



CONCENTRAÇÃO BANCÁRIA: A OPA FALHADA DO BANCO BCP AO BANCO BPI, EM 2006, PORTUGALⁱ

Jorge Rodriguesⁱⁱ,

Helena Cabral

ISCAL, Instituto Politécnico de Lisboa,
Portugal

Resumo:

As operações de concentração de instituições financeiras têm por objetivo, em geral, criar dimensão e oportunidades de ganhos resultantes das poupanças em custos e das sinergias geradas. O objetivo deste artigo é o de analisar as decisões estratégicas de concentração da oferta pública de aquisição do banco BCP ao banco BPI, cujo processo decorreu entre Março de 2006 até ao final de Novembro de 2007. A teoria subjacente a este tipo de operações, de carácter neoliberal e de cariz anglo-saxónico, defende haver ganhos de eficiência devido às economias de escala em organizações de maior dimensão, não considerando os aspetos comportamentais dos gestores. A análise dos dados recolhidos permite, através do estudo de caso, verificar as estratégias adotadas por cada instituição, os motivos que levaram à rejeição da proposta e a importância das entidades reguladoras neste processo. Os resultados fornecem uma base sólida para concluir que as decisões estratégicas do BPI foram mais fortes que as propostas do BCP, e as decisões tomadas pelos reguladores tiveram um peso importante no desfecho da operação, tendo penalizado a operação pela demora na resposta, ainda que os procedimentos existentes tendam a ser cada vez mais desburocratizados e autónomos. A conclusão tem por base uma reflexão sobre o tipo de estratégias adotadas por cada instituição envolvida e o impacto provocado por cada iniciativa.

Palavras-chave: banca, concentração bancária, fusões e aquisições, oferta pública de aquisição

Abstract:

The concentration operations of financial institutions aim, in general, to create dimension and earnings opportunities, which result from costs savings and from synergies generated by the new company. So on, it induces productivity and greater

ⁱ BANKING CONCENTRATION: THE FAILED TAKEOVER OF BCP BANK TO BANK BPI IN 2006, PORTUGAL

ⁱⁱ Correspondence: email jjrodrigues@iscal.ipl.pt

competitiveness. The purpose of this paper is to analyze the strategic decision of the takeover bid of BCP on BPI, a process that took place between Mar./2006 and the end of Nov./2007. The theory behind this type of operations has a neoliberal and Anglo-Saxon character, advocating the existence of efficiencies due to economies of scale in larger organizations, not considering the behavioral aspects of management. The analysis of the gathered data provides, through the case study, clues on the strategies adopted by each institution, the reasons that led to the rejection of the proposal and the importance of regulatory authorities in this process. The results provide a solid basis for concluding that the strategic decisions of BPI were stronger than the related decisions of the BCP, and the decisions taken by the regulators also had an important role in the outcome of the operation, although existing procedures tend to be increasingly unbureaucratic and independent. The conclusion is based on a reflection on the type of strategies adopted by each institution involved and the impact caused by each initiative.

Keywords: banking, banking concentration, mergers and acquisitions, takeover bid

JEL: G21; G24; G34

1. Introdução

Após a crise financeira mundial iniciada em 2007, o mercado financeiro global não voltará a funcionar do mesmo modo. A pressão a que os bancos estão sujeitos para manter níveis mínimos de solvabilidade e rentabilidade, tem sido um fator causador de instabilidade e vulnerabilidade nos bancos com maior dificuldade em atingir aqueles valores mínimos, aumentando assim a probabilidade de novas tentativas de operações de concentração na banca nacional, para reduzir custos de funcionamento, reforçando a sua competitividade e proteger-se de eventuais ofertas de aquisição hostis por parte de instituições estrangeiras. É neste contexto que o conhecimento de processos ocorridos, num passado recente, poderá ajudar a evitar alguns erros, como foi o caso da oferta pública de aquisição (OPA) do Banco Comercial Português (BCP) sobre o Banco BPI (BPI) no ano de 2006, em Portugal. Esta operação constituiu a tentativa de fusão mais importante no sistema financeiro português. Aquela oferta de aquisição surpreendeu o mercado financeiro e desde o início esteve envolta em polémica, com lutas de poder e incertezas do mercado, dada a hostilidade da oferta e das estratégias de defesa do BPI. O preço proposto pelo BCP no anúncio da OPA oferecia um prémio sobre as ações do BPI, com este a classificar a OPA de hostil, dando início a uma “guerra” de poder entre os dois bancos, a qual demorou mais de um ano.

