



LISBON
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT
UNIVERSIDADE DE LISBOA

MESTRADO
GESTÃO E ESTRATÉGIA INDUSTRIAL

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**FUSÕES E AQUISIÇÕES: CASOS CONTRASTANTES NA
INDÚSTRIA PORTUGUESA DE TELECOMUNICAÇÕES**

ANA RITA GASPAR DA SILVA

OUTUBRO - 2015



LISBON
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT
UNIVERSIDADE DE LISBOA

MESTRADO EM GESTÃO E ESTRATÉGIA INDUSTRIAL

TRABALHO FINAL DE MESTRADO DISSERTAÇÃO

**FUSÕES E AQUISIÇÕES: CASOS CONTRASTANTES NA
INDÚSTRIA PORTUGUESA DE TELECOMUNICAÇÕES**

ANA RITA GASPAR DA SILVA

ORIENTAÇÃO:

DR. VÍTOR CORADO SIMÕES

OUTUBRO - 2015

Agradecimentos

Gostaria de agradecer ao meu orientador, Professor Dr. Vítor Corado Simões, pela sua orientação, por toda a ajuda e recomendações prestadas ao longo de quase um ano de trabalho.

Agradeço aos entrevistados pela sua disponibilidade, por me ajudarem a recolher e a fortalecer a informação para a elaboração dos estudos de caso deste trabalho.

Por fim, um agradecimento muito especial à minha família, namorado, amigos, colegas de trabalho e mestrado, pela ajuda e apoio ao longo destes meses.

Resumo

Atualmente, um número cada vez maior de empresas procura desenvolver operações de concentração empresarial para aumentar a dimensão e reforçar a competitividade. Processos de fusões e aquisições entre empresas tornaram-se comuns em economias desenvolvidas; contudo, apenas alguns deles são concluídos com sucesso, revelando-se efetivos meios de crescimento para as empresas envolvidas.

Neste sentido, tendo por base pesquisas já desenvolvidas no âmbito de processos de fusão e aquisição, o presente estudo tem como objetivo compreender como os mesmos se materializam e quais são os principais fatores que contribuem para a sua concretização com sucesso. Pretende-se determinar de que forma estes processos geram valor para as empresas.

A análise incidiu em dois processos de fusão na área das telecomunicações. O primeiro está associado à operação de integração entre a ZON Multimédia e a OPTIMUS, dando origem ao atual operador nacional de telecomunicações NOS. O segundo incidiu na operação de concentração empresarial entre a Portugal Telecom e a Oi.

Após analisar estes casos é possível afirmar que estamos perante dois processos de fusão com percursos e resultados muito diferentes. Do processo de fusão ZON OPTIMUS emergiu a segunda maior operadora no mercado nacional, capaz de combater a liderança de mercado detida pela PT. Apesar de a PT e a Oi procurarem a criação de um dos maiores operadores mundiais de telecomunicações, atualmente ambas enfrentam uma situação financeira adversa. A PT acabou reduzida a duas empresas: a PT Portugal, que opera apenas no mercado nacional de telecomunicações e a PHarol, antiga Portugal Telecom.

Palavras-chave: Criação de Valor, Desempenho, Fusões e Aquisições, PT Oi, ZON OPTIMUS

Abstract

Nowadays, an increasing number of companies seek to develop operations of business concentration in order to achieve a larger scale and become more competitive. Mergers and acquisitions (M&A) became common in developed economies; however, only a few processes are successfully completed, turning out to be effective means of growth for the companies involved.

In this regard, based on researches already developed in merger and acquisition processes, this study aims to understand how mergers and acquisitions materialize and which are the main factors contributing to the development of these successfully. It is intended to determine how these processes create value for the companies.

The analysis focused on two mergers in the telecommunications area. The first is related to the operation of integration between ZON Multimédia and OPTIMUS, giving rise to the current national telecommunications operator NOS. The second focused on the business concentration between Portugal Telecom and Oi.

The analysis of the cases shows that we are facing two mergers with very different paths and results. From the merger process ZON OPTIMUS emerged the second largest operator in the domestic market, able to contest market leadership held by PT. Although PT and Oi seek to create one of the world's leading telecommunications operators, currently both face an adverse financial situation. PT ended reduced to just two companies: PT Portugal, which operates only in the national telecommunications market and PHarol, former Portugal Telecom.

Keywords: Value Creation, Performance, Mergers & Acquisitions, PT Oi, ZON OPTIMUS

Índice

1. Introdução.....	1
2. Revisão da literatura.....	2
2.1 Definições	2
2.1.1 Fusão.....	3
2.1.2 Aquisição	3
2.2 Motivos para a realização de F&A	3
2.3 Fases do processo de F&A.....	4
2.4 Indicadores de desempenho	7
2.4.1 Desenvolvimento de sinergias	8
2.5 Fatores de sucesso das F&A	9
3. Questões de investigação	10
4. Metodologia	11
4.1 Método de Investigação: Estudo de casos	11
4.1.1 Justificação.....	11
4.1.2 Seleção dos casos	11
4.2 Procedimentos.....	12
5. Apresentação dos casos.....	14
5.1 ZON OPTIMUS, SGPS, S.A	14
5.1.1 Breve apresentação das Sociedades Participantes	14
5.1.2 Motivos da fusão	16
5.1.3 Processo de fusão	17
5.1.3.1 História do processo de fusão	17
5.1.3.2 A operação de fusão.....	18
5.1.3.3 Evolução da cotação bolsista	20
5.2 Processo de fusão entre Portugal Telecom e Oi	21
5.2.1 Breve apresentação das Sociedades Participantes	21
5.2.2 Motivos da fusão	22
5.2.3 Processo de fusão	24
5.2.3.1 História do processo de fusão	24
5.2.3.2 A operação de fusão.....	24
5.2.3.3 Evolução da cotação bolsista	27
6. Comparação dos casos	28
6.1 Como se desenvolvem processos de F&A?.....	28
6.2 Como se refletem os processos de fusão na criação de valor?	31

7. Discussão.....	34
8. Conclusões	36
Bibliografia.....	39
Anexos	48
Anexo 1 - Estrutura acionista da NOS.....	48
Anexo 2 - Estrutura acionista PT/Oi.....	48

Índice de gráficos

Gráfico 5-1 Quota de mercado 2012	15
Gráfico 5-2 Evolução da cotação bolsista	20
Gráfico 5-3 Quota de mercado 2013	21
Gráfico 5-4 Evolução da cotação bolsista.....	27
Gráfico 6.2-1 Evolução Quotas de Mercado 2012-2014.....	32
Gráfico 6.2-2 Evolução da cotação bolsista	33

Índice de tabelas

Tabela 6.1-1 Faseamento do processo de fusão	28
--	----

Lista de Siglas

2P – Double Play

3P – Triple Play

4P – Quadruple Play

5P – Quintuple Play

AdC – Autoridade da Concorrência

ANACOM – Autoridade Nacional de Comunicações

BLF – Serviço de banda Larga Fixa

BLM – Banda Larga Móvel

CAR – Cumulative Abnormal Returns

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

EBITDA - Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização

F&A – Fusões e Aquisições

M€ – Milhões de Euros

Oi – Oi S.A

OPA – Oferta Pública de Aquisição

OPT – Oferta Públicas de Troca de ações

OPTIMUS – OPTIMUS - SGPS, S.A.

PT – Portugal Telecom, SGPS S.A.

QM – Quota de Mercado

ROI – Return On Investment

SFT – Serviço Fixo Telefónico

STM – Serviço Telefónico Móvel

STVS – Serviço de Televisão Via Subscrição

ZON – ZON Multimédia - Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A.

1. Introdução

As empresas recorrem cada vez mais a operações de Fusão e Aquisição (F&A). Desde o início do século, o mercado global tem registado um crescimento deste tipo de estratégias (Moschieri e Campa, 2014), que se tornaram importantes veículos para o crescimento de empresas multinacionais (Ferreira, Santos, Almeida e Reis, 2014). As F&A são um dos instrumentos táticos pelos quais uma empresa pode seguir uma estratégia de crescimento externo (Bruner, 2004) tornando-se um importante meio de transferência de recursos (DePamphilis, 2011).

Este trabalho procura desenvolver três tópicos centrais, nomeadamente: identificar os principais motivos que conduzem as empresas a realizar operações de F&A; apresentar as diversas etapas que orientam um processo de F&A e discutir de que forma operações de F&A podem criar ou destruir valor às empresas envolvidas. Para tal, este trabalho expõe dois processos de fusão desenvolvidos em Portugal.

De forma a responder aos objetivos delineados, este trabalho está dividido em oito capítulos. O primeiro capítulo corresponde à introdução, que apresenta informação sobre o objeto de estudo e os principais tópicos em análise. No segundo capítulo é apresentada uma revisão da literatura, onde são explanados os motivos para a realização de F&A, as fases do processo, os indicadores de desempenho e, os fatores de sucesso das F&A. O terceiro e quarto capítulo apresentam as questões de investigação para este estudo e a metodologia empírica de investigação utilizada. O quinto capítulo introduz os estudos de caso e, por conseguinte o sexto capítulo procura responder às questões de investigação definidas no ponto três. O sexto capítulo assenta na comparação dos resultados empíricos obtidos com a revisão da literatura apresentada no ponto dois. Já no sétimo capítulo é feito um confronto entre os estudos de caso apresentados e a literatura estudada. Por fim, no último capítulo são descritas as principais ilações retiradas mediante a informação apresentada neste trabalho, as limitações deste e as sugestões para a realização de trabalhos futuros.

2. Revisão da literatura

A revisão da literatura resulta do processo de recolha e análise de pesquisas já desenvolvidas no âmbito de F&A e, tem como objetivo apresentar e comparar conceitos, procedimentos e conclusões relevantes para este trabalho.

Este capítulo está dividido em cinco secções. Começa com a apresentação da definição de fusões e aquisições, expondo a visão de diferentes autores e o que distingue os conceitos de fusão e aquisição. Passa de seguida para a descrição dos principais motivos que levam as empresas a envolver-se em processos de F&A. Numa terceira parte são descritas as fases de um processo de F&A. Posteriormente, são apresentados os indicadores de desempenho a utilizar na avaliação da empresa que resulta da F&A e, por fim, são referidos os principais fatores que garantem um processo de F&A bem-sucedido.

2.1 Definições

F&A são operações de concentração empresarial sob a forma de ofertas públicas de aquisição (OPA), ofertas públicas de troca de ações (OPT), *takeovers*, fusões ou aquisições de empresas (Bastardo e Gomes, 1989).

A fusão e a aquisição são dois tipos distintos de combinação de empresas (Bastardo e Gomes, 1989). A distinção entre estes conceitos parece simples, embora seja comum confundi-los (Matos e Rodrigues, 2000). Segundo a legislação portuguesa, a fusão pode concretizar-se de duas formas: por meio da transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra, sendo atribuídas aos sócios desta última as partes, ações ou quotas; ou por meio da constituição de uma nova sociedade, havendo a transferência global do património das empresas combinadas e aos sócios são atribuídas partes, ações ou quotas da nova sociedade (Código das Sociedades Comerciais, artigo 97º, 2012). A aquisição de sociedades respeita apenas à aquisição total ou parcial do capital de uma empresa, e esta aquisição pode ser minoritária ou de controlo (IAPMEI, 2003). No entanto, importa clarificar

melhor os conceitos, recorrendo à literatura existente.

2.1.1 Fusão

A fusão é uma operação que envolve a absorção de uma sociedade por outra (Bastardo e Gomes, 1989), traduzindo-se, em princípio, num esforço conjunto para transformar sociedades distintas numa entidade empresarial de maior dimensão, com o objetivo de prevalecer no mercado (Raquib, Musif e Mohamed, 2003).

Assim, uma operação de fusão consiste na concentração de diferentes entidades em que apenas uma permanece no mercado (Raquid *et al.*, 2003) e aos acionistas da empresa absorvida são entregues ações da empresa que resulta da fusão (Matos e Rodrigues, 2000).

2.1.2 Aquisição

A aquisição de empresas envolve a compra de uma sociedade por outra (Bastardo e Gomes, 1989). Esta pode realizar-se por meio de compras tradicionais de quotas ou de ações, ou através de um OPA (Bastardo e Gomes, 1989).

Uma aquisição ocorre quando uma empresa, designada por empresa-adquirente, compra ativos ou ações de outra empresa, designada por empresa-adquirida, contra o pagamento do valor contabilístico, real ou de mercado desta (Bastardo e Gomes, 1989; DePamphilis, 2011). A empresa-adquirente passa a deter uma participação de propriedade, total ou parcial, no capital da empresa-adquirida (DePamphilis, 2011).

2.2 Motivos para a realização de F&A

A literatura apresenta vários motivos que levam as empresas a concretizar operações de fusão ou aquisição.

O aumento da eficiência é apresentado como o principal motivo que suporta operações de F&A (Bastardo e Gomes, 1989; Chatterjee, 2009; Koller, Goedhart & Wessels, 2010). Contudo, a rápida expansão (Matos e Rodrigues, 2000; Gaughan, 2007), a obtenção

de sinergias (Bastardo e Gomes, 1989; Gaughan, 2007) e, a obtenção de benefícios fiscais (Bastardo e Gomes, 1989; Matos e Rodrigues, 2000) são também descritos como importantes motivos que conduzem as empresas a operações de F&A. No entanto, estas procuram frequentemente este tipo de operações para reduzir o excesso de capacidade (Chatterjee, 2009; Koller *et al.*, 2010), minimizar o risco (Matos e Rodrigues, 2000), ganhar poder de mercado (Matos e Rodrigues, 2000), influenciar positivamente o mercado de capitais (Bastardo e Gomes, 1989), desenvolver processos de realinhamento estratégico (DePamphilis, 2011) e, desenvolver estratégias de diversificação ou de integração horizontal e/ou vertical (Gaughan, 2007). Vamos comentar brevemente, de seguida, os principais motivos.

