



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Conflito de interesses entre acionistas: o caso BPI vs BFA

Trabalho Final na modalidade de Dissertação
apresentado à Universidade Católica Portuguesa
para obtenção do grau de mestre em Gestão

por

Pedro Alexandre Ramos Pinto Soares

sob orientação de
Professores Doutores Ana Príncipe Lourenço e Luís Pedro Krug Pacheco

Católica Porto Business School
maio de 2017

Agradecimentos

Agradeço a todos os que deram a sua contribuição para que esta dissertação fosse realizada.

Aos meus orientadores, Professora Doutora Ana Príncipe Lourenço e Professor Doutor Luís Pedro Krug Pacheco, pela forma como orientaram o meu trabalho, pela utilidade das suas recomendações e a cordialidade com que sempre me receberam, aqui deixo o meu agradecimento sincero. Estou grato também pela liberdade de ação que me permitiram.

Deixo também uma palavra de agradecimento à Católica Porto Business School pela oportunidade que me concedeu de desenvolver este estudo.

Resumo

O objeto do nosso estudo é o conflito de interesses entre acionistas de sociedades, analisando, mais concretamente o caso paradigmático do Banco Português de Investimento (BPI). Neste caso, o BPI viu-se confrontado com a necessidade de proceder a uma reestruturação empresarial, alinendo a sua participação no Banco de Fomento de Angola (BFA), que lhe foi imposta pelos reguladores: Mecanismo Único de Supervisão (MUS), Banco de Portugal (BP) e Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). Quanto à forma de operar em concreto essa alienação surgiram interesses conflitantes dos acionistas, sendo patentes conflitos entre os próprios acionistas majoritários, entre estes e os acionistas não institucionais, e entre acionistas e o interesse da própria sociedade. Descrevemos a forma como ocorreram e se desenvolveram de facto esses conflitos, analisamos as soluções que foram encontradas, perspetivamos as soluções que poderiam ter sido escolhidas e verificamos qual o impacto das soluções seguidas, bem como das demais que poderiam ter sido acolhidas.

Palavras-chave: Atividade Bancária. Conflito de interesses entre acionistas. Valor do Investimento. Reestruturação empresarial. Reestruturações de Portfólio. Reorganização de ativos.

Abstract

The object of our study is the conflict of interest between shareholders of companies, analyzing more specifically the paradigmatic case of Banco Português de Investimento (BPI). In this case, BPI was faced with the need to carry out a business restructuring, aligning its participation in the BFA, which was imposed on it by the regulators: Single Supervision Mechanism (MUS), Banco de Fomento de Angola and Banco de Portugal (BP) and the Securities Market Commission (CMVM). As to the way in which this sale actually occurred, conflicting interests of shareholders arose, as well as conflicts between the majority shareholders themselves, between them and non-institutional shareholders, and between shareholders and the company's own interest. We describe how these conflicts took place and were actually developed, analyzed the solutions that were found, looked at the solutions that could have been chosen and verified the impact of the solutions followed, as well as others that could have been accepted.

Keywords: Banking. Conflict of interests between shareholders. Investment value. Corporate Restructuring. Portfolio Restructuring. Reorganization of assets.

Índice

Agradecimentos	i
Resumo	ii
Abstract	iv
Índice	v
Índice de Figuras e Tabela	vii
Glossário	ix
Capítulo 1. Introdução	1
Capítulo 2. Enquadramento institucional da atividade bancária	4
2.1 Macroperspectiva	4
2.2 Microperspectiva	12
2.2.1 A regulação <i>ex ante</i> da relação entre acionistas	12
2.2.1.1 Os direitos do acionista bancário	16
2.2.1.2 Autorização para aquisição e restrições ao poder de voto	17
2.2.2 O decurso da relação entre acionistas: os conflitos entre acionistas e seus efeitos no valor do investimento	21
2.2.3 A regulação <i>ex post</i> da relação entre acionistas	24
2.2.3.1 Reestruturação empresarial	25
2.2.3.2 Criação de valor nos processos de reestruturação de empresas	34
2.2.3.3 Criação de valor nos <i>spin-off</i>	36
2.2.3.4 Razões para os <i>spin-off</i> e a reação do mercado	45
2.2.3.5 Criação de valor para o acionista	58
Capítulo 3. O método de estudo de caso	50
3.1 Metodologia	50
3.2 O objeto de análise	52
Capítulo 4. O estudo de caso BPI	55
4.1. Os conflitos entre acionistas do BPI	54
4.2 As potenciais alternativas de resolução dos conflitos entre acionistas do BPI	64
Capítulo 5. Discussão das alternativas de resolução dos conflitos entre acionistas do BPI	66
5.1 Efeitos da reestruturação do BPI na variação das suas ações	71
5.1.1 Flutuação dos valores das ações do BPI	71
5.1.2 Variação das ações do BPI comparada com a de alguns outros bancos cotados em bolsa e a operar em Portugal	74
5.1.3 Flutuação dos valores das ações do BPI e o <i>spin-off</i>	76
5.2 Os ganhos dos acionistas com a operação	77
5.3 Criação de valor pela operação venda do BFA	82

Capitulo 6. Conclusões	84
6.1 Resposta à questão de investigação	84
6.2 Limitações do presente estudo	85
6.3 Contributos e expectativas de desenvolvimento de estudos	86
Bibliografia.....	87
Anexo.....	104

Índice de Figuras e de Tabelas

Figura 1.....	68
Figura 2.....	68
Figura 3.....	69
Figura 4.....	71
Figura 5.....	72
Figura 6.....	73
Tabela 1	74

Glossário

BAI - Banco Angolano de Investimento
BCE - Banco Central Europeu
BCP - Banco Comercial Português
BFA - Banco de Fomento de Angola
BIC – Banco de Internacional de Crédito
BNA – Banco Nacional de Angola
BP – Banco de Portugal
BPI - Banco Português de Investimento
CAR - Retorno Supra-Normal Cumulativo Médio
CAAR - Retorno Supra-Normal Cumulativo Ajustado Médio
CSC - Código das Sociedades Comerciais
CMVM -Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CVM - Código de Valores Mobiliários
DRC - Requisitos de Fundos Próprios
DRFP - Diretiva sobre Requisitos de Fundos Próprios
DRRB – Diretiva Relativa à Recuperação e Resolução Bancária
EBA - Autoridade Bancária Europeia
FUR - Fundo Único de Resolução
MEE - Mecanismo Europeu de Estabilidade
Montepio - Caixa Económica Montepio Geral
MUS - Mecanismo Único de Supervisão
MUR- Mecanismo Único de Resolução
OPA – Oferta Pública de Aquisição
OPV - Oferta Pública de Venda
PME - Pequenas e Médias Empresas

RGICSF - Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

RRFP - Regulamento sobre Requisitos de Fundos Próprios

SA – Sociedade Anónima

Santander – Santander Totta

SGD - Sistema Único de Garantia de Depósitos

EU – União Europeia

Capítulo 1

Introdução

No presente trabalho procuraremos analisar as soluções financeiras para resolver os conflitos de interesses entre acionistas gerados pelas alterações estatutárias impostas ao Banco Português de Investimento (BPI). Pretendemos, em última análise, descrever, ainda que de forma breve, os conflitos existentes entre os acionistas que foram revelados publicamente, os conflitos entre os acionistas e a sociedade, as consequências desses conflitos para a sociedade, mais concretamente, para o valor das suas ações, avaliar se haveria outras soluções capazes de resolver esses mesmos conflitos de interesses, e perspetivar se essas outras soluções trariam vantagens acrescidas para a sociedade em comparação com a solução efetivada.

O caso do BPI é um caso paradigmático, pela magnitude dos interesses em jogo, designadamente, por se ter ficado a dever a um fator externo – imposição do regulador a nível europeu -, e ainda por ter ditado a intervenção do governo português, conduzindo à prolação de alteração legislativa, com vista a lograr pôr termo ao diferendo.

Para além disto, o caso BPI é atual e ilustrativo das questões que nos propomos tratar, razão pela qual decidimos analisá-lo, ainda que brevemente, atentas as limitações da natureza do presente trabalho.

Considerando que, na atualidade se assiste ao acréscimo dos parâmetros de regulação dos mercados, impostos quer por instituições internacionais aos diversos países e operadores bancários que nele operam, quer pelos próprios

reguladores dos diversos setores de atividade, estas questões poderão vir a colocar-se noutras organizações, não necessariamente bancárias, nem financeiras.

Com esse objetivo, pretendemos: analisar o quadro de relações entre acionistas que emerge dos Estatutos Sociais do BPI, nomeadamente quanto às normas de blindagem; elaborar e analisar as alternativas de resolução do problema de conflito de interesses; importará, finalmente, analisar criticamente a solução encontrada face às diversas hipóteses existentes.

O nosso caso de estudo – que doravante designaremos como caso BPI - é do tipo *single case study*. De acordo com Yin (2009), este *single case study* – caso único e ilustrativo - pode ser qualificado como descritivo e exploratório, não sendo explicativo, pois que não se procura a razão de ser de um fenómeno, mas antes se pretende descrever uma situação e explorar as soluções possíveis.

Encontrado que está o método pretendemos realizar uma investigação com recolha e análise de dados quantitativos e qualitativos.

No que respeita à metodologia quantitativa recolheremos e apresentaremos dados quantificáveis – *stock prices*, evolução de preços de ações, sobretudo através da consulta de bases de dados -, e propomo-nos tratá-los através de métodos estatísticos.

Na investigação qualitativa, usaremos técnicas de recolha e análise de dados documentais, dentre os quais destacamos documentos históricos e jornalísticos. Na análise destes dados usaremos as técnicas da codificação manual e da interpretação.

Este trabalho apresenta a seguinte estrutura: no primeiro capítulo procederemos ao enquadramento institucional da atividade bancária, desde uma macroperspectiva – analisando e descrevendo as regras fixadas pelo Banco Central Europeu (BCE), a sua evolução e transposição para o sistema nacional - e de uma microperspectiva – analisando a regulação *ex ante* entre os acionistas,

através dos estatutos sociais e dos acordos parassociais, como se desenvolveram as relações entre os acionistas, conflitos e efeitos no valor do investimento, e a regulação *ex post* da relação entre acionistas, mais concretamente as alternativas de resolução do litígio em face dos conflitos entre acionistas; no capítulo segundo, descreveremos o método utilizado e o objeto de análise; no capítulo terceiro, passaremos à descrição do estudo de caso do BPI, visando os conflitos entre acionistas, os conflitos entre os acionistas e a sociedade, e às potenciais alternativas de resolução dos mesmos; no capítulo quarto, discutiremos as alternativas para de resolução desses diferendos; no capítulo sexto enunciaremos as conclusões alcançadas, tudo com o objetivo último de responder à questão de investigação, apontando as limitações do nosso estudo, sublinhando os contributos que logramos haver alcançado com o presente trabalho, e apontando linhas de investigação para futuros estudos que julgamos terem interesse geral.

De todo o modo, dirigiremos particular enfoque para o potencial de relevância das operações de reestruturação empresarial, com destaque para os *spin-off*, que foi a solução adotada no caso BPI, que viu ser-lhe imposta a separação relativamente ao Banco de Fomento de Angola (BFA).

Capítulo 2

Enquadramento institucional da atividade bancária

2.1. Macroperspectiva

A crise financeira supostamente iniciada em 2007 com os problemas do *sub-prime* nos EUA¹ teve como consequência o agravamento da dívida da zona euro, decidindo a Comunidade Europeia aprofundar a integração do sistema bancário². O Presidente do Conselho Europeu, em cooperação estreita com os Presidentes da Comissão Europeia, BCE e do Eurogrupo elaboraram, a 5 de dezembro de 2012, a *Resolução Rumo a uma verdadeira União Económica e Monetária*³, com uma série de iniciativas tendo em vista a criação de um setor financeiro mais seguro e mais sólido para o mercado interno.

Em última análise, pretendeu-se instituir mecanismos que impeçam que os custos dos resgates de instituições financeiras sejam suportados pelos

¹Como referem, por exemplo, Acharya, V., Shin, H., Yorulmazer, T. (2011), Allen, F., Carletti, E. (2008), Asociacion Española de Banca (2015), Beltratti, A., Stulz, R.. (2012), Berger, A., Bouwman, C. (2009), Bernanke, B. (2008), Bonfim, D., Kim, M.. (2012), novembro, Brunnermeier, M., Pedersen, L.. (2009), Brunnermeier. (2009), Bernanke, B. S. (2008), BIS. (2007), Cecchetti, S., Disyatat, P. (2009), Cornett, M., Mcnutt, J., Strahan, P., Tehranian, H. (2011), Crotty, J. (2008), Diamond, D., Dybvig, P. (1983), Ferreira, L. (2014), Francis, W., Osborne, M.. (2009), Gatev, E., Strahan, P. (2006), Gatev, E., Schuermann, T., Strahan, P. (2009), Ivashina, V., Scharfstein (2010), Iyer, R., Lopes, S., Peydro, J. L., e Schoar, A.(2010).

² Comunicação da Comissão Europeia a apelar no sentido da criação de uma União Bancária (2012-05-30), Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho Europeu, ao Conselho, ao Banco Central Europeu, ao Comité Económico e Social Europeu, ao Comité das Regiões e ao Banco Europeu de Investimento, Ação para a estabilidade, o crescimento e o emprego (2012).

³ European Central Bank(2017).

contribuintes – *bail out* -, sendo antes suportado pelos credores e depositantes destas instituições – *bail in*⁴.

O conjunto único de regras assim fixadas, que incluem requisitos prudenciais mais fortes para os bancos, maior proteção dos depositantes e uma gestão mais eficiente das falências bancárias, formam um conjunto único de regras aplicável a todos os atores financeiros dos 28 Estados-Membros da União Europeia. São estas regras que constituem o ponto de partida para a construção da União Bancária, resultando na aprovação pelo Parlamento Europeu de três pilares estratégicos, a saber: Mecanismo Único de Supervisão (MUS), Mecanismo Único de Resolução (MUR), Sistema Único de Garantia de Depósitos (SGD), que adiante analisaremos mais detalhadamente.

Um dos principais objetivos da criação da União Bancária, era e é o de fazer com que as condições de financiamento de um banco ou de uma empresa sediados num determinado Estado-Membro não dependam do risco onde se localizam. Isto implica que estas entidades sejam avaliadas segundo o seu potencial e crescimento económicos, e que não fiquem sujeitas a um prémio acrescido de risco por se situarem num Estado que tenha sido alvo de resgate, ficando todos a reger-se pelos mesmos critérios de supervisão e de apoio. Um outro objetivo primordial da União Bancária é a proteção dos contribuintes europeus, conseguida através da transferência da responsabilidade de pagar a crise bancária para os acionistas e os credores, que serão os primeiros a ser chamados a suportar os custos do resgate do banco. Assim, o Parlamento Europeu resolveu criar um novo mecanismo, supervisionado pelo BCE, que permite que as situações iminentes de falências bancárias possam ser resolvidas atempadamente por um fundo financiado pelos próprios bancos e que salvaguarda desta forma a intervenção dos contribuintes. Por fim, esta nova realidade criou uma harmonização de normas e procedimentos de supervisão

⁴ Nouriel R, Brad S. (2004).

bancária, a partir do BCE, que contribuirá para o aumento da confiança daqueles que depositam as suas poupanças nos bancos nacionais e por conseguinte, da estabilidade do sistema financeiro europeu. Destas iniciativas resultou a aprovação pelo Parlamento Europeu do pacote DRC IV, constituído pela diretiva bancária 2013/36/EU, de 26 de junho de 2013 relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento, Requisitos de Fundos Próprios (DRC), e pelo Regulamento (UE) n.º 575/2013 relativo aos Requisitos de Fundos Próprios (CRR). Este novo pacote transpôs para o direito comunitário os requisitos prudenciais em matéria de fundos próprios para as instituições de crédito e as empresas de investimento, reforçando as normas de capitalização e liquidez dos bancos, as regras relativas às práticas de remuneração, assim como os incentivos à concessão de crédito, nomeadamente às pequenas e médias empresas (PME)⁵.

Neste contexto, o Conselho da União Europeia publicou a 15 de outubro de 2013 dois regulamentos de vital importância: Regulamento (UE) n.º 575/2013 que confere ao BCE atribuições específicas no que diz respeito às políticas relativas à supervisão prudencial das instituições de crédito; e o Regulamento (UE) N.º 1024/2013, que veio implementar um novo sistema de supervisão bancária, atribuindo ao BCE o poder de supervisionar as instituições de crédito significativas dos países da zona euro e dos outros Estados que não tendo adotado o euro como moeda desejem fazer parte desta colaboração – o Mecanismo Único de Supervisão (MUS)⁶. Este sistema visa promover a cooperação entre o BCE e as autoridades nacionais na contribuição para a segurança e solidez das instituições de crédito e para a estabilidade do sistema financeiro na União Europeia e em cada Estado-Membro, tendo em

⁵Como refere, por exemplo, Neves, P. D. (2010).

⁶ Neste sentido, veja-se, para além dos estudos já citados, GPEARL. (2009). Reforma da Supervisão Financeira em Portugal

consideração a unicidade e integridade do mercado interno. A Autoridade Bancária Europeia (EBA), foi criada pelo Regulamento (UE) N.º 1022/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, a 22 de outubro de 2013, e é a autoridade competente para desenvolver este conjunto de regras e acompanhar a sua aplicação. Foi fixado, em 12/12/2013, um *Memorando de Entendimento entre o Conselho da União Europeia e o BCE*, que define as modalidades práticas do exercício de responsabilização democrática do BCE perante o Conselho da União Europeia no que respeita às funções de supervisão. Entre as funções do BCE destacam-se as seguintes: criar um sistema financeiro estável e recuperar a economia europeia; detetar antecipadamente sinais de falência das instituições de crédito; controlar a *saúde* da atividade bancária, nomeadamente a forma como os bancos aceitam e investem os depósitos dos contribuintes; sancionar os bancos que não cumpram com as normas superiores europeias.

Em 15 de abril de 2014 foi publicado o *Memorando da Comissão Europeia - União bancária: restabelecer a estabilidade financeira na Área do Euro* e em 16 de abril de 2014 foi publicado o Regulamento-Quadro do MUS [Regulamento (UE) N.º 468/2014 do Banco Central Europeu] que estabelece o quadro de cooperação, no âmbito do Mecanismo Único de Supervisão, entre o Banco Central Europeu e as autoridades nacionais competentes e com as autoridades nacionais designadas. Também em 16 de abril foi publicada a Diretiva 2014/49/UE relativa aos sistemas de garantia de depósitos e a de 15 de maio de 2014 a Diretiva 2014/59/UE que estabelece um enquadramento para a recuperação e a resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento.

A 16 de abril de 2014, ficou acordada entre o Parlamento Europeu e o Conselho a Diretiva 2014/49/UE relativa aos sistemas de garantia de depósitos - Mecanismo Único de Garantia de Depósitos (SGD) -, que contribui, juntamente com o Fundo Único de Resolução (FUR) e o Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE), para o terceiro pilar da União Bancária.

Com esta Diretiva 2014/59/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014, relativa à recuperação e resolução bancária (DRRB), passaram a estar previstas formas de resolução das instituições de crédito em crise sem que seja necessário recorrer aos contribuintes.

A partir de novembro de 2014, o BCE ficou responsável pela supervisão dos 128 maiores bancos europeus (entre os quais constam 4 bancos portugueses). Dentre os seus poderes de supervisão conta-se a resolução de bancos, tendo sido criado um Mecanismo Único de Resolução (MUR), que tem por objetivo assegurar que a resolução dos bancos deixe de afetar a estabilidade sistémica e a situação financeira dos países onde estes operam. Com efeito, em 20 de março de 2014, um acordo alcançado pelo Parlamento Europeu e o Conselho determinou que cabe ao BCE desencadear o processo de resolução e decidir se um banco está ou não em risco de falência. O prazo para este processo será mais curto e a decisão será tomado em moldes mais simplificados.

Foi assim que, em 4 de novembro de 2014, o MUS iniciou oficialmente a sua atividade, pretendendo introduzir uma maior harmonização à escala europeia, promovendo a convergência pela definição de um conjunto único de regras de supervisão, a fim de aumentar a solidez do sistema bancário da área do euro. Os pilares do conjunto único de regras do MUS são: a diretiva sobre requisitos de fundos próprios IV (DRFP IV - diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013) e o regulamento sobre requisitos de fundos próprios (RRFP - Regulamento (UE) N.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013), ambos publicados no Jornal Oficial EU de 27/6/2013, aplicando-se em todos os Estados-Membros da UE desde 1 de janeiro de 2014, transpondo o acordo de Basileia III para a legislação da EU; a diretiva alterada relativa aos sistemas de garantia de depósitos (SGD); a diretiva sobre recuperação e resolução bancárias (DRRB).

O RRFPP exige que os bancos constituam fundos próprios suficientes para cobrir perdas inesperadas e se manterem solventes em períodos de crise. O montante total de fundos próprios que os bancos e as empresas de investimento são obrigados a deter deve ser de pelo menos 8% dos ativos ponderados pelo risco. A parte que deve ser da mais alta qualidade – fundos próprios principais de nível 1 – deve constituir 4,5% dos ativos ponderados pelo risco. De acordo com a definição de capital do Acordo de Basileia III (requisitos de liquidez), as instituições financeiras devem deter ativos líquidos suficientes para cobrir saídas de liquidez líquidas em condições de esforço agravadas durante um período de trinta dias, sendo gradualmente introduzido um rácio de cobertura de liquidez – relação entre os ativos de alta qualidade livres de encargos e as saídas de caixa líquidas durante um período de esforço de 30 dias. Este rácio, cujo valor inicial era de 60% em 2015, atingirá 100% em 2018. Estabelece-se que o montante mínimo de ativos líquidos a deter pelos bancos deve ser equivalente a 25% das saídas. A alavancagem é a relação entre os fundos próprios de um banco e o total dos seus ativos, pelo que diremos que os ativos de um banco são alavancados quando excedem os seus fundos próprios.

No que respeita à DRFP IV, a mesma impõe aos Bancos um montante obrigatório de 4,5% de fundos próprios principais de nível 1 estabelecido no RRFPP, pelo que todos os bancos devem deter uma reserva de conservação de fundos próprios principais de nível 1) de 2,5% do montante total das suas posições em risco, e uma reserva contra cíclica de fundos próprios adicionais, formada nos períodos de conjuntura favorável. Se um banco não cumprir estes requisitos, terá de limitar ou suspender os pagamentos de dividendos ou bónus.

A aplicação destas regras do MUS levou a que a exposição indireta de alguns bancos excedesse o limite dos grandes riscos, fazendo com que os rácios desses

bancos diminuíssem. Para que esses bancos possam prosseguir a sua atividade, as autoridades reguladoras exigem alterações na estrutura acionista⁷.

Transpondo estas normas comunitárias para o direito interno, em Portugal, em 20 de abril, foi publicado o Decreto-Lei n.º 20/2016, que entrou em vigor em 1 de julho de 2016 visando conferir aos acionistas de instituições de crédito a possibilidade de reavaliarem periodicamente a justificação dos limites estatutários em matéria de detenção e exercício dos direitos de voto (cfr. art.º 1º).

Este DL 20/2016 aditou ao Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGICSF), o artigo 13.º -C, com a epígrafe limites estatutários à detenção ou ao exercício de direitos de voto em instituições de crédito (Artigo 2.º), segundo o qual:

1 — A manutenção ou revogação de limites à detenção ou ao exercício dos direitos de voto dos acionistas de instituições de crédito deve ser objeto de deliberação dos acionistas, pelo menos, uma vez em cada período de cinco anos.

2 — A deliberação prevista no número anterior, quando proposta pelo órgão de administração, não está sujeita a quaisquer limites à detenção ou ao exercício de direitos de voto, nem a quaisquer requisitos de quórum ou maioria agravados relativamente aos legais.

3 — Os limites à detenção ou ao exercício dos direitos de voto em vigor caducam automaticamente no termo de cada período referido no n.º 1 se, até ao final do mesmo, não for tomada deliberação sobre a matéria aí referida.

4 — A deliberação de manutenção dos limites aplicáveis pode ser expressa ou tácita, por rejeição de proposta de alteração ou revogação.

5 — O disposto nos números anteriores não é aplicável a caixas de crédito agrícola mútuo nem a caixas económicas.

⁷ Neste sentido, veja-se, entre muitos outros, Bonfim, D., Kim, M.. (2012).

E, nos termos do n.1 do artigo 3.º do mesmo diploma *as assembleias gerais das instituições de crédito, com exceção das caixas de crédito agrícola mútuo e das caixas económicas, cujos estatutos, à data da entrada em vigor do presente decreto -lei, estabeleçam limites à detenção ou ao exercício dos direitos de voto dos acionistas de instituições de crédito devem realizar -se até 31 de dezembro de 2016, incluindo na ordem do dia a deliberação sobre a manutenção ou revogação desses limites. Sendo que, se no termo do prazo referido no n.º 1, não existir uma deliberação válida e eficaz sobre as matérias aí referidas, caducam automaticamente, nessa data, salvo decisão judicial, os limites à detenção ou ao exercício dos direitos de voto em vigor.*

Este Decreto-Lei, que entrou em vigor em vigor no dia 1 de julho de 2016, procedeu, assim, à desblindagem dos estatutos das instituições de crédito e como consta da exposição de motivos, visou flexibilizar os limites ao exercício dos direitos de voto por parte dos acionistas, para que as empresas possam acolher as propostas de investimento que lhe são dirigidas, com vista a promover a sustentabilidade das empresas e devolver a sua capacidade de tomada de decisões estratégicas, assumindo que o modelo de governo das sociedades é um dos fatores mais decisivos para a obtenção de financiamento.