O BCP foi criado em Junho de 1985 e foi o primeiro banco comercial privado constituído após o início do processo de liberalização e desenvolvimento do sistema financeiro português. Em 2005 o BCP era o maior banco privado do país, com uma posição importante no mercado financeiro português, e era o segundo maior banco em termos de quota de mercado, em crédito a clientes e em recursos totais de clientes. Detinha a maior rede de distribuição bancária do país, com 918 sucursais. O BCP era

assim uma instituição de referência na Europa e em África, através das suas operações bancárias na Polónia, Grécia, Moçambique, Angola, Roménia e Suíça. À data da OPA todas as suas operações operavam sob a marca Millennium bcp.

O BPI teve origem na Sociedade Portuguesa de Investimentos (SPI), criada em 1981, com o objetivo de financiar projetos de investimento do setor privado, contribuir para o relançamento do mercado de capitais e para a modernização das estruturas empresariais portuguesas.

Em 2005 o Banco BPI liderava o Grupo BPI, sendo o quarto maior grupo financeiro privado português, centrado na atividade bancária, dotado de uma oferta completa de serviços e produtos financeiros para os clientes particulares, empresas e institucionais. Contava com cerca de 648 balcões de retalho, 39 centros de investimento e 58 outros centros especializados. Desenvolvia a sua atividade internacional em Moçambique e Angola, sendo neste país líder na atividade de banca comercial com quotas de mercado próximas dos 20,0 %, através do Banco de Fomento que detinha em 50,10 %.

A estrutura do artigo, com forte componente empírica, inicia-se com a caracterização dos dois bancos intervenientes na proposta de fusão e na explicitação da metodologia seguida. Apresenta-se logo a seguir um breve enquadramento teórico sobre fusões e aquisições, efetuando-se depois um breve enquadramento processual, analisando os aspetos comportamentais, legais e regulatórios da operação de concentração. Por fim, apresentam-se as conclusões.

2. Enquadramento teórico sobre fusões e aquisições

O crescimento das organizações, em geral, decorre de decisões estratégicas complexas que envolvem um elevado grau de incerteza, afetando as organizações como um todo (Jonhson *et al.*, 2008). Aquelas decisões podem ser agrupadas em três tipos (Ferreira, 2006): formas de desenvolvimento concentradas e relacionadas; diversificação relacionada; diversificação não relacionada. As fusões e aquisições, em geral, são o método de crescimento mais comum e rápido, o qual consiste em decisões de combinação entre empresas ou parte delas (Ferreira, 2006). O seu objetivo principal é o ajuste de forma eficaz às novas oportunidades e desafios de mercado, o qual, se for efetuado com eficiência, pode aumentar as receitas, a quota de mercado, melhorar a rentabilidade e reforçar o valor da empresa. A forma mais frequente de fusões e aquisições corresponde à oferta pública de aquisição (OPA). Este método consiste na proposta de compra ou de troca de ações de uma empresa, efetuada por outra entidade, (a oferente), diretamente aos acionistas daquela empresa (entidade alvo). Considera-se fusão a combinação de duas ou mais empresas numa só, sendo o pagamento aos acionistas da sociedade adquirida efetuado em dinheiro ou através da troca de ações. Quando existe troca de ações, os acionistas de ambas as sociedades partilharão os riscos envolvidos no negócio.

Na aquisição de participações, existem duas figuras, a empresa adquirente e a empresa adquirida. A empresa adquirente tomará o controlo da empresa adquirida, ou seja, assume as políticas financeiras e operacionais da empresa adquirida sempre que detenha mais de 50,0 % do poder de voto ou porque estabeleceu um contrato parassocial

com outros acionistas que lhe permite eleger um conselho de administração da sua confiança. As aquisições, em geral, ajudam a preencher insuficiências nas linhas de produtos ou serviços oferecidos, incorporam novas tecnologias e novos produtos, fortalecem as capacidades da administração, permitem a expansão geográfica ou a entrada em novos segmentos nos mercados já existentes (Ferreira, 2006).