Uma estratégia de F&A permite aos sócios, acionistas ou administradores aumentar a eficiência de uma empresa (Chatterjee, 2009; Koller *et al.*, 2010), através da obtenção de economias de escala e economias de integração vertical, conseguidas mediante a utilização e partilha de tecnologias e *know-how* (Bastardo e Gomes, 1989). A rápida expansão, proporcionada pelo aumento de dimensão e crescimento das empresas (Matos e Rodrigues, 2000), é apresentada como um dos motivos mais comuns, uma vez que a fusão ou aquisição de uma empresa numa determinada linha de produtos ou área geográfica permite uma expansão mais rápida do que um processo interno (Gaughan, 2007). A obtenção de sinergias e o aproveitamento máximo destas poderão conduzir a um aumento da produtividade e da rendibilidade (Bastardo e Gomes, 1989). Por fim, o reforço do poder de mercado é proporcionado pelo aumento da concentração do mercado e pela redução do número de empresas concorrentes (Matos e Rodrigues, 2000).

2.3 Fases do processo de F&A

A literatura existente apresenta várias propostas de faseamento de um processo de F&A. Este trabalho descreve, de seguida, três propostas de desenvolvimento de um processo

de F&A.

Para Bastardo e Gomes (1989), um processo de F&A deve passar fundamentalmente por nove fases: (1) a definição de uma estratégia para a F&A; (2) a procura de empresas-alvo; (3) a auditoria prévia de aquisição ou fusão; (4) a avaliação da empresa; (5) a elaboração de diferentes cenários para a concretização da operação, em termos de financiamento da transação; (6) a negociação; (7) a realização da operação; (8) a auditoria de controlo; e (9) a formulação de uma estratégia empresarial. Na definição de uma estratégia para a F&A devem ser definidos os objetivos a alcançar com a operação, o setor-alvo de atividade, a empresa-alvo, a forma e o momento oportuno para a sua realização (Bastardo e Gomes, 1989). Esta primeira fase permite identificar potenciais riscos, sendo definidas as principais linhas de atuação (Bastardo e Gomes, 1989). Na auditoria prévia é realizada uma pré-análise económica, financeira e jurídica das empresas selecionadas (Bastardo e Gomes, 1989). Na negociação são estabelecidas as condições da operação, o preço, os interesses, deveres e direitos das sociedades envolvidas (Bastardo e Gomes, 1989). A auditoria de controlo tem o propósito de formular definitivamente o preço de aquisição, a forma de pagamento e os termos do acordo (Bastardo e Gomes, 1989). Após a realização da operação de F&A é formulada uma estratégia empresarial, tendo em conta as seguintes premissas: ajustamento do produto e do mercado; mudanças de direção e ajustamento do quadro de funcionários; e planeamento das atividades da empresa (Bastardo e Gomes, 1989).

DePamphilis (2011), considera que um processo de F&A integra dez fases: (1) desenvolvimento de um plano de negócio para toda a empresa; (2) desenvolvimento de um plano de aquisição; (3) pesquisa da empresa-alvo; (4) seleção e priorização das potenciais empresas-alvo; (5) estabelecimento do primeiro contacto com a empresa-alvo; (6) negociação; (7) desenvolvimento de um plano de integração; (8) conclusão; (9) integração; e (10) avaliação da operação de F&A. O plano de aquisição deverá orientar todas as fases subsequentes do processo e concentra-se em questões táticas ou de curto prazo, incluindo os

objetivos da gestão; avaliação dos recursos e das capacidades; calendarização; análise ao mercado e definição de tarefas (DePamphilis, 2011). A negociação é a etapa mais complexa e crucial do processo (DePamphilis, 2011).

Lees, Aquila e Klyhn (2014), propõem uma perspetiva mais prática. Para estes autores, um processo de F&A bem-sucedido deve ultrapassar quatro fases: (1) a gestão de expectativas; (2) a operacionalização da visão e dos valores; (3) a criação de valor; e (4) a entrega de valor. Estas fases assentam em dois períodos de tempo: antes e após a realização da F&A (Lees *et al.*, 2014). A gestão de expectativas abrange as decisões que devem ser tomadas antes da realização da F&A, tal como o anúncio claro e inequívoco sobre o porquê da F&A e qual o valor que se espera criar (Lees *et al.*, 2014). A operacionalização da visão e dos valores inicia-se no momento em que é realizada a F&A, esta deve assegurar a estabilidade operacional, estabelecer processos, alinhar comportamentos, ajudar os recursos humanos a perceberem o valor esperado da F&A e a certificar-se que os mercados e os clientes percebem o que está a acontecer (Lees *et al.*, 2014). A criação de valor deve ocorrer pouco tempo depois da conclusão da F&A (Lees *et al.*, 2014). Por fim, a entrega de valor ocorre algum tempo depois da conclusão da F&A e verifica-se quando todos os colaboradores se identificam com a nova empresa, quando existe uma visão clara (Lees *et al.*, 2014).

A proposta de DePamphilis (2011) apresenta algumas semelhanças relativamente à proposta de Bastardo e Gomes (1989), já que para estes autores um processo de F&A deve seguir uma lógica sequencial muito semelhante. Lees *et al.* (2014) deixa de lado uma lógica sequencial de etapas a realizar e dá ênfase à criação de valor.

Nos estudos publicados não foi encontrado consenso sobre o tempo necessário para realizar um processo de F&A. Este resultado deve-se ao facto de que a realização de um processo de F&A não pode ser pré-determinada, pois está condicionada por diversos fatores que levam a períodos de tempo diferentes (Meglio e Risberg, 2011).

2.4 Indicadores de desempenho

O êxito de uma operação de F&A é alcançado quando o desempenho da empresa que resulta da F&A é superior ao desempenho individual das empresas que lhe deram origem (Bastardo e Gomes, 1989). No entanto, segundo Tetenbaum (1990), cerca de 60% a 80% das fusões realizadas são um fracasso financeiro, quando medidas pela capacidade para aumentar o lucro e o valor das ações.

Apesar da evidência de que as F&A não geram os retornos esperados, em todos os setores as empresas continuam a apostar em estratégias de F&A para responder às exigências do mercado (Tetenbaum, 1999). Desta forma e, apesar de existirem diversos indicadores para avaliar o impacto de uma fusão ou aquisição, este trabalho descreve, de seguida, os tipos de indicadores de desempenho mais utilizados pelos investigadores.

Os indicadores de desempenho estão divididos fundamentalmente em dois tipos, financeiros e não-financeiros (Meglio e Risberg, 2011). Os indicadores financeiros abrangem indicadores baseados na contabilidade e indicadores baseados no mercado de capitais (Papadkis e Thanos, 2010; Meglio e Risberg, 2011). Os indicadores não-financeiros assentam em indicadores baseados no desempenho operacional da empresa e em indicadores baseados no desempenho global da mesma (Meglio e Risberg, 2011).

A utilização de indicadores baseados no mercado prevalece, perante indicadores baseados na contabilidade, devido à crença de que estes estão mais perto do desempenho real das empresas em processos de F&A (Meglio e Risberg, 2011). No entanto, a justificação para a utilização de indicadores baseados na contabilidade está na premissa de que as sinergias obtidas a partir da F&A têm uma maior expressão, sendo que o lucro contabilístico e o crescimento das vendas representam medidas mais próximas do desempenho alcançado (Papadkis e Thanos, 2010). Por exemplo, ROI (*Return On Investment*) é um indicador baseado na contabilidade utilizado para avaliar os lucros da empresa (Meglio e Risberg, 2011), este determina o lucro obtido em relação ao custo do investimento. No entanto, CAR

(*Cumulative Abnormal Returns*) é um indicador baseado no mercado utilizado para avaliar o valor da empresa no mercado e pretende examinar a evolução do valor das ações das empresas envolvidas, expressando assim o valor criado para os acionistas (Papadkis e Thanos, 2010).

Os indicadores baseados no desempenho operacional da empresa estão refletidos em três dimensões: (1) comercial, normalmente medida pela quota de mercado; (2) inovação, medida por exemplo pelo número de patentes registadas; e (3) produtividade, normalmente medida pelas sinergias de custos (Meglio e Risberg, 2011). Por sua vez, os indicadores baseados no desempenho global da empresa estão refletidos em duas dimensões: (1) sucesso, medido por exemplo pelo número de objetivos alcançados mediante o processo de F&A; e (2) sobrevivência, medida por exemplo através do nível de desinvestimento efetuado (Meglio e Risberg, 2011).

Para Meglio e Risberg (2011) os investigadores utilizam maioritariamente indicadores baseados na contabilidade e no mercado. De acordo com estes autores, existe um maior interesse em avaliar o desempenho na perspetiva da empresa-adquirente.

No entanto, as sinergias desenvolvidas são também relevantes para avaliar processos de F&A.

2.4.1 Desenvolvimento de sinergias

A literatura apresenta diversos benefícios sinérgicos que podem resultar de um processo de F&A. As sinergias mais frequentes são de dois tipos: (1) sinergias operacionais (Chatterjee, 1986; Bastardo e Gomes, 1989; Gaughan, 2007; DePamphilis, 2011), que resultam de aumentos de receita e diminuição de custos (Gaughan, 2007), obtidos através da melhor utilização e racionalização de recursos (Bastardo e Gomes, 1989); e (2) sinergias financeiras (Chatterjee, 1986; Gaughan, 2007; DePamphilis, 2011), que permitem às empresas reduzir o custo de capital (Gaughan, 2007; DePamphilis, 2011).

No entanto, a literatura refere outros tipos de relações sinérgicas: sinergias de conluio (Chatterjee, 1986); sinergias comerciais; sinergias de investimento; e sinergias de gestão (Bastardo e Gomes, 1989). As sinergias de conluio estão relacionadas com a capacidade de aumentar os preços dos produtos e serviços, através do efeito causado pela concentração, que se expressa no aumento de poder de mercado (Chatterjee, 1986). As sinergias comerciais permitem, por exemplo, a partilha de canais de distribuição e de promoção dos produtos e serviços (Bastardo e Gomes, 1989). As sinergias de investimento possibilitam a melhor utilização de fábricas, equipamentos e outras instalações e, a possibilidade de adaptar a outros produtos a tecnologia já utilizada (Bastardo e Gomes, 1989). As sinergias de gestão dão origem a equipas fortalecidas em termos de desempenho (Bastardo e Gomes, 1989).

2.5 Fatores de sucesso das F&A

Não há uma fórmula para garantir o êxito de uma F&A. Contudo, existem procedimentos que permitem criar valor.

O planeamento é essencial. As empresas que desenvolvem fortes planos de integração e eficazes políticas de gestão no período de pós-fusão criam valor acima da média e aumentam as probabilidades de sucesso (Tetenbaum, 1999; Chatterjee, 2009; DePamphilis, 2011). Um bom plano de negócios e de integração deve ser visto, nesta linha, como uma condição necessária para a realização da visão e objetivos da empresa (DePamphilis, 2011).

A prática de definir com clareza o mercado-alvo ajuda a empresa-adquirente a identificar quais são as operações necessárias a realizar e reduz a probabilidade de falhar (Chatterjee, 2009). Por vezes, esta clareza só é alcançada após a realização de algumas F&A, onde a empresa estabelece padrões comuns de atuação (Chatterjee, 2009).

Não obstante, o sucesso de uma operação de F&A é impulsionado por diferentes condições: seleção cuidadosa da empresa-alvo; elevado poder de argumentação junto dos sócios ou acionistas; transparência de atuação; honestidade e sigilo; disponibilização de

informações em quantidade e de qualidade; e avaliação dos riscos inerentes à operação (Bastardo e Gomes, 1989). Todavia, a definição de objetivos e prazos, bem como o desenvolvimento de uma boa comunicação permitem que obstáculos como indecisão, incoerência, atrasos, incerteza e resistência à mudança ocorram (Lees *et al.*, 2014).

A questão dos recursos humanos é também essencial. As empresas devem reconhecer a importância da componente humana para garantir o sucesso (Tetenbaum, 1999). No entanto, é comum as empresas em processos de F&A não disponibilizarem os recursos suficientes, nomeadamente recursos humanos, para o processo de integração, o que consequentemente se traduz na perda de valor (Tetenbaum, 1999).

A integração da cultura empresarial é um fator determinante para os resultados de um processo de F&A (Marks e Mirvis, 2011). A cultura empresarial deve ser considerada como um fator influenciador, contudo esta é muitas vezes subestimada em comparação com aspetos financeiros e operacionais (Marks e Mirvis, 2011). Todavia, choques de culturas entre as empresas envolvidas conduzem a baixos desempenhos em termos de objetivos financeiros ou estratégicos (Marks e Mirvis, 2011). Em processos internacionais de F&A a integração de culturas é igualmente um fator decisivo para garantir o bom desempenho (Rottig, 2013). Os processos de F&A internacionais são mais complexos devido às diferenças de cultura entre as empresas envolvidas (Hopkins, 1999). A ineficaz absorção e combinação de diferentes culturas empresariais e nacionais são apresentadas frequentemente com o fator que mais contribui para o insucesso de processos internacionais de F&A (Hopkins, 1999; Rottig, 2013).

