

Estudo de Caso “Santos Barosa e o Grupo Vidrala”
Análise do desempenho económico e financeiros pré e pós aquisição

Autores:

Ana Catarina de Paula Leite

Estudante de Doutoramento em Gestão de Empresas na Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

Isabel da Silva Vieira Roldão

Estudante de Mestrado em Contabilidade e Finanças na Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

Maria Ineyde Silva de Oliveira Albuquerque

Estudante de Mestrado em Contabilidade e Finanças na Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

Suelyzandía Mendes Gracias

Estudante de Mestrado em Contabilidade e Finanças na Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

Liliana Marques Pimentel

Faculty of Economics, University of Coimbra and Centre for Business and Economics Research (CeBER).
ProfessorCoimbra, Portugal

Área temática: Fusões e Aquisições

Palavras-chaves: Desempenho económico-financeiro; Fusões e Aquisições; Estudo de Caso.

Estudo de Caso “Santos Barosa e o Grupo Vidrala”

Análise do desempenho económico e financeiros pré e pós aquisição

Resumo

Este trabalho tem como finalidade avaliar o impacto da operação de aquisição da Santos Barosa pela Vidrala SA. O evento de aquisição ocorreu no ano de 2017, pelo que, os rácios analisados são referentes à atividade de ambas as empresas considerando o período temporal de 3 anos anteriores ao processo de compra e 3 anos posteriores. A análise dos rácios e indicadores realizada neste estudo demonstra que a operação de aquisição foi benéfica para ambas as empresas, nomeadamente quanto aos indicadores de rentabilidade das duas empresas. Contudo, as conclusões deste estudo são limitadas pela dificuldade em perceber o efeito que as outras participações sociais detidas pela Vidrala SA possam ter, nas contas consolidadas da empresa.

1. Introdução

As organizações integram o mercado global e estão expostas a todos os fatores decorrentes da globalização. O dinamismo do mercado obriga as empresas a adotarem processos de melhoria contínua com vista à obtenção de um bom nível de desempenho. Da procura constante pela criação de valor e como resposta à volatilidade dos negócios poderão resultar processos de reestruturação das empresas, tais como as fusões e aquisições, (Rahman, Lambkin e Hussain 2016).

Os processos de fusões e aquisições podem representar uma forma rápida de uma empresa crescer, entrar em novos mercados, impedir a possibilidade de uma aquisição indesejada, aproveitar oportunidades de investimento e até mesmo possibilitar aos intervenientes no processo a obtenção de ganhos substanciais.

Das inúmeras explicações disponíveis para as empresas realizarem fusões e aquisições, conforme LIN et al., (2013) as mais comuns na literatura são as seguintes:

1. Teorias da eficiência: Estas teorias incluem a teoria da eficiência diferencial e a teoria da gestão da ineficiência. A teoria da eficiência diferencial sugere que se a empresa A for mais eficiente que a empresa B e ambas estiverem no mesmo setor, a empresa A pode aumentar a eficiência da empresa B para pelo menos o nível da empresa A, por meio de um processo de aquisição. Na teoria da gestão da ineficiência, a ineficiência da empresa B é conhecida do público em geral e qualquer empresa daquele sector poderá levar a empresa B ao nível de eficiência da empresa adquirente. As teorias da eficiência pressupõem a alocação ótima dos recursos disponibilizados entre ambas as empresas envolvidas (LIN et al., 2013).
2. Teoria da agência: Esta teoria tem como foco principal a separação de interesses entre os proprietários e os gerentes das empresas. O principal pressuposto desta teoria é que os proprietários/acionistas e os gestores são todos indivíduos racionais e que dentro das suas funções procuram maximizar a riqueza. Jensen e Ruback (1983) afirmaram que a ameaça de aquisição forçará efetivamente os gerentes a maximizar o valor de mercado da empresa como os acionistas desejam e, assim, eliminar os problemas de agência, sob pena das suas empresas serem adquiridas e perderem os seus empregos.
3. Hipótese de Fluxo de Caixa Livre: Jensen (1986) descobriu que empresas com grandes fluxos de caixa livres, tornam-se um alvo atraente de aquisição. Conforme LIN et al., (2013), tal fato ocorre porque a aquisição exige grandes dispêndios de

dinheiro e as empresas adquirentes preferem um alvo com boa posição de caixa para reduzir o ônus financeiro de qualquer dívida que seja mantida agora ou com a empresa combinada no futuro.

4. Hipótese do Poder de Mercado: O poder de mercado pode ser definido como a capacidade que uma empresa tem de controlar a qualidade, o preço e a oferta direta dos seus produtos, resultante da escala das suas operações. Assim, a aquisição promete crescimento rápido para a empresa, e pode ser vista como uma estratégia para estender o controlo sobre uma área geográfica mais ampla e ampliar o ambiente comercial (Leigh e North, 1978).
5. Hipótese de Diversificação: A diversificação das operações de negócios, ou seja, os negócios principais de diferentes indústrias, tem sido amplamente aceite como uma estratégia para reduzir o risco e estabilizar os fluxos de caixa futuros (LIN et al., (2013)
6. Hipótese da Informação: Esta teoria dá ênfase às políticas e anúncios financeiros específicos da empresa. Esta divulgação de informação, que ainda não é do domínio público, visa prever uma reavaliação do valor de mercado da empresa, pressupondo que os mercados são eficientes. Neste pressuposto, ambas as partes divulgam algumas informações no decorrer das negociações de aquisição e o mercado pode então reavaliar ações anteriormente subavaliadas (LIN et al., (2013)
7. Hipótese de Prevenção de Falências: Stiglitz (1972) argumentou que as empresas podem evitar a ameaça de falência ou aquisição por meio de estruturas de capital adequadamente projetadas e considera a aquisição como um substituto para a falência. Walker (1992) argumentou que há vantagens econômicas em adquirir empresas em dificuldades após a sua insolvência, pois muitos problemas serão resolvidos pelos recebedores no momento em que estiverem disponíveis para venda.
8. Efeitos Contabilísticos e Fiscais: Quando uma empresa compra outra, os ativos da empresa adquirida são adicionados ao balanço da empresa adquirente juntamente com um item chamado goodwill, sendo este a diferença entre o preço de compra e o valor contabilístico dos ativos da empresa adquirida. podendo ser abatido aos lucros futuros durante um período de tempo definido nos normativos contabilísticos. A aquisição pode ser motivada também por considerações fiscais por parte do proprietário, conforme LIN et al., (2013). Uma empresa que paga

impostos a uma taxa mais elevada, pode adquirir uma empresa com prejuízo na tentativa de reduzir a sua carga fiscal.

O processo de aquisição de uma sociedade consiste na obtenção por parte da entidade adquirente, de forma amigável ou hostil, do controlo da empresa adquirida (Camara, Guerra & Rodrigues, 2013). As aquisições amigáveis consistem numa mudança na propriedade sem que tal implique uma mudança na administração da adquirida, enquanto as aquisições hostis consistem na tomada de controlo não solicitado e geralmente resultam na substituição da administração. Estas aquisições podem ser totais ou parciais, maioritárias ou minoritárias. No caso de uma aquisição total, a empresa adquirida pode ser extinta ou completamente integrada na empresa adquirente (incorporação) ou pode desenvolver a sua atividade de forma independente, com maior ou menor grau de integração na empresa adquirente.