2.2. Microperspectiva

2.2.1. A regulação *ex ante* da relação entre acionistas

Toda a sociedade comercial nasce com a celebração de um pacto social, celebrado por um ou mais sócios, com o intuito de criação de uma nova pessoa jurídica, capaz de ser titular de direitos e obrigações que a permitam desenvolver uma atividade económica e os bancos não são exceção.

Estatui o artigo 14.º n.º 1 b) do RGICSF que os bancos assumirão a forma de sociedade anónima (SA), pelo que as partes que celebrarem, entre si, o pacto social que dará vida a uma nova instituição de crédito deverão ser consideradas como acionistas da mesma e deverão cumprir todo o normativo estabelecido para as S.A., em tudo o que o RGICSF não regule de forma diferente.

A organização inerente a qualquer sociedade comercial e, em especial, à S.A. implica a adoção de estruturas de governação societária (*corporate governance*) que possam assegurar a sua gestão sustentável, permitindo que os vários sujeitos que de alguma forma se relacionam com a sociedade (*os stakeholders*) vejam as suas posições e interesses acautelados⁸.

Em relação aos bancos, existem várias fontes normativas que regulam a composição e funcionamento dos órgãos sociais que integram estes modelos de organização societária. Para além do enquadramento legal do banco como S.A. no Código das Sociedades Comerciais (CSC), temos também normas presentes no Código de Valores Mobiliários (CVM) que se aplicam às sociedades abertas e aos intermediários financeiros, bem como as regras relativas às instituições de crédito constantes do RGICSF, e por fim, existem ainda as diversas fontes regulamentares.

⁸Como ensinam, entre outros, Assaf N. A. (2010), Baker, M., Ruback, R., & Wurgler, J. (2002), Brealey, R., Myers, S.C. & Allen, F. (2011), Câmara, Paulo, et al. (2010).

Sendo certo que é o pacto social – contrato de sociedade – e os estatutos sociais (que terão de obedecer aos citados normativos legais) que, em última análise, estabelecem as relações entre os acionistas. De referir que enquanto o contrato de sociedade diz respeito à identificação das partes e à expressão da respetiva vontade de criação de um novo ente jurídico, os estatutos sociais (contrato de sociedade propriamente dito), os estatutos sociais designam a disciplina jurídica da criação, organização, funcionamento, financiamento, relações internas e externas e dissolução desse mesmo ente (como sustenta Antunes, 2016).

Sustenta, por exemplo, Neves, P. D. (2010) mercado bancário português é caracterizado por uma estrutura acionista essencialmente *blockholder*, decorrente da concentração do controlo da empresa num reduzido número de sócios. Esta estrutura importa o enfraquecimento dos direitos de alguns acionistas, uma vez que os titulares de posições de controlo têm uma maior influência na gestão, podendo manipulá-la, de forma a expropriar os sócios minoritários e impedindo a influência da vontade destes na determinação dos destinos da sociedade. Constata-se, assim que, no caso das instituições financeiras, a evolução da estrutura acionista tem sido caracterizada pelo aparecimento dos investidores institucionais ou qualificados, elencados no art. 30.º do CVM, que assumem participações de grande peso e que podem, por isso, ter um papel importante na tomada de decisões e gestão quanto aos bancos participados. Para a conformação desta estrutura *blockholder* concorre o facto de os acionistas não institucionais dos bancos tomarem, em regra, a sua participação social como investimento meramente financeiro, esperando apenas que a participação gere dividendos ou mais-valias que lhes tragam retorno a curto prazo, sem que a detenção da mesma signifique um efetivo compromisso com a instituição e uma vontade de exercer o seu direito de voto ou de monitorizar a gestão. A participação social fica assim reduzida a património financeiro, alternativo aos

depósitos a prazo, funcionando como meio de remuneração de poupanças, sem que haja um verdadeiro envolvimento com a sociedade na qual se investe. Por tudo isto, estes acionistas, normalmente, não têm um papel efetivo na tomada de decisões/voto.

Por outro lado, importa considerar que, no que toca aos bancos, terão que ser observadas algumas regras que o RGICSF estabelece e que, em certa medida, tornam a posição de acionista de um banco menos livre e mais fraca do que aquela que este teria se detivesse participações noutra qualquer sociedade anónima (S.A.). Esta menor liberdade traduz-se, por exemplo: i) na necessidade de pedir autorização ao BP para a constituição da sociedade (arts. 16.º e 17.º); ii) no facto de o BP poder recusar a autorização de constituição se considerar que os acionistas não reúnem condições que garantam uma gestão sã e prudente da instituição (art. 20.º n.º 1 d)); iii) nas exigências legais quanto à composição e escolha dos membros do órgão de administração (o art. 15.º estabelece números mínimos de composição do órgão executivo do banco e o art. 30.º define critérios qualitativos para a escolha dos administradores pelos acionistas, deixando a responsabilidade de verificação do cumprimento desses critérios ao BP); iv) na sujeição a autorização prévia do BP para alteração de alguns aspetos dos estatutos (art. 34.º); v) na comunicação obrigatória de participações qualificadas (art. 102.º, sob pena de perda do direito de voto conforme o art. 105.º comina); vi) na possibilidade de ser proibida a distribuição de lucros pelo BP, com fundamento nas exigências de fundos próprios nestas instituições (art. 116.º-C). Da enumeração exemplificativa que aqui se faz, depreende-se já que a grande diferença entre o estatuto do accionista de um banco e o estatuto de um acionista de uma S.A. comum está no poder que é atribuído a uma autoridade administrativa de supervisão da atividade das instituições de crédito – o Banco de Portugal (BP).

A regulação do setor e a apertada fiscalização, da qual se dá conta, encontra o seu fundamento no interesse público que impõe que se assegure a estabilidade no setor financeiro, dado que os bancos atuam tipicamente com elevada exposição a risco sistémico, com grandes níveis de alavancagem financeira e desempenham funções fundamentais para o crescimento da economia, tais como a concessão de crédito, a captação de depósitos e a gestão de sistemas de pagamentos e liquidação⁹. E esta regulação concorre igualmente para a referida estrutura das instituições financeiras, pois que muito dificilmente os acionistas não institucionais conseguirão, por si e isolados, cumprir as exigências legais.

Os investidores institucionais têm políticas de investimento mais profissionalizada ou mais sofisticada do que os acionistas não institucionais. Seria desejável que os acionistas institucionais adotassem medidas corretivas que contribuíssem para o refinamento das boas práticas de governo bancário. Para isso seria necessário que estes investidores exercessem o seu voto de forma a otimizar o valor da sociedade. Contudo, a prática tem demonstrado que estes investidores não se comportam de forma diferente dos mercados de capitais, centrando as suas políticas de investimento em mais-valias e dividendos¹⁰.

⁹Neste sentido, veja-se BIS. (2007), Câmara, Paulo, et al.(2014), e Neves, P. D. (2010), entre outros.

¹⁰ Como salienta, por exemplo, Oldfield, G. S., & Santomero, A. M.(1997).

2.2.1.1. Os direitos do acionista bancário

Em Portugal, na estrutura organizativa típica de uma sociedade, ao sócio são reconhecidos certos direitos e deveres de ordem geral, contemplados nos arts. 20.º e 21.º do CSC. Mesmo estes direitos e deveres comuns a qualquer sociedade comercial, sem grandes desvios, no campo bancário adotam especificidades que devem ser tidas em conta. Cabe analisar, por ora e apenas, as limitações que estejam relacionadas com os direitos políticos e a supervisão prudencial das participações, objeto do trabalho. Assim, a votação na assembleia geral poderá ser condicionada pelo BP no caso, previsto no art. 105.º do RGICSF, de incumprimento do dever de comunicação de participações qualificadas, podendo o exercício do direito de voto na assembleia geral de um banco poder estar dependente de uma autorização prévia de uma entidade administrativa.

A 11 de julho de 2007 foi publicada no Jornal Oficial da UE a Diretiva 2007/36/CE, relativa ao exercício de certos direitos dos acionistas de sociedades cotadas na União Europeia. Na tentativa de reforçar os direitos dos acionistas, em linha com as orientações que vinham sendo propostas no seio da UE, a harmonização visava assegurar o cumprimento de certas exigências mínimas em todos os Estados-Membros, facilitando o investimento intracomunitário e a circulação de capitais.

No que toca ao ordenamento jurídico português, a Diretiva foi transposta pelo Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de maio e implicou pequenas alterações no regime anteriormente vigente. Na verdade, poucas eram as alterações necessárias, uma vez que a maior parte dos direitos que a Diretiva atribuíra aos acionistas já se encontravam consagrados no ordenamento jurídico português.

2.2.1.2. Autorização para aquisição e restrições ao poder de voto

A aquisição de participações, quando atinja determinado limiar, estará sujeita a um procedimento administrativo anterior tendente à autorização da aquisição; por outro lado, a inobservância do procedimento de autorização pode determinar a inibição dos direitos de voto do acionista em causa¹¹.

O controlo externo efetuado pela autoridade de supervisão que impende sobre os bancos pode ter efeitos na sua estrutura acionista, paralisando-a, como o comprova o facto de entre 1999 e 2004 a percentagem de operações de fusões e aquisições ser, no geral, de 45% e no setor financeiro de apenas 20%¹². Esta disparidade era potenciada pelas diferenças de regimes na avaliação das propostas de aquisição entre Estados Membros, que causava incerteza, existindo inclusive registos de operações frustradas por motivos protecionistas ou políticos. Com efeito, a falta de transparência e a incerteza quanto aos critérios de apreciação da idoneidade dos acionistas prejudicava o mercado de compra e venda de participações em instituições de crédito¹³.

A Diretiva 2007/44/CE mitigou estes problemas, através da harmonização do regime de avaliação prudencial das propostas de aquisição de participações em instituições financeiras, não esquecendo a necessidade de controlo subjacente à proteção do interesse público na estabilidade financeira. Os objetivos da Diretiva eram clarificar o regime e assegurar que o controlo exercido pelas autoridades de supervisão nacionais se bastava com a análise dos requisitos prudenciais da proposta. Da transposição da Diretiva realizada pelo Decreto-Lei n.º 52/2010 de 26 de maio, resultaram alterações ao regime das participações qualificadas que atenuaram os encargos para os acionistas. Em primeiro lugar, a presunção de que a titularidade de 5% do capital social era bastante para se exercer uma influência significativa na gestão desapareceu, passando a ser

¹¹ Como ensina, por exemplo, Cordeiro.(2010).

¹²Neste sentido, veja-se Neves, P. D (2010).

¹³Como refere, entre outros, Weerthof, R. V. (2011).

considerado detentor de participações qualificadas apenas aquele que detenha pelo menos 10% do capital social ou que, abaixo desse limite, consiga exercer uma influência significativa na gestão (art. 2.º-A) do RGICSF)¹⁴.

Desaparecendo a presunção de exercício de influência significativa na gestão a partir dos 5%, a aquisição de ações por um investidor que passe a deter entre 5% a 10% do capital social passa a dispensar a prova de que não exerce influência significativa na gestão perante o BP e dispensa o acionista da comunicação da aquisição ao BP. Fica assim esclarecido, com base em valores objetivos, o que é uma participação qualificada e o que não é, com claros benefícios para o mercado e sem prejuízo de, no caso concreto, se atribuir a uma participação inferior a 10% um carácter qualificado por existir influência significativa.

Quando o acionista adquira uma participação qualificada e esteja por isso sujeito ao regime dos artigos 102.º e seguintes do RGICSF, este não estará obrigado a apenas comunicar a aquisição, como sugere a letra do art. 102.º n.º 1 (“(...) deve comunicar previamente ao Banco de Portugal (...)), mas sim a dirigir um requerimento ao BP, pedindo a autorização para a aquisição em causa: na verdade, o proposto adquirente deverá esperar por uma decisão do BP (art. 103.º n.º 4) e poderá ver os seus direitos de voto coartados caso proceda à aquisição sem que o BP se tenha pronunciado (art. 105.º n.º 1 b)). Ora, se o proposto adquirente tem que esperar por uma decisão administrativa que o autorize a realizar o negócio a que se propõe, estamos perante um requerimento e não perante um mero dever de comunicação.

É também com o Decreto-Lei n.º 52/2010 que se fixam os requisitos que o BP pode verificar de forma taxativa (art. 103.º n.º 2 RGICSF), proibindo que a decisão seja motivada por qualquer outra razão que não tenha por base fundamentos prudenciais. Uma vez listados os requisitos que o BP tem que

¹⁴ Veja-se Cordeiro (2010).

verificar, os investidores ganham em segurança, na mesma medida em que a autoridade administrativa passa a ter a sua decisão vinculada.

À enumeração legal dos requisitos a apreciar pelo BP a título taxativo, acresce outra obrigação para a autoridade de supervisão que traz benefícios relacionados com a transparência: o BP, ao abrigo do art. 102.º n.º 4 RGICSF, está obrigado a fixar, por aviso, todos os elementos e informações relevantes que devem acompanhar a “comunicação”.

Assim, os investidores saberão quais as informações a facultar, nos termos dos Anexos ao Aviso nº 5/2010 do Banco de Portugal.

As vantagens na clarificação do processo tendente à obtenção de autorização também se verificam quanto ao procedimento seguido, tendo agora o BP que obedecer aos prazos fixados nos n.os 5 e 6 do art. 102.º e nos n.os 4 e 6 do art. 103.º, sob pena de existir um deferimento tácito que possibilita ao investidor prosseguir com o processo de aquisição sem inibição dos direitos de voto (art. 103.º n.os 9 e 10).

Com efeito, a análise dos pedidos em causa é fundamentada pela suscetibilidade dos acionistas influenciarem a gestão sã e prudente da instituição bancária. Assim, a recusa só pode ter por base motivos que se prendam com a capacidade ou incapacidade do investidor de oferecer garantias de estabilidade à instituição. Hoje, com a entrada em vigor do Regulamento n.º 1024/2013, o BP terá ainda que sujeitar, no mínimo, dez dias úteis antes do termo do prazo, a sua proposta de oposição ou não oposição a avaliação do BCE, nos termos do art. 15.º do referido Regulamento.

Não deve contudo esquecer-se que a intervenção da autoridade administrativa neste tipo de negócios é excecional e teleologicamente vinculada à proteção do interesse público. A sua intervenção deve ser pautada pelo princípio da proporcionalidade, reduzindo as restrições ao princípio da autonomia empresarial bancária ao estritamente necessário.

As consequências, para um acionista que não cumpra o dever de submissão de requerimento perante o BP estão diretamente relacionadas com o voto: o acionista deixa de poder exercer o seu direito de voto, muito embora continue a ter direito a receber os dividendos que eventualmente sejam distribuídos e tenha ainda o direito a vender as ações que adquiriu.

Embora se mantenham os encargos relacionados com o procedimento administrativo tendente à aquisição de participações qualificadas em instituições bancárias, a verdade é que se eliminaram obstáculos, ligados à incerteza quanto à decisão sobre a assunção destas posições através das regras implementadas pela Diretiva 2007/44/CE e transpostas para o ordenamento jurídico nacional pelo Decreto-Lei n.º 52/2010.

2.2.2. O decurso da relação entre acionistas: os conflitos entre acionistas e seus efeitos no valor do investimento

A relação entre os acionistas de uma empresa é repleta de interesses conflitantes que podem gerar efeitos negativos ao nível do valor do investimento. Por esse motivo, surgem as estruturas de governança corporativa, que evoluem visando mitigar os conflitos entre os acionistas, evitando que estes tomem proporções maiores e proporcionando o equilíbrio nas relações, conferindo mais segurança e proteção às partes, especialmente no que diz respeito às complexas estruturas das sociedades anónimas.

Segundo La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), em países em que se verifica a alta concentração de poder nas mãos de um único acionista e onde não há um ambiente institucional e um sistema de governança bem desenvolvidos, como é o caso de Portugal, o tipo de conflito mais comum é o que se dá entre principais – acionistas – e os agentes - gestores. Ainda de acordo com os mesmos autores, a concentração acionista nas mãos de um acionista controlador é considerada a maior causa de conflitos entre principais, mas não é a única.

Vários fatores contribuem para a existência de conflitos entre os acionistas de uma empresa, sendo a separação entre propriedade e controle, um dos principais. Nas instituições bancárias portuguesas predomina a estrutura de propriedade concentrada (alta concentração acionista), dualidade de classes de ações (ações ordinárias e preferenciais) e forte presença de acionistas maioritários- neste sentido veja-se, entre outros, Câmara (2010), pelo que o principal tipo de conflito se verifica entre os acionistas.

A existência de ações preferenciais e a utilização de pirâmides (situações de cadeias de participações sociais, em que uma empresa controla outra, nomeadamente através de *holdings*) constituem um dos principais mecanismos

de separação entre propriedade e controle, já que faz com que muitos acionistas controladores não sejam os acionistas majoritários, por não deterem a maioria do capital, o que dá margem a existência de conflitos entre os acionistas.

Peng e Sauerwald (2012) também entendem que o desrespeito da regra “uma ação, um voto” provoca o excesso de direitos de voto do controlador em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa, o que aponta para um cenário de fraca proteção institucional dos acionistas minoritários.

Para estes autores, os conflitos entre principais manifestam-se em múltiplos níveis de análise. Considerando o país como um todo, são capazes de afetar negativamente o desenvolvimento do mercado de capitais e considerando a perspectiva da empresa como um fim em si mesma, podem afetar diretamente a performance e o valor de mercado.

Peng e Sauerwald (2012) ainda destacam que os conflitos entre principais tendem a surgir quando estiverem presentes as seguintes hipóteses: i) presença de um acionista controlador ou de blocos controladores; ii) fraca proteção legal aos direitos dos acionistas minoritários; e iii) divergência entre os direitos de voto e de propriedade do controlador, e acrescentam que graves consequências podem emergir dos conflitos, como, por exemplo, a existência de membros desqualificados na gestão, a diluição da participação acionista por fusões e aquisições hostis, o excesso de remuneração dos executivos e condutas como o *tunneling* (transferência de recursos entre empresas por preços abaixo do mercado) e o *self-dealing* (transações suspeitas com partes relacionadas).

Considerando a perspectiva contratual da empresa no âmbito das sociedades financeiras, é certo que os contratos existem para regular a relação entre os acionistas a fim de minimizar conflitos de interesses, resguardando-se os interesses dos minoritários.

Para Dey (2008), os contratos, só por si, não são suficientes para solucionar conflitos entre os acionistas, porque a magnitude desses conflitos varia entre as

empresas, o que leva em consideração os mecanismos de governança corporativa existentes, a complexidade das operações da empresa, dentre outros fatores.

Carney et al. (2011), por sua vez, entendem que os conflitos entre os acionistas são inerentes ao funcionamento das empresas, variando de acordo com o sistema de governança. Para estes autores, a forma com que a autoridade é exercida dentro de uma empresa direciona os tipos de contratos existentes entre as partes, o que, por sua vez, direciona as transações e operações da empresa. Concluindo que a conduta do acionista controlador é influenciada pelos atributos do seu governo.

2.2.3. A regulação *ex post* da relação entre acionistas

De modo geral, pode-se dizer que, ocorrendo conflitos entre acionistas, estes podem adotar diferentes estratégias que se reconduzem a formas de reestruturação empresarial. Na literatura existente sobre este assunto, são utilizadas as designações fusões, aquisições, concentrações, participações, tomada de controlo, entre outras, para representarem a mesma realidade, apesar de possuírem sentidos nem sempre coincidentes.

Uma dessas estratégias poderá passar pela venda dos títulos. Contudo, é sabido que, caso se dê uma venda maciça de ações, muito provavelmente baixará o valor da empresa.

Também poderá suceder que uma empresa tenha interesse em tomar o controlo de outra empresa através de operações especiais. Aqui surge o denominado mercado do controlo das sociedades que tem como objetivo o controlo dos recursos das sociedades. A análise dos processos das tomadas de controlo tanto do ponto de vista teórico como empírico, tem sido objeto de estudo. Na sua maioria os estudos empíricos incidem sobre os efeitos das tomadas de controlo sobre as cotações das ações das empresas, neste sentido, veja-se o estudo de Bernanke (2008), Barros (2003), Banal-Estañol & Seldeslachts (2011), entre outros. Tendo-se constatado nestes estudos que, havendo sucesso na tomada de controlo, a cotação das ações da empresa alvo aumenta sensivelmente. Inversamente em caso de insucesso, a cotação das ações, na maioria das vezes, baixa.

2.2.3.1. Reestruturação empresarial

As reestruturações de portfólio, incluem quer a venda ou liquidação de atividades (*sell-offs*) quer a reafecção de ativos existentes em novas formas de organização, podendo ou não envolver novas estruturas de capital (fusões e aquisições, *spin-offs*, *split-offs*, *equity carve-outs*, *split-ups*, *tracking stocks*, entre outras) – como sustenta DePamphilis (2016), por exemplo.

Segundo Bruner (2004), as reestruturações de portfólio subdividem-se em reorganização de ativos (aquisições e *sell-offs*) e reestruturações acionistas (*spin-offs*, *split-offs*, *equity carve-outs*, *split-ups* e *tracking stocks*). Em algumas destas reestruturações há lugar à cotação de ações pela primeira vez em bolsa através da realização de Ofertas Públicas Iniciais (*Initial Public Offerings - IPO*). É o caso dos *break-ups* (termo coletivo pra designar *spin-offs*, *equity carve-outs* e *tracking stocks*), em que são emitidas novas ações que seguem a performance específica da unidade destacada¹⁵.

Para além das reestruturações de portfólio, existem as reestruturações financeiras (que se consubstanciam em alterações na estrutura de capitais da empresa) e as reestruturações organizacionais (que visam aumentar a eficiência empresarial por via de reorganizações internas e/ou alterações na estrutura organizacional). São exemplos das primeiras, as recompras de ações, os *leveraged recapitalizations*, os *leveraged buyouts* (LBO), as trocas de títulos (*exchange offers*), as *dual class recapitalizations* e os processos de liquidação/falência/ acordos de credores. São exemplos das segundas *ossales up*, *overhead costs*, custos de pessoal, *outsourcing*, redução de custos de distribuição, entre outras, com referem Kotler Berger e Bickhoff (2010).

As diferentes formas de reestruturação empresarial não são necessariamente estanques, podendo existir interseção entre elas. Com efeito, as reestruturações de portfólio, em particular as reestruturações acionistas, criam uma

¹⁵ Continuando a seguir DePamphilis, D. (2016).

oportunidade única para alterações na estrutura organizacional (com implicações subsequentes, por exemplo, a nível dos esquemas de monitorização dos gestores, dos incentivos a eles atribuídos e da distribuição de responsabilidades) dado que acabam por envolver uma composição diferente de recursos humanos e materiais.

As operações de reestruturação de portfólio, podem subdividir-se ainda segundo duas vertentes: as que envolvem operações de concentração de ativos (enquadrando-se neste caso as fusões e as aquisições) e as que envolvem operações de desinvestimento (que incluem quer os *sell-offs* quer os *break-ups*).

Numa fusão ocorre a combinação de duas ou mais empresas que desaparecem para dar lugar a uma nova (fusão por consolidação) ou a incorporação de uma ou mais empresas numa outra que permanece (fusão por absorção). Já uma aquisição é uma operação pela qual uma empresa adquire a propriedade (total ou parcial) de outra. Embora sejam efetivamente aquisições, a designação é utilizada já que a mesma serve os interesses do adquirente e dos gestores da alvo (ainda que não os interesses dos acionistas desta). Ao primeiro fica-lhe mais barato uma vez que não terá de pagar o prémio que é típico em aquisições (mas antes efetuar uma troca de ações com base sensivelmente nos respetivos valores de mercado, o que fica mais próximo do prémio que é pago nas fusões). Ao segundo é-lhe preferível designar a operação desse modo por questões de orgulho e por uma questão de manutenção do seu cargo.

Em termos substantivos, numa fusão os acionistas das empresas consolidadas ou incorporadas mantêm-se como acionistas (agora da nova empresa ou da empresa incorporante) já que o pagamento é efetuado em ações destas, passando todos a partilhar os riscos e os benefícios potenciais da empresa aglutinadora. Numa aquisição, os acionistas da empresa alvo recebem pela venda das respetivas participações um determinado valor por ação, podendo deixar de ser acionistas da alvo ou manter-se enquanto tal consoante

se trate de uma aquisição de capital total ou parcelar. A evidência empírica tem demonstrado que existe um prémio substancial implícito no valor de aquisição que lhes é pago, e que tende a ser mais elevado do que o presente nas fusões quando se estabelece a relação de troca. Jensen e Ruback (1983) dão conta, por exemplo, de um prémio de 30% nas aquisições e de 20% nas fusões.