3. Questões de investigação

O presente trabalho pretende analisar a evolução de um processo de F&A e de que modo este contribui para a obtenção de vantagens competitivas para a empresa que resulta da operação. Neste sentido, os principais objetivos deste trabalho passam por descrever as

diversas etapas e modos de atuação das empresas numa operação de F&A. De seguida, apresentam-se as questões de investigação a abordar na parte empírica:

- a) Como se desenvolvem os processos de F&A?
- b) Como se refletem tais processos na criação de valor para as empresas envolvidas?

4. Metodologia

4.1 Método de Investigação: Estudo de casos

4.1.1 Justificação

Dada a complexidade do estudo de operações de F&A e tendo em conta os objetivos de investigação, a análise por meio do estudo de caso parece-nos o método mais apropriado para responder às questões colocadas no ponto anterior.

De facto, a escolha de estudo de caso é adequada quando se pretende responder a questões do como? e porquê?, quando não é possível controlar os acontecimentos e quando o estudo incide num fenómeno contemporâneo (Yin, 2003). O estudo de caso combina diversos métodos de recolha de dados, tais como arquivos, entrevistas, questionários e observações, dos quais é possível extrair e desenvolver um vasto conjunto de informação (Eisenhardt, 1989).

A realização de estudos de caso pode ter como objetivo a descrição do estudo de caso ou a construção de uma teoria a partir de evidências retiradas do estudo de caso (Eisenhardt, 1989). Este requer, em primeiro lugar, a definição das questões de investigação, a seleção dos casos a estudar e a combinação de diferentes métodos de recolha de informação (Eisenhardt, 1989).

4.1.2 Seleção dos casos

O mercado português de telecomunicações nos últimos anos foi alvo de grandes alterações a nível estrutural, quer por alterações societárias, quer por alterações de designações comerciais. Desta forma, o presente trabalho recorre ao método do estudo de

casos, analisando dois processos de F&A de elevada dimensão envolvendo os principais grupos de telecomunicações.

No que diz respeito ao primeiro estudo de caso, o mesmo incide sobre o processo de fusão entre o grupo empresarial ZON Multimédia SGPS, S.A. e o grupo empresarial OPTIMUS SGPS, S.A. O segundo refere-se ao processo de fusão entre a Portugal Telecom SGPS, S.A. e a empresa brasileira Oi.

O motivo que conduziu à seleção destes dois casos foi, essencialmente, o interesse no estudo e comparação dos mesmos quer pelas alterações que as empresas sofreram em consequência, quer pelas transformações ocorridas no mercado nacional. No primeiro, temos um exemplo que espelha a criação de um grupo empresarial bem consolidado no mercado, com elevados níveis de crescimento. No que respeita ao segundo, trata-se de uma operação de F&A falhada, que resultou na alienação da PT Portugal à operadora francesa Altice. Esta venda trouxe uma maior complexidade à análise deste caso, bem como uma maior riqueza de informação.

Resumindo, com a utilização de dois estudos de caso pretende-se comparar duas operações com algumas semelhanças mas que apresentam percursos e resultados distintos.

4.2 Procedimentos

Tendo em conta os objetivos do presente trabalho foi utilizada a triangulação de informação mediante a combinação de diferentes fontes de recolha de informação e através da verificação e comparação dos resultados obtidos (Eisenhardt, 1989). Esta permite elevar a fiabilidade e a validade da teoria construída (Eisenhardt, 1989; Yin, 2003).

A técnica de investigação selecionada para este trabalho tem por base a análise qualitativa de dados. Para tal, as fontes de informação utilizadas para os estudos de caso apresentados foram, fundamentalmente, documentação pública sobre as empresas, entrevistas e notícias. Todavia, as possibilidades de realização de entrevistas múltiplas foram

inviabilizadas, designadamente no caso PT Oi, pela indisponibilidade dos indivíduos contactados para a realização de uma entrevista.

A documentação pública sobre as empresas foi recolhida, essencialmente, através de relatórios efetuados pelas empresas e disponibilizados no sítio eletrónico destas. Foram também utilizados relatórios públicos efetuados pela Autoridade Nacional de Comunicações (ANACOM) e pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e disponibilizados no sítio eletrónico das mesmas.

As entrevistas foram realizadas a pessoas envolvidas diretamente no processo de decisão da operação de F&A, o que permitiu recolher dados primários. Para cada entrevista foi elaborado um protocolo preparado antecipadamente, tendo por base a informação já recolhida na documentação pública sobre as empresas, com o objetivo de responder aos objetivos propostos neste trabalho.

Para o caso ZON OPTIMUS, foram efetuadas duas entrevistas, a primeira a um ex-colaborador da ZON e a segunda a um colaborador da OPTIMUS e atual colaborador da NOS, realizadas a 3 de julho e a 7 de julho de 2015, respetivamente. Cada entrevista durou entre 20 e 60 minutos, estas foram gravadas e transcritas. No entanto, as identidades dos entrevistados não serão divulgadas por exigência dos mesmos. O primeiro entrevistado, colaborador da OPTIMUS, esteve envolvido na análise de sistemas entre as empresas envolvidas, com incidência na análise de compatibilidade entre as empresas analisadas e o estudo das sinergias a desenvolver, no entanto este demonstrou alguma reticência na divulgação de informação. O segundo entrevistado estava inserido no *Strategy and Business Development* da ZON Multimédia, área responsável pelo processo de decisão, com a função de avaliar a empresa-alvo e analisar a viabilidade dos motivos que conduziam ao processo de fusão com a OPTIMUS.

Contudo, para o caso PT Oi, não se concretizaram entrevistas. Apesar de diferentes tentativas de contacto não foi obtida nenhuma resposta positiva. A primeira tentativa de

contacto foi com um atual colaborador da PT Comunicações, que desempenha funções como Gestor de Agentes PT Negócios, contudo este revelou pouco conhecimento sobre o processo, demonstrando pouco interesse na realização da entrevista. Posteriormente, foi enviado um *e-mail* ao atual Diretor de Relação com Investidores na Portugal Telecom, Sr. Luís Sousa de Macedo, não tendo sido obtida resposta. Contudo, foi possível estabelecer um contacto com sucesso via *e-mail* com o Dr. Pedro Sardo, atual Diretor de Tecnologia da Informação na Oi/Telemar e ex-colaborador da Portugal Telecom, que integrou os quadros da Oi durante o processo de fusão. Este mostrou-se disponível para a realização de entrevista via *e-mail*, pelo que foi enviado o guião da entrevista; no entanto de acordo com o entrevistado as respostas às questões colocadas poderiam violar o acordo de confidencialidade que acordou com as duas empresas, pelo que não foi possível obter resposta ao guião da entrevista.

As notícias *online* foram também para este trabalho uma importante fonte de informação. Foram utilizadas notícias disponibilizadas nos sítios eletrónicos de diferentes jornais, tais como Jornal de Negócios e Público.

5. Apresentação dos casos

5.1 ZON OPTIMUS, SGPS, S.A

A 27 de agosto de 2013 ocorreu o registo comercial da fusão entre a ZON Multimédia – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A. (ZON), e a OPTIMUS – SGPS, S.A. (OPTIMUS) (NOS, 2014a). O processo de fusão assumiu a forma de fusão por incorporação total e ditou a incorporação da OPTIMUS na ZON e a consequente alteração da denominação da ZON Multimédia para ZON OPTIMUS SGPS, S.A., que mais tarde foi alterada para NOS SGPS, S.A. (NOS, 2014a).

5.1.1 Breve apresentação das Sociedades Participantes

A ZON surge, em janeiro de 2008, após a conclusão do processo de *spin-off* da PT Multimédia, ocorrido em novembro de 2007 (BIG Online, 2012), que determinou a cisão da

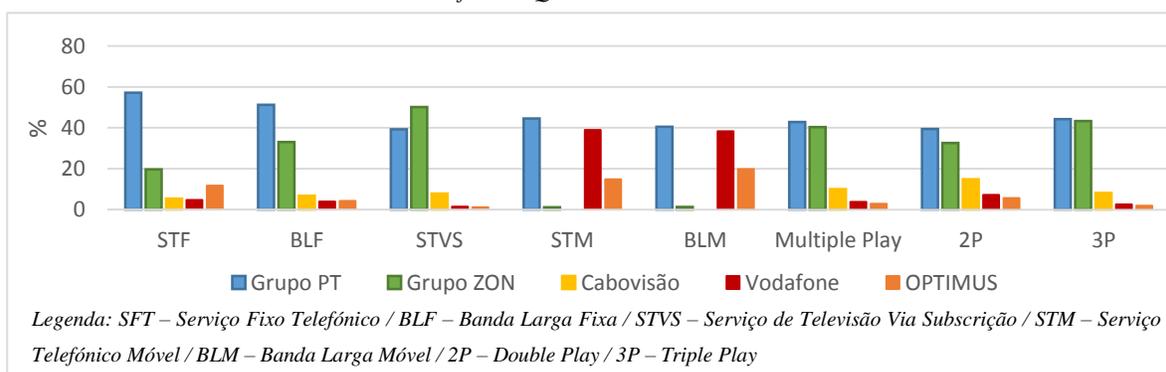
PT Multimédia da PT. Este processo permitiu criar um novo operador, a PT Multimédia, que em 2008 alterou a designação para ZON Multimédia (BIG Online, 2012). O processo de *spin-off* surgiu da necessidade de responder às exigências regulatórias sobre a estrutura de mercado existente, demasiado concentrada (ANACOM, 2008).

Assim, a ZON foi uma operadora de rede fixa, distinguida no mercado como a principal operadora no fornecimento do serviço de televisão via subscrição (STVS) e uma das principais fornecedoras de serviço de banda larga fixa (BLF) e serviço fixo telefónico (SFT), registando, em 2012, uma carteira com mais de 3 milhões de clientes (ZON Multimédia, 2013). No entanto, é importante notar a liderança de mercado da ZON na exibição cinematográfica. Assim, no ano de 2012, a ZON registou um volume de negócios de 858 milhões de euros (M€) e um EBITDA (Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização) de 312 M€ (ZON Multimédia, 2013).

Já a OPTIMUS foi uma operadora de rede móvel, detida a 100% pela SONAECOM, caracterizada no mercado, fundamentalmente, pelo fornecimento de serviços de internet e serviço telefónico móvel (STM), registando em 2012, neste segmento um total de 3.57 milhões de clientes (Sonaecom, 2013). No ano de 2012, a SONAECOM alcançou um volume de negócios de aproximadamente 825 M€ e um EBITDA de 246 M€ (Sonaecom, 2013).

No gráfico 5-1 são apresentadas as quotas de mercado obtidas pelas principais operadoras em 2012:

Gráfico 5-1 Quota de mercado 2012



Fonte: ANACOM 2013 – O Sector das Comunicações 2012

Em termos de estrutura de mercado no ano de 2012, a ZON liderava o mercado apenas na oferta de STVS, apresentando uma quota de mercado (QM) de 50.2% (ANACOM, 2013). No entanto, a OPTIMUS distinguia-se na oferta móvel, designadamente na oferta de STM e banda larga móvel (BLM), com uma QM de 14.8% e 19.9%, respetivamente (ANACOM, 2013).

5.1.2 Motivos da fusão

O principal motivo que conduziu o processo de fusão entre a ZON e a OPTIMUS “*foi a criação de um grupo de telecomunicações mais forte e de grande dimensão, capaz de responder às exigências do mercado, e consequentemente ganhar vantagem concorrencial*”¹. Estimava-se que a empresa que resultaria da fusão iria gerar uma receita combinada de aproximadamente 1.610 M€ e um EBITDA de cerca 543 M€ (NOS, 2013).

A necessidade de crescimento levou a ZON e a OPTIMUS, “*duas empresas de pequena dimensão que precisavam de crescer*”, a responder às exigências do mercado em relação aos novos produtos desenvolvidos pela concorrência, nomeadamente ao serviço *Quadruple Play* (4P) introduzido pela PT Portugal, detentora da MEO, que agregava um serviço único de STVS, BLF ou BLM, SFT e STM. “*Já que a ZON, uma operadora de rede fixa, e a OPTIMUS, uma operadora de rede móvel, não podiam desenvolver um produto 4P individualmente, a melhor decisão foi realizarem um processo de fusão entre si*”. Assim, a incorporação do *business core* da ZON e da OPTIMUS numa única empresa potenciou “*a criação e lançamento de novos produtos e serviços no mercado a preços inferiores, a obtenção de redes complementares e a criação sinergias e economias de escala*”.

Todavia, a rápida expansão, valorização no mercado de capitais e crescimento internacional das empresas foram também apresentados pelas sociedades participantes como motivos para a realização do processo (NOS, 2013).

¹ Transcrição textual das entrevistas realizadas, vinculadas às próximas citações.

No que respeita às sinergias esperadas, a 21 de janeiro de 2013, as equipas de gestão indicavam que a fusão iria gerar sinergias referentes a custos e investimentos de 350 a 400 M€ (NOS, 2013), num período entre três a cinco anos (CMVM, 2012). De acordo com os órgãos de administração as sinergias resultariam da integração da rede fixa e da rede móvel, representando uma redução de custos inerentes ao investimento do grupo ZON, no segmento móvel, e do grupo OPTIMUS, no segmento fixo, com a captura recíproca de valor do *business core* de cada um dos grupos (NOS, 2013). Para além da sobreposição de redes a fusão permitiria gerar sinergias operacionais através quer da otimização do investimento em infraestruturas, quer pela redução da dependência de infraestruturas dos operadores concorrentes e, por fim, a criação de um grupo de maior dimensão permitiria obter sinergias mediante a obtenção de vantagens na negociação de contratos e compras no mercado (NOS, 2013).