Podemos definir sociedades coligadas como o agrupamento de duas ou mais entidades que estejam sujeitas a uma influência comum porque uma participa na outra ou nas demais, ou porque todas se subordinam à orientação de uma delas ou de uma terceira entidade (Cunha, 2019). Assim, na relação de grupo, as empresas estão ligadas entre si porque estão sob orientação de uma das sociedades do grupo ou encontram-se sobre o domínio de uma terceira entidade.

Nos termos do n.º 1 do artigo 488.º do Código das Sociedades Comerciais, “*uma sociedade pode constituir uma sociedade anónima de cujas ações ela seja inicialmente a única titular*”, logo, o domínio total origina uma relação de grupo entre a sociedade adquirente que detém 100 % do capital da sociedade adquirida. O Código das Sociedades Comerciais regula as relações de grupo.

Fusão é o processo de junção de dois negócios, ou seja, duas empresas fundem-se para formar uma única empresa com uma nova designação, (Alam, et al, 2014).

As fusões horizontais têm como principal característica a aquisição de empresas na mesma linha de negócio, com o objetivo de reforçar o poder para lidar com os seus fornecedores e clientes com vista à redução de custos, proporcionar maior acesso aos canais de distribuição e maior flexibilidade operacional.

As empresas que realizam fusões e aquisições horizontais muitas vezes citam a melhoria da eficiência produtiva como a principal fonte de ganhos previstos para as operações (Fee & Thomas, 2004). Essas atividades podem ser realizadas tanto no país

quanto no exterior, envolvendo uma parcela minoritária ou uma aquisição que assuma o controlo da gestão (CANDRA et al., 2021)

As fusões verticais ocorrem entre empresas contratantes, envolvidas em diferentes etapas da cadeia de valor com o objetivo de integração das operações. Este tipo de fusões tem como objetivo obter o controlo do processo produtivo e a redução de custos. (Ferreira, 2017).

As fusões em conglomerado ocorrem entre empresas com atividades não relacionadas, (Brealey e Myers, 1992). As fusões em conglomerado podem assumir três formas: expansão de produtos, expansão da área geográfica e puro conglomerado, (Vieito e Maquieira, 2010), cujo objetivo é reduzir o risco do negócio, promovendo o crescimento económico com a expansão e diversificação.

As operações de concentração são observadas pela Autoridade da Concorrência, órgão administrativo, que regulamenta, supervisiona e sanciona o incumprimento das normas aplicáveis. Nos termos da Lei n.º 19/2012 de 8 de maio considera-se como uma única empresa o conjunto de empresas que, embora juridicamente distintas, constituem uma unidade económica ou mantêm entre si laços de interdependência decorrentes, nomeadamente: de uma participação maioritária no capital; da detenção de mais de metade dos votos atribuídos pela aquisição de participações sociais; da possibilidade de designar mais de metade dos membros do órgão de administração ou de fiscalização; do poder de gerir os respetivos negócios.

A norma contabilística e de relato financeiro n.º 14 prescreve o tratamento relativo a concentrações de atividades empresariais. Os aspetos que não forem tratados pelo sistema de normalização contabilística deverão ser superlativamente observados na norma internacional e de relato financeiro n.º 3.

Após este enquadramento, com o presente estudo pretendemos analisar o impacto da operação de aquisição da empresa Santos Barosa SA (Santos Barosa) pela Vidrala SA (Vidrala) no ano de 2017. Sendo a Santos Barosa uma empresa de origem portuguesa e a Vidrala uma empresa de origem espanhola, a operação de aquisição configura uma aquisição horizontal transfronteiriça.

As fusões e aquisições horizontais são definidas como fusões entre empresas de um mesmo setor (Hijzen et al., 2008). O mercado afetado pela operação foi o de fabricação e comercialização de embalagens de vidro para bebidas e alimentos, por ambas

as empresas estarem enquadradas como “Fabricação de vidro de embalagem – CAE 23131”.

Para analisar o impacto da operação iremos utilizar os indicadores económico-financeiros das duas empresas e efetuar a sua análise nos 3 anos anteriores à aquisição e nos 3 anos posteriores, aferindo o impacto decorrente da operação.

2. Enquadramento

2.1 Evolução histórica

A indústria vidreira foi introduzida na Marinha Grande em 1748 por João Beare, motivado pela disponibilidade de madeira no pinhal de Leiria, (combustível para os fornos). Passado um ano, a fábrica de vidro da Marinha Grande foi impedida de se abastecer de lenha no pinhal do rei, facto que conduziu a custos de produção insustentáveis associados à obtenção de madeira e o conseqüente abandono da fábrica. Em julho de 1769, no âmbito da política pombalina de fomento industrial, foi atribuído o alvará para o restabelecimento e continuação da fábrica de vidros da Marinha Grande a Guilherme Stephens.

A empresa Santos Barosa & Ca foi constituída por escritura em 12 de novembro de 1889 com objeto social, fábrica de vidraça. A fábrica iniciou a laboração em 1890 na Marinha Grande recorrendo aos operários da indústria e à tecnologia existente. Ao longo da história da Santos Barosa a empresa produziu quase todas as categorias de artigos de vidro: vidro plano, cristalaria, artigos prensados, o tubo de vidro, artigos para iluminação e o vidro para embalagem. Atualmente a empresa dedica-se exclusivamente à produção de vidro para embalagem. Em 2017 a Santos Barosa produziu mais de 400.000 toneladas de vidro, tendo registado um resultado operacional EBITDA, acumulado nos últimos doze meses até setembro de 2017, de 32,8 milhões de euros, reflete uma margem de 25,1% nas vendas ¹.

O grupo Vidrala instalou-se em Alava-Espanha no ano de 1965 e cresce desde então. Atualmente conta com 32 fábricas de vidro, 13 fábricas de decoração e 8 centros de processamento de cacos. Produz 16 bilhões de garrafas e potes de vidro por ano e conta

¹ Informação disponibilizada em: Comunicado de Informação Relevante pela Vidrala S.A. à CNMV em 13.10.2017

com 10 000 clientes. Assume-se como o líder europeu e o terceiro maior produtor mundial de embalagens de vidro para bebidas e produtos alimentares. Duas das fábricas detidas pelo grupo encontram-se sediadas em Portugal, (Marinha Grande), a Ricardo Gallo adquirida no ano 2003 e a Santos Barosa adquirida em 2017. A integração da Santos Barosa no grupo consolida a posição da Vidrala SA no mercado ibérico, trazendo benefícios para os clientes, colaboradores e acionistas do grupo Vidrala.

3. Processo de aquisição da Santos Barosa pela Vidrala

EMPRESAS • INDÚSTRIA

Vidrala vai comprar portuguesa Santos Barosa num negócio de 250 milhões de euros

A espanhola Vidrala fechou um acordo para a compra da Santos Barosa. O acordo avalia a vidreira portuguesa em 250 milhões de euros.

Fonte: Jornal de Negócios 21 de Junho de 2017

Figura 1. Anúncio de Aquisição

Em 21 de junho de 2017 a Vidrala SA anunciou via publicação de facto relevante na Comissão Nacional de Valores Mobiliários (CNMV) que celebrou um acordo de intenção para a aquisição do controle acionista da empresa portuguesa Santos Barosa. No seu comunicado ao mercado datado de 13 de outubro de 2017, referiu que demonstra capacidade para integrar as empresas do grupo, promovendo o seu posicionamento, o serviço ao cliente, proporcionando assim uma experiência e uma visão de longo prazo.