As aquisições têm como objetivo o controlo parcial ou total de uma empresa. Neste caso, a administração das empresas envolvidas não tem poder de veto. O licitante propõe aos acionistas da empresa-alvo a compra das suas ações por um preço determinado. A decisão de aceitar ou de rejeitar é de cada acionista a título individual. O sucesso da aquisição depende da proporção dos acionistas que aceitam a oferta (Kargin 2001). No que concerne às fusões, estas são caracterizadas pela natureza voluntária da operação e pelo facto de poderem conduzir à criação de uma nova entidade. Este tipo de operações permite às empresas crescerem mais rapidamente, no que concerne à quota de mercado e à sua dimensão, do que num processo de crescimento natural (Barros, 2003; Berk & DeMarzo, 2009; Ferreira, 2002).

De acordo com o artigo 97.º do CSC uma fusão pode realizar-se por duas formas distintas: por incorporação ou por concentração.

Ferreira (2002) defende que a versatilidade das fusões/aquisições é uma das características mais importantes deste género de operações, uma vez que as empresas poderão alargar a sua oferta a novos mercados, clientes e segmentos, assim como poderão introduzir melhorias ao nível dos produtos, das plataformas operacionais, tecnológicas e até administrativas. Por sua vez, as fusões admitem a obtenção de sinergias e de uma dimensão competitiva capaz de fazer face a uma concorrência cada vez mais agressiva e a um ambiente externo competitivo e em constante mutação.

Os processos de fusão/aquisição são muitas vezes classificados como sendo de integração horizontal, vertical ou conglomerados (Chandler, 1990; Matos & Rodrigues, 2000; Rock, Rock & Sikora, 1994).

A fusão horizontal segundo Chandler (1990) ocorre quando as partes envolvidas pertencem à mesma indústria, e cujos produtos são idênticos. As mesmas resultam quando existe um excesso de capacidade produtiva e consequente necessidade de expansão de mercado. Besanko, Dranove e Shanley (2006), destacam a fusão horizontal, defendendo que se trata de uma operação onde surgem as organizações mais poderosas, dada à sua maior participação no mercado, no domínio de tecnologias mais avançadas e a uma maior experiência dos seus profissionais. Nessa mesma linha, Seth (1990) destaca que o modelo da empresa dominante sugere que, mediante uma aquisição por integração horizontal, os preços dos produtos no mercado subam, embora não exista grande evidência empírica que suporte esta hipótese.

As fusões por integração vertical na perspectiva de Chandler (1990) e Rock et al. (1994) envolvem as empresas que exploram atividades idênticas ou complementares situadas em períodos diferentes dentro da mesma indústria. Isto é, são empresas que atuam em diferentes estágios da cadeia de produção de um produto, caso típico da compra de um fornecedor visando redução de gastos de matéria-prima.

Weston, Chung e Hoag (1990) referem que as fusões em conglomerado puras envolvem atividades não relacionadas. Este tipo de fusões ocorre quando as empresas compradoras exploram atividades com fins diferentes ou estão posicionadas em indústrias diferentes das adquiridas (Brealey, Myers & Allen, 2011; Rock et al. 1994). Estas operações são classificadas por Weston et al. (1990) em três tipos distintos. Em primeiro, a expansão da linha de produtos da empresa, que segundo os autores ocorre entre empresas com atividades relacionadas e poderão também ser designadas por fusões concêntricas. Em

segundo, a extensão do mercado geográfico; este tipo de fusões envolve duas empresas cujas operações têm sido conduzidas em mercados geográficos distintos.

As fusões horizontais são as mais frequentes e estão sujeitas, regra geral, a forte regulação pelo efeito negativo que podem ter em termos de concorrência. As fusões e aquisições verticais, em que se dá a integração de atividades relacionadas numa lógica de *supply chain*, acontecem muitas vezes para contornar problemas de dependência e comportamento oportunístico em contratos de longo prazo. Nos conglomerados, a fusão ou aquisição ocorre entre empresas que operam em mercados não diretamente relacionados, permitindo às empresas beneficiarem do mercado interno de capitais, de economias de gama e/ou de uma maior capacidade de endividamento. Em certos casos, isso poderá significar para o que eram até aí pequenas empresas um melhor e mais fácil acesso ao capital e a capacidades de gestão.

Às fusões e aquisições contrapõem-se os desinvestimentos (*downsizing*) que incluem os *sell-offs* e os *break-ups*. Nos *sell-offs* existe a venda de uma subsidiária, divisão ou linha de produto a uma entidade externa, recebendo a empresa mãe um determinado valor pela venda que pode ser em dinheiro, ações da adquirente ou outras formas. O que se verifica nos *sell-offs* é pois uma simples transferência de ativos entre proprietários com a concomitante transferência de direitos de voto sobre esses mesmos ativos. Já o que sucede nos *break-ups* é uma reafecção de ativos existentes que dá lugar a uma nova configuração dos negócios, surgindo a subsidiária no mercado como entidade autónoma e destacada da empresa mãe. Outro fator que distingue os *sell-offs* dos *break-ups* é o investidor – enquanto num *sell-off* existe geralmente um só comprador, num *break-up* a atribuição de ações é feita a um conjunto de investidores. Por outro lado, enquanto no *sell-off* o direito sobre os *cash-flows* gerados pelos ativos desinvestidos é adquirido por transmissão da titularidade das ações da

subsidiária ou da propriedade dos bens. Outra característica distintiva entre as duas formas de reestruturação é o tratamento fiscal já que os *sell-offs* estão usualmente sujeitos a impostos, sendo a empresa vendedora tributada pela mais valia subjacente à operação. Contrariamente, os *break-ups*, se devidamente organizados, podem evitar a tributação.

A nível da criação de valor para os acionistas, existe evidência empírica que conclui que o mercado reage favoravelmente à venda ou liquidação de atividades, nomeadamente quando estas não estão relacionadas com o *core business*. Há também diversa evidência empírica que sustenta a criação de valor para os acionistas com as operações de *break-up*, como demonstram, entre outros, os estudos de Hite e Owers (1983), Schipper e Smith (1983), Michaely e Shaw (1995)).

Os *break-ups* assumem características distintas consoante a adoção de uma ou outra forma de reestruturação, devendo existir uma racionalidade económica por detrás da escolha. Fatores como a questão do controlo, a necessidade de capital, aspetos fiscais ou de consolidação, conflitos de interesse e outros determinam as formas de reestruturação adotadas, e as respetivas características dominantes.

No que respeita ao grau de separação entre a empresa mãe e a subsidiária, a separação maior é conseguida nos *spin-offs* (SO) e nos *split-offs*, por contraposição aos *tracking stock* (TS). Isto porque, num *spin-off*, uma unidade da organização estabelece-se como uma empresa independente, recebendo os acionistas da empresa originária ações da nova empresa numa base *pro-rata*. Resultam assim duas empresas distintas, ambas transacionadas no mercado mas totalmente independentes (não obstante a empresa mãe poder eventualmente reter uma participação minoritária na nova empresa).

O *split-off* é em tudo semelhante ao *spin-off*, com a diferença que a atribuição de ações da subsidiária aos acionistas da empresa mãe é efetuada por troca de

algumas das ações que estes detêm nesta. A distribuição pode ser ou não *pro-rata* e não está sujeita a impostos. É nos *tracking stocks* que a separação da empresa mãe é mais ténue. De facto, o *tracking stock* não é mais que uma classe especial de ações comuns da empresa como um todo cuja performance está indexada aos resultados de uma sua unidade, perfeitamente identificável e potencialmente separável. Exatamente porque não existe uma separação legal nem uma transferência de ativos da organização para a subsidiária, o titular de um *tracking stock* não tem um direito legal específico sobre os ativos da mesma (quer em situação de funcionamento normal da empresa quer em caso de liquidação), limitando-se os seus direitos aos resultados futuros que venham a ser gerados pela subsidiária. Inclusive, o detentor de um *tracking stock* não tem qualquer garantia quanto ao recebimento de dividendos ou qualquer influência na eleição dos administradores que controlam a gestão dessa subsidiária. Acresce ainda que os seus direitos de voto são condicionados ou menores que os detidos pelos acionistas da empresa mãe. Por outro lado, e exatamente por o grau de independência ser consideravelmente menor que nos *spin-offs*, nos *tracking stocks* não se verificam tantas transações de venda de ações logo a seguir à realização da operação por investidores institucionais e por fundos indexados a índices. Já nos *spin-offs*, seja porque aqueles não estão interessados em empresas com as características da subsidiária, seja porque não podem participar nesse tipo de empresas por imposição da regulação a que estão sujeitos, poderão verificar-se maiores vendas por parte de institucionais.

Nos ECOs ocorre a venda de uma parte das ações ordinárias de uma subsidiária detida a 100% a investidores (geralmente) externos. A empresa mãe retém, regra geral, uma participação na subsidiária que lhe permita assegurar o seu controlo. Nos *split-ups* ocorre também uma separação mas esta é mais forte do que nos *equity carve-outs* já que corresponde à divisão de uma empresa em duas ou mais partes que passam a ser transacionadas individualmente no

mercado, sendo que essa separação pode ser feita de imediato ou faseada, primeiramente através de um *equity carve-out* seguido de um *spin-off* da(s) entidade(s) entretanto já separada(s). Esta segunda via é a mais usual.

Os *break-ups* diferenciam-se entre si também pela presença ou ausência de fluxos financeiros gerados pela separação. Enquanto nos *spin-offs* e nos *split-ups* não existe encaixe financeiro com a operação porque se trata de uma simples atribuição ou troca de ações, o mesmo não acontece nos *equity carve-outs*. No caso dos ECO, as ações podem ser colocadas no mercado através de uma oferta pública de venda das ações detidas pela empresa mãe ou através da emissão de novas ações pela própria subsidiária. Em ambos as situações ocorre uma venda, revertendo o encaixe financeiro para a empresa mãe no primeiro caso e para a subsidiária no segundo¹⁶. Por seu lado, os *tracking stocks* podem ou não dar lugar a encaixe financeiro. Na sua versão mais corrente não permitem a angariação de capital já que consistem numa simples distribuição *pro-rata* das ações aos atuais acionistas, seguindo-se à colocação particular das ações um processo de admissão à bolsa. Já se a forma adotada for a venda dos *tracking stocks* a novos investidores, através de uma oferta pública de subscrição de ações, a empresa consegue angariar capital, o qual pode ser retido na subsidiária ou utilizado pela empresa em qualquer outra divisão.

As três formas mais correntes de *break-ups* diferenciam-se ainda pelas vantagens que permitem à organização, as quais derivam precisamente das características distintivas que os *spin-offs*, os *equity carve-outs* e os *tracking stocks* assumem.

Atendendo às vantagens e desvantagens de cada *break-up*, um *spin-off* será preferível quando não existe necessidade imediata de capital e o que se pretende é criar duas empresas independentes (seja porque a subsidiária está a prejudicar o resto da empresa através da sua performance e/ou o consumo

¹⁶Neste sentido, veja-se na literatura, por exemplo, DePamphilis, D. M. (2016).

inadequado de recursos, seja porque os interesses estratégicos da empresa mãe e da subsidiária estão em conflito, ou ainda porque a empresa mãe (já) não está na melhor posição para criar o maior valor para as suas atividades e não há uma partilha significativa de meios entre empresa mãe e subsidiária). Já quando faz sentido a aproximação ao mercado (motivada pela necessidade de melhoria no acesso ao capital ou pela existência de um benefício estratégico na submissão à disciplina do mercado) mas a empresa não tem condições para atuar sozinha (pretende continuar a beneficiar da experiência da gestão da empresa mãe, partilha de ativos) e, paralelamente, há necessidade imediata de obter capital, o *equity carve-out* será a melhor opção. Por último, fará mais sentido pensar num *tracking stock* quando há fortes vantagens na consolidação fiscal e/ou a reestruturação se afigura como atrativa, mas a empresa mãe e a subsidiária partilham sinergias.

2.2.3.2. Criação de valor nos processos de reestruturação de empresas

Como sustentam, por exemplo, Kotler, Berger e Bickhoff (2010), é importante melhorar os resultados da empresa tendo em vista a criação de valor. Assim, os gestores procuram continuamente alternativas que permitam à empresa crescer e/ou obter ganhos de eficiência, ou seja, quando haja criação de valor. Com esse desígnio, muitas empresas definem uma estratégia de reestruturação e esperam que esta produza os efeitos necessários, que permitam obter os tais ganhos de eficiência através de sinergias (Ferreira, 2002). É sabido que a obtenção de sinergias traduz-se, algumas vezes, em economias de gastos e criação de rendimentos claramente refletidas nos resultados da empresa, bem como em economias de investimentos refletidos nos balanços.

Para este efeito, entende-se que ocorre criação de valor, quando uma operação de reestruturação proporciona um efeito positivo no desempenho económico-financeiro de uma empresa – neste sentido, veja-se, entre outros, Jensen e Ruback (1983).

A criação de valor ocorre, assim, quando os rendimentos ultrapassam todos os gastos implicados. Continuando a seguir de perto os ensinamentos de Jensen e Ruback (1983), poderemos dizer que uma empresa destrói valor quando, mesmo apurando um lucro contabilístico, a rentabilidade do processo não é capaz de remunerar o risco assumido pelo investidor. Por assim ser, criar-se-á valor quando as empresas investem o seu dinheiro com taxas de rentabilidade superiores ao custo do capital – como sustentam Assaf (2010), Copeland, Koller e Murrin (1994). Nesta ótica, o valor da empresa será apurado através do método dos *cash-flows* descontados.

Contudo, não existe consenso no sentido da existência de uma relação causa/efeito entre os processos de reestruturação e a criação de valor numa

empresa. Segundo King et al. (2004), existem muitos estudos onde se observa uma deterioração dos resultados da empresa após operações de reestruturação. A título de exemplo, referem os mesmo autores, a fusão entre a Daimler e a Chrysler em 1998, e o caso da AOL e a Time Warner em 2000, que culminou com a separação das empresas em 2009, sendo que em ambos os casos ocorreram perdas de milhares de milhões de dólares. No mesmo sentido de King et al. (2004), um estudo realizado pela KPMG (1999), que analisou fusões verificadas no mercado europeu entre 1996 e 1998, chegou à conclusão que 53% das empresas participantes tinham perdido valor no decurso do seu processo de fusão/aquisição. Posteriormente, num estudo realizado também pela KPMG (2011) foram apresentados resultados menos negativos: apenas 32% das empresas participantes tinham perdido valor, 37% apresentaram resultados neutros e 31% resultados positivos. Assim se constatando que quase 70% dos negócios não tinham produzido impacto positivo. Num outro estudo realizado por Banal-Estañol e Seldeslachts (2011), constatou-se um grande número de fusões/aquisições são mal sucedidas, pois que 43% das empresas das empresas analisadas que se fundiram declararam lucros mais baixos do que os que haviam declarado antes de se fundirem.

Ainda de acordo com Banal-Estañol e Seldeslachts (2011), o fraco desempenho dessas empresas está diretamente relacionado com problemas pós-reestruturação: incapacidade de integrar novas tarefas e ideias; fraca interação funcional e material da organização que pode impedir a implementação das novas estratégias necessárias ao sucesso da operação de reestruturação; tentativa de poupar despesas, não implementando medidas pós-reestruturação necessárias ao sucesso desta; assimetrias de informação decorrentes do período pré-reestruturação; e problemas de cooperação e de coordenação, após a concretização do processo de fusão.

2.2.3.3. Criação de valor nos *spin-off*

Importa analisar a eventual criação de valor pelos *spin-off*, mais precisamente a existência de retornos supra-normais significativamente positivos do ponto de vista estatístico, por este ser um processo de reestruturação empresarial muito utilizado na prática.

A maior parte dos estudos¹⁷ que têm sido realizados recorrem ao modelo de mercado para calcular o retorno que se deveria verificar no mercado se não tivesse ocorrido o anúncio, comparando subsequentemente o retorno efetivo e o retorno estimado a fim de apurar se eles são significativamente distintos do ponto de vista estatístico.

Importa olhar os retornos supranormais obtidos, no período do anúncio mas também o período que medeia entre o anúncio e a data de execução e o longo prazo.

Quanto à reação do mercado em torno do anúncio, a maioria dos estudos chega a resultados consistentes e similares no que respeita ao retorno supra-normal cumulativo médio (CAR) conseguido em torno da data do anúncio, o qual varia entre 2,35% e 4,82%. - neste sentido poderemos citar Johnson et al. (1994), Hite e Owers (1983) e Miles e Rosenfeld (1983).

Analisando o mercado europeu, Vroom e Frederikslust (1999) encontraram retornos supra-normais positivos para a amostra de 176 *spin-offs* de “origem legal inglesa” (2,23%) mas não encontraram retornos supra-normais significativos nos 34 *spin-offs* de “outras origens legais”.

Esta evidência, contudo, não foi confirmada em dois estudos posteriores realizados sobre *spin-offs* anunciados na Europa, estudos realizados por Veld e Veld-Merkoulova (2001) e Qian e Sudarsanam (2007). Na verdade, Qian e Sudarsanam (2007) encontraram retornos supra-normais positivos significativos de 4,27%, em média, para 85 empresas que não tinham sede no Reino Unido. Já

¹⁷Por exemplo, Johnson, G. A. et al. (1994), Hite e Owers (1983) e Miles e Rosenfeld (1983).

Veld e Veld-Merkoulova (2001), que para além da amostra global estudaram os CAR obtidos por empresas com sede no Reino Unido, na Suécia, na Itália e na Alemanha, chegaram a um CAR significativo para cada uma das subamostras, com exceção da Suécia, assim: 12 empresas italianas apresentaram um CAR de 4,83%; o CAR de 14 empresas alemãs situou-se em 3,23%; e quanto às 71 empresas com sede no Reino Unido, o CAR foi significativo mas inferior (2,56%).

Relativamente à reação do mercado fora do período do anúncio, importa distinguir a reação no curto prazo e a reação no longo prazo.

Na reação no curto prazo, segundo o estudo de Johnson et al. (1994), os retornos cumulativos médios antes do dia do anúncio do *spin-off* (de -10 a -1) revelaram-se positivos em 1,32% (tendo os autores avançado como possível explicação fugas de informação para o mercado), enquanto após essa data se revelaram negativos (-1,15%, de +1 a +10).

No tocante à reação do mercado ao anúncio, Vroom e Frederikslust (1999) encontram um CAR positivo, de 1,44%, de -30 a -6 (em relação ao anúncio), e um CAR negativo, de 0,44%, nos dias +6 a +30, mas ao contrário de Johnson et al. (1994), os seus resultados não são significativamente diferentes de zero do ponto de vista estatístico.

Também Hite e Owers (1983) encontram um CAR negativo imediatamente a seguir ao anúncio, mais precisamente, chegando a um CAR de -1,8% entre os dias +2 e +8 (não há referência à significância estatística).

De acordo com a investigação levada a cabo por Wheatley et al. (1997), a persistência dos retornos supra-normais que se registam aquando do anúncio de *spin-offs* só se verifica nos casos em que haja existido previamente ao anúncio fornecimento das unidades objeto de desinvestimento. Com efeito, os citados autores reportam que os retornos supra-normais verificados aquando do anúncio subsistem 30 dias após o anúncio da operação quando informação foi

disponibilizada *ex-ante*. Nos casos em que essa informação não existiu, os retornos supra-normais cumulativos desaparecem ao fim de cinco dias após o anúncio.

Conduzindo um outro tipo de análise, que engloba retornos supra-normais no período -120 dias a +60 dias (em relação ao anúncio), Miles e Rosenfeld (1983) concluem, com base no retorno supra-normal cumulativo ajustado médio (CAAR) de 22,1% a que chegam para esse período de 181 dias, que o anúncio de um *spin-off* tem, em média, um efeito positivo na riqueza dos acionistas.

Analisando os retornos supra-normais cumulativos médios num período que começa meses antes da data da distribuição e que vai até à data da distribuição, Miles e Woolridge (1999) concluem que esses retornos são de +6,4%. De acordo com Best et al. (1998), encontram, na data de execução (*ex-date*), um retorno supra-normal adicional (ao do verificado aquando do anúncio) entre 2% e 3%. Para Vijh (1994) este facto poderá dever-se à manutenção de incertezas, as quais afetam a avaliação. Estes autores referem que poderão existir várias “datas de anúncio” nas quais são divulgadas informações relevantes. A presença de retornos supra-normais na *ex-date* pode estar relacionada com o facto do anúncio de um desinvestimento não resolver todas as incertezas na avaliação devido: (i) à possibilidade da operação vir a ser cancelada; (ii) à possibilidade das condições da operação se virem a alterar; (iii) à falta de evidência sobre os benefícios da operação.

Relativamente à reação no longo prazo, McConnell et al. (2001), Cusatis et al. (1993), Daley et al. (1997), e Desai e Jain (1999) encontraram evidência empírica de retornos supra-normais cumulativos médios positivos no longo prazo.

Há ainda autores, como Michaely e Shaw (1995), que reportam a existência de retornos supra-normais cumulativos médios, mas negativos.

Assim, não se verifica consenso em torno desta criação de valor para os acionistas, existindo inclusive estudos que colocam em causa a existência de

retornos supra-normais no longo prazo, como é o caso dos estudos de Qian e Sudarsanam (2007).

De resto, e em defesa da Teoria da Eficiência do Mercado, importa referir que o próprio estudo de McConnell et al. (2001) considera que os resultados obtidos podem ter sido influenciados por alguns *outliers* na amostra.

Para saber até que ponto a estratégia de investimento implícita no estudo de Cusatis et al. (1993) produz os mesmos efeitos para outra amostra, McConnell et al. (2001) analisam que retornos supra-normais existem para o mesmo tipo de operação para o período 1989-1995. De acordo com os resultados obtidos, o tipo de conclusões relativas à *performance* (se é ou não superior) depende: (i) das empresas que se incluem no *portfólio* – influência de *outliers*; (ii) da metodologia empregue e dos *benchmarks* considerados; (iii) do período de detenção considerado. Devido a estes resultados, os referidos autores concluem que os retornos gerados pós-operação de *spin-off* não fornecem evidência contra a hipótese de eficiência semi-forte dos mercados¹⁸, isto na medida em que os preços correntes refletem o seu histórico e todas as informações disponíveis publicamente.

Cusatis et al. (1993) analisam a cotação das empresas e concluem que, quer as empresas mãe, quer os *spin-offs* apresentam retornos supra-normais positivos no longo prazo. Constatam contudo que tais retornos aparecem associados à atividade de *takeover*, sendo que nos casos em que nem a empresa mãe nem a subsidiária são alvo de *takeover* não se registam retornos supra-normais positivos significativos nos três anos que se seguem ao anúncio do *spin-off*.

¹⁸Considerando as seguintes classificações de eficiência dos mercados, referidas, por exemplo por Duque J. (1994): forma fraca (*Weak Form*), forma semi-forte (*Semi-strong Form*), e forma forte (*Strong Form*). Sendo que, na forma fraca, o preço corrente dos títulos incorpora toda a informação contida nos preços históricos, não sendo possível obter rendibilidades anormais com base no estudo dos preços passados. Na forma semi-forte, os preços correntes não só refletem o seu histórico, como também todas as informações disponíveis publicamente. E na forma forte, os preços já refletem o histórico, como também todas as informações públicas e não públicas.

Desai e Jain (1999) também concluem pela existência de retornos supra-normais positivos no longo prazo, sendo que esses retornos surgem mais elevados quando se trata de *spin-offs* não relacionados (isto é, em que a empresa mãe e a subsidiária pertencem a setores de atividade distintos).

Igualmente McConnell et al. (2001) concluem que as empresas (mãe e subsidiárias) envolvidas em *spin-offs* apresentam, no longo prazo, um BHAR (buy and hold abnormal return) superior às empresas de controlo. Michaely e Shaw (1995) reportam que as cotações das empresas mãe das operações de *spin-off* por eles analisadas sofreram uma queda de 70% no período de 2 anos, enquanto as empresas novas tiveram uma performance aquém das empresas do grupo de controlo.

Veld e Veld-Merkoulova (2001), depois de procederem ao controlo dos efeitos dimensão e *book-to-market*, não encontram retornos supra-normais significativos nas empresas mãe, subsidiária e combinada, sendo que a conclusão é idêntica entre aquelas que refocalizam e as que não.

Qian e Sudarsanam (2006) também não encontram retornos supra-normais que sejam significativos do ponto de vista estatístico, nos períodos +1 ano, +2 anos e +3 anos após a data de execução, reportando contudo que são superiores para os *spin-offs* que melhoram a estrutura de *corporate governance*.

Em suma, podemos concluir que, num primeiro período em torno da data do anúncio dos *spin-offs* existe uma variação positiva nos CAR, no curto prazo, a longo prazo existem estudos que apontam para CAR médios positivos e outros que indicam CAR médios negativos, sendo certo que há evidência de retornos médios positivos em *spin-offs* acompanhados de melhoria da estrutura da *corporate governance*.