5.1.3 Processo de fusão

5.1.3.1 História do processo de fusão

A história do processo de fusão entre a ZON e a OPTIMUS começou em 2007, quando a OPA da Sonae sobre a Portugal Telecom falhou e consequentemente ditou a criação do novo operador ZON Multimédia (BIG Online, 2012). No entanto, foi em 2012 que as perspectivas de fusão entre a ZON e a OPTIMUS se intensificaram. Foi neste ano que Isabel dos Santos aumentou a participação no capital da ZON, resultado da alteração dos estatutos da ZON, que restringiam os acionistas de deterem mais de 10% do capital (BIG Online, 2012). Isabel dos Santos a 14 de junho de 2012 tornou-se a maior acionista da ZON, passando a deter uma participação de 28.8%, após várias aquisições de capital – cerca de 5% à Telefónica; 2.8% à Cinveste; e cerca de 22% à Caixa Geral de Depósitos e Banco Espírito Santo (ANACOM, 2012).

Por conseguinte, “*o processo de negociações foi um processo rápido*”. A estrutura acionista de ambas as empresas “*permitiu realizar conversações diretas e tomar decisões, o que não é possível alcançar quando há uma elevada repartição do capital e existem demasiados acionistas em comunicação*”. Neste sentido, o projeto de fusão foi aprovado pelos órgãos de administração a 21 de janeiro de 2013 (NOS, 2013) e a 26 de agosto de 2013 a AdC anunciou a não oposição ao mesmo (NOS, 2014a).

Com vista à aprovação do processo de fusão, Isabel dos Santos e a SONAECOM, único acionista da OPTIMUS, delegaram a gestão e condução do processo de negociação na comissão executiva da ZON, liderada por Rodrigo Costa, e na comissão executiva da OPTIMUS, liderada por Miguel Almeida (Público, 2012). No entanto, a ZON formou também uma comissão *ad hoc*, constituída por administradores não-executivos, com o objetivo de acompanhar o desenrolar das negociações (Público, 2012).

A nova equipa de gestão da ZON OPTIMUS foi eleita a 1 de outubro de 2013, onde Miguel Almeida foi nomeado como CEO (NOS, 2014b).

5.1.3.2 A operação de fusão

A ZON aparece neste processo na condição de sociedade incorporante, enquanto a OPTIMUS é designada como sociedade incorporada e, consequentemente, todo o seu património foi transferido para a ZON (NOS, 2013). A fusão envolveu um aumento de capital social da ZON com a emissão de novas ações pela ZON e a atribuição das mesmas aos acionistas da OPTIMUS (NOS, 2013). A fusão foi baseada numa relação de troca de ações que atribuiu à ZON um valor igual a 1.5 vezes o valor da OPTIMUS, ou seja, num rácio de 60% da ZON e 40% da OPTIMUS (NOS, 2013).

A ZON OPTIMUS passou a ser controlada em 50.1% pela sociedade-veículo, designada por ZOPT, criada em 2012 por Isabel dos Santos e Sonae, sendo esta controlada em 50% por cada parte. Perante esta disposição de participações Isabel dos Santos adquiriu

parte da participação da OPTIMUS, para atingir os 50% de controlo da ZOPT (BIG Online, 2012). No Anexo 1 é apresentada a estrutura acionista da NOS, referida a 18 de maio de 2015.

O lançamento da nova marca e a alteração da designação para NOS tinha como objetivo criar uma marca distinta das anteriormente utilizadas (NOS, 2014c). Assim, a NOS era a materialização de uma nova empresa, reconhecida no mercado pela oferta de produtos e serviços, com o objetivo de alavancar o crescimento através da integração da oferta de produtos e soluções integradas e convergentes a preços competitivos (NOS, 2014c).

Apenas alguns meses após a conclusão da fusão foi finalizada a integração total das diversas equipas de trabalho (NOS, 2014b). A integração teve início em agosto de 2013, após o anúncio da não oposição por parte da AdC (NOS, 2014b). Foi neste momento que *“foi identificado tudo o que tinha que ser integrado e foram criadas equipas que acompanhavam semanalmente ou que trabalhavam diariamente por forma a cumprir o plano delineado de fusão”*. O processo de integração *“tendo em conta a dimensão das duas empresas e as culturas distintas acabou por ser um processo que correu bem”*. As diversas equipas de trabalho adaptaram-se *“e acabaram por reorganizar as próprias equipas”*.

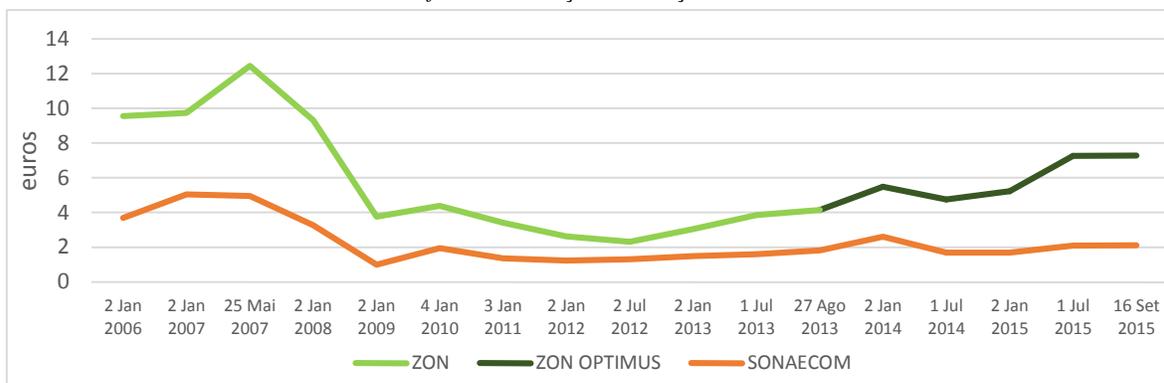
Assim, a rápida reorganização dos colaboradores foi essencial para aumentar a eficiência das rotinas de trabalho das equipas. No entanto, o processo de integração impôs a necessidade de eliminação da sobreposição de diversas áreas de trabalho, já que *“quando duas empresas se fundem passam a existir duas áreas de trabalho com a mesma função”*. Por conseguinte, as sociedades participantes tinham uma cultura empresarial distinta o que originou relutância na adoção de novos processos, como por exemplo no departamento de compras, *“quando as pessoas estão habituadas a seguir determinadas linhas de atuação é sempre difícil que estas cooperem com os novos métodos de trabalho”*.

No processo de planeamento *“para além do recurso a consultores exteriores às sociedades participantes, foram criadas diversas equipas e definidas pessoas chave para determinadas áreas”*.

5.1.3.3 Evolução da cotação bolsista

O gráfico 5-2 explana a evolução da cotação das sociedades envolvidas ao longo da última década:

Gráfico 5-9 Evolução da cotação bolsista



Fonte: EURONEXT – Bolsa de Lisboa

Entre maio de 2007 e junho de 2012 as cotações bolsistas da ZON e da SONAECOM² registaram desvalorizações significativas. Contudo, o valor das ações da ZON apresentaram variações negativas superiores, já que a cotação da ZON encerrou, a 25 de maio de 2007, nos 12.45 euros, enquanto o valor destas era de 2.31 euros a 2 de julho de 2012, o que representou um decréscimo de cerca 10 euros por ação e significativas perdas para os acionistas (EURONEXT, Bolsa de Lisboa).

No entanto, de acordo como os dados apresentados pela EURONEXT, é possível afirmar que o mercado de capitais reagiu, em 2012, de forma positiva à forte especulação sobre um possível processo de fusão, tendo registado sucessivas valorizações em termos de capitalização bolsista. A 27 de agosto de 2013 o valor das ações da ZON e da SONAECOM encerraram nos 4.15 e 1.81 euros, respetivamente (EURONEXT, Bolsa de Lisboa).

Apesar do baixo crescimento no ano de 2014, período de consolidação do processo de fusão, a 1 de outubro de 2015 a NOS registou o valor de 7.32 euros por cada ação, o que representa uma forte recuperação do valor por ação face ao valor obtido nos últimos cinco anos (EURONEXT, Bolsa de Lisboa), e uma influência positiva no mercado de capitais.

² A OPTIMUS não estava cotada em bolsa, pelo que será utilizada a cotação bolsista da SONAECOM

5.2 Processo de fusão entre Portugal Telecom e Oi

A 1 de outubro de 2013 foi assinado o acordo de intenções, também intitulado de Memorando de Entendimento, que anunciava a consolidação da aliança, entre a Portugal Telecom, SGPS S.A. (PT) e a operadora brasileira Oi S.A (Oi), iniciada em 2010 (Oi, 2014). A consolidação da aliança pressupunha a realização de um processo de fusão entre a PT, a Oi, a AG Telecom Participações S.A. (AG Telecom), a LF Tel S.A e as respetivas *holdings* da Oi, com o objetivo de incorporar estas empresas numa única e nova sociedade, designada por CorpCo (Oi S.A., 2013).

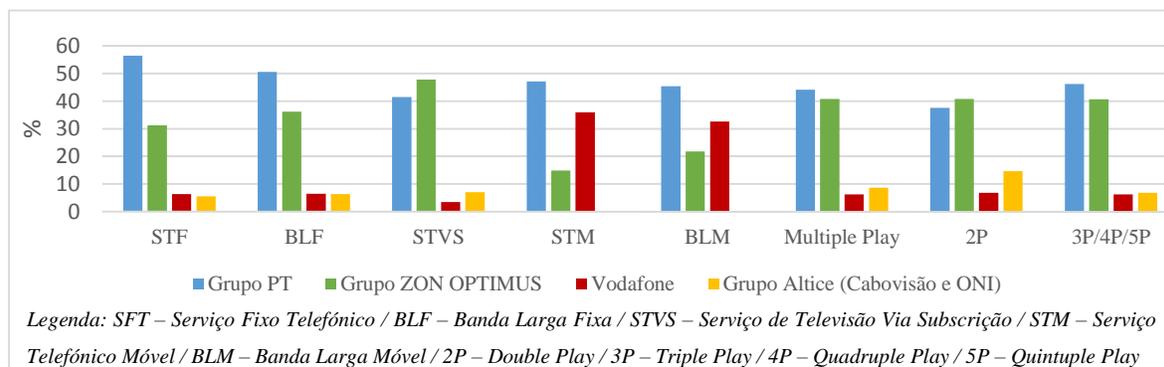
Estamos assim, perante uma operação de fusão sob a forma de fusão internacional por incorporação de várias empresas numa só sociedade.

5.2.1 Breve apresentação das Sociedades Participantes

A PT era a maior operadora de comunicações nacional e prestava serviços nas áreas de telecomunicações e multimédia, todavia, a PT tinha também uma presença no mercado brasileiro e africano (PT SGPS, 2014). Em 2013, a PT registou um volume de negócios de 2.911 M€ e um EBITDA de 1.162 M€ (PT SGPS, 2014).

No gráfico 5-3 pode-se observar a QM registada, em termos de vendas, pelas principais operadoras no mercado nacional em 2013:

Gráfico 5-3 Quota de mercado 2013



Fonte: ANACOM 2014 – O Sector das Comunicações 2013

Em 2013, a PT liderava o mercado em quase todos os segmentos. O Grupo PT mantinha a liderança nas ofertas de STF, BLF e nos serviços móveis com uma QM de 56.4%,

50.5% e 47.1%, respetivamente (ANACOM, 2014). Em termos de ofertas em pacote, o Grupo PT era líder de mercado no fornecimento de serviços *Multiple Play*³, com uma QM de 44.1%, e nas ofertas combinadas em 3P, 4P e 5P, com uma QM de 46.2% (ANACOM, 2014).

Por sua vez, a Oi é uma operadora que presta serviços de telecomunicações no mercado brasileiro e é a maior operadora de rede fixa na América do Sul (PT SGPS, 2010). Em 2013, a Oi obteve um volume de negócios de 28.4 mil milhões de reais e um EBITDA de 9.6 mil milhões de reais (Oi, 2014). Para o mesmo período, no mercado brasileiro, a Oi obteve no segmento de rede fixa uma QM de 40.5%, enquanto para o segmento de banda larga, rede móvel e televisão por subscrição obteve uma QM de 28.1%, 18.6% e 4.6%, respetivamente (Oi, 2014).

5.2.2 Motivos da fusão

Conforme é referido por Pedro Santos Guerreiro era uma questão de tempo. Desde 2010 que a fusão passou a ser uma opção dos acionistas da PT e da Oi, a PT já não tinha por onde crescer e os caminhos de crescimento da empresa passavam pelos países de língua oficial portuguesa, sendo que a opção seria o Brasil (Jornal de Negócios, 2013a).

A operação de fusão entre estas empresas tinha como objetivo prioritário criar uma operadora de telecomunicações multinacional de elevada dimensão, capaz de promover a liderança quer no mercado português, quer no mercado brasileiro e africano (PT SGPS, 2013; Oi, 2014). De acordo com Henrique Granadeiro, ex-Presidente Executivo da PT, a PT não seria apenas uma empresa com presença no Brasil e em Portugal, mas sim uma empresa de raiz lusófona que teria por base um mercado com 250 milhões de pessoas (Jornal de Negócios, 2013b).

³ Pacote com mais de dois serviços

A integração de todas as atividades e património das sociedades envolvidas numa única sociedade permitiria assim aumentar os níveis de liquidez, fornecer maior visibilidade internacional e valorizar a cotação bolsista das sociedades participantes, bem como simplificar a estrutura acionista existente (BIG Online, 2013; Oi, 2014). Em termos estratégicos, a empresa resultante da fusão iria acelerar o desenvolvimento da Oi no Brasil, alavancar a capacidade de inovação da PT, potencializar o desenvolvimento de sinergias e reduzir o risco operacional das empresas envolvidas (Oi, 2014).