No dia 26 de julho de 2017, conforme o comunicado relevante realizado em 21 de junho de 2017 para os efeitos previstos no artigo 17.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014 sobre abuso de mercado e no artigo 228.º do Real Decreto Legislativo 4 /2015, de 23 de outubro, que aprova o texto revisto da Lei do Mercado de Valores Mobiliários, a Vidrala SA anunciou que assinou os contratos de compra e venda de ações para a aquisição do capital social integral da Santos Barosa e seu controle exclusivo ^{2 3}.

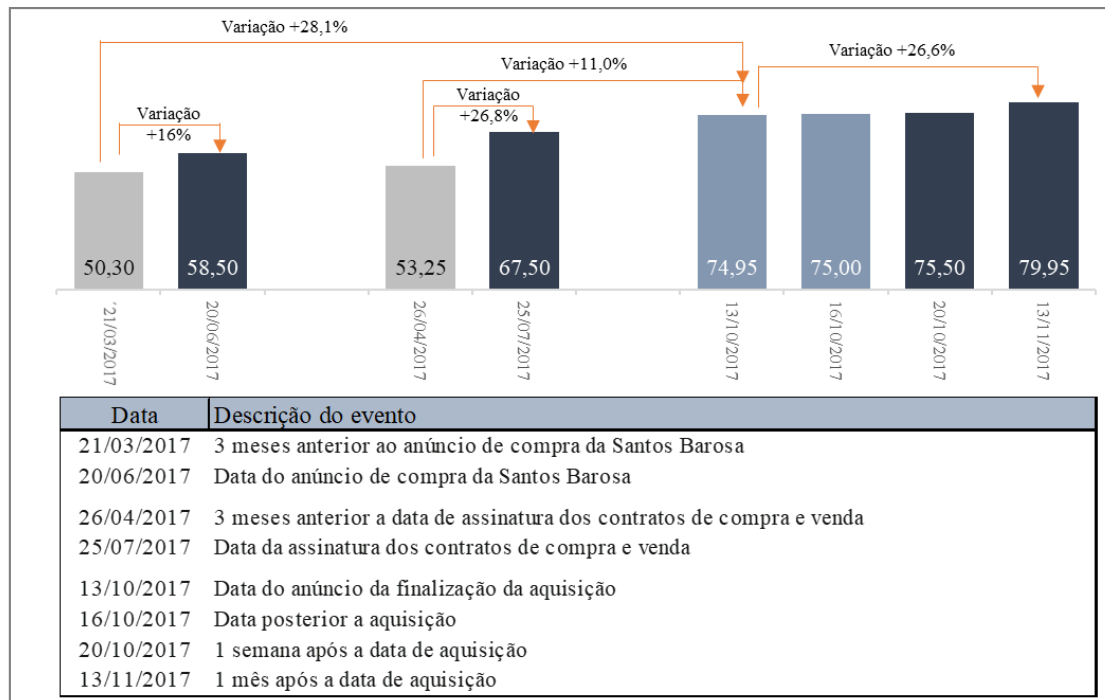
² Informação disponibilizada em: Comunicado de Informação Relevante pela Vidrala S.A. à CNMV em 26.07.2017

³ Informação disponibilizada em: Informe e proposta de Resolução – Expediente C/0893/17 VIDRALA/SANTOS BAROSA – COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA.

A Vidrala SA procedeu à aquisição da totalidade do capital social da sociedade portuguesa Santos Barosa em 13 de outubro de 2017. As ações da Vidrala SA são negociadas nas Bolsas de Madrid e Bilbao, através do Sistema de Interligação de Bolsas (Mercado Contínuo) e a Vidrala SA não é controlada por nenhuma pessoa física ou jurídica. O preço acordado para a transação foi equivalente a um valor de empresa de 252,7 milhões de euros incluindo a dívida assumida pelo negócio integrado ⁴. Após concluída a operação, integralmente paga em dinheiro, o nível de endividamento do grupo foi equivalente a 2,3 vezes o EBITDA proforma dos últimos doze meses. Segundo os autores Boone et al., (2014) na presença de assimetria de informação bilateral, os adquirentes são mais propensos a oferecer ações quando estão sobre avaliadas e dinheiro quando estão subavaliadas.

Os retornos anormais para os licitantes em ofertas bem-sucedidas são significativamente positivos. Assim, os proponentes em ofertas de licitação bem-sucedidas realizam aumentos percentuais significativos no valor acionário, da data inicial do anúncio até o dia do anúncio do resultado (Jensen & Ruback, 1983), efeito observado nas ações cotadas da Vidrala SA entre a janela de tempo do anúncio de compra da Santos Barosa até à data de anúncio da aquisição efetiva. Isso sugere que os ganhos dos acionistas com o negócio são, em grande parte, inesperados pelos investidores antes do anúncio (Lee, 2020).

⁴ Informação disponibilizada em: Base Sabi – Acordo número 1909595320.



Fonte: Sabi - Acordo número 1909595320.

Tabela 1. Preço das Ações Vidrala SA nos eventos descritos da aquisição da Santos Barosa

Em 2016, ano anterior ao evento de aquisição, os produtos da Santos Barosa eram principalmente direcionados para o mercado ibérico, embora também realizasse vendas para os restantes países da Europa, algumas regiões de Africa, Oceânia e América. No mesmo período, a Vidrala SA comercializava os seus produtos principalmente na Europa Continental, Reino Unido e Irlanda⁵. Segundo Hijzen et al., (2008), a principal motivação para se realizarem fusões e aquisições transfronteiriças horizontais é o acesso ao mercado, além de serem naturalmente impulsionadas por ganhos de eficiência através do progresso tecnológico, economias de escala e ganhos de racionalização. No que diz respeito à operação analisada, a Comissão Europeia reconheceu a natureza transnacional deste mercado, constatando a existência de elevados níveis de importação e comércio transfronteiriço entre várias regiões da Europa⁶.

A tabela infra evidencia as quotas de mercado de fabrico e comercialização de embalagens de vidro para bebidas e alimentos que antecedem o evento de aquisição da

⁵ Informação disponibilizada em: Informe e proposta de Resolução – Expediente C/0893/17 VIDRALA/SANTOS BAROSA – COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA.

⁶ Informação disponibilizada em: Informe e proposta de Resolução – Expediente C/0893/17 VIDRALA/SANTOS BAROSA – COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA.

Santos Barosa pela Vidrala SA, bem com a expectativa da quota conjunta após a operação.

Mercado Espanhol	2014		2015		2016	
	Volume	Valor	Volume	Valor	Volume	Valor
Vidrala	[20-30]%	[20-30]%	[20-30]%	[20-30]%	[20-30]%	[20-30]%
Santos Barosa	[10-20]%	[10-20]%	[10-20]%	[10-20]%	[10-20]%	[10-20]%
Conjunta	[40-50]%	[30-40]%	[40-50]%	[30-40]%	[30-40]%	[30-40]%

Mercado Ibérico	2014		2015		2016	
	Volume	Valor	Volume	Valor	Volume	Valor
Vidrala	[20-30]%	[20-30]%	[20-30]%	[20-30]%	[20-30]%	[20-30]%
Santos Barosa	[10-20]%	[10-20]%	[10-20]%	[10-20]%	[10-20]%	[10-20]%
Conjunta	[30-40]%	[30-40]%	[30-40]%	[30-40]%	[30-40]%	[30-40]%

Fonte: Expediente C/0893/17 VIDRALA/ SANTOS BAROSA – COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA.