2.2.3.4. Razões para os *spin-off* e a reação do mercado

Está geralmente associado ao anúncio de *spin-offs* um aumento de valor para os acionistas, sendo a refocalização um fator que pode explicar essa reação dado que, em última instância, permite uma menor dispersão de recursos (incluindo os gestores) por áreas distintas, como sustentam, entre outros, Hite e Owers (1983), Burch e Nanda (2003), Desai e Jain (1999), Veld e Veld-Merkoulova (2001).

O impacto positivo a nível da eficiência informacional que resulta da criação de uma unidade separada e independente da empresa mãe pode também ser um fator indutor desse aumento de valor. A redução de assimetria de informação que é conseguida com a maior e melhor informação disponibilizada contribui para a formação de estimativas mais fiáveis, que ajudam a libertar o valor escondido, como adiantam Qian e Sudarsanam (2006).

Acresce que, com o *spin-off*, quer a empresa mãe, quer a subsidiária ficam expostas ao mercado para o controlo da empresa o que, em última análise, gera a oportunidade para uma afetação mais eficiente dos recursos. Segundo Miles Woolridge (1999), esta pode não se dever apenas a melhorias operacionais (as quais tenderiam a acontecer devido ao papel disciplinador que o mercado exerce e à conseqüente “pressão” sobre os gestores para tomarem decisões consentâneas com a maximização do valor para os acionistas, sob pena de serem despedidos), mas também à possibilidade que se abre de poder vir a haver uma futura transferência de ativos para um adquirente que seja capaz de deles extrair maior valor.

Adicionalmente, segundo Beste et al. (1998) poderá haver ainda um aumento de valor para os acionistas com o anúncio do *spin-off* se este for utilizado como um mecanismo de transferência de riqueza (a favor daqueles) ou como uma forma de eliminar imposições a nível de regulação ou fiscais.

Assim, poderemos dizer que diversos estudos procuram analisar do ponto de vista empírico em que medida as razões invocadas pela literatura parecem motivar a reação do mercado às operações de *spin-off*, passaremos, resumidamente, a sumariar alguns desses estudos.

A evidência empírica em suporte da criação de valor com a refocalização é vasta. Hite e Owers (1983) encontram uma reação positiva do mercado aos 27 *spin-offs* que apontaram a especialização como o principal motivo para o desinvestimento; foi nesta sub-amostra que se registaram os maiores ganhos supra-normais no período de 50 dias antes do anúncio até ao dia da realização da operação. No mesmo sentido, Burch e Nanda (2003) e Desai e Jain (1999) concluem que a criação de valor é maior quando a empresa mãe e o *spin-off* pertencem a setores distintos (apresentam códigos a dois dígitos da *Standard Industry Classification* distintos). Veld e Veld-Merkoulova (2001), que analisaram 161 *spin-offs* de 15 países europeus, anunciados entre 1987 e 2000, concluem pela existência de um retorno supra-normal médio positivo (2,35%) nos três dias centrados à volta da data do anúncio, sendo esse retorno supra-normal de 2,89% nas empresas que aumentam a focagem e de 1,20% nas restantes. De um ponto de vista diferente (i.e. focagem em termos geográficos), Veld e Veld-Merkoulova (2001) também encontraram evidência de criação de valor. Segundo o seu estudo, os retornos supra-normais são maiores nas empresas que procedem ao *spin-off* de divisões estrangeiras do que de divisões domésticas.

As conclusões do estudo de Miles e Woolridge (1999) evidenciam que o *spin-off*, ao efetuar a separação de atividades distintas, permite aumentar, em média, a performance operacional da subsidiária. No que respeita à performance operacional – medida, pro exemplo, pelo *Return on Assets* (ROA) – os autores encontram evidência de que a melhoria se verifica apenas nos casos em que o *spin-off* é levado a cabo entre setores e não nas operações intra setores (mesmo depois de controlar pela dimensão, o setor e a performance pré-*spin-off*).

Entretanto, essa melhoria da performance operacional é encontrada apenas na empresa mãe (e não na subsidiária), o que os leva a concluir que uma tal evidência é consistente com a hipótese do *Corporate focus* mas inconsistente com a hipótese do “Alinhamento de incentivos” (uma vez que esta última sugere que a melhoria de performance deveria ocorrer mais na subsidiária já que é nesta que os programas de incentivos para os gestores têm mais potencial para melhorar).

Segundo a teoria da assimetria da informação, é mais provável que as empresas que escolham ser monitorizadas de forma mais intensa sejam empresas com maior valor do que empresas de qualidade média, pelo que será espectável existir uma reação favorável do mercado ao anúncio de *spin-offs* pela melhoria em termos de informação.

Best et al. (1998) analisaram a criação de valor em torno do anúncio dos *spin-offs* na perspectiva da informação que é libertada para o mercado. Os autores concluem que a melhoria do ambiente informacional é um fator explicativo dos retornos supra-normais que se verificam aquando do anúncio. Segundo eles, o que importa analisar (para verificar se o anúncio do *spin-off* contém informação) é a performance futura esperada aquando do *spin-off* e não a performance que efetivamente se tenha vindo a verificar.

Também sobre a questão da melhor avaliação que passa a ser possível com o *spin-off*, encontram-se os estudos de Johnson et al. (1994), e Krishnaswami e Subramaniam (1999). Estes estudos referem a redução da assimetria de informação sobre as operações das unidades como um dos fatores de criação de valor com os *spin-offs*. Krishnaswami e Subramaniam (1999), trabalhando sobre uma amostra de 118 *spin-offs* voluntários que foram efetuados entre janeiro de 1979 e dezembro de 1993 nos EUA, observaram que, antes da realização do *spin-off*, as empresas da amostra apresentavam níveis de assimetria de informação significativamente superiores de um ponto de vista estatístico. Já se

a empresa mãe ainda tiver interesses em setores distintos, que levem a maiores possibilidades de subsidiação cruzada e desalinhamento dos interesses dos gestores com os dos acionistas, o comentário dos autores em questão será ajustado.

Por seu turno, Gilson et al. (1998) concluem que a cobertura por parte de analistas e a precisão das suas previsões aumenta no caso de *spin-offs*, tendo encontrado para as transações analisadas (ocorridas entre 1990 e 1995) diminuições significativas nos erros de previsão de resultados (cerca de 50% menos do ano anterior para o ano subsequente à transação), tanto maiores quanto maior o número de novos analistas que as empresas conseguiram atrair. Gilson et al. (1998) observaram existir ainda um turnover substancial de analistas (cerca de 2/3) no ano após a transação, o que poderá ser entendido como demonstrativo do facto de a empresa passar a ser seguida por analistas especializados no setor. Hite e Owers (1983) haviam referido que um dos principais motivos invocados pelas empresas para a realização de *spin-offs* seria facilitar fusões/aquisições. Cusatis et al. (1993), trabalhando sobre uma amostra compreendendo *spin-offs* realizados nos EUA no período de 1965 a 1988, concluem que os *spin-offs*, ao isolar divisões específicas e ao clarificarem o respetivo valor de mercado para os licitantes (quer pela refocalização da atividade quer pela diminuição da assimetria de informação), facilitam operações de takeover e permitem aos acionistas originais a realização de um valor de venda superior. Cusatis et al. (1993) concluem que uma parte significativa da criação de valor resultante dos *spin-offs* aquando da data do anúncio apropriava já potenciais prémios de takeover subsequentes uma vez que, de acordo com o seu estudo, apenas quando as empresas mãe e o *spin-off* se viram envolvidas em operações de takeover no período de três anos após a execução da operação é que a sua performance era superior à do mercado. Miles e Woolridge (1999) voltam a encontrar resultados consentâneos com o seu

estudo anterior (Cusatis et al. (1993)), concluindo que os *spin-offs* que levam à separação de empresas com negócios distintos possibilitam a criação de valor porque são um método de transferência de baixo custo relativo do controle de ativos para futuras empresas adquirentes.

Já Daley et al. (1997) chegaram a um resultado contrário. Baseando-se na hipótese de Cusatis et al. (1993) que o facto da empresa vir a ser adquirida conduziria a um retorno supra-normal médio superior, Daley et al. (1997) começaram por eliminar os *spin-offs* que tinham sido objeto de aquisição nos dois anos após a operação, adiantando a possibilidade disso constituir um enviesamento para baixo do valor criado. Contudo, aquando do recálculo dos retornos supra-normais em torno da data do anúncio incluindo as empresas que haviam sido alvo de aquisição, concluíram que os resultados anteriormente obtidos (sem essas empresas) não eram significativamente afetados. Também Krishnaswami e Subramaniam (1999) concluíram que os retornos supra-normais evidenciados pela sub-amostra que invocara uma posterior operação de fusão ou de aquisição como motivo para a realização do *spin-off* não eram significativamente diferentes, em termos estatísticos, dos retornos supra-normais registados na outra sub-amostra.

Na generalidade dos estudos efetuados, a hipótese da transferência de riqueza não é confirmada. De acordo com autores como Hite e Owers (1983), e Miles e Rosenfeld (1983), os acionistas das empresas mãe ganham com anúncios de *spin-offs* enquanto os obrigacionistas não ficam prejudicados. A exceção é um estudo de Parrino (1997) que analisa os efeitos sobre a riqueza dos obrigacionistas e acionistas da Marriott Corporation em 1993, na sequência da operação de *spin-off*. Neste caso em particular foi detetada uma transferência de riqueza dos obrigacionistas para os acionistas e uma redução do valor global da empresa (esta última ter-se-ia ficado a dever a custos de transação, duplicação de custos e penalização por comportamento oportunista e ao ajustamento

efetuado pelo mercado devido à revisão das estimativas dos investidores quanto aos custos que a empresa teria de vir futuramente a suportar quando se pretendesse financiar).

A reação positiva do mercado pode ainda estar dependente de variáveis como a dimensão do *spin-off* e o efeito clientela. Entre os autores que entenderam ser pertinente investigar a existência de uma relação entre os ganhos obtidos na data do anúncio e a dimensão do *spin-off* encontram-se Hite e Owers (1983), Miles e Rosenfeld (1983), Copeland et al. (1987), Johnson et al. (1994) e Krishnaswami e Subramaniam (1999). Todos eles concluíram que os retornos supra-normais tendem efetivamente a ser superiores nos *spin-offs* de maior dimensão.

Entretanto, o facto dos mercados financeiros não serem completos e existir o efeito clientela poderá fazer com que o *spin-off* conduza a um aumento do valor da empresa. Os *spin-offs* são genericamente benéficos – ou no pior dos casos neutros para os acionistas – porque lhes permitem um conjunto alternativo de oportunidades. Segundo Miles e Rosenfeld (1983), as operações de *spin-off* conferem aos investidores maior flexibilidade na sua escolha entre dividendos e ganhos de capital. O que estes autores argumentam é que se, por exemplo, o *spin-off* tem boas oportunidades de crescimento e privilegia o reinvestimento enquanto a empresa mãe privilegia a oferta de um largo *dividend yield*, os acionistas que preferem ganhos de capital têm a possibilidade de deter apenas ações do *spin-off* enquanto os que preferirem dividendos podem optar por ter apenas ações da empresa mãe.

Foi já referido que a estrutura de governo da sociedade poderá ter uma forte influência não apenas na concretização de operações de *spin-off* como também nos resultados subsequentes obtidos, pelo que se entende ser importante ainda efetuar uma breve apresentação das conclusões obtidas em estudos existentes que se debruçaram sobre esta matéria.

Qian e Sudarsanam (2007), embora tenham inferido a partir dos resultados encontrados que os ganhos em torno do anúncio de *spin-offs* estavam relacionados com a mitigação de problemas de agência, não encontraram significância estatística para o efeito negativo detetado entre a estrutura de governo forte e os retornos supra-normais verificados. De resto, no seu estudo, as únicas variáveis explicativas dos retornos supra-normais para que obtiveram significância estatística foram a refocalização e a dimensão relativa do *spin-off*. Adicionalmente, Qian e Sudarsanam (2007) referem que com o *spin-off* ver-se-iam reforçadas as medidas de governo externas, com a exposição dos gestores ao mercado de controlo de empresas, bem como as medidas de governo internas, com a maior presença de investidores institucionais e de administradores independentes e com a maior participação dos gestores no capital por via da introdução de esquemas de incentivos *equity-linked*.

Ainda a propósito dos mecanismos de *corporate governance*, têm-se os estudos de Brown e Brook (1993) a respeito de investidores institucionais, referindo que, logo a seguir ao *spin-off* assiste-se a movimentos de venda por parte de investidores institucionais, o que tem um efeito negativo sobre as cotações da empresa. Como já referido atrás, os investidores institucionais podem ter estratégias de investimento predefinidas (opção por determinados tipos de investimentos), para além de poderem estar sujeitos a restrições em relação à composição dos seus *portfolios*. Estes dois factos aliados podem levar a que os investidores institucionais procedam a rebalanceamentos das suas carteiras na sequência do *spin-off*. Por outro lado, a reação negativa do mercado à sua saída poderá ser um reflexo da leitura que aquele faz, ao considerar que a diminuição da presença de acionistas institucionais corresponde a um enfraquecimento a nível de um importante mecanismo de *governance*.

2.2.3.5. Criação de valor para o acionista

Como é criado valor? E quando é criado valor? Para quem a equipa de gestão de uma empresa deve criar valor? Esta discussão coloca, muitas vezes, os acionistas em conflito entre si, com a empresa e com os restantes stakeholders.

Koller et al. (2005), tal como Assaf (2010), argumentam que o derradeiro teste para medir o sucesso das estratégias aplicadas pela gestão das empresas passa pela criação de valor para os acionistas. As empresas que se dedicam à criação de valor são mais saudáveis e constroem economias mais fortes, melhores padrões de vida e mais oportunidades de crescimento.

Koller et al. (2005) defendem que a prossecução do objetivo de valor para o acionista não significa negligenciar os interesses das outras partes envolvidas. No mundo empresarial de hoje, de acordo com os autores de ambos os estudos acima referidos, é fundamental ter a capacidade de atrair e reter bons trabalhadores, assim como construir as melhores relações com as partes interessadas primárias, nomeadamente os investidores, clientes e fornecedores. Os autores referem ainda que essa melhoria nas relações pode ajudar as empresas a desenvolver os seus ativos intangíveis, como por exemplo o conhecimento científico ou técnico, a marca ou a implementação de novos processos, criando uma vantagem competitiva. Assim, o valor das partes interessadas é consistente com o valor do acionista. Para que a empresa esteja direcionada para a agregação de riqueza torna-se necessário que esta disponha de um conjunto de estratégias de gestão financeira coligadas com medidas de desempenho empresarial (Assaf, 2010). Assaf (2010) defende ainda que criar valor para a empresa é muito mais do que cobrir os gastos implícitos, pois deve ser capaz de remunerar o custo de oportunidade do capital investido.

A par com esta visão da criação de valor, diagmos clássica, existe uma outra que sustenta que a avaliação da criação de valor para o acionista deve ser feita sob a ótica de share value, segundo a qual deve ser ponderada a

responsabilidade social corporativa e a sustentabilidade na criação de valor, vejam-se, por exemplo Deakin (2014) e Porter et al. (2006). Segundo estes autores, as empresas procuram gerar retorno sobre o investimento para os acionistas e proprietários, através de criação de valor para outras partes interessadas e para a sociedade em geral. O lucro continua a ser uma variável importante mas não é um objetivo em si, é antes consequência do benefício social distribuído e do valor partilhado pelo negócio com a sociedade. O lucro é perspectivado como a alavanca para garantir a continuidade do empreendimento.

Capítulo 3

O método de estudo de caso

3.1. Metodologia

Tendo presente o objetivo que nos propusemos decidimos usar o método de estudo de caso como método de investigação, tentando seguir de perto os ensinamentos de Yin (2009), pois que nos propusemos investigar um fenómeno contemporâneo – o problema da imposição da alteração dos Estatutos do BPI - dentro do seu conceito de vida real, sendo que as fronteiras entre o fenómeno - BPI - e o contexto –reguladores, políticas públicas, contexto económico-financeiro - não são claramente evidentes. Por assim ser, o método do estudo do caso permite cobrir as condições contextuais, que são altamente pertinentes para o fenómeno de estudo - BPI.

Como ferramenta de investigação usamos, assim:

- o estudo de caso único – caso ilustrativo, pois que o caso BPI representa um caso extremo ou único;

- holístico – na medida em que tem apenas por objeto de análise o BPI, não se debruçando sobre questões embutidas, o que se justifica na medida em que não podem ser identificadas quaisquer sub-unidades e a teoria relevante que sustenta o estudo do caso é em si própria de natureza holística;

- descritivo e exploratório – pois que não se procura a razão de ser do fenómeno, mas antes se pretende descrever a situação em análise e explorar as soluções possíveis.

Procedemos à recolha de informação, através de fontes documentais, tais como cadernos de jornais, revistas e relatórios de instituições públicas e privadas e outros artigos publicados nos meios de comunicação social, e também através de dados quantitativos constantes de bases de dados financeiras. A análise dos dados foi realizada de acordo com a natureza – quantitativa ou qualitativa – dos mesmos. No que respeita à metodologia quantitativa, recolhemos e descrevemos dados quantificáveis - evolução de preços de ações. Na análise dos dados de natureza qualitativa foram usadas as técnicas de codificação manual (*manual coding*) – a que se refere Yin (2009) e da hermenêutica.

Uma outra técnica usada foi a construção de cronologias, procurando analisar os acontecimentos à medida que foram decorrendo, com vista a perceber a linha temporal dos acontecimentos e assim cobrir os muitos tipos das diferentes variáveis em jogo, tudo com o objetivo de alcançar inferências causais. Pretendemos, desta forma, alcançar a resposta a questões do tipo “como” e “porquê” relevantes sobre a relação de acontecimentos ao longo do tempo, não meramente para observar só as tendências do tempo. Identificamos, assim, que o intervalo de tempo a ter em conta na investigação se situava entre novembro de 2014 e maio de 2017, e que o indicador “valor das ações do BPI” deveria ser obtido para esse mesmo período temporal.

3.2. O objeto de análise

O caso em análise ainda decorre ao tempo de redação do presente trabalho e subsume-se, sumariamente ao seguinte: o MUS iniciou oficialmente a sua atividade em novembro de 2014, e pretendeu introduzir uma maior harmonização à escala europeia, promovendo a convergência pela definição de um conjunto único de regras de supervisão, a fim de aumentar a solidez do sistema bancário da área do euro.

Segundo estas novas regras do MUS, a contabilização, para efeitos de rácios de capital, da exposição indireta do BPI a Angola – através de dívida pública angolana detida pelo Banco de Fomento de Angola (BFA) e do crédito concedido ao Banco Nacional de Angola (BNA) e ao Estado – teria de ser ponderada seguindo a legislação comunitária e não sob o regime angolano, como acontecia até aqui. Por isso, a exposição indireta do BPI ao Estado angolano e ao BNA passou a exceder em mais de 3 mil milhões de euros o limite dos grandes riscos imposto. Em função destas alterações, os rácios de capital do BPI diminuíram. Por assim ser, a partir de 2015, o Banco BPI teve de mudar a forma como contabilizava, nos rácios de capital, o seu banco em Angola, o BFA (onde tinha 50,1% do capital). Estas novas regras obrigam ainda a respeitar um limite face a grandes riscos, do qual o BPI estava isento até essa data. O BPI propôs que a alteração na forma de contabilização da unidade angolana tivesse um impacto mais reduzido mas o Banco Central Europeu rejeitou a proposta. E, após a rejeição, o BCE deu um prazo para que os limites aos grandes riscos, decorrentes da exposição indireta que o BPI tem a Angola, fossem cumpridos.

Resultante desta rejeição do BCE e com a aplicação a partir do início de 2015 dos novos ponderadores, os ativos ponderados pelo risco no BPI imputáveis ao Estado angolano subiram para 3.616 milhões de euros e no BNA aumentam

para 1.297 milhões de euros. Assim, considerando a nova forma de contabilização que o BPI teria de seguir em relação a Angola, o rácio *Common Equity Tier 1* (segundo regras transitórias) cairia dos 12,5%, contabilizados em setembro de 2014, para os 10,7%. Já o rácio *Common Equity Tier fully implemented* (com a inclusão de todas as regras), que em setembro de 2014 era de 9,8%, desceu a partir de 2015 para os 8,9%. Além da influência negativa nos rácios que medem a solidez do capital do BPI, as novas regras comunitárias também tiveram impacto no limite dos grandes riscos, um limite que é colocado na legislação europeia para evitar grandes perdas decorrentes da falência de contrapartes dos bancos. No caso do BPI, a exposição indireta do BPI a Angola excedia os limites tanto no que diz respeito ao Estado como ao BNA, o regulador bancário angolano. No caso do Estado angolano, superava o limite em 2.979 milhões de euros. Já a exposição ao BNA era ultrapassada em 184 milhões de euros. Apesar de o CaixaBank (banco de origem espanhola, indiretamente dominado pela Fundação La Caixa) controlar 44% do BPI, a blindagem de estatutos dava à Santoro (Santoro Finance, uma sociedade de direito português detida pela holding Santoro, controlada pela Eng. Isabel dos Santos), que tinha cerca de 19% do capital, praticamente o mesmo poder. Com vista a pôr termo a este diferendo, a 1 de julho entrou em vigor o decreto-lei, que havia sido publicado em abril, que veio desblindar os estatutos do banco, tornando mais fácil a introdução de mudanças nos estatutos para desbloquear os direitos de voto, fazendo equivaler os direitos económicos aos direitos de voto.

Esta operação de reestruturação empresarial do BPI envolve, naturalmente, um largo espectro de alterações a nível dos ativos, estratégia, organização, operações e funções da empresa, que não só afetam o montante e o *timing* dos seus *cash-flows* futuros como também podem ter implicações em termos da repartição desses mesmos *cash-flows* entre os seus diferentes *stakeholders*.

Pretendemos verificar se a reestruturação empresarial preconizada no BPI melhorará a performance da organização. E, com esta finalidade analisaremos as reestruturações de *portfólio*, que incluem quer a venda ou liquidação de atividades (*sell-off*) quer a reafecção de ativos existentes em novas formas de organização (fusões e aquisições, *spin-offs*, *split-offs*).

Capítulo 4

O estudo de caso BPI

4.1. Os conflitos entre acionistas do BPI

Para compreender o caso BPI, importa retroceder ao ano de 2012, quando o Itaú, Unibanco, SA, banco brasileiro que doravante designaremos Banco Itaú, alienou a sua participação acionista no BPI, tendo adquirido participações acionistas do BPI a Santoro Finance (detida pela Eng. Isabel dos Santos). Com Portugal sob a austeridade da Troika, o Banco Itaú foca-se no Brasil e põe fim à ligação de mais de 20 anos com o BPI. O grupo brasileiro vendeu as participações, o Caixa Bank (detido pelo grupo o La Caixa) comprou participações e ficou com 49% das ações. Não houve recurso a Oferta Pública de Ações (OPA) por haver limite de votos estatutariamente estabelecido. Dois meses depois, o Caixa Bank vendeu 9,5% das participações do BPI à Eng. Isabel dos Santos, que entrara no capital social em 2008, ficando, nesse momento, com 18,6%¹⁹.

Em junho de 2014, o BPI teve perdas financeiras significativas, por haver investido em dívida grega. Foi sobretudo por causa desta exposição que o banco precisou de apoio público para cumprir os novos requisitos de solidez. Os 1.500 milhões emprestados pelo Estado foram devolvidos na íntegra em 2014 – como se alcança do Relatório & Contas do BPI do 2º semestre de 2014.

¹⁹Veja-se o Relatório & Contas do BPI do 2º semestre de 2014.

Segundo as referidas novas regras do MUS, de novembro de 2014, a contabilização, para efeitos de rácios de capital, da exposição indireta dos bancos, deixou de fora cerca de 200 Estados (ou territórios), onde se inclui Angola, em relação aos quais não se reconhecia um padrão de supervisão equivalente ao europeu. Assim, a contabilização, para efeitos de rácios de capital, da exposição indireta do BPI a Angola – através de dívida pública angolana detida pelo Banco de fomento de Angola (BFA) e do crédito concedido ao Banco Nacional de Angola (BNA) e ao Estado – passou a ter de ser ponderada seguindo a legislação comunitária e não sob o regime angolano, como acontecia até aqui.

Sucedo que, nessa altura, o BPI detinha 50,1% do BFA, ativo muito relevante para este Banco, pois que, só em 2015, garantiu mais de 50% do lucro do BPI, ou seja, 135,7 milhões de euros num total de 236,4 milhões²⁰.

Por força da aplicação das regras do MUS duas opções surgiram ao BPI:

- contabilizar a exposição ao mercado Angolano a 100% (antes das regras do MUS, o requisito oscilava entre 0% e 20%), que o BCE estimou em 5.000 milhões de euros;

- reduzir a exposição ao mercado angolano.

Na avaliação do BPI, para efeitos da nova ponderação (que serve para o cálculo dos rácios de capital), os ativos atribuíveis ao Estado angolano haviam subido para 3.616 milhões de euros e os associados ao BNA passaram a ser de 1297 milhões de euros. Ou seja: a exposição do BPI a Angola tinha aumentado, segundo o próprio BPI, 3700 milhões de euros. Até aqui, a relação indireta do banco português ao Estado angolano cifrava-se em 799 milhões de euros e ao BNA em 437 milhões de euros.