Zeinal Bava informou, a 2 de outubro 2013, que esta operação de fusão permitia à Oi e à PT atingir a escala necessária para competir com alguns dos maiores *players* internacionais (Jornal de Negócios, 2013c). Tendo em conta os resultados da PT e da Oi em 2012, a CorpCo poderia posicionar-se entre as vinte maiores operadoras mundiais, tendo por base uma carteira de 100 milhões de clientes e, poderia apresentar receitas de 12.4 mil M€ e um EBITDA de 4.2 mil M€ (Jornal de Negócios, 2013d).

As sinergias geradas seriam essencialmente operacionais e financeiras, e esperava-se que estas pudessem chegar a 1.8 mil M€ (PT SGPS, 2013). As sinergias nos custos poderiam chegar aos 700 M€, já que a combinação dos diversos negócios permitiria efetuar um corte nos gastos, consequência direta da obtenção de economias de escala (Jornal de Negócios, 2013e). Esperava-se também obter 400 M€ em sinergias ao nível dos investimentos (Jornal de Negócios, 2013e). Enquanto, as sinergias operacionais surgiriam do menor risco operacional e do potencial de crescimento, consequência da partilha das melhores práticas, da extensa infraestrutura de rede móvel e fixa detida pela Oi e dos desenvolvimentos tecnológicos e de inovação detidos pela PT (Oi PT, 2013).

Assim, a criação de sinergias era justificada pela elevada complementaridade e convergência das infraestruturas detidas pela PT e pela Oi, com enorme potencial para desenvolver produtos e serviços inovadores e abrangentes (CMVM, 2014).

5.2.3 Processo de fusão

5.2.3.1 História do processo de fusão

A 28 de julho de 2010 foi estabelecida uma aliança industrial entre a PT e as empresas do Grupo Oi, que previa a aquisição de participações cruzadas no capital social das sociedades envolvidas (PT SGPS, 2010). Esta aliança foi constituída no âmbito de uma parceria estratégica e de cooperação que previa, mediante a complementaridade das atividades de negócio destas, alcançar benefícios de escala, desenvolver tecnologias, diversificar serviços, maximizar sinergias, reduzir custos e criar valor acionista (PT SGPS, 2010). Por conseguinte, a PT adquiriu uma participação de 25.6% na Telemar, *holding* que controlava a Oi, a 28 de março de 2011 (Global Telecoms Business, 2011) e a 31 de maio de 2012 a Telemar adquiriu uma participação direta de 10% na PT (Portugal Telecom, 2015).

É desta aliança que resulta em 2013 a proposta de fusão apresentada pela PT, Oi, AG Telecom e as respetivas *holdings* da Oi. O Memorando de Entendimento nomeava Zeinal Bava CEO da CorpCo e, previa também, que o conselho de administração da CorpCo fosse constituído por cinco administradores de nacionalidade brasileira e cinco portugueses, incluindo Henrique Granadeiro (Oi S.A., 2013).

Ricardo Salgado afirmou, a 2 de outubro de 2013, que a operação era o culminar de uma estratégia em que o Grupo BES esteve fortemente envolvido e que iria determinar a criação de uma grande empresa multinacional (Jornal de Negócios, 2013f). Consequentemente, a 15 e 17 de abril de 2014 o Grupo PT subscreveu títulos de dívida emitidos pela Rio Forte Investments, S.A., *holding* do Grupo Espírito Santo, no montante de 897 M€ (CMVM, 2014).

5.2.3.2 A operação de fusão

Zeinal Bava anunciou a 27 de janeiro de 2014 que a conclusão da operação de fusão estava prevista para o segundo trimestre do mesmo ano (Jornal de Negócios, 2014a) e a 19

de fevereiro de 2014, a PT e a Oi assinaram os contratos definitivos para a combinação de negócios (Portugal Telecom, 2015). Esta envolvia três fases, definidas por: (1) a Reorganização Societária, (2) a Incorporação da Oi e (3) a Fusão PT (CMVM, 2014). Na Reorganização Societária pretendia-se a simplificação da estrutura de controlo das diversas empresas acionistas, através de uma reorganização societária na CorpCo, onde a PT passava a deter diretamente as ações da Oi (CMVM, 2014). A Incorporação da Oi incidia na integração na CorpCo da totalidade das ações representativas do capital social da Oi, sendo as ações da Oi trocadas por ações representativas do capital da CorpCo, o que tornava a Oi uma subsidiária da CorpCo (CMVM, 2014). Após a conclusão em simultâneo da Reorganização Societária e da Incorporação da Oi seguia-se a Fusão da PT, que incidia na incorporação da PT na CorpCo através de uma operação de fusão por incorporação com extinção da PT e consequente saída de bolsa (CMVM, 2014).

Perante a necessidade de melhorar a capacidade financeira da CorpCo, era obrigatório realizar um aumento de capital, contudo esta operação só poderia ser iniciada após a obtenção das aprovações dos respetivos acionistas, reguladores e credores da PT e da Oi (CMVM, 2014). Verificadas todas as aprovações necessárias, a Oi efetuou uma operação de aumento de capital a 5 de maio de 2014 (CMVM, 2014), na qual a PT participou. Assim, no âmbito do aumento de capital da Oi, a PT aumenta a participação no capital da Oi de 23.2% para 39.7%, (Portugal Telecom, 2015). Em contrapartida, a PT subscreveu este aumento com os ativos da PT Portugal, SGPS, S.A. (PT Portugal), avaliados em 1.9 mil M€ (Jornal de Negócios, 2014b). É através desta transação que a PT Portugal passou a ser detida e controlada a 100% pela Oi (PT SGPS, Percurso), apresentando a estrutura acionista exposta no Anexo 2.

No entanto, os ativos da PT Portugal incluíam os instrumentos da Rio Forte, cujo vencimento ocorreu a 15 e a 17 de julho de 2014 (Portugal Telecom, 2015). Consequentemente, o não reembolso por parte da Rio Forte originou severas críticas por parte

dos *shareholders* da Oi. Contudo, a PT e a Oi mostravam-se comprometidas em concluir o processo de fusão mediante uma revisão ao acordo de fusão. A 28 de julho de 2014, no seguimento do incumprimento por parte da Rio Forte, a PT e a Oi acordaram os princípios para a troca dos títulos de dívida da Rio Forte e foram definidos entre a PT e a Oi os termos dos Contratos Definitivos (CMVM, 2014; Portugal Telecom, 2015). Estes foram celebrados a 8 de setembro de 2014 e previam a realização de um Contrato de Permuta e um Contrato de Opção de Compra (PT SGPS, 2015a). O Contrato de Permuta impunha a devolução da Oi à PT dos títulos de dívida da Rio Forte e por conseguinte a PT diminuía a participação no capital da Oi, passando a deter apenas 25.6% (CMVM, 2014) com a PT a assumir a dívida da Rio Forte no valor de 897 M€. O Contrato de Opção de Compra previa a cedência da opção de compra das ações do capital da Oi a favor da PT, durante um período de 6 anos (CMVM, 2014).

Face ao contexto, a PT e a Oi concluíram que não seria viável levar a cabo a derradeira e última etapa da Combinação de Negócios, a Fusão da PT na CorpCo. A demissão de Zeinal Bava da PT Portugal, a 7 de agosto de 2014, surge alegadamente da necessidade de concentrar esforços na recuperação financeira e operacional da Oi e na gestão da CorpCo, já a demissão de Henrique Granadeiro da PT surge como consequência do não reembolso dos instrumentos da Rio Forte (ZAP, 2015).

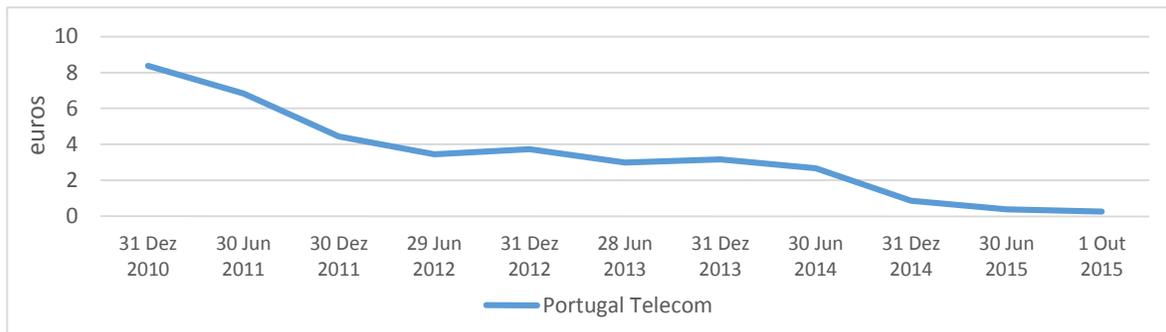
A Oi anunciou a intenção de vender a PT Portugal a 7 de outubro de 2014 (ZAP, 2015). A 2 de novembro, o grupo francês Altice apresenta uma proposta de aquisição dos ativos da PT Portugal à Oi e a decisão de venda foi aprovada a 22 de janeiro de 2015 (PT SGPS, 2015b). Como resultado do Contrato de Permuta, assinado a 30 de março de 2015, a PT passou a deter uma participação de 27.5% na Oi, contra os inicialmente previstos 39.7% e, os instrumentos de dívida da Rio Forte (PT SGPS, Estrutura Corporativa). A 20 de abril de 2015 a Comissão Europeia autorizou a venda da PT Portugal à Altice e a 29 de maio de

2015, os acionistas da PT aprovam a alteração dos estatutos da empresa, com a mudança da designação social da PT SGPS para PHarol, SGPS, S.A. (PT SGPS, 2015c).

5.2.3.3 Evolução da cotação bolsista

O gráfico 5-4 expõe a evolução da cotação da PT, ao longo dos últimos cinco anos:

Gráfico 5-4 Evolução da cotação bolsista



Fonte: EURONEXT - Bolsa de Lisboa

Entre 2011 e 2014 a cotação bolsista desta sofreu sucessivas desvalorizações. A PT registou no final do ano de 2010 um valor por ação de 8.38 euros (EURONEXT, Bolsa de Lisboa). No entanto, a cotação bolsista da PT encerrou o ano de 2014 nos 86 cêntimos, o que representou uma desvalorização, em termos de valor acionista, em quase 10 vezes comparativamente à cotação alcançada em 2010, e por conseguinte enormes perdas para os acionistas (EURONEXT, Bolsa de Lisboa).

O mercado reagiu de forma positiva ao anúncio de fusão e, a 2 de outubro de 2013 o valor das ações da PT atingiu os 4.17 euros (EURONEXT, Bolsa Lisboa). Contudo, a cotação bolsista sofreu um período de estagnação entre 2012 e 2013, tendo sido verificadas pequenas variações no valor das ações, encerrando o ano nos 3.74 e 3.16 euros, respetivamente (EURONEXT, Bolsa de Lisboa).

O ano de 2014 revelou-se numa catástrofe bolsista para a PT, com reações de mercado extremamente negativas. Desde janeiro de 2014 que a PT registou mínimos históricos. A cotação máxima registada, em 2014, foi de 3.59 euros, a 21 de janeiro, e a cotação mínima

foi de 86 cêntimos, obtida a 30 de dezembro (EURONEXT, Bolsa de Lisboa). Só durante o ano de 2014 o valor das ações da PT diminuiu 4 vezes (EURONEXT, Bolsa de Lisboa).

A 1 de outubro de 2015 a cotação bolsista da PT encerrou nos 26 cêntimos, entrando assim num período de estagnação (EURONEXT, Bolsa de Lisboa).

Já a Oi apresentou, tal com a PT, desvalorizações bolsistas contínuas nos últimos cinco anos (Oi, Cotações). A 3 de janeiro de 2011 a cotação registada era de 156.62 reais (cerca de 69 euros), enquanto a 3 de janeiro de 2015 a mesma era de 9.12 reais (cerca de 4 euros), registando uma desvalorização em quase 12 vezes face ao início de 2011 (Oi, Cotações).

6. Comparação dos casos

Este capítulo tem o intuito de comparar os dois estudos de caso apresentados, tendo em atenção as questões de investigação anteriormente definidas.