Quando uma empresa está cotada em bolsa a aquisição é normalmente efetuada através de uma OPA. Esta consiste numa operação em que uma entidade revela publicamente aos acionistas de uma sociedade cotada em bolsa a sua intenção de comprar parte ou a totalidade das suas ações, por um preço pré-definido, e com vista a assumir ou a reforçar o controlo sobre a sociedade alvo. Uma OPA é designada de hostil quando a oferta não é solicitada e é contra a estratégia da administração da empresa alvo. Se a OPA tiver o prévio acordo da empresa alvo é designada por OPA amigável.

O lançamento da OPA ocorre com o anúncio preliminar efetuado pela oferente à Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), à sociedade visada e às entidades gestoras dos mercados regulamentados em que os valores mobiliários que são objeto da oferta estejam admitidos à negociação, com o registo da mesma a dever ser requerido no prazo de 20 dias (art.º 175º, Código dos Valores Mobiliários – CVM). A CMVM terá oito dias para analisar o pedido e rejeitá-lo ou autorizá-lo (al. a), nº 1, art.º 118º, CVM). Por outro lado, a empresa alvo tem oito dias para se pronunciar sobre as condições da oferta (nº1, art.º 181º, CVM). O prazo da oferta pode variar entre duas a doze semanas (nº1, art.º 183º, CVM) e durante esse período pode surgir uma OPA concorrente para aquisição da empresa alvo. Normalmente uma OPA concorrente oferece um valor por ação mais favorável que a OPA inicial, tendo a empresa alvo que decidir sobre uma ou nenhuma das propostas. A contra OPA ocorre quando a empresa alvo reverte a situação e efetua uma oferta de aquisição sobre a empresa oferente. As leis e a proteção das empresas contra aquisições hostis varia de país para país. Normalmente, quando o conselho de administração da empresa alvo se opõe a uma OPA hostil, recomenda os acionistas que não vendam as suas ações e desenvolve estratégias para evitar que a operação se concretize.

A motivação dominante de qualquer empresa é a melhoria dos resultados económicos, podendo-se afirmar que as estratégias de crescimento são justificadas pela maximização dos lucros e do valor da empresa, sendo este apurado através da combinação de duas organizações ou negócios. O princípio da sinergia refere que quando duas empresas pretendem fundir-se ou combinar os seus recursos, o valor conjunto é superior ao valor das partes individualmente consideradas. Desse modo, para atingir as sinergias previstas é necessário aprofundar a análise para avaliar as fontes de ganhos (Ferreira, 2006): redução de custos, a racionalização, o aumento do poder no mercado, a aquisição dos recursos das empresas, a aceleração e difusão do conhecimento e do progresso tecnológico, a tentativa de controlo da empresa, a especulação e a difusão do conhecimento.

Neste contexto, importa analisar a teoria da agência (Jensen *et* Meckling, 1976), a qual tem por base problemas de delegação de autoridade ou relações agente-principal. Ou seja, embora os proprietários controlem indiretamente os destinos da empresa, na

medida em que podem escolher e substituir os gestores, surge o problema de divergência entre os objetivos dos acionistas (ou de todos os que têm interesses relevantes na empresa – os *stakeholders*) e dos gestores. De acordo com Jensen (1986), os interesses dos gestores podem forçar o crescimento da empresa para valores afastados dos níveis considerados adequados, em termos de eficiência e eficácia, apenas com o objetivo de obterem maior prestígio, poder e compensações superiores. No entanto, essa diferença entre os interesses dos gestores e os dos acionistas origina os custos de agência. O problema da agência, porém, acentua-se quando se associa a possibilidade dos gestores passarem a ter lugar em administrações de outras empresas, aumentando assim a sua influência e poder. Como justificação, os gestores argumentam com a necessidade de serem efetuadas aplicações de fundos de tesouraria excedentários (*free cash flow to the firm*). A este respeito, Jensen (1988) defende que os gestores deverão devolver aqueles fluxos de tesouraria excedentários aos acionistas, sob a forma de dividendos extraordinários ou da aquisição de ações próprias.

Por outro lado, a hipótese de *hubris* (Roll, 1986), aborda o ego dos decisores, erros de avaliação, prémios elevados e prejuízos para a empresa compradora. Esta teoria pode ser facilmente confundida com a teoria da agência, no entanto, a diferença consiste no facto de que o ego dos decisores pode conduzir a erros de avaliação, a prémios mais caros ou a análises incorretas. A tónica é posta no erro de avaliação que poderá ser cometido pelos responsáveis da empresa adquirente, por razões como o excesso de confiança, ego, orgulho ou arrogância, conduzindo a um custo mais elevado. A razão para oferecer um valor mais elevado que o preço de mercado – o prémio –, está nas potenciais sinergias, as quais poderão ser sobrevalorizadas, conduzindo assim a um preço muito superior ao justo valor. Este tipo de comportamento, ou seja, a existência de *hubris*, pode levar a que os gestores da empresa adquirente reduzam ao máximo as tarefas de *due diligence*, ou mesmo que ignorem a informação obtida durante essas tarefas.