²⁰O presidente do BPI, Fernando Ulrich, proferiu as seguintes declarações: "Temos sido criticados por termos [na internacionalização] posto os ovos todos no mesmo cesto (...), esquecem-se de que investimos no BFA, em 1993, três milhões de euros, mas já recebemos cerca mil milhões, além da posição de 50,1% que ainda detemos" – in *Jornal de Notícias* (2016), *A exigência do BCE que abriu Guerra no BPI*, abril 18.

Os novos requisitos do BCE criaram, assim, um problema ao BPI que, em parceria com a Unitel (controlada por Isabel dos Santos), dominava o BFA, que disputava a liderança do mercado angolano com o Banco Internacional de Crédito, doravante designado Banco BIC (controlado por Isabel dos Santos e Fernando Teles) e com o Banco Angolano de Investimento (BAI) – detido pela Sonangol. Em termos de ativos o BFA representava um quinto do BPI, ou seja, era demasiado “grande”.

Além da perda significava para o BPI da redução da sua operação em Angola, a decisão do BCE de dezembro de 2014 criou um clima de tensão entre o Caixa Bank (com 44,10% do BPI) e a Santoro, da empresária Isabel dos Santos (com 18,58% do BPI).

Os 16 meses que se seguiram foram marcados por voltas e reviravoltas, com jogadas de ataque e contra-ataque entre espanhóis e angolanos.

Logo em fevereiro de 2015, o mercado foi surpreendido com uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) do Caixa Bank sobre o BPI. O banco espanhol ofereceu 1,329 euros por ação, o que avaliava o banco em 1.900 milhões de euros.

Poucos dias depois, a Santoro, enviou uma carta aos presidentes das comissões executivas do BPI, Banco Comercial Português (BCP) e Caixa Bank a propor a fusão entre os dois bancos portugueses, algo que nunca se materializou. Este documento assinado por Mário Leite Silva, representante de empresária angolana Isabel dos Santos, propõe a ponderação da fusão entre BPI e BCP, com vista travar a oferta pública de aquisição que os espanhóis do Caixa Bank lançaram sobre o BPI, liderado pelo então presidente executivo do BPI Fernando Ulrich.

Ambas as iniciativas acabaram por não se concretizar, deixando o problema de Angola por resolver.

No fim de setembro, a administração do BPI avançou com outra estratégia: fazer a cisão dos ativos africanos do BPI (em Angola e Moçambique), passando-os para uma *holding* detida pelos mesmos acionistas. No entanto, a posição da Santoro não permitiu que esta proposta fosse avante.

A movimentação seguinte deu-se no último dia de 2015, com a operadora angolana Unitel, controlada pela empresária Isabel dos Santos e que detém 49,9% do capital do BFA, a propor adquirir ao BPI mais 10% do banco angolano, por 140 milhões de euros.

A proposta foi rejeitada em janeiro pelo Conselho de Administração do BPI.

A chegada do mês de março de 2016 marcou o início de notícias sobre novas negociações entre o Caixa Bank e Isabel dos Santos, com intervenção do Governo, através de Diogo Lacerda Machado, como mediador, numa tentativa de aproximar as duas partes e diminuir o “fosso” que entretanto se tinha criado.

A 10 de abril, a uma hora do fim do prazo dado pelo BCE, o BPI informou que terminaram com sucesso as negociações entre Caixa Bank e Santoro Finance. Apesar de não serem dadas informações sobre o que implicava esse acordo, tudo indicava que em causa estava o que vinha sendo dado como certo pela imprensa: o Caixa Bank comprava a posição da Santoro no BPI e, em troca, o BPI reduzia a sua participação no BFA, a favor de Isabel dos Santos.

Uma semana depois, o BPI anunciou que ficou sem efeito o acordo, acusando a Santoro de desrespeitar o entendimento.

O CaixaBank “contra-atacou” anunciando que iria lançar uma OPA voluntária, oferecendo 1,113 euros por cada ação do BPI, numa operação que baixava a avaliação do banco face ao ano transato para 1.600 milhões de euros.

Já depois do anúncio da OPA, foi divulgado que o Presidente da República tinha promulgado o diploma que prevê a revisão das restrições dos direitos de voto nas instituições financeiras, alegando razões de interesse nacional, considerando que tal não interferia com operações em curso.

Em 18 de abril de 2016 o Caixa Bank obteve a “luz verde” da CMVM para lançar uma OPA sobre as ações do BPI que ainda não controlava, oferecendo um preço de 1,113 euros por ação no anúncio preliminar da operação.

No entanto, ainda que tivesse sucesso, esta operação não resolveria o problema da exposição a Angola, pelo que o banco espanhol pediu ao BCE a suspensão das possíveis sanções contra o banco português, para encontrar uma solução. De salientar que havia a ameaça de o BCE multar o BPI diariamente em 5% do volume de negócios, ou seja, cerca de 160 mil euros.

Com vista a por termo a este diferendo, a 1 de julho de 2016 entrou em vigor o decreto-lei, que havia sido publicado em abril, que veio “desblindar” os estatutos do banco, tornando mais fácil a introdução de mudanças nos estatutos para desbloquear o direito de voto, fazendo equivaler os direitos económicos (ou seja, a percentagem de capital detido) aos direitos de voto.

No quadro legal da alteração das normas de exposição ao risco do Banco Central Europeu (BCE) e no quadro contratual das normas que gerem as relações entre os acionistas, pretende-se explorar o estudo do caso Banco Português de Investimento (BPI) vs Banco de Fomento de Angola (BFA).

No dia 20 de setembro de 2016, na véspera da Assembleia Geral do BPI (anteriormente adiada por duas vezes), e não havendo decisão judicial quanto à providência cautelar interposta pelo Grupo Violas Ferreira (acionista com 2,7%) à desblindagem dos estatutos (limitação estatutária à contagem de votos), o banco “fez uma nova proposta” à Santoro: a aquisição por parte da Unitel (controlada também por Isabel dos Santos) de 2% do BFA (26111 ações) por 28 milhões de euros (30 milhões de dólares) a pagar no fecho da operação. A parceria no BFA, com o BPI minoritário, implicaria também um novo acordo parassocial para o BFA, para reger a nova parceria no BFA em que a Unitel seria maioritária. Isabel dos Santos teria ainda de decidir se aceitava ou não, na medida em que o poder desta no BPI diminuiria em contrapartida da nova

posição de controlo no BFA. A proposta seria condicionada à desblindagem dos estatutos no dia seguinte (21 de setembro) que iria a votos com as barreiras à votação, por ter sido um acionista e não a administração a convocar a AG. O BPI e o Caixa Bank precisavam assim da Santoro (que detinha 18,6% do BPI) para que a desblindagem fosse aprovada, sendo que a desblindagem era condição de sucesso da OPA do Caixa Bank (que, recorde-se, detinha cerca de 45% do BPI). que oferece 1,113 euros por ação do BPI (avaliando o banco em cerca de 1.600 milhões de euros).

Esta proposta englobava outras condições para a operação para além do preço. Em troca da nova posição maioritária de Isabel dos Santos no BFA, o BPI exigia em troca dois administradores não executivos, num total de quinze; um membro do Conselho Fiscal; um membro da Assembleia Geral e um membro da Comissão de Remunerações; e que os estatutos do BFA só pudessem ser alterados por uma maioria de 70% de votos presentes em Assembleia Geral. Por outras palavras, o BPI queria ter poder para influenciar os estatutos do BFA: "Incluindo aumentos de capital e emissão de valores convertíveis em ações, limitação ou supressão do direito de preferência dos acionistas nesses aumentos; fusões e cisões; distribuição de lucros em moldes diferentes do previsto (*pay out* mínimo de 40%) e aquisição ou alienação de ações próprias".

O BPI propôs ainda que a Unitel ficasse com direito de preferência sobre transmissões onerosas, pelo BPI, exceto se fossem vendas de ações do BFA aos acionistas do BPI, dando o exemplo do dividendo em espécie. O BPI excetuou ainda o direito de preferência da Unitel na venda a sociedades detidas pelo BPI, ou em operações de colocação em mercado de ações do BFA - Oferta Pública de Venda (OPV).

Outra das propostas para inserir no acordo parassocial era um direito de *tag along* do BPI sobre a Unitel, que implicava uma obrigatoriedade de a Unitel assegurar ao BPI a aquisição da totalidade ou parte (consoante o que o BPI

indicar) da participação do BPI no BFA no caso de a Unitel vender (e nas mesmas condições). Isto seria obrigatório apenas no caso de a Unitel alienar tudo ou parte do BFA, mas também aqui abria exceção se a venda for para acionistas da Unitel.

No caso de Isabel dos Santos (que controlava a Unitel e a Santoro) aceitar esta proposta, para que a mesma avançasse, o BPI queria receber até 09 de dezembro de 2016 o valor dos dividendos do BFA relativos aos exercícios de 2014 e 2015, cujo montante ascendia a 66 milhões de euros, "cuja transferência de Angola ainda não tinha sido possível", de acordo com a carta enviada pelo banco português à Unitel. Por último, o BPI queria que fosse respeitado o acordo celebrado entre si e a Unitel em 2008, que previa que a operadora angolana lhe pagasse 30 milhões de dólares (cerca de 26,8 milhões de euros), também a 09 de dezembro de 2016, associado à última prestação de um negócio de compra de ações do BFA realizado em 2008. Segundo o acordo celebrado em 2008, a Unitel, grupo de telecomunicações controlado por Isabel dos Santos adquiriu 49,9% do BFA, aceitando pagar 475 milhões de dólares (424 milhões de euros). Os termos definidos para o pagamento deste valor previam que 200 milhões de dólares fossem liquidados no momento da conclusão do negócio e que os restantes 275 milhões de dólares fossem pagos "faseadamente ao longo de oito anos", com final previsto para dezembro de 2016.

No dia 21 de setembro, a Assembleia Geral do BPI votou a favor da desblindagem dos estatutos com a abstenção da Santoro, representada pelo advogado José Miguel Júdice. Na sequência deste resultado, saíram notícias na imprensa apontando para o facto de a Unitel estar inclinada a aceitar a proposta do BPI (facto provável pela posição assumida pela Santoro na AG).

Na sequência da desblindagem dos estatutos, a Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) informou o BPI e o Caixa Bank que a OPA sobre o BPI se tornava obrigatória (sem condições de eficácia, ou seja, condições que

permitiriam ao oferente retirar a proposta em função da quantidade de ações compradas) em virtude da posição privilegiada de controlo associada aos 45% de propriedade do Caixa Bank. Por outro lado, o oferente teria de fazer novo anúncio preliminar da OPA sobre as restantes 55% de ações do BPI, com provável revisão do preço nas condições previstas na lei.

Em resposta a este comunicado, o Caixa Bank congratulou-se pelo resultado da AG e subiu a contrapartida oferecida pelo mínimo exigido de 2% dos 1,113 para os 1,134 € por ação, dado que o preço médio ou o maior dos preços pagos pelo Caixa Bank por ações do BPI 6 meses anteriores foi superior ao preço da OPA inicial e igual a 1,1287.

Entretanto, o acionista Grupo Violas anunciou que desistiu das providências cautelares sobre a proposta de desblindagem dos estatutos e sobre a nomeação do presidente da mesa da AG do BPI, mas mantinha a posição de que a CMVM deveria mandar fazer uma avaliação independente do BPI para fundamentar um novo preço mínimo para a OPA sobre o BPI, de forma a todos os acionistas serem tratados de forma equitativa. Informou também que, em princípio, a posição a tomar na OPA seria de venda das suas ações do BPI.

Em 2017 dá-se a OPA que dá o domínio do BPI ao Caixa Bank. A segunda OPA do Caixa Bank foi anunciada em abril de 2016, depois do fracasso de mais uma solução para o problema angolano. Mas a oferta de compra só pôde avançar após o fim do limite de votos e o acordo com o Grupo Santoro, que só chegou após o acordo sobre o BFA. Foi em fevereiro de 2017 que 85% do BPI passou a ser do Caixa Bank.

Nesta OPA o Caixa Bank comprou 568,3 milhões de ações do BPI, 39% das participações do BPI, passando a deter 84,5% do BPI (15,49% do capital que não foi adquirido em oferta), num investimento de 664,8 milhões de euros. Recorde-se que o Caixa Bank só precisava de mais 5% de capital social para passar a controlar o BPI.

Nesta operação, o Caixa Bank adquiriu a maior parte da participação do BIC (controlado pela empresária Isabel dos Santos) no BPI, que era de 2,28%, tendo a participação do BIC no BPI ficado reduzida a 1.650 ações. A Santoro (também controlada pela empresária Isabel dos Santos), até essa data a segunda maior acionista do banco, com 18,5%, também vendeu as suas participações por 306,9 milhões de euros, o que significou um ganho superior a 50 milhões de euros face ao valor investido.

O grupo Violas Ferreira Financial, o maior acionista português do banco, vendeu a quase totalidade dos 2,7% que detinha por cerca de 44 milhões de euros.

O preço de aquisição por ação fixou-se em 1,134 €, o que se reconduz à avaliação do BPI em cerca de 1.600 milhões de euros.

4.2. As potenciais alternativas de resolução dos conflitos entre acionistas do BPI

Tendo presente a evolução cronológica dos acontecimentos no caso BPI, com particular enfoque nos conflitos entre acionistas, a que atrás fizemos alusão e que estão descritos, mais detalhadamente no anexo I, podemos concluir que foi imposto ao BPI pelas autoridades comunitárias a alienação do seu ativo BFA, que era um ativo importante gerando lucros muito relevantes.

Ainda assim, duas alternativas existiam: proceder à alienação da totalidade do ativo do BFA O BPI teria de recorrer a uma ou várias das seguintes soluções financeiras, neste último caso de forma conjugada:

- ✓ Por reestruturação de portfólio
 - por reorganização de ativos, *sell-off* do BFA, pois que não podia manter o ativo na sua esfera jurídica, e poderia vender tais ativos:
 - A outros acionistas – sendo duvidoso que o BCE e o BP aceitassem tal operação, na medida em que se manteria vínculo e ligações entre o BPI e o BFA, ou
 - A outros investidores – *buy out*, sendo que a venda do BFA a um terceiro não acionista do BPI, conduziria a que, após a operação, não houvesse qualquer vínculo entre os acionistas do BPI e do BFA;
 - por reafecção do ativo BFA numa nova forma de organização, com nova estrutura de capital, reestruturação acionista:
 - *spin-off*, que importaria a separação entre o BFA (filial) e o BPI (empresa mãe), em que parte dos acionistas do BPI passariam a ser acionistas apenas da empresa independente, BFA, ao passo que outros continuarim apenas como acionistas da empresa mãe, BPI. Esta solução justificar-se-ia por os interesses

estratégicos da empresa mãe e da subsidiária estarem em conflito

- *split-off*, que passaria pela troca de ações do BFA por ações do BPI, operação essa que poderia ser realizada pelo Grupo Santoro que nisso demonstrou sobejo interesse.

No caso de a solução do caso passar por uma solução de *split-off*, seria executado um *spin-off* “puro”, concedendo aos acionistas a opção de trocar ações da empresa-mãe – BPI – por ações do BFA, assim se obtendo uma nova estrutura acionista para o BPI e para o BFA, respeitando-se todas as exigências do BCE e BP.

Esta solução teria a vantagem adicional de permitir que a estrutura acionista da empresa destacada – BFA – fosse a mais adequada face aos parâmetros impostos pelos reguladores – como explica Pacheco (2016).

Na verdade, a descrita operação de *split-off* poria termo aos vínculos entre o BPI e o BFA, e também entre os grupos acionistas detentores de participações das ditas empresas, sendo evidente que deixaria de haver a exposição de risco ao mercado Angolano, proibida pelas novas regras do MUS.

Tudo na medida em que esta não é uma operação de rateio e envolve uma opção de troca para certos acionistas, que podem estar dispostos a termos de troca mais vantajosos para a empresa-mãe – BPI.

Ocorreria ainda a vantagem de permitir encaixe pela venda das ações trocadas, no caso dos acionistas as pretenderem alienar.

Capítulo 5

Discussão das alternativas de resolução dos conflitos entre acionistas do BPI

Conhecido que está o desenlace do caso BPI, concluímos que ocorreu uma reestruturação de *portfólio* do BPI, que incluiu também uma componente de reestruturação financeira: a operação passou pela alienação do ativo do BPI BFA e por uma OPA.

Na verdade, o BPI vendeu 2% do Banco do Fomento de Angola (BFA) à Unitel, pelo preço 28 milhões de euros acrescidos da assunção de obrigação pela Santoro de aprovação da desblindagem dos estatutos do BPI.

Recorde-se que Santoro era e é controlada pela empresária Isabel dos Santos, que também tem participações no BIC, sendo a Santoro e o BIC accionistas do BPI.

Por outro lado, o Caixa Bank era o maior acionista do BPI, com 45,50%, e precisava de mais 5% de capital social para passar a controlar o BPI, sendo que, para executar essa operação carecia da aprovação da desblindagem dos estatutos do BPI.

Na OPA efetivada em 8/2/2017, após a formalização do acordo com a Santoro relativamente ao BFA – o Caixa Bank adquiriu a maior parte da participação do BIC, adquirindo ainda participações da Santoro.

O grupo Violas Ferreira Financial, vendeu a quase totalidade dos 2,7% de participações do BPI que detinha.

Com esta operação o Caixa Bank passou a deter 84,5% do capital do BPI.

Várias questões pertinentes surgem: Será que essa operação gerou o maior valor possível? Como entender os impasses gerados pelos interessados, sobretudo por Isabel dos Santos e pelo Grupo Violas? Será que os mesmos visaram obter aumento do valor da venda das suas participações ou tiveram outra(s) intenção(ões)?

Na impossibilidade de realizar um estudo abrangente do impacto desta operação no BPI, no BFA e nos grupos financeiros envolvidos – atenta a magnitude do empreendimento, incompatível com dimensão do nosso, não descurando a necessidade de aceder a informações financeiras privilegiadas não públicas, a que não tivemos acesso – tentaremos perceber o impacto do *spin-off* na cotação das ações do BPI, considerando os marcos temporais mais relevantes, a que já atrás fizemos alusão.

5.1. Efeitos da reestruturação do BPI na variação das suas ações

5.1.1. Flutuação dos valores das ações do BPI

Vejamos, agora a evolução das ações do BPI ao longo do tempo:



FIGURA 1

Variação de ações do BPI nos últimos cinco ano (fonte Reuters Finance), considerando a data última de 5/5/2017



FIGURA 2

Variação de ações do BPI no último ano (fonte Reuters Finance), considerando a data última de 5/5/2017

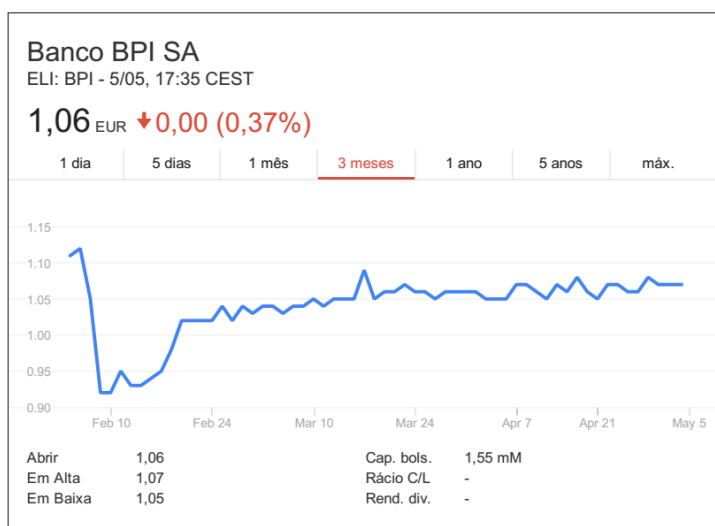


FIGURA 3

Varição de ações do BPI nos últimos três meses (fonte Reuters Finance), considerando a data última de 5/5/2017

Da análise da evolução dos preços das ações, conjugada com a evolução cronológica dos acontecimentos, podemos concluir que, nos momentos de maior tensão/conflito, ocorreu uma baixa acentuada do valor das ações, o que aponta para a confirmação do enunciado teórico que enunciamos na revisão de literatura no sentido de os conflitos originarem perda de valor para a empresa.

Assim, assiste-se a uma quebra acentuada no valor das ações no ano de 2014, logo nos meses de abril, e também sensivelmente a meio do ano, o mesmo sucedendo no início de 2015 e também mais próximo do fim deste ano (veja-se a figura 1).

Na figura 3 denota-se uma quebra acentuada no final de setembro de 2016 (coincidindo com os conflitos em torno da assembleia de 21 de setembro de 2016) e uma outra baixa acentuada imediatamente antes de fevereiro de 2017, coincidente com a impugnação da assembleia do BPI que decidiu a venda de 2% do BFA. Após a resolução definitiva da contenda, em 8 de fevereiro de 2017, assiste-se a uma subida do valor das ações do BPI gradual, para o que não será indiferente a emissão de dívida pelo BPI, assim demonstrando que respeita e cumpre as exigências do BCE.

Curiosamente também é visível nos gráficos apresentados a suspensão da negociação das ações do BPI imposta pela CMVM, o que se traduz numa linha estática.

Podemos concluir, desta forma, que, após a OPA do Caixa Bank as ações têm vindo a recuperar valor, embora não atingindo ainda os valores anteriores ao início da crise de que o BPI foi acometido.

5.1.2. Variação das ações do BPI comparada com a de alguns outros bancos cotados em bolsa e a operar em Portugal

Com vista a verificar se as flutuações das ações do BPI se terão ficado a dever à operação de reestruturação objeto da nossa análise, ou se, pelo contrário, é apenas imputável a fatores exógenos e conjunturais.

Analisaremos a variação de ações do BPI, do Santander Totta, do Banco Comercial Português (BCP) e a Caixa Económica Montepio Geral (Montepio), assim obtendo uma amostra de controlo.



Legenda:

Azul escuro – ações do BPI

Laranja – ações do Montepio

Azul claro – ações do BCP

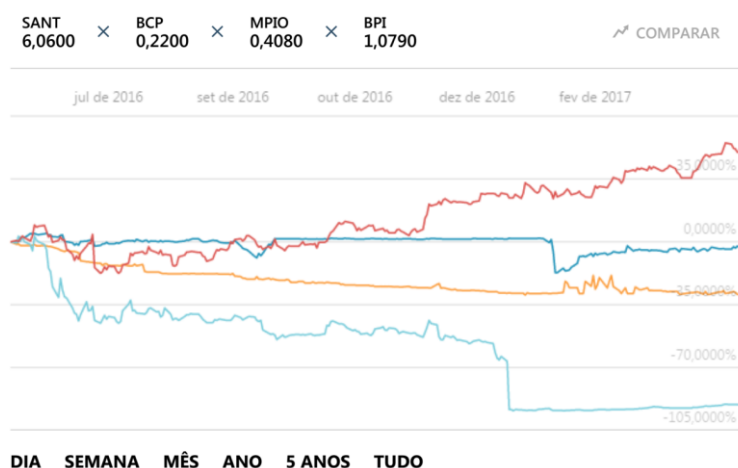
Vermelho – ações do Santander

FIGURA 4

Variação de ações do BPI, Santander Totta, Montepio e BCP, desde 2014 (fonte MSN Finance), considerando a data última de 13/5/2017

Da análise da evolução dos preços das ações do BPI e demais bancos que constituem a nossa amostra – figura 4 -, conjugada com a evolução cronológica dos acontecimentos, podemos concluir que a variação de cotação das ações do

grupo de controlo, entre si, não é uniforme, sendo, no entanto, possível identificar quebras nas ações de todos os bancos analisados a meio de 2014 (sendo mais ou menos expressivas em cada um dos bancos, sendo o Santander o banco que apresenta variações menos vincadas), com recuperação antes do final de 2014. Observando-se nova quebra no início de 2015, seguida de recuperação. Havendo quebra de preço de ações antes de maio de 2016, a que se seguiu uma recuperação, sendo que o percurso subsequente dos bancos que integram a amostra não é uniforme.