6.1 Como se desenvolvem processos de F&A?

Atendendo à primeira questão de investigação e tendo por base o faseamento apresentado por Bastardo e Gomes (1989) a tabela 6.1-1 mostra as diferentes fases desenvolvidas nos estudos de caso apresentados:

Tabela 6.1-1 Faseamento do processo de fusão

	Caso ZON OPTIMUS	Caso PT Oi
1) Definição de uma estratégia	Crescimento nacional no setor de telecomunicações	Crescimento internacional no setor de telecomunicações
2) Pesquisa da empresa-alvo	OPA lançada pela Sonae sobre a PT falhada; ZON ou Vodafone como únicas opções	Aliança estratégica iniciada em 2010 entre a PT e a operadora brasileira Oi
3) Avaliação prévia de fusão	Forte compatibilidade do business core da ZON e da OPTIMUS	A PT é líder de mercado e é tecnologicamente inovadora / A Oi atua num mercado em crescimento
4) Processo de negociação	Estrutura acionista simples	Estrutura acionista complexa
5) Realização da operação	Incorporação da OPTIMUS na ZON	Criação da CorpCo: Reorganização Societária; Incorporação da Oi; e Fusão PT
6) Auditoria de controlo	Aumento de capital / Termos de troca	Aumento de capital / Termos de troca
7) Formulação de uma estratégia empresarial	Desenvolvimento de serviços convergentes / Criação de uma nova marca e alteração da designação para NOS SGPS, S.A.	Reorganização da PT e da Oi: Venda da PT Portugal à Altice

As duas primeiras etapas desenvolvidas foram: (1) a definição de uma estratégia de negócio, onde foram delineados os objetivos a alcançar com a operação e o setor-alvo de atividade e, (2) a pesquisa da empresa-alvo. A OPTIMUS procurava, desde 2006, desenvolver uma operação de concentração empresarial, tendo neste ano lançado uma OPA sobre a PT, no entanto sem sucesso: isso revelava a necessidade de crescimento no mercado nacional de telecomunicações sentida pelo Grupo Sonae e, diminuir a posição dominante detida pela PT. Contudo, o mercado de telecomunicações português foi dominado, nos últimos anos, por quatro operadoras, a PT, a ZON, a Vodafone e a OPTIMUS. Tendo a OPA sobre a PT falhado, as opções da OPTIMUS seriam a ZON ou a Vodafone. Por sua vez, o processo de fusão PT Oi resulta de uma aliança estratégica e de cooperação iniciada entre estas, em 2010, com o intuito de aumentar a dimensão mundial da PT e da Oi e, reforçar a presença destas em vários mercados estratégicos.

A terceira etapa assentou (3) na avaliação prévia às empresas selecionadas para o processo de fusão. Para a OPTIMUS a combinação entre o *business core* desta com a ZON revelava-se mais promissor em termos de reforço da posição competitiva no mercado, comparativamente ao que poderia alcançar com a Vodafone em Portugal. Por sua vez, o processo de fusão entre a PT e a Oi tinha em vista a consolidação da aliança industrial entre a Oi e a PT, atendendo aos resultados operacionais, à liderança de mercado e à posição inovadora da PT e, à presença da Oi num mercado em crescimento.

Após o processo de avaliação foi necessário desenvolver diligências entre órgãos administrativos das empresas envolvidas no processo. Assim a próxima etapa foi (4) o processo de negociação. Por consequência das alterações estruturais, ocorridas desde 2012 na ZON, foi possível estabelecer conversações entre os principais órgãos administrativos da Sonae e da ZON e avançar para um processo de fusão entre estas. Assim, o processo de negociação neste caso foi caracterizado como um processo “rápido” pela simples estrutura acionista das sociedades envolvidas, o que não se verificou no processo PT Oi.

A quinta etapa foi definida pela (5) realização da operação. Esta requereu o anúncio da operação de fusão, por parte das sociedades envolvidas, ao mercado, mediante a realização e divulgação do projeto de fusão e, a integração das empresas. O projeto de fusão, designado por Projecto de Fusão por Incorporação no caso ZON OPTIMUS e, Memorando de Entendimento no caso PT Oi, define todos os termos acordados entre as empresas. Com vista à aprovação por parte dos acionistas e credores foram realizadas Assembleias Gerais quer na ZON e na OPTIMUS, quer na PT e na Oi, na qual foram tomadas decisões unânimes sobre a intenção de desenvolver a operação de fusão.

O processo de integração no caso ZON OPTIMUS foi simples comparado com o processo de integração previsto no caso PT Oi. O processo de integração no primeiro caso exigiu, fundamentalmente, a transferência do património da OPTIMUS para a ZON e a incorporação das diversas equipas de trabalho na ZON. No entanto, no caso PT Oi, previa-se a concentração de todas as sociedades envolvidas numa única e nova sociedade, criada no âmbito da fusão. Isto requeria o desenvolvimento com sucesso de três fases distintas: a Reorganização Societária, a Incorporação da Oi e a Fusão PT, todavia foram apenas concretizadas as duas primeiras fases. Não obstante e, numa tentativa de prosseguir com a terceira etapa foram celebrados novos contratos, que previam a revisão do acordo de fusão. Contudo, a intenção de alienação da PT Portugal à Altice e o elevado endividamento da Oi conduziu à cessação da operação de fusão entre a Oi e a PT.

Em simultâneo com o processo de integração foi realizada a sexta etapa, que assume (6) a auditoria de controlo, onde foi formulado definitivamente os termos da operação e a forma de pagamento, previamente anunciados no projeto de fusão.

Por fim, a sétima etapa foi caracterizada pela (7) formulação de uma estratégia empresarial. No caso ZON OPTIMUS esta etapa incluiu o lançamento de uma nova marca e a alteração de designação para NOS SGPS, S.A. e, ainda o desenvolvimento de novas linhas de produtos e serviços. Já no caso PT Oi, foi necessário seguir para uma reorganização quer

na PT quer na Oi. Esta reorganização envolveu a demissão de Zeinal Bava da presidência da PT Portugal e constituição de uma nova administração. Zeinal Bava, enquanto CEO da Oi, procurou recuperar a situação financeira e operacional da Oi. No entanto, no seguimento da venda da PT Portugal à Altice, Zeinal Bava abandonou também a presidência da Oi.

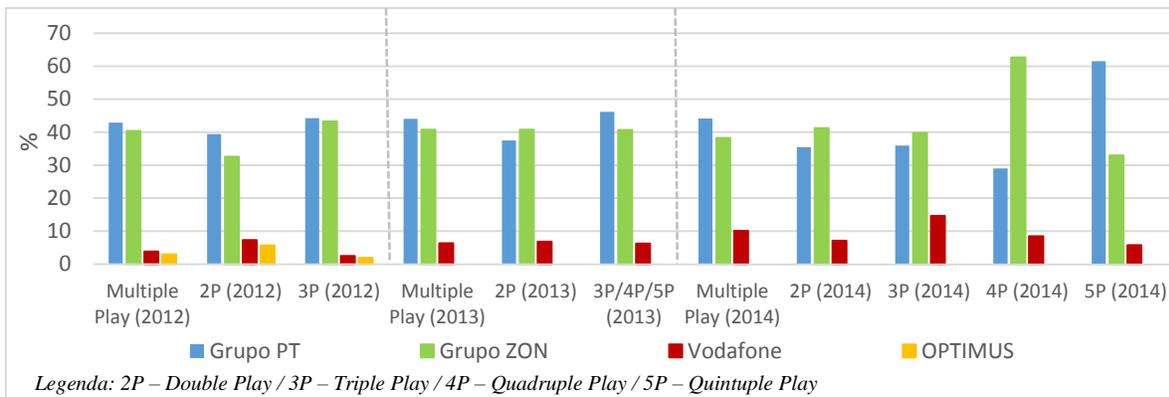
Em resposta à questão de investigação, as principais fases a seguir num processo de fusão são: 1) definição clara dos objetivos que se espera alcançar. Estes objetivos permitem orientar o processo de pesquisa e seleção das empresas-alvo; 2) avaliação das partes envolvidas, sendo que esta avaliação determina a decisão de avançar com o processo; 3) anúncio ao mercado, com a apresentação de um plano de fusão. Este plano, para além da apresentação dos motivos que conduziram ao processo de fusão, delimita as últimas fases do processo de fusão; 4) integração das empresas envolvidas; e 5) conclusão do processo. A conclusão deve incluir o reajustamento da empresa que resulta da fusão ao mercado.

6.2 Como se refletem os processos de fusão na criação de valor?

Para responder à segunda questão de investigação foram utilizados como indicadores de análise a QM, o volume de negócios, o EBITDA e a evolução das cotações bolsistas. A utilização destes indicadores tem por base os indicadores financeiros e não-financeiros apresentados por Meglio e Risberg (2011). A QM reflete o indicador não-financeiro que analisa o desempenho operacional, na dimensão comercial, da empresa que resulta da operação de fusão. Por sua vez, o volume de negócios e o EBITDA refletem os indicadores financeiros baseados na contabilidade e a evolução da cotação bolsista reflete os indicadores financeiros baseados no mercado de ações. Estes indicadores deixam de fora os indicadores baseados no desempenho global da empresa.

No gráfico 6.2-1 pode-se observar a evolução comparativa das QM, em termos de vendas, pelas principais operadoras no mercado nacional:

Gráfico 6.2-1 Evolução Quotas de Mercado 2012-2014



Fonte: ANACOM - O Sector das Comunicações 2012, 2013 e 2014

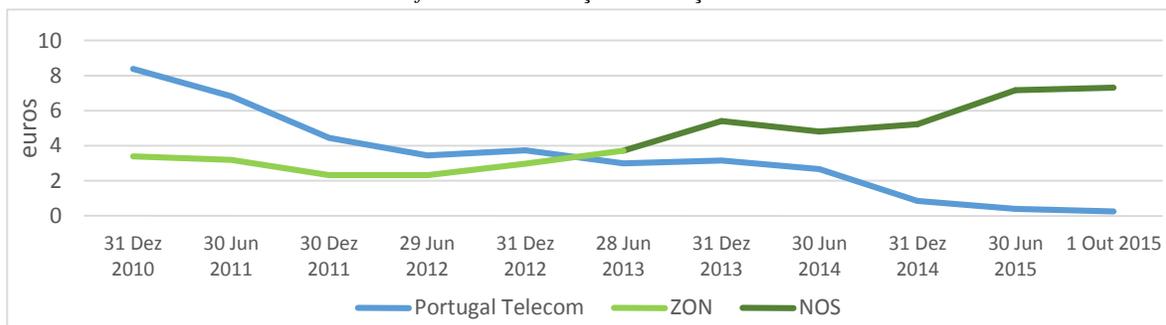
Em 2014, a NOS era líder de mercado na prestação do serviço em ofertas 2P, 3P e 4P, com uma QM de 41.3%, 39.8% e 62.7% respetivamente, enquanto a MEO, manteve a liderança nas ofertas *Multiple Play* e 5P, com uma QM de 44.2% e 61.4%, respetivamente (ANACOM, 2015). Comparativamente aos dados apresentados em 2012 e 2013, a PT perdeu a liderança para a NOS na oferta 2P e 3P, enquanto a NOS conquistou uma significativa quota nas ofertas 4P e 5P, até então desenvolvidas pela PT. Esta importante conquista de QM pela NOS é uma consequência da incorporação das atividades da ZON e da OPTIMUS, que reforçaram a QM nas ofertas móveis e permitiu desenvolver ofertas combinadas de serviços. Este indicador revela que o processo ZON OPTIMUS foi fundamental para combater a liderança da PT e reforçar a posição da NOS como segunda maior operadora do mercado nacional.

A NOS, em 2014, registou um volume de negócios de 1.383 M€ e um EBITDA de 510.5 M€ (NOS, 2015). No entanto, em 2013, o volume de negócios foi de 1.426 M€ e o EBITDA de 536 M€, o que significa que em 2014, para estes indicadores, houve uma perda de 43 M€ e 25.5 M€, respetivamente. Estes indicadores financeiros revelam que a NOS ainda não foi capaz de gerar valor superior, em termos financeiros, ao valor que era criado pelas empresas separadamente, mas revela um equilíbrio financeiro.

Os indicadores financeiros apresentados no processo de fusão PT Oi são reveladores de uma elevada destruição de valor. Em 2014, a PT apresentou um volume de negócios de 9.908 M€, um EBITDA negativo de 26.6 M€ e um resultado líquido negativo de aproximadamente 289 M€, enquanto no ano de 2013 apresentou um volume de negócios de 9.908 M€ e um EBITDA, também negativo, de 17.3 M€ mas apresentou um resultado líquido positivo de 387 M€. Para a PT, no ano de 2014, estes valores representaram perdas, em termos de resultados líquidos, superiores a 676 M€ (PT SGPS, 2015d). O mesmo aconteceu com a Oi, embora com menor impacto, que apresentou em 2014 um EBITDA de 10.3 mil milhões de reais e um volume de negócios de 27.6 mil milhões de reais (Oi, 2015), que comparativamente aos indicadores apresentados em 2013, apresentou uma redução em termos de volume de negócios de 8 mil milhões de reais.

No gráfico 6.2-2 pode-se observar a evolução da cotação bolsista ao longo dos últimos cinco anos:

Gráfico 6.2-12 Evolução da cotação bolsista



Fonte: EURONEXT - Bolsa de Lisboa

De acordo com os dados apresentados pela EURONEXT a desvalorização no mercado de capitais da PT foi contínua, enquanto a NOS registou uma crescente valorização.

A PT, considerada em tempos como uma das empresas mais valiosas da Bolsa de Lisboa, encerrou a 1 de outubro de 2015 nos 26 cêntimos, tendo sido ultrapassada em termos de capitalização bolsista pela NOS que, desde 2013, tem vindo a recuperar o seu valor em bolsa e, registou um valor por ação de 7.32 euros, para o mesmo período. Assim, enquanto o caso ZON OPTIMUS se revela com excelente caso em termos de recuperação no mercado

de capitais e de criação de valor para os seus acionistas, o caso PT Oi revela o oposto. A NOS explorou e cresceu em novas áreas de negócios, nomeadamente o serviço 4P e 5P, o que lhe permitiu adquirir novas competências e maior competitividade e, como resultado apresentou um bom desempenho no mercado.

Em resposta à questão de investigação, a criação de valor, para as empresas envolvidas em processos de fusão, é fundamentada por: 1) obtenção de posições competitivas no mercado, que permitem conquistar quota de mercado, valorizações bolsistas e consequentemente poder de mercado; 2) crescimento e aumento do desempenho das empresas envolvidas, mediante criação e lançamento de novos produtos e serviços; e 3) transferência de competências e tecnologias num curto período de tempo e com um menor custo.

7. Discussão

Neste capítulo é realizado um confronto entre os estudos de caso apresentados e a literatura estudada no Capítulo 2.