Weston *et* Weaver (2001) referem que quando é feita uma oferta de aquisição hostil o tempo é precioso e a empresa alvo terá de ser rápida e ter uma resposta bem preparada, com as táticas defensivas a poderem dividir-se em dois grupos (Ferreira, 2006):

- a) Ativas ou para retaliação. São aquelas que são postas em prática no decorrer do processo pelo controlo da empresa, para afastar os potenciais compradores;
- b) Preventivas ou antecipadas. São definidas anteriormente a qualquer tentativa de aquisição, no sentido de a tornar pouco atrativa ou difícil de implementar.

As sinergias a obter constituem um dos objetivos fundamentais das decisões de fusões e aquisições. Os ganhos de dimensão não acontecem só porque se juntam duas ou mais empresas; para que possam ser efetivos é necessário que a combinação de meios seja aceite entre as partes adequadas e que a entidade resultante tenha outras capacidades e competências adicionais para produzir e fornecer novos bens e serviços, penetrar e conquistar novos mercados, fazer alterações nos sistemas organizacionais e de informação, aceder a novas tecnologias e, *in extreme*, possa mesmo criar uma nova indústria (Ferreira, 2006). O autor refere também que as decisões só alcançarão sucesso quando as empresas combinadas tiram o máximo proveito e constroem o seu futuro com

base nas capacidades e competências de cada uma delas. Portanto, identificar e proteger estas capacidades é um aspeto prévio fundamental para se obterem sinergias, o que requer um processo de *due diligence*.

2. Metodologia

Para a prossecução dos objetivos do artigo foi eleito o método descritivo, com a finalidade de fornecer uma caracterização precisa das estratégias prosseguidas durante o processo de proposta de fusão pelas entidades envolvidas, por não ser possível recorrer a métodos mais rigorosos e precisos (Freixo, 2010). Assim, utilizou-se o estudo de caso para responder ao “como” e “porquê” se chegou ao resultado de recusa da oferta pública de aquisição do BPI pelo BCP. Privilegiou-se a pesquisa aplicada, com recurso à documentação produzida pela entidade oferente – o BCP, a entidade visada – o BPI, e as entidades reguladoras – Autoridade da Concorrência (AdC), Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e Banco de Portugal (BdP). Foram consultados os prospetos da oferta e os relatórios de contradita, os pareceres das autoridades regulatórias e de supervisão, os relatórios e contas de ambos os bancos, os relatórios de *corporate governance*, bem como análises pontuais do mercado e consulta a livros, sítios na internet e artigos especializados relacionados com a temática das fusões e aquisições. A singularidade do caso, quer no que se refere ao enquadramento legal quer ao contexto cultural em que ocorreu, traz a este estudo uma complexidade acrescida, não permitindo comparações com casos similares e nem a generalização das conclusões obtidas.

3. O processo de fusão

O mercado financeiro e o mercado de valores mobiliários são fortemente regulados, regulamentados e supervisionados, o que os torna singulares e interdependentes sem, contudo, lhes retirar margem de manobra e criatividade para o aumento da eficiência das suas atividades principais (Rodrigues, 2012). Foi neste contexto de procura de melhoria da eficiência que surgiu a oferta pública de aquisição geral e voluntária de ações representativas do capital social do banco BPI, em que foi oferente o Banco BCP, no ano de 2006, em Portugal.

3.1 A oferta do banco BCP: Estratégia e motivos

Em 13 de março de 2006 o BCP divulgou ao mercado um anúncio preliminar de lançamento da OPA geral e voluntária de ações representativas do capital social do BPI, com a contrapartida de € 5,70 por ação. A primeira reação do conselho de administração do BPI foi considerar hostil a natureza desta OPA, por o BCP não ter dado conhecimento prévio nem ao BPI nem aos acionistas representados no seu conselho de administração (no seu conjunto, estes eram titulares de cerca de 49,0 % do capital social do BPI). O resumo dos termos da proposta inicial do BCP consta na Figura 1 – Termos da proposta inicial do BCP.