Tabela 2. Quotas de mercado de fabricação e comercialização de embalagens de vidros para bebidas e alimentos anterior ao evento de aquisição.

4. Balanço da Adquirente à data da aquisição

A seguir, apresenta-se o balanço que evidencia os valores reconhecidos aquando da aquisição da Santos Barosa S.A. pela Vidrala S.A. em 2017, nomeadamente a formação do *Goodwill*:

	Mil Euros		
	Justo Valor	Valor Contábil	<
Goodwill	150.657		150.657
Propriedade, planta e equipamento	76.170	79.743	-3.573
Ativos intangíveis	13.664	427	13.237
Ativos fiscais diferidos	1.784	522	1.262
Inventários	11.861	11.861	0
Outros ativos circulantes	4.991	4.991	0
Contas a receber	29.682	29.682	0
Caixa e equivalentes de caixa	7.184	7.184	0
Total Ativo	295.993	134.410	161.583
Juros diferidos		1.956	-1.956
Outras contas a pagar	13.341	13.341	0
Contas a pagar de longo prazo	12.075	12.075	0
Provisões	2.524	14	2.510
Passivos fiscais diferidos	3.686	11	3.675
Outros Passivos	18.865	18.865	0
Total de Passivos	50.491	46.262	4.229
Total Ativo Líquido	245.502	88.148	157.354
Saida de caixa para a aquisição	245.502		245.502

Fonte: 2017 Annual Report Vidrala S.A. Pag. 43

Figura 1. Balanço da Vidrala SA - 1 de outubro de 2017

Da análise do balanço podemos verificar a aplicação do parágrafo 26 da Norma Contabilística e de Relato Financeiro (NCRF) 14 referente ao reconhecimento de ativos e passivos. De acordo com este parágrafo, a adquirente deve reconhecer separadamente os ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis na adquirida à data de aquisição.

Nos termos do parágrafo 9 da NCRF 14, o *goodwill* corresponde a benefícios económicos futuros resultantes de ativos que não são capazes de ser individualmente identificados e separadamente reconhecidos. O justo valor é o preço pelo qual um ativo pode ser trocado ou um passivo liquidado, entre partes conhecedoras e dispostas a isso, numa transação em que não exista relacionamento entre as partes.

A mensuração inicial do *goodwill* está prevista no parágrafo 43 da NCRF 14 o qual prevê o seu registo inicial a preço de custo sendo este o excesso do custo da concentração de atividades empresariais, acima do interesse da adquirente no justo valor líquido dos ativos, passivos e passivos contingentes. O parágrafo 45 da referida norma prescreve a mensuração subsequente determinando que, após o seu reconhecimento inicial, deve ser mensurado pelo custo deduzido das amortizações acumuladas e qualquer perda por imparidade acumulada. De acordo com o parágrafo 46 a amortização do *goodwill* deve ser efetuada de acordo com a NCRF 6.

5. Análise de rácios

Para realizar a análise financeira de uma empresa recorre-se normalmente a um conjunto de métodos e técnicas diversificadas, que, na sua maioria, refletem abordagens específicas à leitura das demonstrações financeira das empresas. Neste estudo iremos recorrer à análise de indicadores e rácios, uma vez que são considerados a técnica de análise financeira mais comum (Fernandes et al.,2019).

Os rácios são quocientes entre duas grandezas que possuem significado económico, enquanto os indicadores são combinações de rubricas e variáveis que transmitem informação avaliadora de determinada realidade económica (Fernandes et al., 2019).

Através dos indicadores financeiros poderemos aferir a forma como a entidade se financia, o grau de independência financeira e a capacidade para fazer face aos seus compromissos de médio e longo prazo analisando as diversas rubricas do balanço.

Os indicadores económicos medem a eficiência na utilização dos recursos postos à disposição da entidade, focando-se na demonstração de resultados, nomeadamente ganhos e gastos, margens e autofinanciamento.

Os indicadores económico-financeiros analisam o comportamento do capital, remuneração do capital próprio e alheio assim como o reembolso de capitais alheios. Para tal, utilizam o balanço e a demonstração de resultados como objeto de análise.

A análise comparativa dos indicadores económico-financeiros deve obedecer à interpretação da relação entre os vários indicadores, à comparação da evolução dos indicadores ao longo do tempo assim como à observação dos indicadores setoriais, (Nabais, Nabais, 2004).

Tradicionalmente privilegia-se a análise de indicadores económicos e financeiros sendo destacada a importância destes indicadores na tomada de decisões estratégicas, nomeadamente de investimento ou de financiamento, (Neves, 2012).

A análise do impacto da aquisição da Santos Barosa pela Vidrala SA será concretizada através da observação de rácios e indicadores das duas empresas que permitem sintetizar a informação financeira e comparar o desempenho económico e financeiro dos 3 períodos que antecedem a aquisição com os 3 períodos posteriores à aquisição, com vista a concluir se houve ou não benefício para as partes envolvidas.

Para esta análise teremos como base os dados das empresas disponibilizados na base de dados Sabi e a informação financeira de ambas obtida através de relatórios e contas relativas ao período em estudo entre 2014 e 2020. O ano 2017, por ser o ano da aquisição, não será analisado.

Tendo como base trabalhos e estudos semelhantes realizados anteriormente, selecionamos um conjunto de rácios e indicadores (de rentabilidade, liquidez, estrutura de financiamento, endividamento...), a saber:

Indicador	Rácio	Fórmula
Rendibilidade	Rendibilidade operacional das vendas	Resultado operacional/ volume de negócios
	Rendibilidade líquida das vendas	Resultado líquido/ volume de negócio
	Rendibilidade operacional do ativo	Resultado operacional/ativo

	Rendibilidade do capital próprio	Resultado líquido/capital próprio
	Margem de Lucro	Resultado Corrente/ Proventos Operacionais
Equilíbrio financeiro (curto prazo)	Liquidez geral	Ativo corrente/Passivo corrente
	Liquidez Reduzida	(Ativo corrente - Inventários) /Passivo corrente
	Liquidez Imediata	Meios financeiros líquidos/Passivo corrente
Estrutura Financeira	Autonomia Financeira	Capital próprio/Ativo total
	Solvabilidade	Capital próprio/Passivo
	Cobertura dos ativos não correntes	Ativos não correntes/ (Capital próprio + Passivos não correntes)
	Endividamento	Passivo/Ativo
Risco	Grau da alavanca financeira	Resultado operacional/ Resultado antes de impostos

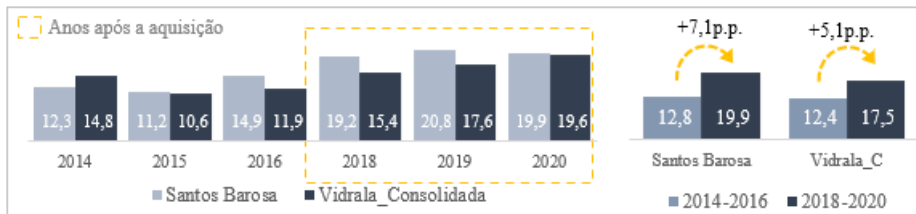
Fonte: Adaptação de Fernandes et al., 2019

Figura 2. Indicadores analisados

5.1 Indicadores económicos

5.1.3 Indicadores de rentabilidade

Rendibilidade operacional das vendas – representa a capacidade que a empresa tem de gerar resultados com o volume de negócios. Quando maior o valor, maior é a propensão para o negócio gerar resultados (Fernandes et al., 2019). A rentabilidade operacional das vendas é dada pelo quociente entre o resultado operacional e o volume de negócios. Este rácio indica-nos a quantidade de rendimento operacional realizado pela empresa para cada unidade monetária vendida, traduzindo a capacidade da empresa para produzir lucro através das vendas.