Começando pelos motivos que conduzem as empresas a envolver-se em processos de F&A, verificamos que os motivos apresentados nos estudos de caso são convergentes com a literatura. No caso ZON OPTIMUS os principais motivos que conduziram ao processo de fusão foram o desenvolvimento de estratégias de diversificação (Gaughan, 2007), o reforço do poder de mercado (Matos e Rodrigues, 2000) e a obtenção de rápida expansão (Matos e Rodrigues, 2000; Gaughan, 2007). Estes foram justificados pela necessidade das empresas em ganhar dimensão e responder às exigências do mercado, através da introdução de novos produtos e serviços, mediante a partilha de infraestruturas e *know-how*. É possível afirmar que estes objetivos foram alcançados, a NOS consolidou a sua posição como segunda maior operadora e intensificou a concorrência no setor das telecomunicações em Portugal, tendo conquistado QM em importantes segmentos, nomeadamente nas ofertas combinadas de

serviços, tendo inclusive superado a liderança da PT nas ofertas 2P e 3P. Já no caso PT Oi, a dimensão internacional que o novo operador poderia alcançar é referida como o principal motivo que conduziu à aliança estratégica em 2010 e posterior processo de fusão em 2013, uma vez que a CorpCo poderia agregar uma carteira com cerca 100 milhões de clientes. Os ganhos de dimensão seriam obtidos através da criação de sinergias (Bastardo e Gomes, 1989; Gaughan, 2007).

Em termos de sinergias esperadas, existe uma grande convergência com a literatura. Quer no caso ZON OPTIMUS quer, no caso PT foram mencionadas como impulsionadores ao processo de fusão a obtenção de sinergias operacionais e financeiras, sendo que estas são as sinergias que mais vezes são referidas na literatura, conforme apresentado por Chatterjee (1986), Gaughan (2007) e DePamphilis (2011).

Apesar das diferenças contextuais que motivam cada processo de fusão, a análise dos casos em confronto com a investigação empírica existente permite identificar como principais motivos aos processos de fusão: 1) complementaridade de unidades de negócio entre as empresas, através da transferência de competências; 2) agregação de segmentos de mercado e desenvolvimento de estratégias de diversificação; 3) obtenção de sinergias e redução de custos no desenvolvimento de novos produtos e serviços; e 4) alavancar, mediante a empresa que emerge do processo de fusão, os níveis de crescimento em termos financeiros, operacionais e do valor de mercado.

No que respeita ao faseamento de um processo de F&A o caso ZON OPTIMUS aproxima-se da proposta de faseamento apresentada por Bastardo e Gomes (1989). Este envolveu a maioria das fases apresentadas por este autor, nomeadamente as seguintes: definição de uma estratégia; pesquisa e seleção da empresas-alvo; avaliação da empresa; negociação; realização da operação; e formulação de uma estratégia empresarial. Já o caso PT Oi, não apresenta a mesma convergência com a literatura apresentada. No entanto, este processo abrangeu algumas das etapas apresentadas no estudo de DePamphilis (2011). O

caso PT Oi envolveu o desenvolvimento de um plano de negócio; o processo de negociação e o desenvolvimento de um plano de integração. Estas fases correspondem à segunda, sexta e sétima fase apresentada no estudo de DePamphilis (2011). Todavia, devido à aliança estratégica estabelecida entre as empresas e ao desfecho do processo de fusão durante o processo de integração das empresas, foram excluídas as fases de pesquisa e seleção da empresa-alvo, o estabelecimento do primeiro contacto com a empresa-alvo, a conclusão e a avaliação do processo de fusão.

Por fim, é possível verificar convergência com a literatura no que respeita aos fatores que influenciam o sucesso de um processo de F&A. Conforme é apresentado por Bastardo e Gomes (1989) é necessário selecionar de forma cuidadosa a empresa-alvo, atuar de forma transparente e com honestidade, bem como disponibilizar informações em quantidade e de qualidade e avaliar os riscos inerentes à operação. O modo de atuação da ZON e da OPTIMUS foi ao encontro dos fatores mencionados por este autor. Apesar de a ZON apresentar maior poder de mercado, em termos de QM, as empresas apresentavam dimensão semelhante, o que permitiu desenvolver um processo de fusão inequívoco e rápido. Contudo o mesmo não se verificou com a PT e com a Oi, pela incorreta avaliação aos riscos e pela ocultação de informações, nomeadamente no que diz respeito ao investimento de 897 M€ em títulos da Rio Forte.

8. Conclusões

O processo de fusão ZON OPTIMUS, desenvolvido entre empresas nacionais e de dimensão relativamente semelhante, revelou-se, tanto quanto nos foi possível avaliar, um caso de sucesso e de criação de valor, enquanto o processo de fusão PT Oi, desenvolvido entre empresas de diferentes nacionalidades e com significativas diferenças em termos de dimensão, resultou numa operação de elevadas perdas e de destruição de valor para as sociedades envolvidas.

Assim, é importante referir como dois processos de fusão, desenvolvidos no mesmo setor de atividade e relativamente no mesmo espaço de tempo, apresentam resultados tão contrastantes. Em primeiro lugar, o caso ZON OPTIMUS apresentou como campo de ação o mercado nacional de telecomunicações, enquanto o caso PT Oi envolveu uma transação transnacional, introduzindo assim uma maior complexidade ao processo. Todavia, ao passo que o caso ZON OPTIMUS resulta da necessidade, por parte da Sonae, em encontrar um parceiro para crescer no mercado de telecomunicações e aumentar a concorrência no setor, o caso PT Oi nasce da aliança estratégia já iniciada entre estas, que começou com a aquisição de participações cruzadas de capital, e que visava o aumento da dimensão internacional destas.

Na perspetiva operacional, a ZON OPTIMUS procurava essencialmente lançar no mercado produtos e serviços convergentes com os produtos recentemente desenvolvidos pela PT, uma vez que as empresas não o conseguiriam fazer individualmente, pelo menos num curto espaço de tempo e com baixo nível de investimento. Por sua vez, a PT procurava mediante o processo de fusão acesso ao mercado brasileiro, enquanto para a Oi seria transferido o *know-how* tecnológico da PT.

Para além destes factos, o processo de integração no caso ZON OPTIMUS foi relativamente simples comparativamente ao processo de integração no caso PT Oi. No primeiro caso foi necessário incorporar a OPTIMUS na ZON, já o segundo caso envolveu a realização de três fases distintas e a criação de uma nova sociedade, exigidas pela complexa estrutura acionista que existia e pelo número de sociedades envolvidas no processo de fusão.

Assim, processos de F&A são usados como estratégias de crescimento para as empresas e revelam-se importantes mecanismos para o crescimento destas. No entanto, tal como Tetenbaum (1990) menciona no seu estudo, uma elevada percentagem deste tipo de operações são um fracasso. Em processos de F&A é esperado elevados retornos em termos de crescimento de quota de mercado, lucros e dividendos, contudo estes são condicionados

por diversos fatores que podem influenciar negativamente o resultado da operação e conduzir a elevadas perdas de valor. Estes fatores podem ser ultrapassados mediante uma correta gestão de culturas nacionais e organizacionais, já que a complexidade de uma operação aumenta quando existe choques de culturas, enquanto estruturas organizacionais flexíveis permitem estimular às empresas desempenhos superiores.

A fusão entre a PT e a Oi dita um processo de destruição de valor e consequente aglomeração de prejuízos para os acionistas, justificado pelas avultadas perdas registadas nas duas empresas, com significativas quedas no mercado de capitais e graves indicadores financeiros. A destruição de valor foi significativamente maior para a PT em comparação às perdas registadas na Oi, uma vez que este processo de fusão falhado conduziu à perda da liderança da PT Portugal por parte da PT para a Oi e posteriormente para a Altice.

Contudo, para a PT, o processo de destruição de valor começou com OPA da Sonae, posterior entrada da PT na Oi e consequente insucesso no processo de fusão com a Oi. É importante notar que a queda do Banco Espírito Santo, liderado por Ricardo Salgado, expôs o investimento ruinoso efetuado pela PT nos instrumentos da Rio Forte e que posteriormente conduziu ao colapso do processo de fusão. Consequentemente, a PT, maior operadora de telecomunicações em Portugal, viu ameaçada a sua permanência no mercado de capitais, tendo sido inevitável a alteração da designação para PHarol.

Este trabalho foi condicionado essencialmente por quatro limitações. Em primeiro lugar, pela dificuldade em realizar entrevistas a indivíduos envolvidos nos processos de fusão analisados. Estas foram realizadas apenas para o caso ZON OPTIMUS e a primeira entrevista foi fortemente limitada pela informação que o entrevistado podia fornecer, sendo este é atualmente colaborador da empresa que resultou do processo de fusão. Em segundo lugar, não foi possível entrevistar os principais atores envolvidos no processo, como também não foi possível consultar dados confidenciais sobre os processos e os respetivos resultados. Por

fim, este trabalho foi restringido à análise de duas operações de fusão, sendo que estas ocorreram no mesmo setor de atividade.

Como sugestão para a realização de trabalhos futuros podem ser exploradas as seguintes temáticas: aprofundamento dos casos estudados, com informação mais detalhada sobre os mesmos; estudo comparativo de F&A realizadas em outras indústrias; análise das diferenças entre sinergias esperadas ex-ante e as sinergias observadas ex-post em outros casos de F&A; e aprofundamento da análise das diferenças entre fusões nacionais e internacionais.

Bibliografia

ANACOM, 2008. *Entendimento do ICP-ANACOM sobre o spin-off da Zon Multimédia e o seu impacte ao nível das análises de mercado e obrigações delas decorrentes*. [Online]

Disponível em:

<http://www.anacom.pt/streaming/spinoff342008.pdf?contentId=569982&field=ATTACHE>

[D_FILE](#)

[Acedido em 18 Setembro 2015].

ANACOM, 2012. *Anuário do sector das comunicações 2012*. [Online]

Disponível em:

http://www.anacom.pt/streaming/anuario_sector_comunicacoes2012.pdf?contentId=11438

[79&field=ATTACHED_FILE](#)

[Acedido em 14 Julho 2015].

ANACOM, 2013. *O Sector das Comunicações 2012*. [Online]

Disponível em:

http://www.anacom.pt/streaming/sector_das_comunicacoes2012.pdf?contentId=1168308&f

[ield=ATTACHED_FILE](#)

[Acedido em 14 Julho 2015].

ANACOM, 2014. *O Sector das Comunicações 2013*. [Online]

Disponível em:

http://www.anacom.pt/streaming/Sector_das_Comunicacoes2013_V3set2014.pdf?contentI

d=1249692&field=ATTACHED_FILE

[Acedido em 2015].

ANACOM, 2015. *O Sector das Comunicações 2014*. [Online]

Disponível em:

http://www.anacom.pt/streaming/Sector_Comunicacoes_2014.pdf?contentId=1358849&field=ATTACHED_FILE

Id=ATTACHED_FILE

[Acedido em 25 Julho 2015].

Bastardo, C. & Gomes, A. R., 1989. *Fusões e Aquisições (M&A) - Uma abordagem de avaliação de empresas*. 1ª ed. Lisboa: Texto Editora, Lda.

BIG Online, 2012. *Sonaecom – ZON/OPTIMUS: A realização de um destino inevitável*.

[Online]

Disponível em: <https://www.bigonline.pt/Reports/StockInfo/StockNewsDetails/169588>

[Acedido em 23 Maio 2015].

BIG Online, 2013. *Portugal Telecom – Fusão PT-Oi: O epílogo já esperado*. [Online]

Disponível em: <http://www.bigonline.pt/pdf/psi20notes/Portugal%20Telecom%20-%20Fus%C3%A3o%20PT-Oi%20-%20O%20ep%C3%ADlogo%20j%C3%A1%20esperado.pdf>

%20Fus%C3%A3o%20PT-Oi%20-

%20O%20ep%C3%ADlogo%20j%C3%A1%20esperado.pdf

[Acedido em 24 Maio 2015].

Bruner, R. F., 2004. *Applied Mergers & Acquisitions Workbook*. 1ª ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Chatterjee, S., 1986. Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms. *Strategic Management Journal*, Volume 7(2), pp. 119-139.

Chatterjee, S., 2009. The Keys to Successful Acquisition Programmes. *Long Range Planning*, Volume 42(2), pp. 137-163.

CMVM, 2012. *Documento informativo ZON OPTIMUS, SGPS, S.A.*. [Online]

Disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd28425.pdf>

[Acedido em 23 Maio 2015].

CMVM, 2014. *Proposta do Conselho de Administração Portugal Telecom, SGPS, S.A.*

[Online]

Disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR51775.pdf>
[Acedido em 24 Maio 2015].

DePamphilis, D. M., 2011. *Mergers and Acquisitions Basics: All You Need to Know*. 1ª ed. Oxford: Elsevier.

Eisenhardt, K. M., 1989. Building Theories from Case Study Research. *The Academy of Management Review*, Volume 14 (4), pp. 532-550.

EURONEXT, s.d. *Bolsa de Lisboa*. [Online]
Disponível em: <http://www.bolsadelisboa.com.pt/pt-pt/products/equities/PTSNC0AM0006-XLIS/quotes>
[Acedido em 17 Setembro 2015].

Ferreira, M. P., Santos, J. C., Almeida, M. R. & Reis, N. R., 2014. Mergers & acquisitions research: A bibliometric study of top strategy and international business journals, 1980–2010. *Journal of Business Research*, Volume 67 (12), p. 2550–2558.

Gaughan, P. A., 2007. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. 4ª ed. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.