Figura 1: Termos da proposta inicial do BCP

Estrutura da transação	Oferta pública de aquisição em cash de 100,0 % do capital social do BPI (760 milhões de ações); Sujeita a um nível mínimo de aceitação de 50,0 % + 1 ação.
Preço	€ 5,70 por ação (ex-dividendo de 2005 de € 0,12 por ação); Prémio atrativo de 10,0 % sobre o preço da ação a 10 de março e de 27,0 % sobre a média dos últimos três meses; 3,2 * PBV 2006 e 13,6 * o consenso de resultados esperados para 2008 (pré-sinergias); 4 332 milhões de euros por 100,0 % do capital.
Condições	Remoção pelo BPI das restrições à votação nos estatutos da sociedade; Não pagamento aos atuais acionistas do BPI de dividendo que exceda o dividendo proposto para 2005 de € 0,12.
Calendarização	Entrega dos documentos da oferta à CMVM, Banco de Portugal e Autoridade da Concorrência; lançamento da oferta sujeita a aprovações regulamentares; Assembleia-geral extraordinária do BPI para remover as restrições de voto (blindagem dos estatutos); espera-se a conclusão do processo até, no máximo, ao final do verão do ano 2006.
Racionalidade do investimento	Criação de um banco líder português indiscutível; estimativa de 232 milhões de euros de sinergias anuais antes de impostos; complementaridade em inúmeras áreas de negócio; espera-se que a transação seja "accretive" para os resultados.

Fonte: Adaptado de BCP (2006).

Os motivos desta oferta pública de aquisição estavam ancorados numa forte racionalidade estratégica, a qual tinha como objetivo atingir as seguintes metas:

- 1) Liderança de mercado em todos os segmentos e produtos;
- 2) Liderança na produtividade (sinergias de custos e partilha de melhores práticas);
- 3) Escala para capturar oportunidades de crescimento.

Com a concretização da operação, a combinação do conjunto (banco BCP + banco BPI) apresentaria uma clara liderança no mercado português, nascendo assim um líder forte num mercado aberto e competitivo, em praticamente todas as categorias de produto (crédito habitação, *factoring*, fundos de investimento). Por outro lado, o BCP previa uma significativa criação de valor resultante de sinergias por redução de custos e de sinergias adicionais de receitas associadas à operação, que ainda estariam por quantificar.

Segundo a proposta apresentada pelo BCP, a OPA teria inúmeras vantagens para todos os *stakeholders*, ou seja, as vantagens seriam as seguintes:

- a) Clientes. Preços mais competitivos devido a maior eficiência; produtos e serviços mais competitivos e inovadores; maior conveniência associada a uma rede presente em qualquer lugar;
- b) Colaboradores. Oportunidade para fazer parte da maior instituição privada portuguesa; melhores oportunidades para o desenvolvimento profissional em Portugal e no estrangeiro; respeito por cada indivíduo, com base em princípios de meritocracia;
- c) Acionistas. Elevado potencial de criação de valor; título de referência na *Euronext* Lisboa; uma instituição mais forte;
- d) País. Criação de um banco líder indiscutível; forte posição competitiva no contexto da banca europeia; uma instituição preparada para o futuro.

3.2 A resposta do banco BPI

Em 10 de abril de 2006, o conselho de administração do BPI divulgou o seu relatório sobre a oportunidade e as condições da OPA às ações do BPI anunciada pelo BCP, considerando aquela oferta totalmente inaceitável, por subavaliar significativamente o BPI. Logo, a proposta não servia os interesses dos seus acionistas, clientes e colaboradores. Assim, o conselho de administração do BPI deliberou por unanimidade rejeitar a oferta e recomendar aos acionistas do BPI que também a rejeitassem, não vendendo as suas ações.

Os motivos que levaram o BPI a considerar inviável a oferta do BCP foram:

- a) O preço oferecido pelo BCP era totalmente inaceitável, dado que não refletia o valor do BPI, nem o potencial de crescimento demonstrado pelo último Plano de Negócios do BPI, o qual admitia um crescimento médio anual do lucro por ação (EPS) de 15,6% entre 2005 e 2008; e um crescimento esperado do lucro líquido de 251 para 388 milhões de euros, no mesmo período (Figura 2 – Evolução do lucro líquido do BPI). O plano de integração apresentado pelo BCP subestimava o potencial de sinergias concretizáveis por uma gestão adequada.