Legenda:

Azul escuro – ações do BPI

Laranja – ações do Montepio

Azul claro – ações do BCP

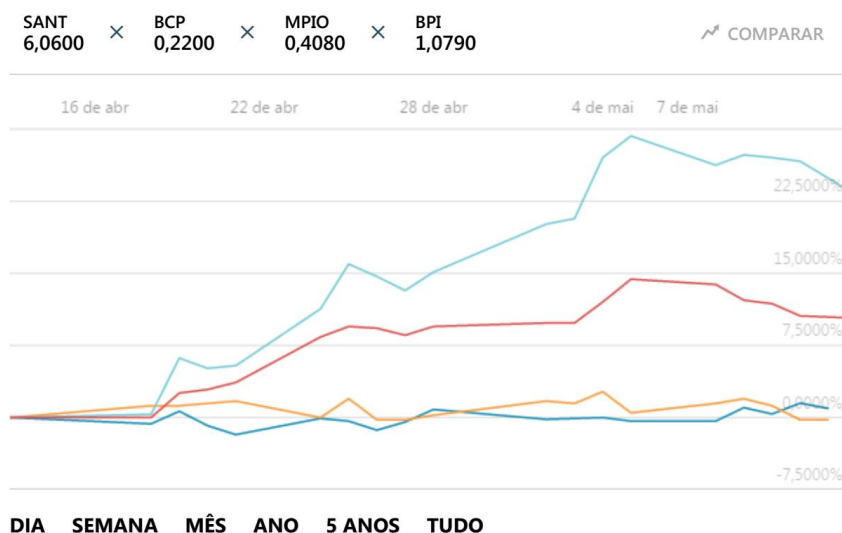
Vermelho – ações do Santander

FIGURA 5

Variação de ações do BPI, Santander Totta, Montepio e BCP, no último ano (fonte MSN Finance), considerando a data última de 13/5/2017

Da análise da evolução dos preços das ações do BPI e grupo de controlo no período de um ano (figura 5), verifica-se que a quebra sofrida pelo BPI após setembro de 2016 não se verificou em nenhum banco do grupo de controlo, o que permite excluir fatores conjunturais dessa baixa de preços de ações do BPI.

O mesmo sucede com a baixa das ações do BPI em janeiro de 2017, que não ocorre nos demais bancos do grupo de controlo



Legenda:

Azul escuro – ações do BPI

Laranja – ações do Montepio

Azul claro – ações do BCP

Vermelho – ações do Santander

FIGURA 6

Variação de ações do BPI, Santander Totta, Montepio e BCP, no último mês (fonte MSN Finance), considerando a data última de 13/5/2017

Relativamente à evolução verificada no último mês (figura 6) podemos dizer, que, após a OPA do Caixa Bank as ações do BPI têm vindo a recuperar valor, sendo certo que também o Santander e o BPI estejam a beneficiar de incrementos no valor das suas ações, mantendo-se o Montepio relativamente estável, embora com algumas flutuações de valor. Assim, teremos de concluir que também fatores conjunturais terão contribuído para a evolução favorável da cotação das ações do BPI no último mês.

5.1.3. Flutuação dos valores das ações do BPI e o *spin-off*

Vejam, agora a evolução das ações do BPI nos dias dos anúncios das operações de OPA, e da decisão da assembleia-geral que viabilizou a operação de *spin-off* nos dias que as antecederam e nos dias que se seguiram

Datas	Dados	Cotação BPI €
3 de outubro de 2014	Antes da imposição de alienação do BFA	€ 2,0840
13 de fevereiro de 2015	Dia útil anterior ao anúncio da 1ª OPA	€ 1,0100
16 de fevereiro de 2015	Data do anúncio da 1ª OPA	€ 1,0500
17 de fevereiro de 2015	Dia ulterior ao anúncio da OPA	€ 1,3300
15 de abril de 2016	Dia útil anterior ao anúncio da 2ª OPA	€ 1,1900
19 de abril de 2016	Data do anúncio 2ª da OPA	€ 1,1000
20 de abril de 2016	Dia ulterior ao anúncio da OPA	€ 1,1100
19 de setembro de 2016	Dia anterior à aprovação da operação de <i>spin-off</i> e Opa	€ 1,1000
22 de setembro de 2016	Dia útil seguinte à aprovação da operação de <i>spin-off</i> e Opa	€ 1,1300
7 de fevereiro de 2017	Dia útil anterior ao 3º anúncio da OPA	€ 1,1300
8 de fevereiro de 2017	Data do anúncio 3ª da OPA	€ 1,1000
9 de fevereiro de 2017	Dia ulterior ao anúncio da 3ª OPA	€ 1,0000

Tabela 1
Variação de ações do BPI, fonte BPI

Da análise dos dados da tabela 1, resulta que antes da imposição da autoridade reguladora da alienação do BFA a cotação das ações do BPI atingia 2,084, e cerca de 4 meses depois cifrava-se em 1,010, tendo-se registado uma acentuada quebra no valor das ações.

Quanto ao anúncio da primeira OPA proposta pelo Caixa Bank, verifica-se uma ligeira subida do valor das ações, considerando o dia que antecedeu o anúncio – 1,010 € – e o dia do anúncio – 1,050 € – bem como o dia que se lhe seguiu – 1,330 €.

Já na segunda Opa proposta pelo Caixa Bank, houve uma ligeira quebra das ações, entre o dia que antecedeu o anúncio – 1,190 € – e o dia do anúncio – 1,100 € -, embora se registasse uma ligeira subida no dia seguinte ao anúncio – 1,110 €.

Quanto à data de aprovação de medida que viabilizou a operação financeira ocorreu uma ligeira subida do valor das ações, de 1,100 € passou-se para um valor de 1,1300 €.

No que concerne à terceira Opa do Caixa Bank, houve uma ligeira quebra das ações, entre o dia que antecedeu o anúncio – 1,130 € – e o dia do anúncio – 1,100 € -, havendo uma ligeira descida igualmente no dia seguinte ao anúncio – 1,00 €.

Conclui-se, portanto, haver uma relação entre a data do anúncio das operações e o valor das ações da empresa sujeita a operação de reestruturação, sendo que, com exclusão da última operação de Opa, se registou uma variação positiva no preço das ações após o anúncio da operação de *spin-off*.

5.2. Os ganhos dos acionistas com a operação

Olhando a OPA operada pelo Caixa Bank ao BPI, teremos de concluir que, tratando-se de uma aquisição, os acionistas da empresa alvo – mais concretamente o BPI - receberam pela venda das respetivas participações um determinado valor por ação, podendo deixar de ser acionistas da entidade-alvo ou manter-se enquanto tal consoante se trate de uma aquisição de capital total ou parcelar.

A evidência empírica tem demonstrado que existe um prémio substancial implícito no valor de aquisição que é pago aos acionistas, e que tende a ser mais elevado do que o presente nas fusões quando se estabelece a relação de troca.

Da análise das figuras e tabela atrás expostos, comprova-se que ocorreu uma reação favorável do mercado na sequência do anúncio da operação de reestruturação não hostile verificando-se a existência de retornos supra-normais positivos do ponto de vista estatístico.

Pro outro lado, importará analisar ainda um dado empírico de relevo no caso BPI: a variação dos preços das diferentes ofertas de aquisição, pois que, na verdade, houve três propostas de OPA, embora apenas a última tenha chegado a bom porto.

Assim:

- na OPA de fevereiro de 2015, o preço por ação era de 1,329 €;
- na OPA de abril de 2016, o preço por ação fixou-se em 1,1287 €;
- na OPA de fevereiro de 2017, o preço por ação fixou-se em 1,134 €, tendo o BPI sido avaliado em 1.600 milhões de euros.

Do confronto com os dados da tabela 1, resulta que:

- em fevereiro de 2015, o preço das ações era 1,010 € e a oferta foi de 1,329 €, superando a oferta o valor das ações;
- em abril, o preço das ações era 1,190 € e a oferta foi de 1,1287 €; sendo o preço da oferta inferior ao do valor das ações;
- em fevereiro de 2017, o preço das ações era de 1,130 € e a oferta foi de 1,134 €, superando o valor das ações.

Podemos, assim, concluir que ocorreu um ganho relativo para os acionistas com a realização da Opa, pois que as ações foram vendidas a um preço mais favorável do que o preço de mercado, embora esse ganho tivesse sido superior no caso da se OPA ter efetivado logo em fevereiro de 2015.

5.3. Criação de valor pela operação venda do BFA

No caso do BPI em análise, a OPA foi precedida, na prática, por um *spin-off* (embora não em sentido puro) que consistiu na alienação do BFA. Na verdade, o BFA, para efeitos de análise meramente financeira e de valor, consubstanciava uma filial do BPI (ainda que em termos de estrutura jurídica, se tratassem e tratem de duas empresas autónomas e dotadas de personalidade jurídica), pois era o BPI que controlava o BFA.

Todavia este *spin-off* não pode ser analisado por critérios clássicos, académicos, como os que atrás enunciamos na revisão de literatura, na medida em que se tratou de um *spin-off* não livre, antes tendo sido imposto pelas autoridades reguladoras europeias e nacionais. Em suma, nem o BPI, nem os seus investidores queriam a alienação do BFA, com exceção da investidora que percebeu a oportunidade de adquirir esse BFA e assim alcançar um grande retorno financeiro – referimo-nos a Isabel dos Santos, obviamente, ainda que atuando através dos grupos económicos que domina. Toda a atuação desta investidora e dos seus grupos – Santoro e Unicel – se pautou pela tentativa de incremento dos seus ganhos no referido negócio de aquisição, por si, do BFA, no que pôs a tónica, e, simultaneamente, pela obtenção de ganhos também na sua alienação do BPI.

Analisemos, de seguida, a reação do mercado em torno do anúncio.

Quando se tornou evidente que o BPI teria de alienar o seu ativo que gerava mais lucro – novembro de 2014 – a reação do mercado foi negativa, tendo havido quebra no preço das ações transacionadas, como se vê na figura 1 e na tabela 1.

O desenho e divulgação da OPA do Caixa Bank ocorreu em abril de 2016, todavia tratando-se de uma OPA hostil, lançada num clima de grande

conflituosidade e incerteza, verifica-se nova queda acentuada das ações do banco – figura 2.

Seguem-se impasses, constatando-se a existência de conflitos que protelam a definição da efetiva reestruturação a implementar.

A criação e manutenção dos conflitos gerou dificuldades para a gestão do BPI, até para a sua gestão corrente, fazendo diminuir o valor do BPI, e das suas ações.

A baixa contínua e abrupta do valor das ações do BPI, motivada pelos conflitos entre acionistas, forçou o grupo Caixa Bank – que já tinha uma posição maioritária e que, obviamente, teria de adquirir as ações de Isabel dos Santos e do Grupo Violas, quanto mais não fosse para evitar maiores perdas para si, atenta a sua participação no BPI e o seu comprometimento com o valor do BPI - a negociar com Unitel e o BIC – dominados pela empresária Isabel dos Santos - e com o Grupo Violas.

E o decurso do tempo, com a inerente aplicação de sanções (ou pelo menos o seu anúncio) pelos reguladores e tomadas de medidas conservatórias e regulatórias pelas autoridades competentes, contribuía para a estratégia de acionistas institucionais.

Certo é que o Caixa Bank viu a sua situação de facto fragilizada com o braço de ferro imposto pelo grupo económico liderado pela empresária Isabel dos Santos e pelo o Grupo Violas, não obstante o Caixa Bank ser o acionista maioritário do BPI. Tudo isto se ficou a dever às regras estatutárias do BPI e à blindagem prevista.

Foi então publicado um decreto-lei à medida das necessidades do BPI, através do qual o Governo facilitou a desblindagem de estatutos (que limitava os direitos de voto a 20%).

Chegou a ser noticiado que o Caixa Banca desistiria da OPA, o que importou nova queda das ações, em setembro de 2016 – visível igualmente nas figuras 2 e 3.

Foi na sequência do extremar de posição pelo Caixa Bank, e por este grupo ter aceite exigências de Isabel dos Santos, e desta ter aceite abster-se, que a assembleia do BPI aprovou a desblindagem dos estatutos, viabilizando a OPA do Caixa Bank, em 21 de setembro de 2016. Entretanto o valor das ações do BPI subiu acima do preço da OPA, em outubro de 2016.

Contudo, o Grupo Violas ainda não tinha visto as suas exigências serem satisfeitas e decidiu manter o conflito, impugnando a Assembleia Geral de 21 de setembro.

Também os pequenos acionistas perceberam que a sua posição não tinha sido salvaguardada no acordo entre o BPI e Isabel dos Santos.

Tudo isto conduziu à suspensão da Assembleia-Geral de 23 de novembro de 2016, e à realização de nova assembleia em 13 de dezembro de 2016.

Nessa assembleia-geral, curiosamente, em termos formais o BPI perdeu a batalha, mas o facto é que logrou resolver definitivamente o litígio e os conflitos com os acionistas que impediam a resolução do problema do BFA. A decisão foi tomada, com a abstenção dos dois maiores acionistas, os espanhóis do Caixa Bank (45%) e a Santoro (18%) de Isabel dos Santos, mas ainda assim foi aprovada a venda de 2% da instituição angolana, o que garantiu o controlo à Unitel (51,8 %), dominada por Isabel dos Santos. A gestão do banco continuou a assumir que este não era o desfecho que defendia, e, em momentos anteriores, já tinha afirmado mesmo que a sua proposta para resolver o excesso de exposição a Angola foi travada pelo Banco Central Europeu (BCE).

Ironicamente, o Caixa Bank e a Santoro abstiveram-se, pelo que a proposta de venda dos 2% acabou por ser “aprovada” por cerca de 20% do capital representado. Havia uma razão objetiva: a decisão de abstenção dos maiores

acionistas pretendeu evitar a sua responsabilização em eventuais processos judiciais. Artur Santos Silva, chairman do BPI, fez questão de referir que os administradores que representam os dois acionistas também não participaram na reunião do Conselho de Administração onde foi aprovado o negócio. Assim, do total de capital representado, 76% absteve-se, 3,8% votou contra, e cerca de 20% votou a favor. Em comunicado, e sobre o sentido de voto, o Caixa Bank diz que “não quis condicionar o resultado da votação com o seu voto decisivo e optou por aceitar a decisão que fosse adotada pelos restantes acionistas do BPI que acorreram à assembleia geral”. E diz ainda que “o resultado da votação reflete inequivocamente um apoio maioritário por parte dos acionistas do BPI à proposta realizada pelo seu Conselho de Administração e permitirá solucionar o incumprimento da concentração de grandes riscos do BPI logo que a venda dos 2% do BFA seja formalizada”. A Violas Ferreira Financial, que controla 2% do BPI, limitou-se a admitir que iria ponderar a possibilidade de impugnação da assembleia. Na assembleia geral esteve representada a Better Finance, associação de pequenos acionistas europeus, e o seu representante, José Esteves, defendeu que a via judicial era o único recurso dos pequenos acionistas para impugnar a decisão, que efetivamente vieram a impugnar em 17 de janeiro de 2017

Com a decisão agora tomada, o Caixa Bank garantiu as condições para avançar com a oferta pública de aquisição das ações do BPI que ainda não controlava e os pequenos acionistas viram a suas participações desvalorizadas, já que o capital disperso diminuiu.

O negócio de venda dos 2% estava condicionado à realização de um conjunto de pagamento pendentes, que estão praticamente saldados. Na véspera da reunião, a Unitel pagou 30 milhões de dólares (cerca de 28 milhões de euros) ao BPI relativos ao negócio de compra de 49% do BFA, em 2008.

O banco angolano ainda não tinha pago os dividendos a que o BPI tinha direito, relativos a 2014 e 2015. A menos de uma hora do início da assembleia-geral, o BFA comunicou ao BPI que a transferência de 36,9 milhões de euros relativos aos dividendos de 2015 estava autorizada pelo Banco Central de Angola. Sobre os dividendos de 2014, no valor de 29,2 milhões de euros, o presidente do BPI, Fernando Ulrich disse aos jornalistas, na conferência de imprensa que se seguiu à reunião, que esse pagamento seria regularizado nos dias seguintes.

O acordo de passagem do controlo do BFA para Isabel dos Santos nada previa em relação a dividendos no futuro. Questionado sobre a matéria, o CEO do BPI referiu que essa decisão será, e tem de ser, aprovada pelos acionistas a cada exercício. Mas nesta, como em muitas outras matérias, o BPI votará como minoritário.

Foi assim que o BPI recebeu os dividendos do BFA de 2014 e 2015, em 5 de janeiro de 2017.

Em 7 de março de 2017, o Grupo Violas decidiu vender 99,97% das ações que detinha, o que lhe permitiu encaixar cerca de 44,2 milhões, valor este seguramente muito superior ao que lograria alcançar no dealbar do conflito, ou seja após novembro de 2014 e até essa data, sendo certo que para essa tomada de posição terá contribuído o facto de a sua posição contra a desblindagem ter perdido força quando Isabel dos Santos chegou a acordo com o CaixaBank.

Outras soluções que passassem por um entendimento logo após a formulação da exigência de venda do BFA pelo BCE, importando um *spin-off*, teriam acarretado incrementos muito superiores para o BPI e evitando perdas de valor pelo BPI. Na medida em que está comprovado que: a existência de conflitos entre acionistas importa perda de valor para as empresas; e o mero anúncio de medidas de reestruturação empresarial como os *spin-offs* e as fusões gera aumento de valor para as empresas.

Capítulo 6

Conclusões

6.1. Resposta à questão de investigação

Analisadas as soluções financeiras possíveis para as alterações estatutárias impostas ao BPI, em conclusão, poderemos dizer que:

- para o problema que se verificou após a exigência do BCE de redução de exposição do BPI a Angola, alienando o BFA, havia diversas soluções que, teoricamente poderiam ser adotadas;
- o percurso seguido para alcançar a solução do problema – que envolveu inúmeros conflitos entre acionistas majoritários, oposição dos acionistas minoritários e o protelar do processo no tempo pelos intervenientes em jogo, tudo com vista a fazer diminuir o valor do BPI, suas ações, fazendo também que este sofresse sanções e imposições dos reguladores – deve ser visto como uma estratégia;
- a estratégia seguida pelos acionistas majoritários por vezes foi concertada – quando se aliavam formal ou informalmente a outra acionista que defendia soluções idênticas à que lhe era mais favorável (veja-se a situação do Grupo Violas) – mas foi sempre ponderada por todos os acionistas a posição e os interesses conflitantes dos demais acionistas;
- a solução alcançada permitiu:
 - ganhos exponenciais ao grupo económico Santoro;
 - ganhos acrescidos para o Grupo Violas; e
 - viabilizar a continuidade da liderança do Caixa Bank no BPI.

- outras soluções que passassem por um entendimento logo após a formulação da exigência de venda do BFA pelo BCE, importando um *spin-off*, teriam acarretado incrementos muito superiores para o BPI e evitado perdas de valor pelo BPI. Na medida em que a literatura demonstra que:
 - a existência de conflitos entre acionistas importa perda de valor para as empresas;
 - o mero anúncio de medidas de reestruturação empresarial como os *spin-offs* e as fusões gera aumento de valor para as empresas.

6.2. Limitações do presente estudo

O presente estudo sofreu limitações sobretudo pelo facto de as intenções dos acionistas em questão e do próprio BPI não terem sido claramente afirmadas nem divulgadas, sendo inferidas do teor de notícias, comunicados e divulgações. Por outro lado, também não foi possível entrevistar, nem questionar, representantes dos intervenientes, o que dificulta a recolha de dados e a sua análise.

Acresce que as principais fontes documentais - peças jornalísticas - não são neutras, importando os enviesamentos próprios da sua natureza enquanto instrumentos de comunicação social, assentes em fontes com interesses mais ou menos explícitos.

6.3. Contributos e expectativas de desenvolvimento de estudos

O caso BPI tem o seu principal foco na governança corporativa de uma empresa sujeita a forte regulação normativa, quer a nível europeu quer nacional, tendo limitações estatutárias que não permitiam que o direito de voto correspondesse à vontade dos acionistas detentores da maioria do capital social, com vista a dirimir um problema de estrutura social que lhe foi criado por reguladores externos.

É um caso paradigmático de jogos de interesses económicos, numa economia mundializada e aberta, por banda de grupos económicos transnacionais, permitindo observar a forma como os acionistas usam estratégias com vista a reforçar a sua posição económica em negócios e que, neste caso, os interesses particulares e de grupo económico dos acionistas do BPI eram conflitantes com os próprios interesses do BPI de que também eram acionistas.

Também se afigura um caso *sui generis* por o Governo Português e as autoridades reguladoras terem tido intervenção na resolução do problema principal, com vista a minorar os danos para o setor financeiro que poderiam decorrer do conflito desregulado entre os próprios acionistas da instituição financeira privada.

Julgamos que seria de valia que futuros estudos sobre este caso analisassem outras situações particulares em que ocorreu conflito de interesses entre acionistas e entre estes e a empresa, assim contribuindo para perceber outras soluções viáveis, os seus custos e benefícios, permitindo operar uma análise comparativa.

Bibliografia

1. Acharya, V., Shin, H., Yorulmazer, T. 2011. Crisis resolution and bank liquidity. *Review of Financial Studies*, 24(6), 2166-2205.
2. Allen, F., Carletti, E. 2008. *The role of liquidity in financial crisis*. Jackson Hole Conference Proceedings, Federal Reserves of Kansas City
3. Antunes, J. E.. 2016. *Direito das Sociedades*. 6ª ed. rev. e atual. Porto: edição de autor.
4. Asociacion Española de Banca. 2015. *Estados financeiros*. Disponível em <https://www.aebanca.es/es/EstadosFinancieros/index.htm?pSubSeccion=03> (2017/05/15; 18H 27M).
5. Assaf N. A. 2010. *Finanças Corporativas e Valor*, 5.ª ed., São Paulo, Atlas.
6. Baker, M., Ruback, R., & Wurgler, J. 2002, *Behavioral Corporate Finance: A Survey*, In *The Handbook Of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance.*, New York: Elsevier.
7. Banal-Estañol, A. & Seldeslachts, J. 2011. Merger Failures, *Journal of Economics & Management Strategy*, 20 (2), pp. 589 – 624.
8. Barros, B. T. 2003. *Fusões e Aquisições no Brasil – Entendendo as Razões dos Sucessos e Fracassos*, São Paulo: Atlas.
9. BCBS. 2010. *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking system*. Disponível em <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>. (2017/05/15; 18H 27M).
10. Beltratti, A., Stulz, R.. 2012. Why did some banks perform better during the credit crisis? A cross-country study of the impact of governance and regulation. *Journal of Financial Economics*, 105(1)
11. Berger, A., Bouwman, C. 2009. Bank liquidity creation. *The Review of Financial Studies*. 22 (9): 3779-3837

12. Berk, D. & Demarzo, P. 2009. *Corporate Finance*, 2nd ed., Boston, Pearson.
13. Bernanke, B. 2008. *Liquidity provision by the Federal Reserve*. Speech at the Federal Reserve Bank of Atlanta financial markets Conference
14. Bernanke, B. S. 2008. Risk Management in Financial Institutions. Chicago's Annual Conference on Bank Structure and Competition: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080515a.htm>. (2017/05/15; 18H 27M).
15. Besanko, D., Dranove M. & Shanley S. 2006. *A Economia da Estratégia*, 3ª ed., Porto Alegre, Bookman.
16. Best, R. W. et al. 1998, "Earnings Forecasts and the Information Contained in Spin-off Announcement", *Financial Review*, Vol. 33, Nº 3, pp. 53-68.
17. BIS. 2007. Issues in the Governance of Central Banks. disponível em Management of non-financial risks (Chapter 8): http://www.bis.org/publ/othp04_8.pdf
18. Bonfim, D., Kim, M.. 2012. Risco de liquidez sistémico. *Relatório de estabilidade financeira do Banco de Portugal*, p.79-98.
19. BPI. Histórico de Cotações. Disponível em <http://bpi.bancobpi.pt>. t (2017/05/15; 18H 27M).
20. BPI, Comunicado de 17 de abril de 2016 do Banco BPI, S.A, disponível em <http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR59743.pdf>. (2017/05/15; 18H 27M).
21. BPI, Comunicado de 18 de abril de 2016 do Banco BPI, S.A, disponível em <http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR59747.pdf>. (2017/05/15; 18H 27M).
22. BPI, Comunicado de 19 de abril de 2016 do Banco BPI, S.A, disponível em <http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR59755.pdf>. (2017/05/15; 18H 27M).

23. BPI, Relatório do Conselho de Administração do Banco BPI, S.A., elaborado nos termos do número 1 do artigo 181.º do Código dos Valores Mobiliários sobre a oportunidade e as condições da Oferta Pública de Aquisição das ações do Banco BPI, S.A., anunciada pelo CaixaBank, S.A., de 17/5/2016, disponível em <http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR60329.pdf>. (2017/05/15; 18H 27M).
24. Brealey, R., Myers, S.C. & Allen, F. 2011. *Principles of Corporate Finance*, 10th ed., New York, MacGraw Hill.
25. Brown, K. C. e B. A. Brooke. 1993. Institutional Demand and Security Price Pressure: The Case of Corporate Spin-offs, *Financial Analysts Journal*, Vol. 49, Nº 5, pp. 53-62
26. Bruner, Robert F. 2004, *Applied Mergers and Acquisitions*
27. Brunnermeier, M., Pedersen, L.. 2009. Market Liquidity and Funding Liquidity. *Review of Financial Studies*, Society for Financial Studies, vol. 22(6), 2201-2238.
28. Brunnermeier. 2009. Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 77-100.
29. Burch, T. R. e V. Nanda. 2003. Divisional Diversity and the Conglomerate Discount: the evidence from spin-offs, *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, Nº 1, pp. 69-98
30. Câmara, Paulo, et alli. 2010. *A Governação de Sociedades Anónimas nos Sistemas Jurídicos Lusófonos*, Almedina
31. Câmara, Paulo, et alli. 2014, *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro - Um Balanço a Partir da Crise Financeira*, Almedina
32. Campello, M., Giambona, E., Graham, J., Harvey, C., 2011. Liquidity management and corporate investment during a financial crisis. *Review of Financial Studies*, 24(6), 1944-1979.