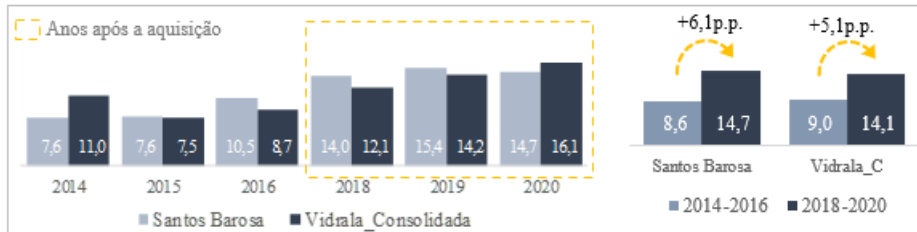
Fonte: Sabi - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

Figura 4. Rentabilidade operacional de vendas (%) - Anual e impacto médio (antes e depois)

Analisando a evolução da rentabilidade operacional das entidades envolvidas, nos períodos antecedentes à operação, ambas tiveram um pequeno decréscimo em 2015. No período subsequente, observou-se um aumento, tendo a Santos Barosa em 2016 uma rentabilidade operacional das vendas superior a Vidrala SA, esta última que inicialmente, em 2014, apresentava uma percentagem superior a Santos Barosa. Sendo assim observou-se uma inversão do cenário, no período anterior à operação a Santos Barosa tinha maior capacidade de gerar resultados com o volume de negócios do que a adquirente.

Ao analisarmos os valores referentes à evolução média da rentabilidade operacional das duas empresas, verifica-se que na Santos Barosa houve um crescimento de 7,1 pontos percentuais, do triénio que antecede a operação para o triénio seguinte. No ano imediatamente anterior à aquisição, a Santos Barosa apresentava um valor de 14,9% e no ano imediatamente a seguir, este rácio atingiu o valor de 19,2%. No caso da Vidrala SA, o crescimento médio verificado foi de 5,1 pontos percentuais, sendo que no ano imediatamente anterior à aquisição, o rácio apresenta o valor de 11,9% e no ano imediatamente a seguir aumentou para 15,4%. Assim, poderemos concluir que, no que diz respeito à rentabilidade das vendas, a operação foi benéfica para ambas.

Rentabilidade líquida das vendas - representa o ganho dos detentores do negócio por cada euro de volume de negócio, depois de cobertos todos os custos. Quanto maior, melhor (Fernandes et al., 2019). Este indicador é dado pelo quociente entre o resultado líquido e o volume de negócios da empresa e permite-nos obter uma visão global do contributo das vendas para os resultados da empresa.



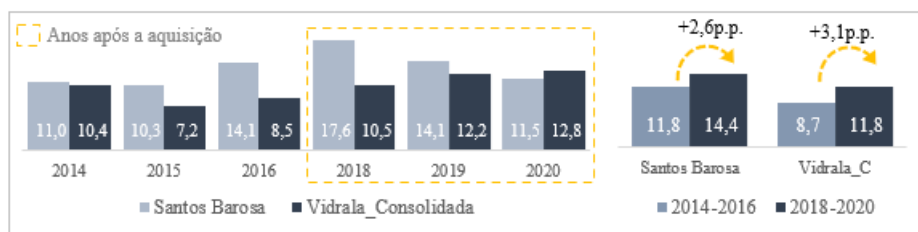
Fonte: Sabi - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

Figura 3. Rentabilidade líquida das vendas (%) - Anual e impacto médio (antes e depois)

Em relação a este indicador, observou-se uma evolução semelhante ao indicador anteriormente analisado. A Vidrala SA apresentava um rácio superior à Santos Barosa, mas em 2015 a Santos Barosa já tinha valores ligeiramente acima da Vidrala SA. No período pós aquisição observou-se um crescimento deste indicador em ambas as empresas envolvidas. Até o ano de 2019, a empresa adquirida apresentava uma percentagem superior à adquirente, em 2020 a percentagem da Vidrala SA aumenta para 16.1% ficando ligeiramente acima do valor da Santos Barosa (14.1%).

Da análise dos gráficos apresentados, verificamos que, em média, a Santos Barosa apresentou um aumento de 6,1 pontos percentuais do triénio anterior à aquisição para o triénio posterior à aquisição enquanto na Vidrala SA esse aumento foi de 5,1 pontos percentuais. No ano 2018 e na empresa Vidrala SA este rácio atingiu o valor de 12,1%, superior ao valor mais elevado que tinha atingido no triénio anterior à aquisição (11%), tendo vindo sempre a aumentar desde então. Isto significa que tanto numa empresa como noutra, o contributo das vendas para o resultado líquido aumentou de forma significativa, o que, à semelhança do rácio anterior confirma que a operação foi benéfica para ambas as empresas.

Rendibilidade do ativo - de acordo com Gonçalves et al. (2012), o rácio da rentabilidade do ativo tem como finalidade transmitir informação quanto à capacidade de o ativo da empresa gerar lucros face ao investimento que lhe está afeto. A rentabilidade do ativo é dada pelo quociente entre o resultado operacional e o ativo total. Este indicador permite-nos obter informação sobre a capacidade de os ativos da empresa gerarem resultados. Quanto maior for o seu valor, melhor é a performance operacional da empresa.



Fonte: Sabi - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

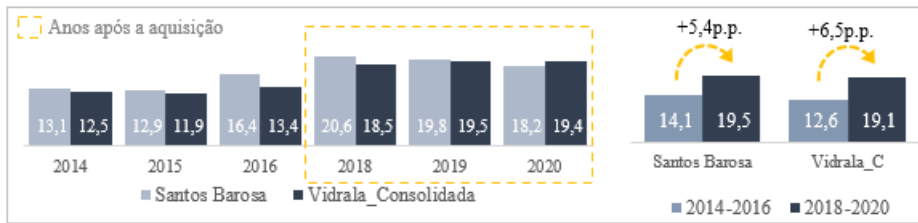
Figura 6. Rentabilidade do ativo (%) - Anual e impacto médio (antes e depois)

Tendo em consideração o gráfico acima, podemos observar que o indicador de rentabilidade do ativo, no período anterior à operação de aquisição sofreu uma pequena variação em ambas as entidades, tendo-se verificado em ambas um ligeiro decréscimo de 2014 para 2015, o qual acabou por ser recuperado em 2016, Nesse intervalo de tempo, a Santos Barosa apresentou um melhor desempenho comparativamente ao Grupo Vidrala. No período pós aquisição, verificou-se um incremento deste indicador tanto na adquirida como na adquirente, incremento esse que teve mais impacto na adquirida no primeiro ano (2018).

No ano 2020 a situação inverteu-se para a Santos Barosa, visto que o indicador sofreu uma pequena redução (diminuiu de 14.1% para 11.5%) enquanto a Vidrala SA teve um ligeiro aumento, tendo melhor desempenho dos ativos que a Santos Barosa.

