland	Developed Europe	EJ & Environs	7,91%	-10,98%	18,25%	\$791,57	4,46	-3,07%	25,18%	\$684,30	\$177,50	
Tiscali SpA (BIT:TIS)	OK	Telecom. Services	Italy	Developed Europe	EJ & Environs	18,40%	NA	141,86%	\$367,80	8,10	NA	150,81%	\$308,20	\$45,40	
hellas online S.A. (ATSE:HOL)	OK	Telecom. Services	Greece	Developed Europe	EJ & Environs	40,49%	NA	-11,77%	\$318,76	4,16	NA	9,06%	\$310,90	\$76,70	

Fonte Própria.

Anexo IX

Tabela T.6 – Tabela de Apuramento do Valor dos Capitais Próprios da Optimus.

Enterprise Value (in US \$)	EV/EBITDA
\$13.318,24	12,01
\$5.645,80	8,56
\$2.970,42	13,86
\$1.218,87	4,12
\$791,57	4,46
\$367,80	8,10
\$318,76	4,16
Média Múltiplo EV/EBITDA	7,895714286
	
EBITDA Fixo a 30/6/2013	0 115,50 7,20
EBITDA Optimus a 30/6/2013	122,70
Extrapolação - Total EBITDA a 31/12/2013	245,40
Taxa de crescimento (inflação)	0,50%
Taxa de crescimento (inflação) - semestral	0,25%
EBITDA Optimus a 30/6/3014	246,01
Média Múltiplo	7,90
Enterprise Value a 31/6/2014	1.942,45
Dívida a Março de 2013	421,73
Variação da Dívida nos últimos trimestres	14,00
Extrapolação - Dívida a 31/6/2013	435,73
Taxa de crescimento (inflação)	0,50%
Dívida Optimus a 30/6/2014	437,91
Equity Value = Capitalização Bolsista	1.504,54

Fonte Própria.

Anexo X

Tabela T.7 – Balanço Optimus para o 1º Trimestre de 2013.

Million euros					
CONSOLIDATED BALANCE SHEET	1Q12	1Q13	Δ 13/12	4Q12	q.o.q.
Total Net Assets	1.843,3	1829,9	-0,7%	1857,5	-1,5%
Non Current Assets	1.612,1	1.597,8	-0,9%	1.612,5	-0,9%
Tangible and Intangible Assets	953,9	938,3	-1,6%	949,8	-1,2%
Goodwill	565,1	565,1	0,0%	565,1	0,0%
Deferred Tax Assets	92,9	90,8	-2,3%	94,1	-3,4%
Others	0,1	3,6	-	3,6	-0,6%
Current Assets	231,3	232,1	0,4%	245,0	-5,3%
Trade Debtors	84,7	112,3	32,5%	118,4	-5,2%
Liquidity	47,2	14,0	-70,3%	33,5	-58,1%
Others	99,3	105,8	6,5%	93,1	13,6%
Shareholders' Funds	1.012,4	1.038,5	2,6%	1.047,5	-0,9%
Total Liabilities	830,9	791,4	-4,8%	810,0	-2,3%
Non Current Liabilities	483,3	404,6	-16,3%	412,4	-1,9%
Bank Loans	375,2	314,4	-16,2%	315,2	-0,3%
Provisions for Other Liabilities	45,3	39,4	-13,0%	39,8	-0,9%
Others	62,8	50,8	-19,2%	57,5	-11,7%
Current Liabilities	347,6	386,8	11,3%	397,6	-2,7%
Bank Loans	15,5	102,1	-	104,6	-2,3%
Trade Creditors	116,8	123,4	5,6%	157,6	-21,8%
Others	0,0	161,3	-25,1%	135,4	19,2%
Operating CAPEX ⁽¹⁾	25,5	23,4	-8,4%	29,3	-20,2%
Operating CAPEX as % of Turnover	14,4%	14,1%	-0,4pp	16,1%	-2,0pp
Total CAPEX	25,5	23,4	-8,4%	29,3	-20,2%
EBITDA - Operating CAPEX	32,9	35,9	9,0%	25,5	40,6%
Operating Cash Flow ⁽²⁾	-78,1	-3,7	95,3%	18,7	-
FCF ⁽³⁾	-84,0	-14,4	82,9%	9,5	-
Gross Debt	411,6	435,8	5,9%	440,5	-1,1%
Net Debt	364,3	421,7	15,8%	407,0	3,6%
Net Debt/ EBITDA last 12 months	1,5 x	1,7 x	0,2x	1,7 x	0,1x
EBITDA/Interest Expenses ⁽⁴⁾ (last 12 months)	120,8 x	38,1 x	-82,7x	17,5 x	20,5x
Debt/Total Funds (Debt + Shareholders' Funds)	,3 x	0,3 x	0,7x	0,3 x	0,0x