33. Capron, L. & Pistre, N. 2002. When Do Acquirers Earn Abnormal Returns? *Strategic Management Journal*, 23 (9), pp. 781-94.
34. Carney D, Cuddy (A), Yap (A). 2011. *Review and Summary of Research on the Embodied Effects of Expansive (vs. Contractive) Nonverbal Displays*, http://faculty.haas.berkeley.edu/dana_carney/pdf_Summary_Expansiveness.pdf
35. Cecchetti, S., Disyatat, P., 2009. Central Bank tools and liquidity shortages. *Conference sponsored by the Federal Reserve Bank of New York*.
36. Chandler, A.D. 1990. *Strategy and Structure: Chapters in the History of Industrial Enterprise*, Cambridge, MA, The Massachusetts Institute of Technology Press.
37. Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho Europeu, ao Conselho, ao Banco Central Europeu, ao Comité Económico e Social Europeu, ao Comité das Regiões e ao Banco Europeu de Investimento, *Ação para a Estabilidade, o Crescimento e o Emprego*. 2012. Disponível em http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nd/eccomm2012_pt.pdf.
38. Copeland, T. E, Koller, T. & Murrin, J. 1994. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, New York, John Wiley & Sons.
39. Cordeiro, M. 2010. *Manual de Direito Bancário*. Almedina.
40. Cornett, M., McNutt, J., Strahan, P., Tehranian, H. 2011. Liquidity risk management and credit supply in the financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 101, 297-312.
41. Crocket, A., 2008. Market liquidity and financial stability. *Financial Stability Review*, nº 11 (2), p. 13-17. Banque de France.
42. Crotty, J. 2008. Structural Flaws in deregulated Financial Markets caused the current crisis: A critical evaluation of the new financial Architecture. *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), p. 563-580.

43. Cruz, R. & M. Santos. 2006. *Teoria do Mercado de Capitais*. Mimeo.
44. Cusatis, P. J. et al. 1993, Restructuring through spinoffs: The stock market evidence. *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, Nº 3, pp. 293-311
45. Daley, L. et al., 1997, Corporate Focus and Value Creation: Evidence from Spinoffs, *Journal of Financial Economics*, Vol. 45, Nº 2, pp. 257-281
46. Damodaran, A. 1996. *Corporate Finance: Theory and Practice*, New York: Jonh Wiley & Sons, Inc.
47. Damodaran, A. 2005, *The Value of Synergy*, Stern School of Business. Disponível em http://88.4iranian.com/uploads/The%20Value%20of%20Synergy_886.pdf
48. Damodaran, A. 2007. *Avaliação de Empresas*, 2.ªed., Rio de Janeiro: Editora Pearson Prentice Hall.
49. Damodaran, A. 2015. Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications - The 2015 Edition. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2581517>. (2017/05/15; 18H 27M).
50. Deakin, S. 2014. The coming transformation of shareholder value. *Corporate Governance: An International Review*, 13 (1), pp. 11-18
51. Dey A. 2008. Corporate Governance and Agency Conflicts, *Journal of Accounting Research* Volume 46, Issue 5, pag 1143–1181, December 2008
52. Demiroglu, C., Cristopher, J. 2011. The use of bank lines of credit in corporate liquidity management. *Journal of Banking & Finance*, 35(4).
53. DePamphilis, Donald M. 2016. *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities an integrated approach to process, tools, cases, and solutions*, Elsevier Academic Press
54. Desay, H. e P. C. Jain. 1999., Firm performance and focus: long-run stock market performance following spinoffs, *Journal of Financial Economics*, Vol. 54, Nº 1, pp. 75-101

55. Diamond, D., Dybvig, P. 1983. Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of Political Economy*, 91, 401-419
56. Diamond, D., Rajan, R., 2000. A theory of bank capital. *Journal of Financial*, 55(6), 2431-2465.
57. Diamond, D., Rajan, R. 2001. Liquidity risk, liquidity creation, and financial fragility: a theory of banking. *Journal of Political Economy*, 109, 287-327.
58. Diário de Notícias. 2017. BPI vai subir consideravelmente um conjunto de comissões bancárias a partir de agosto. Abril, 27
59. Diário de Notícias. 2017. O BPI vai subir consideravelmente um conjunto de comissões bancárias a partir de agosto. Maio, 5
60. Dinheiro Vivo. 2017. Violas Ferreira e a OPA ao BPI: “Fomos muito maltratados”.. Março, 7
61. Dinheiro Vivo. 2017. CaixaBank: “O nosso foco está no BPI” : Javier Pano não tem dúvidas, agora que a OPA do CaixaBank ao BPI terminou, o caminho é “crescer de forma orgânica” em Portugal. Abril, 6
62. Duque, João. 1994. *The Meaning of Implied Volatility in Pricing Stock Options Traded in Options Markets*, PhD Thesis, Manchester Business School, Manchester University.
63. Eco, economia Online. 2016. AG do BPI suspensa a pedido do CaixaBank. Nova reunião a 13 de dezembro, disponível em www.eco.pt. (2017/05/15; 18H 27M).
64. Eco, economia Online. 2017. CaixaBank entra no BPI... e as comissões disparam. Maio, 3
65. Económico. 2016. Chumbo à idoneidade aos administradores angolanos no BIC ditou o fim do acordo no BPI, abril, 18
66. Económico. 2016. Governo dinamita poder de bloqueio de Isabel dos Santos no BPI. Abril, 18

67. Económico. 2016. CaixaBank lança hoje OPA sobre o BPI. Abril, 18
68. Económico. 2016. OPA: CaixaBank paga 1,113 euros por cada ação do BPI abril, 18
69. Económico. 2016. Governo arrisca batalha jurídica com Isabel dos Santos, abril, 19
70. Económico. 2016. Isabel dos Santos acusa Governo de ser "parcial" no caso BPI, abril, 19
71. Económico. 2016. Haitong: Oposição de Angola pode colocar Santoro e Caixa Bank de novo a negociar. Abril, 19
72. Económico. 2016. BPI e Isabel dos Santos abertos a um entendimento. Abril, 20
73. Económico. 2016. Isabel dos Santos critica Governo e diz que nova lei não resolve problema do BPI em Angola. Abril, 20
74. Económico. 2016. Caixa Bank poderá aumentar o capital para financiar a compra do BPI, in "Económico" . Abril, 20
75. Económico. 2016. O que diz a lei angolana sobre as condições em que o BNA pode chumbar a OPA. Abril, 20
76. Económico. 2016. CMVM vai analisar se OPA ao BPI precisa de luz verde de Luanda, abril, 20
77. Económico. 2016. Isabel dos Santos contra-ataca, Isabel dos Santos fez ontem um comunicado ao mercado a explicar porque razão não se fez negócio com o Caixa ank no BPI. Abril, 20
78. Económico. 2016. Isabel dos Santos diz que não quebrou acordo com o Caixa Bank no BPI, in "Económico" . Abril, 20
79. Económico. 2016. BPI: Marcelo recusa comentar acusações da holding Santoro, in "Económico. Abril, 20
80. Económico. 2016. BPI defende que não Económico. 2016. pode ser alvo de sanção do BCE, . Abril, 20

81. Económico. 2016. Blindagem de voto Económico. 2016. s nos bancos caduca no final do ano. Abril, 20
82. Económico. 2016. Asco, A blindagem dos estatutos das empresas, especialmente a banca, nunca teve outro objetivo que não fosse proteger certos acionistas à custa de todos os outros, dos consumidores de serviços bancários e dos contribuintes. Abril, 20
83. Económico. 2016. Dos males, o menor.... Abril, 20
84. Económico. 2016. Acionistas do BPI chumbam continuidade de Ulrich à frente do banco. Abril, 28
85. Económico. 2016. BPI admite voltar à proposta de cisão dos ativos africanos. Abril, 28
86. Económico. 2016. BPI: Caixa Bank diz que negociações com Santoro se resumem a risco de Angola. Abril, 28
87. Económico. 2016. Minoritários do BPI exigem subida do preço da OPA para aprovar desblindagem, Tiago Violas, maior acionista português do BPI, vai votar contra desblindagem dos estatutos. Caixa Bank precisa dos votos dos minoritários - 13,5% do capital - para desbloquear estatutos do BPI. Abril, 29
88. Económico. 2016. Continuidade de Fernando Ulrich à frente do BPI vai voltar à AG. Abril, 29
89. Económico. 2016. Ulrich confirma solução de troca de ações do BFA pelo BPI. Maio, 2
90. Económico. 2016. Caixa Bank entrega hoje pedido de registo da OPA ao BPI. Maio, 9
91. Económico. 2016. Violas está "muito curioso" sobre resposta de Ulrich à OPA do Caixa Bank. Maio, 12
92. Económico. 2016. Caixa Bank aumenta participação no BPI com olhos postos na AG da desblindagem de votos. Maio, 13

93. Económico. 2016. Isabel dos Santos pede auditor independente para fixar preço na OPA do CaixaBank. Maio, 13
94. Económico. 2017. Assembleia do BPI que decidiu venda de 2% do BFA impugnada. Fevereiro, 2
95. Económico. 2017. Violas sai do BPI e na banca só lhe interessa o Novo Banco. Fevereiro, 7
96. Económico. 2017. CMVM regista OPA do CaixaBank sobre BPI. Janeiro, 16
97. Económico. 2017. BPI reforça capital com emissão de 300 milhões subscrita pelo CaixaBank, março, 17
98. Económico. 2017. BPI convoca Assembleia para 26 de abril para eleger novos administradores, abril, 3
99. Económico. 2017. BPI vai subir em 61% os lucros trimestrais, perspectiva Caixa BI. Abril, 19
100. Económico. 2017. BCE já faz a supervisão do BPI em conjunto com o CaixaBank. Maio, 5
101. Expresso. 2016. O que se passa com o BPI explicado em cinco pontos. Setembro, 9
102. Expresso. 2016. Assembleia do BPI. Violas lança suspeitas sobre adiamento. Tiago Violas desconfia que a razão do adiamento da assembleia do BPI para aprovar a venda de 2% do Banco de Fomento Angola está na transferência dos dividendos de Angola. Novembro, 25
103. Expresso. 2017. CaixaBank fica com 84,5% do BPI: CaixaBank comprou 568,3 milhões de ações durante a OPA, o que terá obrigado a um investimento de 664,8 milhões de euros. Fevereiro, 8
104. Fama, E. F. 1991. Efficient Capital Markets: II, *The Journal of Finance*, 46 (5), pp.1575 – 1617.

105. Ferreira, D. 2002, *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas*, Lisboa: Edições Sílabo, 2, Sílabo Gestão.
106. Ferreira, L. 2014. *Recuperação pós-crise e desempenho macroeconómico de longo prazo: O papel do sistema bancário na zona euro*. Dissertação de Mestrado, Universidade de Coimbra.
107. FMI. 2008. Perspetiva económica mundial. Fundo Monetário Internacional. Washington D.C., disponível em https://aventadores.files.wordpress.com/2013/02/relatorio_fmi-versao_final.pdf
108. Francis, W., Osborne, M.. 2009. Bank regulation, capital and credit supply: measuring the impact of prudential standards. *Occasional papers* 36. Setembro. Financial Services Authority.
109. Gatev, E., Strahan, P. 2006. Banks advantage in hedging liquidity risk. *Journal of Financial*, 61(2), 867-892.
110. Gatev, E., Schuermann, T., Strahan, P., 2009. Managing bank liquidity risk. *Review of Financial Studies*. Oxford University Press. 22(3), p. 995-1020.
111. Gilson, S. C. 1998, Course Overview: Creating Value Through Corporate Restructuring, *Investigação - Trabalhos em Curso*, Nº 110368, Social Science Research Network
112. Gilson, S. C. et al. 1998, Information Effects of Spin-offs, Equity Carve-outs, and Targeted Stock Offerings, *Investigação - Trabalhos em Curso*, Nº 42904, Social Science Research Network
113. Gorton, G., Winton, A. 2000. *Liquidity provision, bank capital and the macroeconomy*. University of Minnesota. Working Paper. Disponível para consulta em https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=CICF2014&paper_id=904. (2017/05/15; 18H 27M).

114. GPEARI. 2009. Reforma da Supervisão Financeira em Portugal. Ministério das Finanças: disponível para consulta em <http://www.gpeari.min-financas.pt/arquivo-interno-de-ficheiros/Consulta-publica-reforma-da-supervisao-em-Portugal.pdf>
115. Hall, P., 2013. Anatomy of the Euro Crisis. *Harvard Magazine*. Disponível para consulta em <http://www.tinyurl.com/lhxbts5>
116. Halpern, P. 1982, Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions. *The Journal of Finance*, 38 (2), pp. 297-317.crisis. Harvard Magazine.
117. Hite, G. L. e J. E. Owers, 1983, Security Price Reactions around Corporate Spin-Off Announcements. *Journal of Financial Economics* Vol. 12, N° 4, pp. 409-436
118. Hunselen, M. 2013. *Credit Portfolio Management*. Coleção Global Financial Markets.Palgrave Macmillan.
119. Ivashina, V., Scharfstein 2010. Bank Lending during the financial crisis 2008. *Journal of Financial Economics*, vol. 97, 319-338.
120. Iyer, R., Lopes, S., Peydro, J. L., e Schoar, A. 2010. *Interbank liquidity crunch and the firm credit crunch: Evidence from the 2007-2009 crisis*. Unpublished, MIT
121. Jensen, M. C. & Meckling W. H. 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3 (4), pp. 305-360
122. Jensen, M. C. e Ruback, R.S. 1983. The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics*, 11 (1), pp. 5-50.
123. Johnson, G. A. et al. 1994. The Market Reaction to Voluntary Corporate Spinoffs: Revisited, Quarterly. *Journal of Business & Economics*, Vol. 33, N° 4, pp. 44-59

124. Jornal de Negócios. 2016. Acionistas dos bancos decidem fim dos limites aos direitos de voto, abril, 18
125. Jornal de Negócios. 2016. Acionistas dos bancos decidem fim dos limites aos direitos de voto, abril, 18
126. Jornal de Negócios. 2016. CaixaBank avança com OPA ao BPI esta segunda-feira, abril, 18
127. Jornal de Negócios. 2016. Marcelo já promulgou diploma que permite resolver impasse no BPI, abril, 19
128. Jornal de Negócios. 2016. Isabel dos Santos: acordo com o Caixa Bank "nunca foi finalizado abril, 19
129. Jornal de Negócios. 2016. CaixaBank diz que Novo Banco não faz parte dos planos. Abril, 19
130. Jornal de Negócios. 2016. CaixaBank mandará no BPI mesmo que a OPA falhe. Abril, 28
131. Jornal de Negócios. 2016. Já começou a AG do BPI que abre a porta à continuação de Ulrich. Abril, 28
132. Jornal de Negócios. 2016. CaixaBank confia na continuidade de Ulrich como líder do BPI. Abril, 29
133. Jornal de Negócios. 2016. Violas Ferreira apoiou alteração de estatutos para reeleger Ulrich. Abril, 29
134. Jornal de Negócios. 2016. Fernando Ulrich: Alterações na gestão não estão em causa neste momento. Abril, 29
135. Jornal de Negócios. 2016. CMVM suspende negociação das ações do BPI.. Julho, 21
136. Jornal de Negócios. 2016. Acionistas desblindam BPI e abrem caminho à OPA do CaixaBank. Setembro, 21
137. Jornal de Negócios. 2016. Caixabank pede registo para OPA sobre o BPI. Outubro, 10

138. Jornal de Negócios. 2016. Gestão do BPI avalia ações acima do preço da OPA.. Outubro, 13
139. Jornal de Negócios. 2016. Violas quer travar votos do CaixaBank e da Santoro no BPI. Novembro, 2
140. Jornal de Negócios. 2016. BPI teria prejuízos se já tivesse vendido 2% do BFA.. Novembro, 11
141. Jornal de Negócios. 2016. Pequenos acionistas podem complicar OPA do Caixabank ao BPI. Novembro, 22
142. Jornal de Negócios. 2017. EBA dá como certa a saída de Isabel dos Santos do BPI Isabel dos Santos ainda não disse se vende a sua posição na OPA do CaixaBank sobre o BPI. Janeiro, 12
143. Jornal de Negócios. 2017. OPA ao BPI começa esta terça-feira e vai até 7 de fevereiro. Janeiro, 16
144. Jornal de Negócios. 2017. Fernando Teles encaixou 6,4 milhões com venda no BPI: A participação no BPI atribuível ao angolano Banco BIC, depois da oferta pública de aquisição (OPA) lançada pelo CaixaBank, e da alienação pelo chairman Fernando Teles ficou reduzida a 1.650 ações, detidas pelo administrador Fernando Aleixo Duarte. Fevereiro, 16
145. Jornal de Negócios. 2017. BPI faz emissão de dívida de 300 milhões para respeitar exigências do BCE. Março, 17
146. Jornal de Negócios. 2017. Angola deve ditar regresso do Banco BPI aos prejuízos. Abril, 25
147. Jornal de Negócios. 2017. Angola dá mais resultado ao BPI mesmo sem controlo: Angola gerou mais resultados recorrentes para o BPI, apesar de a instituição ter reduzido a sua participação no BFA. Abril, 26
148. Jornal de Negócios. 2017. BPI, o banco nascido em democracia. Abril, 28

149. Jornal de Negócios. 2017. CaixaBank aposta no crescimento do BPI até ser o maior banco. Abril, 28
150. Jornal de Negócios. 2017. Efeito BPI: Lucros do CaixaBank disparam 48% para 403 milhões. Abril, 28
151. Jornal de Notícias. 2016. A exigência do BCE que Abriu Guerra no BPI, abril 18.
152. La Porta R, Lopez-de-Silanes S, Shleifer A.1999. Corporate Ownership around the World, *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2 (Apr., 1999), pp. 471-517
153. Kargin, A. G. S. 2001. *Mergers and Tender Offers: A Review of the Literature*, *Yönetim Ve Ekonomi*
154. Kashyap, A., Rajan, R., Stein, J.. 2002. Bank as liquidity providers. *Journal of Finance*, 57(1), 33-73.
155. King, D.R., Dalton, D.R., Daily, C.M. & Covin, J.G. 2004. Meta-Analyses of Post-Acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators, *Strategic Management Journal*, 25 (2), pp.187-200.
156. Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. 2005, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 4.^a ed., New Jersey, John Wiley & Sons, Inc.
157. Kotler, P, Berger, R, Bickhoff, N.. 2010. *The Quintessence of Strategic Management: What You Really Need to Know to Survive in Business*. Springer
158. KPMG. 1999. *Unlocking Shareholder Value: The Keys to Success – Mergers e Acquisitions: A Global Research Report*, London, IDP Design Consultants.
159. Krishnaswami, S. e V. Subramaniam. 1999. Information Asymmetry, Valuation, and the Corporate Spin-off Decision, *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, N^o 1, pp. 73-112

160. Krugman, P. 2009. *The return of depression economics and the crisis os 2008*. New York. W.W. Norton & Company Inc.
161. Matos, P. V. & Rodrigues, V. 2000. *Fusões e Aquisições: Motivações, Efeitos e Política*, Cascais, Principia.
162. McConnell, J. J. et al. 2001, Spin-Offs, Ex Ante, *The Journal of Business*, Vol. 74, Nº 2, pp. 245-280
163. Michaely, R. e H. W. Shaw. 1995. The Choice of Going Public: Spin-Offs vs. Carve-Outs, *Financial-Management*, Vol. 24, Nº 3, pp. 5-21
164. Miles, J. A. e J. R. Woolridge. 1999. Spin-offs and Equity Carve-Outs, Morristown, NJ: *Financial Executives Reserch Foundation*. Disponível em <https://www.financialexecutives.org>
165. Miles, J. A. e J. D. Rosenfeld 1983. The Effect of Voluntary Spin-Off Announcements of Shareholder Wealth, *The Journal of Finance*, Vol. 38, Nº 5, pp. 1597-1606
166. Morck, R., Vishny, R. e Shleifer, A. 1990, The Stock Market and Investment: Is the Market a Sideshow?, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 157-215.
167. MSN Finance. Market. Disponível em www.msn.com. (2017/05/15; 18H 27M).
168. Neves, P. D. 2010. *Crise financeira internacional - impactos e desafios*, Banco de Portugal. Disponível em <http://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeoEurosistema/IntervencoesPublicas/Lists/FolderDeListaComLinks/Attachments/99/interv20100519.pdf>. (2017/05/15; 18H 27M).
169. Notícias ao Minuto. 2017. BPI: Pequenos acionistas pedem impugnação da decisão de venda do BFA. Janeiro, 13
170. Nouriel R, Brad S. 2004. *Bailouts or bail-ins? : responding to financial crises in emerging economies*. New York : Columbia University Press

171. O Observador. 2016. É pena que [o acordo entre CaixaBank e Isabel dos Santos] não se tenha vindo a confirmar. Abril, 17
172. O Observador. 2016. Não há acordo. BPI acusa Isabel dos Santos de “desrespeitar” o que tinha sido acordado. Abril, 17,
173. O Observador. 2017. BPI já recebeu 66 milhões de euros de dividendos de Angola. Janeiro, 26
174. O Observador. 2017. Lucros do BPI sobem 32% para 313 milhões em 2016
175. Oldfield, G. S., & Santomero, A. M. 1997. The Place of Risk Management in Financial Institutions. Obtido em 30 de abril de 2015, de Wharton School - University of Pennsylvania: disponível em <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/95/9505.pdf>. (2017/05/15; 18H 27M).
176. Pacheco, L. P. K. 2016. *Reestruturação e Reorganização Empresarial*. Não publicado, MBAatlântico LuandaRioJaneiroPorto, Católica Porto Business School
177. Parrino, R. 1997. Spinoffs and Wealth Transfers: The Marriott Case, *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, Nº 2, pp. 241-274
178. Pautler, P. A. 2001, *Evidence on Mergers and Acquisitions, A Review of Business Consulting Literature*, Federal Trade Commission, Bureau of Economics, Draft paper, Disponível em: https://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/reports/evidence-mergers-andacquisitions/wp243_0.pdf . (2017/05/15; 18H 27M).
179. Peng e Sauerwald. 2012. *Informal institutions, shareholder coalitions, and principal–principal conflicts*, Springer Science+Business Media, LLC 2012

180. Porter, M. e Kramer E. 2006. The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. *Harvard Business Review* 84 (12), 78–92.
181. Porter, M. e Kramer E. 2011. Creating Shared Value. *Harvard Business Review* 89(1/2), 62–77.
182. Qian, B. e S. Sudarsanam. 2006. *Do Stock Markets Underreact to Spinoff Announcements? The European Evidence, Investigação*. Cranfield School of Management
183. Resolução *Rumo a uma verdadeira União Económica e Monetária*, European Central Bank. 2017. Disponível em www.ecb.europa.eu. (2017/05/15; 18H 27M).
184. Reuters Finance. Markets. Disponível em <http://www.reuters.com>. (2017/05/15; 18H 27M).
185. Rock, M.L., Rock, R.H. & Sikora, M. 1994. *The Mergers and Acquisitions Handbook*, 2nd ed., New York: McGraw-Hill.
186. Santoro Finance. Comunicado da Santoro Finance - Prestação de Serviços, SA de 19/4/2016. Disponível em http://cdn.jornaldenegocios.pt/files/2016-04/19-04-2016_15_43_15_Comunicado_Santoro_19_Abril_2016.pdf
187. Seth, A. 1990, Value Creation in Acquisitions A Re-examination of Performance Issues, *Strategic Management Journal*, 11 (2), pp.99 – 115.
188. Sheen, A. 2014, The Real Product Market Impact of Mergers, *The Journal of Finance*, 69 (6), pp.2651- 2688.
189. Stewart, G. B. 1999. *The Quest For Value: A Guide for Senior Managers*, New York: HarperCollins.
190. Sirower, M.L. & Sahni, S. 2006. Avoiding the Synergy Trap: Practical Guidance on M&A Decisions for CEOs and Boards, *Journal of Applied Corporate Finance*, 18 (3), pp. 83-95.