Assim podemos salientar que, de um modo geral, a rentabilidade gerada pelos investimentos depois da aquisição tem tido uma variação positiva em ambas as entidades envolvidas. No entanto, não fica claro se esta evolução é consequência da operação de aquisição ou não.

Rendibilidade do capital próprio – representa a capacidade de remuneração aos acionistas por parte da empresa, sendo o objetivo avaliar o retorno do investimento dos capitais próprios (Fernandes et al., 2019). Este rácio é dado pelo quociente entre o resultado líquido e o capital próprio e avalia a remuneração dos capitais investidos pelos sócios da empresa. De uma forma geral, este rácio permite avaliar a eficiência das políticas de investimento e de financiamento adotadas pela empresa.

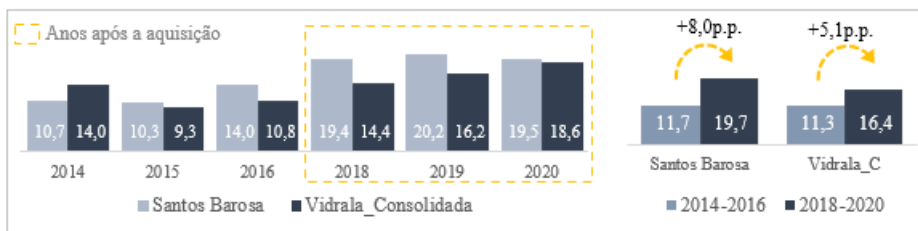


Fonte: Sabi - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

Figura 4. Rendibilidade do capital próprio (%) - Anual e impacto médio (antes e depois)

Nos períodos anteriores à aquisição, podemos observar que este indicador sofre alterações pouco significativas, sendo os valores apresentados pelas duas empresas muito próximos. Ainda assim, a Santos Barosa apresenta valores ligeiramente superiores à Vidrala SA. Em 2016 ocorreu um aumento nas duas entidades, tendo este aumento sido mais significativo na Santos Barosa. Posteriormente à aquisição, observou-se um incremento significativo deste indicador em ambas as envolvidas, comparativamente com o período que antecede a operação. Sendo assim, poder-se-á concluir que do ponto de vista deste indicador, a operação teve um impacto positivo tanto na adquirida como na adquirente.

Margem de lucro – relação entre o resultado corrente e os proveitos operacionais. Este rácio indica-nos, em termos percentuais, qual o lucro que a empresa tem nas atividades que desenvolve (Fernandes et al., 2019).



Fonte: Sabi - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

Figura 8. Margem de lucro (%) - Anual e impacto médio (antes e depois)

Comparando o triénio que antecedeu a operação com o triénio pós aquisição, em média, a margem bruta, tanto da adquirente como da adquirida, aumentou, com especial destaque para o aumento da Santos Barosa que foi de 8 pontos percentuais.

5.2 Indicadores de equilíbrio financeiro

5.2.1 Indicadores de liquidez a curto prazo

Liquidez geral - Relaciona os recursos disponíveis e as obrigações a curto prazo, avaliando a capacidade de cumprimento das obrigações (Fernandes et al., 2019).

- Se for >1 significa que a empresa possui ativos correntes líquidos que lhe permitem cumprir as suas obrigações a curto prazo;
- Se for <1 significa que a empresa não possui ativos correntes líquidos suficientes para satisfazer as suas obrigações de curto prazo;
- Se for $=1$ a empresa está em equilíbrio financeiro de curto prazo.



Fonte: Sabi - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

Figura 9. Liquidez Geral (%) - Anual e impacto médio (antes e depois)

Da análise do gráfico podemos verificar que, quer nos anos anteriores à aquisição quer nos anos posteriores à aquisição, este rácio apresenta sempre valores acima de 1, o que significa que tanto uma empresa como outra possuem ativos correntes suficientes para satisfazer as suas necessidades de curto prazo. Contudo, este indicador apresentou uma redução de 0,4 pontos percentuais para ambas as empresas após a operação de compra.

Liquidez reduzida: Quando comparada com a liquidez geral, permite avaliar o peso das existências no ativo circulante. Este rácio é dado pelo quociente entre o ativo circulante, expurgando os inventários, e o passivo corrente (Fernandes et al., 2019)



Fonte: Sabi - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

Figura 10. Liquidez Reduzida (%) - Anual e impacto médio (antes e depois)

Quando analisamos o rácio da liquidez reduzida, já encontramos alguns anos em que o rácio se situa abaixo de 1, sendo que na Vidrala SA, o rácio é inferior a 1 quer no triénio anterior à aquisição quer no triénio posterior. Por comparação com o rácio da liquidez geral, podemos concluir que as existências têm um peso significativo na cobertura das obrigações de curto prazo. Esse rácio apresentou, para ambas as empresas a redução média de 0.1 ponto percentual após a operação de compra.

Liquidez imediata - Representa a capacidade de cobertura do passivo correntes por valores imediatamente disponíveis /meios financeiros líquidos (Fernandes et al., 2019). O seu valor resulta do quociente entre as disponibilidades (caixa e equivalentes de caixa) e o passivo corrente.



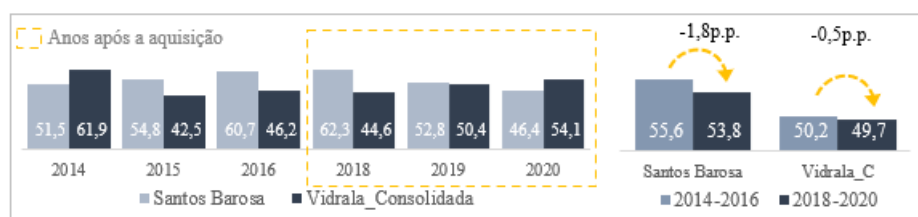
Fonte: Sabi - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

Figura 11. Liquidez Imediata (%) - Anual e impacto médio (antes e depois)

Este rácio deverá ser analisado em conjunto com os dois anteriores. Da análise conjunta podemos concluir que, apesar de tanto numa empresa como noutra o rácio da liquidez geral apresentar valores acima de 1, esta liquidez parece estar a ser influenciada pelo valor das existências, pelo que deverá ser dada especial atenção à rotação das mesmas. Na empresa Santos Barosa, observa-se uma redução substancial do rácio de liquidez imediata após a empresa ser adquirida.

5.2.1 Indicadores de financiamento (médio e longo prazo)

Autonomia financeira - Representa a proporção do ativo total que é financiada com capital próprio, o que determina a independência da empresa em relação ao capital alheio (Fernandes et al., 2019). Este indicador é dado pelo quociente entre o capital próprio e o ativo.