Fonte: <http://www.sonae.com/investidores/informacao-financiera/relatorios/>.

Anexo XI

Tabela T.8 – Tabela de Cálculos Auxiliares para o Valor dos Capitais Próprios da Optimus.

	
	Milhões de €
Receitas Móvel	238,8
Receitas Fixo	114,1
Total Receitas a 31/6/2013	352,9
Extrapolação - Total Receitas a 31/12/2013	705,8
Taxa de Câmbio EUR/USD a 25/10/2014	1,26
Total Receitas em dólares a 31/12/2013	889,308

Fonte Própria.

Anexo XII

Ilustração 1.3 - Resumo dos Pressupostos Assumidos e Fontes dos dados utilizados para o Cálculo dos valores dos Capitais Próprios da Optimus.

Receitas Móvel e Fixo a 30/6/2013								
2.1.2. Indicadores Financeiros								
Miliões de Euros								
NEGÓCIO MÓVEL - DEM. RESQU. TÁNDOS	2712	2711	-0.04%	2713	0.04%	2512	1511	-4.18%
Volume de Negócios	330,0	321,2	-2.7%	327,6	-3.1%	262,5	238,8	-9.0%
Receitas de Serviço	325,7	324,7	-0.3%	335,6	3.0%	252,6	228,4	-9.6%
Receitas de Clientes	330,6	329,0	-0.5%	324,2	-2.2%	258,4	236,3	-9.3%
Receitas de Operadores	15,1	10,7	-29.2%	9,4	-34.2%	0,8	20,8	-52.0%
Vendas de Equipamento	5,3	6,5	21.0%	4,0	-24.2%	0,8	10,4	-61.2%
Outras Receitas	7,0	6,1	-12.9%	6,2	-11.4%	2,6	10,7	-42.1%
Costos Operacionais	79,1	67,6	-14.8%	67,9	-13.6%	36,2	35,5	-2.0%
Costos com Pessoal	10,1	10,7	5.9%	10,6	0.8%	22,1	21,3	-3.6%
Costos Diretos de Serviços Prestados ⁽¹⁾	28,6	22,9	-20.0%	23,1	-0.9%	58,1	44,0	-24.9%
Costos Comerciais ⁽²⁾	13,7	13,2	-3.6%	9,7	-29.2%	27,3	22,9	-16.1%
Outros Costos Operacionais ⁽³⁾	26,8	20,8	-22.4%	24,6	-8.2%	56,7	45,5	-19.7%
EBITDA	59,5	59,7	0.3%	55,8	-6.2%	34,9	35,5	1.7%
Margem EBITDA (%)	21.9%	21.9%	0.0%	20.5%	-6.0%	13.8%	14.9%	7.9%
CAPEX Operacional ⁽⁴⁾	28,1	28,4	1.1%	28,9	1.8%	47,9	39,3	-17.3%
CAPEX Oper. como % Volume Negócios	8.5%	8.9%	4.7%	8.8%	0.0%	18.2%	16.5%	-9.3%
EBITDA - CAPEX Operacional	31,5	31,3	-0.6%	27,0	-14.4%	13,0	14,2	9.1%
CAPEX Total	29,1	29,4	1.0%	29,9	1.7%	48,9	39,3	-19.7%
<small>(1) Costos Diretos de Serviços Prestados = Interação e conteúdos + Circuitos Alagados + Outros Costos de Operação de Rede; (2) Costos Comerciais = Costos de Marketing e Vendas + Costos de Marketing e Vendas; (3) Outros Costos Operacionais = Serviços Subcontratados + Despesas Gerais e Administrativas + Provisões + Outros Costos; (4) CAPEX Operacional exclui Investimentos Financeiros. </small>								
2.2.2. Indicadores Financeiros								
Miliões de Euros								
NEGÓCIO FIXO - DEM. RESQU. TÁNDOS	2712	2711	-0.04%	2713	0.04%	2512	1511	-4.18%