191. TVI, Assembleia-geral do BPI sobre venda do BFA foi suspensa
Suspensão foi aprovada pelos acionistas que deverão voltar a reunir-se a
13 de dezembro. Disponível www.tvi.iol.pt. Novembro, 23. (2017/05/15;
18H 27M).
192. Veld, C. e Y. V. Veld - Merkoulova. 2008. Value creation through
spin-offs: A review of the empirical evidence", *Investigação - Trabalhos
em Curso*, Nº 905137, *Social Science Research Network*
193. Veld, C. e Y. V. Veld - Merkoulova. 2001. Do Spin-offs Really
Create Value? The European Case, *Investigação - Trabalhos em Curso*, Nº
76, Center for Economic Research, Tilburg University
194. Vijh, A. M.. 1994, The Spinoff and Merger Ex-Date Effects, *The
Journal of Finance*, junho 1994
195. Vroom, H. J. e R. Frederikslust. 1999. Shareholders wealth effects
of corporate spinoffs, *Investigação - Trabalhos em Curso*, Nº 173829, Social
Science Research Network
196. Weerthof, R. v. 2011. *Programa de Gestão de Risco do SAS Institute na
Europa*. Disponível em <http://gestaoderisco.no.sapo.pt/GestaoRisco.html>.
(2017/05/15; 18H 27M).
197. Wheatley, C. M. et al. 1997. Financial Disclosure And Valuation
Revisions Around Voluntary Corporate Spin-Offs. *Investigação - Trabalhos
em Curso*, Nº 38262, Social Science Research Network
198. Wernerfelt, B. 1984. A Resource-Based Review of The Firm,
Strategic Management Journal, 5 (2) pp.171-180.
199. Weston, J. F., Chung, K. S. & Hoag, S. E. 1990. *Mergers,
Restructuring and Corporate Control*, Englewood Cliffs, NJ, Prentice-Hall.
200. Yin, R. K .2009. *Case Study Research, Design and Methods*, 4ª Edição,
Sage

Anexo

Anexo 1 - Tabela Cronológica do caso BPI

<ul style="list-style-type: none">• 2012<ul style="list-style-type: none">○ O Banco Itaú deixa o BPI e entra Isabel dos Santos, através da Santoro, como acionista do BPI.
<ul style="list-style-type: none">• Novembro 2014<ul style="list-style-type: none">○ O BCE anuncia as novas medidas do MUS, que importam a necessidade de redução da exposição do BPI ao BFA, sendo inevitável a alienação do ativo do BPI
<ul style="list-style-type: none">• 17/4/2016<ul style="list-style-type: none">○ Comunicado de 17 de abril de 2016 do Banco BPI, S.A.○ António Costa: “É pena que [o acordo entre Caixa Bank e Isabel dos Santos] não se tenha vindo a confirmar”, in O Observador, (2016) abril, 17: O primeiro-ministro lamentou que o acordo entre o Caixa Bank e a Santoro tenha fracassado, mas mostrou-se confiante nas decisões que serão tomadas pelo BPI, dizendo que o Governo sairá de cena.○ “Não há acordo. BPI acusa Isabel dos Santos de “desrespeitar” o que tinha sido acordado”, in O Observador (2016), abril, 17: O BPI comunicou que o acordo alcançado há uma semana ficou sem efeito. E acusa Isabel dos Santos de desrespeitar o que tinha ficado acordado. Banco está a negociar com o BCE.
<ul style="list-style-type: none">• 18/4/2016<ul style="list-style-type: none">○ Comunicado de 18 de abril de 2016 do Banco BPI, S.A., no qual O Banco BPI, S.A. informa sobre apresentação de áudio webcast da OPA sobre o BPI publicada pelo Caixa Bank, S.A.○ “Acionistas dos bancos decidem fim dos limites aos direitos de voto”, in Jornal de Negócios (2016) abril, 18: O Governo avançou com um diploma, Belém promulgou, mas serão os acionistas, reunidos em assembleias gerais, que vão decidir se os estatutos continuam blindados. No caso do BPI, o decreto-lei atira o fim da OPA para setembro. Serão os acionistas dos bancos a decidir se querem, efetivamente, retirar os limites aos direitos de voto.○ “Caixa Bank avança com OPA ao BPI esta segunda-feira”, in “Jornal de Negócios”, 18/4/2016○ “Chumbo à idoneidade aos administradores angolanos no BIC ditou o fim do acordo no BPI, in Económico (2016), abril, 18○ “Governo dinamita poder de bloqueio de Isabel dos Santos no BPI”, in Económico, 18/4/2016○ “Caixa Bank lança hoje OPA sobre o BPI”, in Económico, 18/4/2016○ OPA: Caixa Bank paga 1,113 euros por cada ação do BPI, in Económico, 18/4/2016
<ul style="list-style-type: none">• 19/4/2016<ul style="list-style-type: none">○ Anúncio preliminar de torna-se pública a decisão de lançamento pelo Caixa Bank, S.A. (“Oferente” ou “Caixa Bank”) de uma oferta pública geral e

voluntária de aquisição das ações representativas do capital social do Banco BPI, S.A. ("Oferta")
○ Comunicado do BPI de 19/4/2016
○ Marcelo já promulgou diploma que permite resolver impasse no BPI, Jornal de Negócios (2016), 19/4/2016 : "O Presidente da República promulgou esta segunda-feira o diploma aprovado na quinta-feira pelo Conselho de Ministros e que abre a porta à desblindagem dos estatutos do BPI"
○ Isabel dos Santos: acordo com o Caixa Bank "nunca foi finalizado", Jornal de Negócios (2016), 19/4/2016: Um dos pontos em que nunca houve acordo foi o "spin-off" do Banco Fomento Angola. A Santoro acusa também o Governo português de tomar uma medida "declaradamente parcial"
○ Caixa Bank diz que Novo Banco não faz parte dos planos, in Jornal de Negócios (2016)
○ Governo arrisca batalha jurídica com Isabel dos Santos, in Económico (2016)
○ Isabel dos Santos acusa Governo de ser "parcial" no caso BPI, in Económico (2016)
○ Haitong: Oposição de Angola pode colocar Santoro e Caixa Bank de novo a negociar, Económico (2016)
○ Comunicado da Santoro Finance - Prestação de Serviços, SA de 19/4/2016
● 20/4/2016
○ BPI e Isabel dos Santos abertos a um entendimento, Económico (2016): Depois de fortes críticas um ao outro ambos acabam os comunicados a abrir a porta a um novo entendimento para um divórcio definitivo.
○ Isabel dos Santos critica Governo e diz que nova lei não resolve problema do BPI em Angola Económico (2016)
○ Caixa Bank poderá aumentar o capital para financiar a compra do BPI, Económico (2016)
○ O que diz a lei angolana sobre as condições em que o BNA pode chumbar a OPA Económico (2016)
○ CMVM vai analisar se OPA ao BPI precisa de luz verde de Luanda Económico (2016)
○ Isabel dos Santos contra-ataca, Isabel dos Santos fez ontem um comunicado ao mercado a explicar por que razão não se fez negócio com o Caixa Bank no BPI Económico (2016)
○ Isabel dos Santos diz que não quebrou acordo com o Caixa Bank no BPI, Económico (2016)
○ BPI: Marcelo recusa comentar acusações da <i>holding</i> Santoro, Económico (2016)
○ BPI defende que não pode ser alvo de sanção do BCE, Económico (2016)
○ Blindagem de votos nos bancos caduca no final do ano, Económico (2016)
○ Asco, A blindagem dos estatutos das empresas, especialmente a banca, nunca teve outro objetivo que não fosse proteger certos acionistas à custa de todos os outros, dos consumidores de serviços bancários e dos contribuintes, Hélder Ferreira, in Económico (2016)
○ Dos males, o menor...Ricardo Sousa, in "Económico (2016)
● 28/4/2016
○ Caixa Bank mandará no BPI mesmo que a OPA falhe, in Jornal de Negócios (2016)
○ BPI: Caixa Bank diz que negociações com Santoro se resumem a risco de

Angola, in Económico (2016)
<ul style="list-style-type: none"> ○ Já começou a AG do BPI que abre a porta à continuação de Ulrich, in Jornal de Negócios (2016)
<ul style="list-style-type: none"> ○ Isabel dos Santos chumba continuidade de Ulrich no BPI, in Económico (2016)
<ul style="list-style-type: none"> ○ Acionistas do BPI chumbam continuidade de Ulrich à frente do banco, in Económico (2016)
<ul style="list-style-type: none"> ○ BPI admite voltar à proposta de cisão dos ativos africanos, in Económico (2016)
<ul style="list-style-type: none"> • 29/4/2016
<ul style="list-style-type: none"> ○ Caixa Bank confia na continuidade de Ulrich como líder do BPI, in Jornal de Negócios (2016)
<ul style="list-style-type: none"> ○ Violas Ferreira apoiou alteração de estatutos para reeleger Ulrich, in Jornal de Negócios (2016)
<ul style="list-style-type: none"> ○ Fernando Ulrich: Alterações na gestão não estão em causa neste momento, in Jornal de Negócios (2016)
<ul style="list-style-type: none"> ○ Minoritários do BPI exigem subida do preço da OPA para aprovar desblindagem, Tiago Violas, maior acionista português do BPI, vai votar contra desblindagem dos estatutos. Caixa Bank precisa dos votos dos minoritários - 13,5% do capital - para desbloquear estatutos do BPI, in Económico (2016)
<ul style="list-style-type: none"> ○ Continuidade de Fernando Ulrich à frente do BPI vai voltar à AG, in Económico (2016)
<ul style="list-style-type: none"> • 2/5/2016
<ul style="list-style-type: none"> ○ Ulrich confirma solução de troca de ações do BFA pelo BPI, in Económico (2016)
<ul style="list-style-type: none"> • 9/5/2016
<ul style="list-style-type: none"> ○ CaixaBank entrega hoje pedido de registo da OPA ao BPI, in Económico (2016)
<ul style="list-style-type: none"> • 12/5/2016
<ul style="list-style-type: none"> ○ Violas está "muito curioso" sobre resposta de Ulrich à OPA do CaixaBank, in Económico (2016)
<ul style="list-style-type: none"> • 13/5/2016
<ul style="list-style-type: none"> ○ CaixaBank aumenta participação no BPI com olhos postos na AG da desblindagem de votos, in Económico (2016)
<ul style="list-style-type: none"> • 17/5/2016
<ul style="list-style-type: none"> ○ Relatório do Conselho de Administração do Banco BPI, S.A., elaborado nos termos do número 1 do artigo 181.º do Código dos Valores Mobiliários sobre a oportunidade e as condições da Oferta Pública de Aquisição das ações do Banco BPI, S.A., anunciada pelo CaixaBank, S.A.
<ul style="list-style-type: none"> ○ Isabel dos Santos pede auditor independente para fixar preço na OPA do CaixaBank, in Económico (2016)
<ul style="list-style-type: none"> • 21/7/2016
<ul style="list-style-type: none"> ○ CMVM suspende negociação das ações do BPI. As ações do BPI não vão ser negociadas "até à divulgação de informação relevante sobre o emitente". A decisão da administração da CMVM é tomada no dia em que será votada a desblindagem dos estatutos. Jornal de Negócios (2016)
<ul style="list-style-type: none"> • 6/9/2016
<ul style="list-style-type: none"> ○ O que se passa com o BPI explicado em cinco pontos. "Receios de que o Caixa Bank desista da oferta pública de aquisição (OPA) sobre o BPI levou as ações do banco a cair 5,3% em Bolsa, esta segunda-feira. O BPI recuperou ligeiramente e fechou a cair 3,02%. Mas a possibilidade da desistência,

levantada por uma notícia do “El Confidencial”, deixou dúvidas. Esta terça-feira poderá ser um dia decisivo para o BPI. Ou não.” In Expresso, 2016

- 21/9/2016

- Acionistas desblindam BPI e abrem caminho à OPA do Caixa Bank. Os acionistas do BPI colocaram um ponto final do limite aos direitos de voto. A oferta do Caixa Bank poderia avançar depois da abstenção de Isabel dos Santos. Os acionistas do Banco BPI aprovaram a desblindagem dos estatutos. O sim foi dado na terceira assembleia-geral que discutiu o tema. Isabel dos Santos absteve-se. O fim ao limite de 20% imposto aos direitos de voto é uma condição essencial para que a oferta pública de aquisição lançada pelo Caixa Bank siga em frente. Embora tenha estado sempre contra a desblindagem, a Santoro de Isabel dos Santos, com 18,6% do BPI, absteve-se na votação desta quarta-feira 21 de setembro, abrindo caminho para o sucesso da OPA dos catalães. O BPI colocou uma proposta em cima da mesa para um acordo com a Santoro, de Isabel dos Santos, com 18,6%: a administração de Artur Santos Silva, vendendo Fernando Ulrich 2% do Banco do Fomento de Angola (BFA) à Unitel, também da empresária angolana. Deste modo, o BPI perde o controlo daquele banco em Angola. Em troca, o BPI recebe 28 milhões e a aprovação da Santoro para a desblindagem. Também assim o BPI consegue responder ao BCE, que obriga a uma redução da exposição a Angola. Um dia depois, houve a aprovação dos acionistas na terceira reunião que debateu o assunto. A primeira assembleia ocorreu a 22 de julho e foi travada por uma providência cautelar colocada pelo Grupo Violas, com 2,7% do BPI, à proposta feita pela administração para a desblindagem dos estatutos. A segunda foi a 6 de setembro, dia em que ainda não havia uma resposta do tribunal à providência. A terceira, quinze dias depois, e depois de pressão do Banco Central Europeu, termina com uma posição que favorece a OPA do Caixa Bank. Duas propostas a votação: Na assembleia-geral, onde estiveram presentes 502 acionistas a representar 88,27% do capital, havia duas propostas de desblindagem dos estatutos em cima da mesa. A primeira era a da administração que, por ter partido do conselho, era votada sem qualquer limite de voto (o Caixa Bank votava com 45% e não com 20%), à luz do diploma governamental que obrigou os bancos a deliberarem sobre o fim de limites de voto. Só que havia a providência cautelar a impedir a sua votação. Ora, a mesa da assembleia permitiu a votação à condição (até que fosse homologada a desistência da providência por Violas Ferreira). Foi aprovada pelos acionistas com 94,04% dos votos expressos favoráveis, cumprindo os dois terços exigidos pelo diploma. A segunda proposta era do grupo Violas que, por não ter partido da administração, era votada consoante os estatutos do BPI, ou seja o Caixa Bank votava apenas por 20% dos votos. Mesmo assim, a proposta avançou tendo em conta a abstenção da Santoro. Foi obtida aprovação por 88,22% dos votos expressos, acima dos 75% exigidos pelos estatutos. Violas anuncia retirada de providências: Esta terça-feira, o Grupo Violas, com 2,7% do BPI, anunciou à administração do BPI que iria retirar as duas providências cautelares que tinha colocado: a da nomeação de Osório de Castro para presidente da mesa da assembleia-geral; a proposta de desblindagem da administração. A informação foi transmitida por Artur Santos Silva na conferência de imprensa após a assembleia-geral. Foi essa indicação dada por Tiago Violas Ferreira que deu suporte à administração para que a sua proposta de desblindagem fosse votada, à condição. E foi devido a essa indicação que Osório de Castro assumiu a liderança da mesa (na última

assembleia-geral, devido à providência cautelar, a mesa tinha sido presidida pelo líder do conselho fiscal).in Jornal de Negócios (2016)
<ul style="list-style-type: none"> • 10/10/2016 <ul style="list-style-type: none"> ○ Caixa Bank pede registo para OPA sobre o BPI, in Jornal de Negócios (2016)
<ul style="list-style-type: none"> • 13/10/2016 <ul style="list-style-type: none"> ○ Gestão do BPI avalia ações acima do preço da OPA. A administração do BPI aprovou esta quinta-feira o seu parecer sobre a OPA do Caixa Bank. A gestão volta a rever em baixa a avaliação das ações do banco, apontando agora para 1,38 euros. Caixa Bank promete concentrar novos serviços em Portugal. In Jornal de Negócios (2016)
<ul style="list-style-type: none"> • 2/11/2016 <ul style="list-style-type: none"> ○ Violas quer travar votos do Caixa Bank e da Santoro no BPI. A Violas Ferreira Finance, maior acionista português do BPI, quer impedir Isabel dos Santos e o Caixa Bank de votarem na assembleia-geral. In Jornal de Negócios (2016)
<ul style="list-style-type: none"> • 11/11/2016 <ul style="list-style-type: none"> ○ BPI teria prejuízos se já tivesse vendido 2% do BFA. O BPI quantificou esta sexta-feira o impacto que teria tido nas suas contas dos primeiros nove meses do ano a venda à Unitel de 2% do capital do Banco Fomento de Angola (BFA), se esta se tivesse processado a 30 de setembro. In Jornal de Negócios, (2016)
<ul style="list-style-type: none"> • 22/11/2016 <ul style="list-style-type: none"> ○ Pequenos acionistas podem complicar OPA do Caixa Bank ao BPI. A Associação de Investidores e Analistas Técnicos acusa o Caixa Bank de favorecer Isabel dos Santos, com a venda dos 2% detidos pelo BPI no Banco de Fomento Angola. In Jornal Económico (2016)
<ul style="list-style-type: none"> • 23/11/2016 <ul style="list-style-type: none"> ○ Assembleia-geral do BPI sobre venda do BFA foi suspensa Suspensão foi aprovada pelos acionistas que deverão voltar a reunir-se a 13 de dezembro. www.tvi.iol.pt, (2016) ○ AG do BPI suspensa a pedido do Caixa Bank. Nova reunião a 13 de dezembro, Eco Economia Online (2016)
<ul style="list-style-type: none"> • 25/11/2016 <ul style="list-style-type: none"> ○ Assembleia do BPI. Violas lança suspeitas sobre adiamento. Tiago Violas desconfia que a razão do adiamento da assembleia do BPI para aprovar a venda de 2% do Banco de Fomento Angola está na transferência dos dividendos de Angola. Expresso (2016)
<ul style="list-style-type: none"> • 13/12/2016 <ul style="list-style-type: none"> ○ BPI. Assembleia-geral aprova venda do BFA por maioria qualificada: Os acionista do BPI, reunidos em Assembleia Geral, aprovaram esta terça-feira a venda de 2% do Banco de Fomento de Angola à Unitel, de Isabel dos Santos, pondo fim a um processo negocial que se arrasta há dois anos para responder à exigência do Banco Central Europeu de redução da exposição do banco português aos grandes riscos em Angola. Numa assembleia geral em que estiveram representados 223 acionistas, detentores de 84,15% do capital, a venda dos 2% do banco angolano à Unitel foi decidida com a abstenção de 76% das ações representadas. Questionado se o Caixa Bank e a Santoro estariam entre os acionistas que se abstiveram, o presidente do BPI, Artur Santos Silva recusou falar de entidades concretas. “O que interessa e é importante salientar é que, neste processo e chegado a este ponto final, só 3,8% do capital social [total do banco] é que não estava de acordo com esta solução”, frisou, in Dinheiro

Vivo (2016)
<ul style="list-style-type: none"> • 5/1/2017 <ul style="list-style-type: none"> ○ BPI já recebeu 66 milhões de euros de dividendos de Angola. O BPI já recebeu os dividendos do Banco de Fomento de Angola (BFA) referentes a 2014 e 2015, no valor de 66,1 milhões de euros. In Observador (2017)
<ul style="list-style-type: none"> • 12/1/2017 <ul style="list-style-type: none"> ○ EBA dá como certa a saída de Isabel dos Santos do BPI Isabel dos Santos ainda não disse se vende a sua posição na OPA do Caixa Bank sobre o BPI. Mas a Autoridade Bancária Europeia dá como certa a sua saída. Daí que nem considere esta posição no escrutínio que fez aos investimentos que Isabel dos Santos tem na banca lusa. In Jornal de Negócios (2017)
<ul style="list-style-type: none"> • 16/1/2017 <ul style="list-style-type: none"> ○ OPA ao BPI começa esta terça-feira e vai até 7 de fevereiro, in Jornal de Negócios (2017) ○ CMVM regista OPA do Caixa Bank sobre BPI. Reunidos que estavam todos os requisitos formais a CMVM aprovou o prospeto e registou a OPA ao BPI. "A oferta decorrerá entre as 8h30m (hora de Lisboa) do dia 17 de janeiro de 2017 e as 15h30m (hora de Lisboa) do dia 7 de fevereiro de 2017", diz CMVM. In Jornal Económico (2017)
<ul style="list-style-type: none"> • 17/1/2017 <ul style="list-style-type: none"> ○ BPI: Pequenos acionistas pedem impugnação da decisão de venda do BFA. Pequenos acionistas do BPI puseram uma ação em tribunal a pedir a impugnação da decisão tomada na assembleia-geral do banco sobre a venda parcial do Banco de Fomento de Angola (BFA), que já foi concretizada. In Notícias ao Minuto (2017)
<ul style="list-style-type: none"> • 26/1/2017 <ul style="list-style-type: none"> ○ Lucros do BPI sobem 32% para 313 milhões em 2016, in Observador (2017)
<ul style="list-style-type: none"> • 2/2/2017 <ul style="list-style-type: none"> ○ Assembleia do BPI que decidiu venda de 2% do BFA impugnada. "A interposição da ação em apreço e a citação do Banco BPI no âmbito da mesma não suspendem os efeitos da deliberação impugnada", diz o banco em comunicado. Jornal Económico (liberação de imprensa) (2017)
<ul style="list-style-type: none"> • 7/2/2017 <ul style="list-style-type: none"> ○ Violas sai do BPI e na banca só lhe interessa o Novo Banco. Tiago Violas, questionado sobre se pretende manter ações para continuar a ir às Assembleias Gerais do BPI, disse que "não tem intenção de ir" às reuniões acionistas do banco liderado por Fernando Ulrich. In Jornal Económico (2017)
<ul style="list-style-type: none"> • 8/2/2017 <ul style="list-style-type: none"> ○ Caixa Bank fica com 84,5% do BPI: Caixa Bank comprou 568,3 milhões de ações durante a OPA, o que terá obrigado a um investimento de 664,8 milhões de euros.in Expresso (2017)
<ul style="list-style-type: none"> • 16/2/2017 <ul style="list-style-type: none"> ○ Fernando Teles encaixou 6,4 milhões com venda no BPI: A participação no BPI atribuível ao angolano Banco BIC, depois da oferta pública de aquisição (OPA) lançada pelo Caixa Bank, e da alienação pelo chairman Fernando Teles ficou reduzida a 1.650 ações, detidas pelo administrador Fernando Aleixo Duarte. A informação consta de um comunicado enviado esta quinta-feira, 16 de fevereiro, à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).Jornal de Negócios (2017)

<ul style="list-style-type: none"> • 7/3/2017 <ul style="list-style-type: none"> ○ Violas Ferreira e a OPA ao BPI: “Fomos muito maltratados”. Violas Financial vai vender 99,97% das ações que detém e encaixar cerca de 44,2 milhões. "Não há alternativa, fomos empurrados", diz administrador – in Dinheiro vivo (2017).
<ul style="list-style-type: none"> • 17/3/2017 <ul style="list-style-type: none"> ○ BPI faz emissão de dívida de 300 milhões para respeitar exigências do BCE, in Jornal de Negócios (2017) ○ BPI reforça capital com emissão de 300 milhões, subscrita pelo Caixa Bank, in Jornal Económico (2017)
<ul style="list-style-type: none"> • 3/4/2017 <ul style="list-style-type: none"> ○ BPI convoca Assembleia para 26 de abril para eleger novos administradores, in Jornal Económico (2017)
<ul style="list-style-type: none"> • 6/4/2017 <ul style="list-style-type: none"> ○ Caixa Bank: “O nosso foco está no BPI” : Javier Pano não tem dúvidas, agora que a OPA do Caixa Bank ao BPI terminou, o caminho é “crescer de forma orgânica” em Portugal. Dinheiro Vivo (2017)
<ul style="list-style-type: none"> • 18/4/2017 <ul style="list-style-type: none"> ○ BPI vai subir em 61% os lucros trimestrais, perspectiva Caixa BI, Jornal Económico (2017)
<ul style="list-style-type: none"> • 25/4/2017 <ul style="list-style-type: none"> ○ Angola deve ditar regresso do Banco BPI aos prejuízos, in Jornal de Negócios (2017)
<ul style="list-style-type: none"> • 26/4/2017 <ul style="list-style-type: none"> ○ Angola dá mais resultado ao BPI mesmo sem controlo: Angola gerou mais resultados recorrentes para o BPI, apesar de a instituição ter reduzido a sua participação no BFA, Jornal de Negócios (2017)
<ul style="list-style-type: none"> • 27/4/2017 <ul style="list-style-type: none"> ○ O BPI vai subir consideravelmente um conjunto de comissões bancárias a partir de agosto. A decisão surge depois de o Caixa Bank. A venda do controlo do BFA deve levar o BPI a reconhecer um impacto negativo de 212 milhões nas contas do trimestre. A venda do BFA teve um impacto negativo nas contas do primeiro trimestre do BPI, que teve prejuízos de 122 milhões de euros no período. in Diário de Notícias (2017)
<ul style="list-style-type: none"> • 28/4/2017 <ul style="list-style-type: none"> ○ BPI, o banco nascido em democracia, in Jornal de Negócios (2017) ○ Caixa Bank aposta no crescimento do BPI até ser o maior banco, in Jornal de Negócios (2017) ○ Efeito BPI: Lucros do Caixa Bank disparam 48% para 403 milhões, in Jornal de Negócios (2017)
<ul style="list-style-type: none"> • 3/5/2017 <ul style="list-style-type: none"> ○ Caixa Bank entra no BPI... e as comissões disparam, ECO Economia Online (2017)
<ul style="list-style-type: none"> • 5/5/2017 <ul style="list-style-type: none"> ○ BCE já faz a supervisão do BPI em conjunto com o Caixa Bank, Jornal Económico (2017) ○ O BPI vai subir consideravelmente um conjunto de comissões bancárias a partir de agosto. A decisão surge depois de o Caixa Bank. A venda do controlo do

BFA deve levar o BPI a reconhecer um impacto negativo de 212 milhões nas contas do trimestre. , Diário de Notícias (2017)