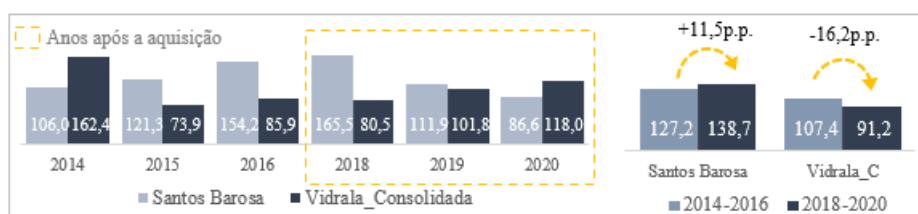
Fonte: Sabi - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

Figura 12. Autonomia financeira (%) - Anual e impacto médio (antes e depois)

Da análise do gráfico podemos verificar que na empresa Santos Barosa, apesar do aumento do rácio de autonomia financeira no ano imediatamente a seguir à aquisição, o mesmo já não se verificou nos seguintes, embora se encontre acima dos 40%. Já na Vidrala SA, verificou-se uma diminuição do valor do rácio no ano imediatamente a seguir à aquisição, mas nos anos seguintes tornou a aumentar, situando-se acima dos 50%. Contudo, em média, para ambas as empresas, este rácio apresentou uma redução nos anos observados após o período de aquisição.

Solvabilidade - Avalia a capacidade de cobertura do passivo por capital próprio. Este rácio é dado pelo quociente entre o capital próprio e o passivo e proporciona informação sobre a capacidade da empresa em solver os seus compromissos com terceiros (Fernandes et al., 2019)

- Se for >1 significa que o capital próprio da empresa é suficiente para cobrir a totalidade do passivo;
- Se for <1 significa que o capital próprio não cobre a totalidade do passivo, existindo risco para os credores.



Fonte: Sabi - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

Figura 13. Solvabilidade (%) - Anual e impacto médio (antes e depois)

Da análise deste rácio podemos verificar que, no caso da empresa Santos Barosa, verificou-se um aumento de 11,3% no ano imediatamente seguinte à aquisição, embora tenha vindo a decrescer nos dois últimos anos analisados, situando-se o valor abaixo de

1. Na empresa Vidrala SA verifica-se o efeito inverso: há uma diminuição de 5,4% no ano 2018, e um aumento nos dois anos seguintes, situando-se o valor acima de 1.

Em média, nos anos analisados após o período de aquisição, este indicador apresentou uma variação positiva de 11.5 pontos percentuais na Santos Barosa e, uma variação negativa de 16.2 pontos percentuais na Vidrala SA. Tal efeito observado na Vidrala SA é devido ao facto do aumento da solvabilidade observada em 2018 e a redução de patamar no ano subsequente.

Cobertura dos ativos não correntes- este rácio é dado pelo quociente entre a soma do capital próprio com o passivo não corrente, e o ativo não corrente. Através da análise deste indicador podemos obter informação sobre a capacidade da empresa em financiar o seu ativo/investimento de médio e longo prazo com capitais de horizonte temporal equivalente (Fernandes et al., 2019).



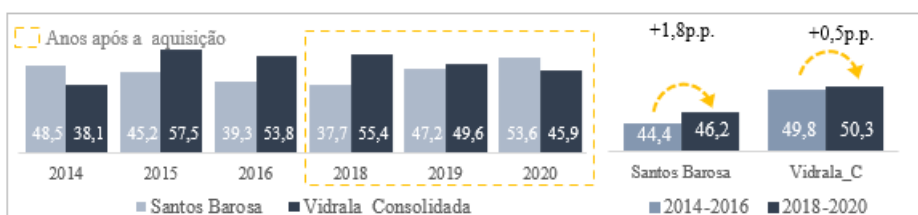
Fonte: Sabi - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

Figura 14. Cobertura dos ativos não correntes (%) - Anual e impacto médio (antes e depois)

Para que uma empresa esteja em equilíbrio financeiro, tendo em conta o rácio em análise, este deve ser igual ou superior a um. O gráfico acima mostra que tanto nos períodos antes anteriores à operação como nos períodos posteriores à aquisição, este rácio foi sempre superior a 1 em ambas as empresas, ocorrendo variações muito pouco significativas. Tal significa que ambas as empresas conseguem assegurar o equilíbrio financeiro mínimo.

Na empresa Santos Barosa, após a operação de aquisição, observa-se um aumento de 0.1 ponto percentual enquanto na Vidrala SA o efeito é inverso, apresentando esta uma redução do mesmo montante.

Endividamento – determina a dependência da empresa face ao capital alheio, analisando a extensão com que a empresa utiliza capital alheio no financiamento das suas atividades. Este rácio é dado pelo quociente entre o passivo e o ativo (Fernandes et al., 2019).



Fonte: Sabi - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

Figura 15. Endividamento (%) - Anual e impacto médio (antes e depois)

Da análise do gráfico verifica-se que, no triénio antecedente à operação de aquisição, o nível do rácio de endividamento da Vidrala SA tinha uma tendência crescente, contrariamente ao da Santos Barosa. No triénio pós operação, a tendência da Vidrala SA é de diminuição, em oposição à Santos Barosa. Mas, em valores médios, de um triénio para o outro, a variação foi positiva em ambas as empresas, apesar de mais significativa na Santos Barosa (aumentou em média 1.8 pontos percentuais), o que significa que uma maior percentagem de ativo tem vindo a ser financiada por capitais alheios.

5.3 Indicadores de risco

Grau de alavanca financeira - mede a sensibilidade do resultado antes de imposto a variações no resultado operacional. Quanto maior o valor deste indicador maior é o risco financeiro (Fernandes et al., 2019). Este indicador é dado pelo quociente entre o resultado operacional e o resultado antes de impostos. Este indicador permite analisar o risco associado à utilização de dívida, com vista a concluir se o endividamento está a ser ou não benéfico à rentabilidade dos capitais próprios.



Fonte: Sabi - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

Figura 16. Grau da alavanca financeira (%) - Anual e impacto médio (antes e depois)

Da análise do gráfico podemos observar que o grau da alavanca financeira em ambas as empresas envolvidas, tanto no período anterior como no posterior à aquisição, não sofreu variações significativas. De um triénio para outro, em média, a Santos Barosa diminuiu 0.05 pontos percentuais e a Vidrala SA 0.04 pontos percentuais, o que significa que uma variação percentual no resultado operacional terá um menor impacto no resultado antes de imposto, traduzindo-se em menor risco financeiro para ambas após o processo de aquisição.

Considerações Finais

Com a globalização como cenário dos tempos modernos, as operações de fusão e aquisição tornaram-se cada vez mais comuns na economia mundial. Não raras vezes, estes processos de aquisição ou fusão têm subjacente o interesse em fortalecer uma marca, atuar em novos mercados ou incorporar novas tecnologias, entre outras, podendo ser ou não operações benéficas para ambas as partes.

Após análise dos indicadores propostos no presente estudo, observamos que por exemplo ao nível da rentabilidade, a operação de aquisição foi benéfica para ambas as empresas, uma vez que resultou num aumento da sua capacidade de gerar resultados.

Outro dos indicadores que apresenta um resultado bastante satisfatório após a aquisição é o da margem de lucro. Se compararmos o triénio que antecedeu a operação com o triénio pós aquisição, em média, a margem bruta, tanto da adquirente como da adquirida, aumentou substancialmente, com especial destaque para o aumento médio de 8 pontos percentuais da Santos Barosa.

Em relação ao equilíbrio financeiro, observa-se a redução de liquidez da Santos Barosa, após ser adquirida pela Vidrala SA. Apesar do indicador de liquidez geral para ambas as empresas apresentar níveis superiores a 1, este indicador apresentou, em média, uma redução para ambas as empresas nos três anos subsequentes à compra da Santos Barosa.

Em relação aos indicadores de financiamento, destaca-se o aumento da solvabilidade da Santos Barosa após aquisição pela Vidrala SA. Em média, ambas as empresas apresentaram crescimento ao nível da estrutura de endividamento após o processo de aquisição.