Global Telecoms Business, 2011. *Portugal Telecom pays \$5bn for Oi stake*. [Online]
Disponível em: <http://www.globaltelecomsbusiness.com/article/2797490/Portugal-Telecom-pays-5bn-for-Oi-stake.html#.VgrjpfIViko>
[Acedido em 29 Setembro 2015].

Hopkins, H. D., 1999. Cross-border mergers and acquisitions. Global and regional perspectives. *Journal of International Management*, Volume 5 (3), pp. 207-239.

IAPMEI, 2003. *O que são fusões e aquisições de empresas?*. [Online]
Disponível em: <http://www.iapmei.pt/iapmei-art-03.php?id=1329>
[Acedido em 16 março 2015].

Jornal de Negócios, 2014b. *Accionistas da PT aprovam entrega dos seus activos na Oi*. [Online]
Disponível em: http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/telecomunicacoes/fusao_pt_oi/detalhe/accionista

[s da pt aprovam entrega dos seus activos na oi.html](#)

[Acedido em 1 Outubro 2015].

Jornal de Negócios, 2013a. *"A gazela PT tem de dar a volta ao elefante Oi e não ser esmagada por ele"*. [Online]

Disponível em:

http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/telecomunicacoes/detalhe/portugal_perde_o_controlo_da_sua_telecom_mas_a_pt_escolheu_o_seu_destino_e_o_maior_negocio_de_sempre_com_o_brasil.html

[Acedido em 1 Outubro 2015].

Jornal de Negócios, 2013b. *Granadeiro: "Iniciamos hoje uma nova caminhada"*. [Online]

Disponível em:

http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/telecomunicacoes/fusao_pt_oi/detalhe/granadeiro_iniciamos_hoje_uma_nova_caminhada.html

[Acedido em 2 Outubro 2015].

Jornal de Negócios, 2013c. *Zeinal Bava: "Juntas, a Oi e a PT, atingem a escala necessária para competir com alguns dos maiores players internacionais"*. [Online]

Disponível em:

http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/telecomunicacoes/fusao_pt_oi/detalhe/zeinal_bava_juntas_a_oi_e_a_pt_atingem_a_escala_necessaria_para_competir_com_alguns_dos_maiiores_players_internacionais.html

[Acedido em 1 Setembro 2015].

Jornal de Negócios, 2013d. *PT e Oi estarão entre as maiores operadoras do mundo*. [Online]

Disponível em:

http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/telecomunicacoes/detalhe/pt_e_oi_estarao_entre_as_maiiores_operadoras_do_mundo.html

[Acedido em 2 Outubro 2015].

Jornal de Negócios, 2013e. *Os efeitos da fusão nos clientes, trabalhadores e fornecedores*.

[Online]

Disponível em:

http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/telecomunicacoes/fusao_pt_oi/detalhe/os_efeitos

[da fusao nos clientes trabalhadores e fornecedores.html](#)

[Acedido em 2 Outubro 2015].

Jornal de Negócios, 2013f. *Ricardo Salgado: “É uma operação que rasga novos horizontes para Portugal”*. [Online]

Disponível em:

http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/telecomunicacoes/fusao_pt_oi/detalhe/ricardo_salgado_e_uma_operacao_que_rasga_novos_horizontes_para_portugal.html

[Acedido em 1 Outubro 2015].

Jornal de Negócios, 2014a. *Zeinal Bava mantém intenção de concluir fusão da PT com Oi no segundo trimestre*. [Online]

Disponível em:

http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/telecomunicacoes/detalhe/zeinal_bava_mantem_intencao_de_concluir_fusao_da_pt_com_oi_no_segundo_trimestre.html

[Acedido em 1 Outubro 2015].

Koller , T., Goedhart, M. & Wessels, D., 2010. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 5ª ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Lees, R. J., Aquila, A. & Klyhn, D., 2014. A Model for Managing the Integration of Merging Firms. *Aspen Publishers, Inc.*, Volume 33 (5), pp. 9-16.

Marks, M. L. & Mirvis, P. H., 2011. A framework for the human resources role in managing culture in mergers and acquisitions. *Human Resource Management*, Volume 50 (6), pp. 859-877.

Matos, P. V. & Rodrigues, V., 2000. *Fusões e Aquisições - Motivações, Efeitos e Política*. 1ª ed. Cascais: Principia.

Meglio, O. & Risberg, A., 2011. The (mis) measurement of M&A performance - A systematic narrative literature review. *Scandinavian Journal of Management*, Volume 27(4), pp. 418-433.

Moschieri, C. & Campa, J. M., 2014. New trends in mergers and acquisitions: Idiosyncrasies of the European market. *Journal of Business Research*, Volume 67 (7), pp. 1478 - 1485.

NOS, 2013. *Projecto de Fusão por Incorporação*. [Online]
Disponível em: <https://www.nos.pt/institucional/PT/assembleia-geral/convocatorias/Documents/2013-marco/Projeto-Fusao-PT.pdf>

[Acedido em 23 Maio 2015].

NOS, 2014a. *Relatório de Governo da Sociedade 2013*. [Online]
Disponível em: http://www.nos.pt/institucional/PT/investidores/governo-de-sociedade/Documents/ZONOPTIMUS_RGS_PORTUGUES%202013.pdf

[Acedido em 13 Maio 2015].

NOS, 2014b. *Relatório e Contas ZON OPTIMUS 2013*. [Online]
Disponível em: http://www.nos.pt/institucional/Documents/Reportes%20Financeiros/ZONOPTIMUS_RC13_PORTUGUES.pdf

[Acedido em 23 Maio 2015].

NOS, 2014c. *Relatório de Gestão Consolidado IS 2014*. [Online]
Disponível em: <https://www.nos.pt/institucional/Documents/Reportes%20Financeiros/MR%201H14%20Portugues.pdf>

[Acedido em 23 Maio 2015].

NOS, 2015. *Resultados Consolidados de 2014*. [Online]
Disponível em: <http://www.nos.pt/institucional/Documents/Reportes%20Financeiros/NOS%20FY14%20PORTUGUES.pdf>

[Acedido em 25 Julho 2015].

Oi PT, 2013. *Consolidação da aliança industrial entre a Oi e a Portugal*. [Online]
Disponível em: http://conteudos.ptsgps.pt/Documents/PT/Apresentacoes/2013/10_Outubro/InvestorPresentation_Port.pdf

[Acedido em 2 Maio 2015].

Oi S.A., 2013. *Memorando de Entendimento*. [Online]
Disponível em:

http://ri.oi.com.br/oi2012/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=43089&conta=28&id=183650

[Acedido em 24 Maio 2015].

Oi, 2014. *Relatório de Sustentabilidade 2013*. [Online]
Disponível em: http://ri.oi.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=43589

[Acedido em 11 Agosto 2015].

Oi, 2015. *Relatório Anual de Sustentabilidade 2014*. [Online]
Disponível em:

http://www.mzweb.com.br/oi2012/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=43085&conta=28&id=213793

[Acedido em 11 Agosto 2015].

Oi, s.d. *Cotações*. [Online]
Disponível em:

http://ri.oi.com.br/oi2012/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=43595

[Acedido em 12 Agosto 2015].

Papadakis, V. M. & Thanos, I. C., 2010. Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria. *British Journal of Management*, Volume 21, pp. 859 - 873.

Portugal Telecom, 2015. *Relatório e Contas Individuais 2014 Portugal Telecom, SGPS, S.A.* [Online]

Disponível em: <http://conteudos.ptsgps.pt/Documents/PT/Relatorios/2014/RCind2014pt.pdf>

[Acedido em 24 Maio 2015].

PT SGPS, 2015c. *Assembleia Geral Anual de Acionistas da Portugal Telecom*. [Online]

Disponível em: <http://www.ptsgps.pt/pt-pt/press-releases/noticias/Paginas/2015/Assembleia-Geral-Anual-Acionistas-Portugal-Telecom.aspx>

[Acedido em 31 Maio 2015].

PT SGPS, 2010. *Portugal Telecom e Oi celebram parceria estratégica*. [Online]

Disponível em: <http://conteudos.ptsgps.pt/Documents/Arquivo/OIP.pdf>

[Acedido em 26 Julho 2015].

PT SGPS, 2013. *PT e Oi comunicam a combinação dos seus negócios*. [Online] Disponível em: http://conteudos.ptsgps.pt/Documents/Arquivo/1467016/CorpCo_P.pdf [Acedido em 24 Maio 2015].

PT SGPS, 2014. *Relatório e Contas Consolidadas 2013*. [Online] Disponível em: http://conteudos.pharol.pt/Documents/PT/Relatorios/2013/02_Fevereiro/140521RCCPortFINALbaixaresol.pdf [Acedido em 13 Outubro 2015].

PT SGPS, 2015a. *Relatório do Governo da Sociedade 2014*. [Online] Disponível em: http://conteudos.ptsgps.pt/Documents/PT/Relatorios/2015/04_Abril/RelGov2014pt.pdf [Acedido em 04 Agosto 2015].

PT SGPS, 2015b. *Relatório e Contas Consolidadas IT 2015*. [Online] Disponível em: http://conteudos.ptsgps.pt/Documents/PT/Relatorios/2015/05_maio/RA1Q15P.pdf [Acedido em 4 Agosto 2015].

PT SGPS, 2015d. *Relatório e Contas Consolidadas 2014*. [Online] Disponível em: http://conteudos.ptsgps.pt/Documents/PT/Relatorios/2015/04_Abril/RCCon2014pt.pdf [Acedido em 05 Agosto 2015].

PT SGPS, s.d. *Estrutura Corporativa*. [Online] Disponível em: <http://pharol.pt/pt-pt/a-empresa/Paginas/estrutura-corporativa.aspx> [Acedido em 15 Julho 2015].

PT SGPS, s.d. *Percurso*. [Online] Disponível em: <http://www.ptsgps.pt/pt-pt/a-empresa/Paginas/percurso-pt.aspx> [Acedido em 26 Julho 2015].

Público, 2012. *Fusão entre Zon e Optimus entra na fase de negociações*. [Online] Disponível em: <http://www.publico.pt/economia/jornal/fusao-entre-zon-e-optimus-entra-na-fase-de-negociacoes-25783561> [Acedido em 19 Setembro 2015].

Raquib, A., Musif, P. B. & Mohamed, M. B., 2003. Strategic Issues Relating to Corporate Mergers and Acquisitions for Small and Medium Companies - A Thoughtful Analysis from the Viewpoint of Challenges of Changes. *Asia Pacific Management Review*, Volume 8(1), pp. 99-112.

Rottig, D., 2013. A Marriage Metaphor Model for Sociocultural Integration in International Mergers and Acquisitions. *Thunderbird International Business Review*, Julho/Agosto, Volume 55 (4), pp. 439-451.

Serens, M. N., 2012. *Código das Sociedades Comerciais*. 27^a ed. Coimbra: Edições Almedina, S.A..

SONAECON, 2013. *Relatório e Contas 2012*. [Online] Disponível em: http://www.sonae.com/rc2012/pt/files/assets/common/downloads/files/relatorio_contas_sonaecon_2012.pdf

[Acedido em 13 Outubro 2015].

Tetenbaum, T. J., 1999. Seven key practices that improve the chance for expected integration and synergies. *Organizational Dynamics*, Volume 28(2), pp. 22-36.

Yin, R., 2003. *Case study research: design and methods*. 3^a ed. Califórnia: Sage publications.

ZAP, 2015. *Fusão PT-OI*. [Online] Disponível em: <http://zap.aeiou.pt/thread/fusao-pt-oi>

[Acedido em 24 Maio 2015].

ZON Multimédia, 2013. *Divulgação de Resultados 2012*. [Online] Disponível em: <http://www.nos.pt/institucional/Documents/Reportes%20Financeiros/ZONFY12%20PORTUGUES.pdf>

[Acedido em 13 outubro 2015].

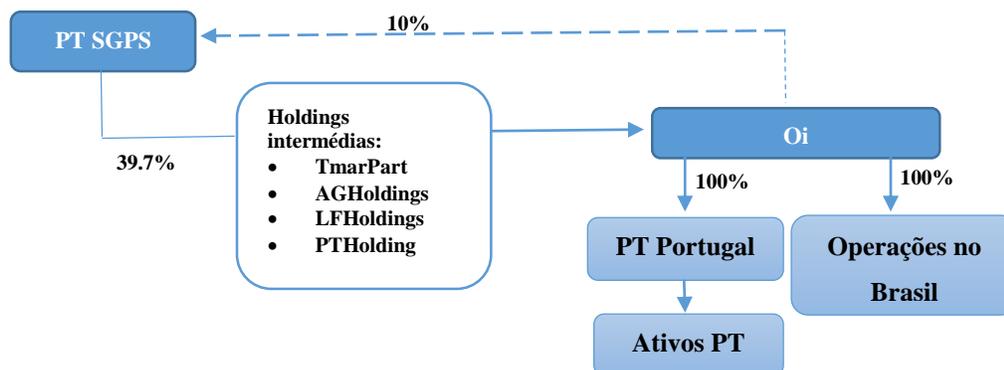
Anexos

Anexo 1 - Estrutura acionista da NOS

Acionistas	% do Capital Social
ZOPT, SGPS, S.A.	50.01%
Morgan Stanley	6.49%
Banco BPI, S.A	4.52%
Sonaecom, SGPS, S.A	2.14%
Norges Bank	2.11%
Total	65.27%

Fonte: NOS

Anexo 2 - Estrutura acionista PT/Oi



Fonte: Relatório do Governo da Sociedade 2014 Portugal Telecom