Volume de Negócios	95,4	60,2	-36.9%	93,9	-1.6%	308,8	329,1	-6.2%
Receitas de Serviço	53,6	58,3	8.9%	52,6	-1.9%	306,7	323,9	-5.2%
Receitas de Clientes	23,6	20,8	-11.7%	20,2	-14.5%	43,1	42,0	-2.6%
Receitas de Operadores	30,2	37,4	24.0%	32,4	7.3%	61,8	33,1	-46.8%
Vendas de Equipamento	3,6	2,0	-44.4%	3,1	-13.9%	2,8	6,9	-58.1%
Outras Receitas	0,6	0,6	0.0%	0,2	-66.7%	0,5	0,6	16.7%
Costos Operacionais	51,8	56,8	9.7%	50,6	-2.3%	302,3	307,4	1.7%
Costos com Pessoal	0,3	0,3	0.0%	0,3	0.0%	1,0	1,8	-44.4%
Costos Diretos de Serviços Prestados ⁽¹⁾	37,6	43,4	15.4%	38,8	3.2%	74,3	82,5	9.9%
Costos Comerciais ⁽²⁾	4,0	4,1	2.5%	3,5	-12.5%	7,1	7,6	7.0%
Outros Costos Operacionais ⁽³⁾	9,1	8,3	-8.8%	7,6	-16.2%	17,9	15,7	-12.4%
EBITDA	3,9	3,8	-2.6%	3,4	-12.8%	7,0	7,2	2.9%
Margem EBITDA (%)	4.1%	5.7%	39.0%	3.6%	-12.3%	8.6%	4.7%	-44.9%
CAPEX Operacional ⁽⁴⁾	5,3	5,8	9.4%	4,5	-15.0%	5,0	30,1	-83.4%
CAPEX Oper. como % Volume Negócios	5.6%	9.6%	70.8%	4.8%	-14.3%	8.8%	8.9%	0.1%
EBITDA - CAPEX Operacional	-1,4	-1,8	-28.6%	-1,1	16.7%	-2,1	-2,9	-37.0%
CAPEX Total	5,3	5,6	5.7%	4,5	-15.0%	9,6	30,1	-68.3%
<small>(1) Costos Diretos de Serviços Prestados = Interação e conteúdos + Circuitos Alagados + Outros Costos de Operação de Rede; (2) Costos Comerciais = Costos de Marketing e Vendas + Costos de Marketing e Vendas; (3) Outros Costos Operacionais = Serviços Subcontratados + Despesas Gerais e Administrativas + Provisões + Outros Costos; (4) CAPEX Operacional exclui Investimentos Financeiros. </small>								

Taxa de Câmbio EUR/USD a 25/10/2014

Conversor de moedas

Conversor de moedas | Taxas de Câmbio Históricas | Live Exchange Rates | International Money Transfer

Moeda local: **Euro** EUR

Moeda pretendida: **US Dólar** USD

MONTANTE: Tenho este montante para trocar **1**

MONTANTE: Pretendo comprar algo a este preço **1,26579**

TAXA INTERBANCÁRIA +/-: 0% DATA: 25 out 2014 AJUDA

Looking for International Transfer? Try World First

Informações sobre as Taxas | Cábula dos Viajantes

Detalhes de EUR/USD

EUR/USD para o período de 24 horas que termina a **sexta-feira, 24 de out de 2014 22h00min UTC @ +/- 0%**

A vender 1,00000 EUR → obtém 1,26579 USD

A comprar 1,00000 EUR → paga 1,26593 USD

Fonte Própria.

Anexo XIII

Tabela T.9 – Tabela de Resumo com todos os valores dos Capitais Próprios a 30/06/2014.

RESULTADOS A 30/06/2014	
ZON	2.370.200.841,63 €
OPTIMUS	1.504.543.940,87 €
ZON+OPTIMUS	3.874.744.782,50 €
NOS	2.472.774.624,00 €

Fonte Própria.