O indicador de risco analisado no estudo foi o indicador do grau de alavancagem financeira. Para ambas as empresas, os anos posteriores às operações de aquisição apresentaram, em média, uma pequena redução. Como no caso deste indicador, quanto maior for o seu valor maior é o risco financeiro, podemos concluir que a operação de aquisição trouxe benefícios a este nível para ambas as empresas.

Assim, e de uma forma geral, podemos concluir que a operação de aquisição foi benéfica para ambas as empresas, com a generalidade dos indicadores a apresentar melhores resultados para ambas as empresas no período pós aquisição.

No entanto, este estudo apresenta como limitação o facto das contas consolidadas da Vidrala SA espelharem não só os efeitos da aquisição da Santos Barosa, mas também os efeitos de todas as outras participações possuídas pela Vidrala SA.

Outra das limitações está relacionada com o facto de não ter sido possível analisar os rácios do sector, não sendo possível comparar o desempenho das duas empresas com a média do sector.

Por fim, em 2023, o grupo Vidrala adquiriu uma parte de uma empresa no Reino Unido e outra parte de uma empresa no Brasil. Como sugestões futuras de investigação, proposto analisar subsequentemente os impactos dessas aquisições realizadas.

Referências

Assembleia da República. Lei n.º 19/2012, Diário da República n.º 89/2012, Série I, 2404:2427. Obtido em março 10, 2022, de <https://dre.pt/dre/detalhe/lei/19-2012-553391>

Autoridade da Concorrência. Obtido em março 10, 2022, de <https://www.concorrenca.pt/pt/missao-e-objetivos-da-adc>

Brealey, R. A., Myers, S. C: Princípios das Finanças Empresariais, 3ª Edição, Lisboa: Mc Graw-Hill Portugal, (1992)

Boone, A. L., Lie, E., & Liu, Y. (2014). Time trends and determinants of the method of payment in M&As. *Journal of Corporate Finance*, 27, 296–304.

Camara, P. B.; Guerra, P. B.; Rodrigues, J. V. (2013) Humanator XXI. Recursos Humanos e Sucesso Empresarial Alfragide: Publicações Dom Quixote

CANDRA, A., PRIYARSONO, D., ZULBAINARNI, N., & SEMBEL, R. (2021). Literature review on merger and acquisition. *Estudios de Economia Aplicada*, 39(4). <https://doi.org/10.25115/eea.v39i4.4627>

Código das Sociedades Comerciais. Decreto-Lei n.º 262/86, de 02 de Setembro, Obtido em abril 25, 2022, de https://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?artigo_id=524A0488&nid=524&tabela=leis&pagina=1&ficha=1&so_miolo=&nversao=#artigo.

Comunicado de Informação Relevante pela Vidrala S.A. à CNMV em 21.06.2017. Recuperado em 01.04.2022. https://www.vidrala.com/default/documentos/419_es-transmisiones_y_adquisiciones_de_participaciones_societarias.pdf

Comunicado de Informação Relevante pela Vidrala S.A. à CNMV em 26.07.2017. Recuperado em 01.04.2022. https://www.vidrala.com/default/documentos/424_es-transmisiones_y_adquisiciones_de_participaciones_societarias.pdf

Comunicado de Informação Relevante pela Vidrala S.A. à CNMV em 13.10.2017. Recuperado em 01.04.2022. https://www.vidrala.com/default/documentos/425_es-transmisiones_y_adquisiciones_de_participaciones_societarias.pdf

CUNHA, Paulo Olavo: “Direito das Sociedades Comerciais”, Almedina, Coimbra, 2019, 7ª edição.

Expediente C/0893/17 VIDRALA/ SANTOS BAROSA – COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA. Recuperado em 01.04.2022. https://www.cnmc.es/sites/default/files/1868647_15.pdf

Fee, C. E., & Thomas, S. (2004). Sources of gains in horizontal mergers: Evidence from customer, supplier, and rival firms. *Journal of Financial Economics*, 74(3), 423–460. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.10.002>

Fernandes, C., Peginho, C., Vieira, E. & Neiva, J. (2019). *Análise Financeira-Teoria e Prática*, 5ª edição. Lisboa, Portugal. Sílabos, Lda

Ferreira, D.: *Fusões, Aquisições, Cisões e Outras Reestruturações de Empresas Abordagem Estratégica e Organizacional- Volume I. Rei dos Livros*, (2017)

Gupta, P. (2012). MERGERS AND ACQUISITIONS (M&A): THE STRATEGIC CONCEPTS FOR THE NUPTIALS OF CORPORATE SECTOR. *Innovative Journal of Business and Management*, 1, 60–68.

Gonçalves, C., Santos, D., Rodrigo, J., Fernandes, S.: “Relato Financeiro – Interpretação e Análise”, *Vida Económica*, Porto, 2012

Hijzen, A., Görg, H., & Manchin, M. (2008). Cross-border mergers and acquisitions and the role of trade costs. *European Economic Review*, 52(5), 849–866.

Jensen, M.C. and Ruback, R.S. (1983). “The market for corporate control: the scientific evidence.” *Journal of Financial Economics*, 11(1–4): 593–638.

Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1–4), 5–50.

Jornal de Negócios: Obtido em abril 28, 2022, de <https://www.jornaldenegocios.pt/empresas/industria/detalhe/vidrala-vai-comprar-portuguesa-santos-barosa-num-negocio-de-250-milhoes-de-euros>

Lee, S. (2020). Target shareholder gains, peer firm values, and merger and acquisition announcements. *International Journal of Finance & Economics*.

Leigh, R. and North, D.J. (1978). “Regional aspects of acquisition activity in british manufacturing industry.” *Regional Studies*, 12(2): 227–245.

LIN, L. I. N., Lee, C. F., & Kuo, H. C. (2013). Merger and acquisition: Definitions, motives, and market responses. *Encyclopedia of Finance*, 541.

Ministério das Finanças. Decreto-Lei n.º 158/2009 de 13 de julho, Diário da República n.º 133/2009, Série I, 4375:4384, Obtido em março 10, 2022, de <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/158/2009/07/13/p/dre/pt/html>

NABAIS, Carlos; NABAIS, Francisco: “Prática Financeira – Análise Económica & Financeira”, Lidel – edições técnicas, 2004

NEVES, João Carvalho das: “Análise e Relato Financeiro – Uma Visão Integrada de Gestão”, Texto Editores, 2012, 8ª edição

Norma Contabilística e de Relato Financeiro 06 – Activos Intangíveis.

Norma Contabilística e de Relato Financeiro 14 – Concentração de Atividades Empresariais.

Rahman, M.; Lambkin, M.; Hussain, D. (2016) “Value creation and appropriation following M&A, A data envelopment analysis” *Journal of Business Research*. 69 (12), 5628–5635.

Stiglitz, J. E. (1972). Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Take-overs. In *Source: The Bell Journal of Economics and Management Science* (Vol. 3, Issue 2).

Vidrala S.A. Annual Report 2017. Recuperado em 15.04.2022. https://www.vidrala.com/default/documentos/648_en-2017_annual_report.pdf

Vieito, J.P, Maquieira, C.P: Finanças Empresariais: Teoria e Prática, Escolar Editora: 2010

Walker, I.E. (1992). *Buying A Company in Trouble: A Practical Guide*. Hants: Gower.