Figura 2: Evolução do lucro líquido do BPI



Fonte: Banco BPI (2006).

- b) O BPI considerava que poderia criar muito mais valor para os seus acionistas. Afirmava que nenhum outro banco português cotado apresentava um registo histórico de criação de valor equiparável ao seu, que à data, tinha obtido um retorno acumulado de 441,0 % nos últimos 10 anos. O BPI comparou também o facto de, naquela data, se constatar que nos últimos 5 anos o rendimento anual de 10,0 % obtido pelos acionistas do BPI contrastava fortemente com o registo de destruição de valor do BCP, que apresentava um rendimento negativo de 8,3%. Por outro lado, num horizonte temporal de 10 anos, a rendibilidade anual de 18,4% obtida pelo acionista do BPI sobressaía relativamente ao registo histórico muito inferior do BCP, que tinha um retorno de 7,9% ao ano. Assim, o BPI considerava que os acionistas não deveriam vender as suas ações, uma vez que perderiam um projeto sólido de criação de valor.
- c) O BPI considerava que o seu modelo de governo societário permitia obter resultados operacionais muito superiores aos do BCP. A sua estratégia vinha a

revelar-se muito mais sólida e consistente que a do banco oferente e possuía um modelo de governo societário substancialmente superior ao do BCP, em relação à remuneração e responsabilização da gestão executiva. As diferenças entre os dois modelos podem observar-se na Figura 3 – Duas culturas diferentes: dois modelos de governo distintos.

Figura 3: Duas culturas diferentes: dois modelos de governo distintos

	Banco BCP	Banco BPI
Composição dos Conselhos de Administração	Nove membros executivos	Doze membros não executivos e sete executivos
	Conselho de Administração do BCP não integra executivos de topo em representação dos acionistas ¹	Executivos de topo no conselho de administração do BPI representam os acionistas.

1- O banco BCP tinha aprovado recentemente uma alteração do seu modelo de governo, não existindo, naquela data, experiência sobre a sua aplicação.

Fonte: Adaptado de Banco BPI (2006).

- d) Com a integração do BPI no BCP haveria a redução de grande número de postos de trabalho qualificado, os quais eram essenciais para a criação de valor no BPI.
- e) O BPI considerava também que a sua integração no BCP afetaria negativamente os seus clientes, em termos de conveniência, preço e oferta de produtos e serviços. Isto porque, segundo os meios de comunicação social, na semana posterior à oferta, a intenção manifestada pelo BCP era a de encerrar cerca de 300 balcões, facto que iria penalizar os clientes, no que respeita à conveniência que um balcão próximo representa. Além disso, os clientes do BPI beneficiavam de comissões muito inferiores, em comparação com as comissões do BCP.
- f) Assim, tendo em consideração o modelo de governo do BCP e o seu registo histórico de destruição de valor, e o plano de integração que propunha, o BPI considerou que devia ser absolutamente rejeitada a intenção anunciada pelo BCP de equacionar a análise e promoção de condições para que os acionistas do BPI se tornassem acionistas do BCP.

O principal objetivo do BCP era alcançar a titularidade da totalidade do capital social do BPI, ou no mínimo, uma posição de controlo, de harmonia com as condições de sucesso anunciadas. Isto em conformidade com as autorizações administrativas, nomeadamente as decisões de não oposição do Banco de Portugal e da Autoridade da Concorrência.

No entanto, havia outros fatores a considerar:

- a) A aquisição dentro da estratégia do BCP;
- b) Política de recursos humanos;
- c) Compromissos assumidos perante a Autoridade da Concorrência;
- d) Mecanismo de aquisição potestativa (caso ultrapassasse 90,0 % dos direitos de voto no BPI), qualidade de sociedade aberta e projeto de fusão;
- e) Financiamento da oferta até quatro mil milhões de euros.

Quando o BPI recebeu, em abril de 2007, os projetos de anúncio de lançamento e de prospeto, o seu conselho de administração considerou que não tinha havido qualquer alteração significativa no conteúdo da oferta divulgado em março de 2006, e assim, segundo comunicado pela CMVM, deliberou por unanimidade reafirmar a rejeição da oferta e recomendar aos acionistas do BPI para também a rejeitarem, não vendendo as suas ações.

3.3 Alteração da OPA pelo banco BCP

No último dia da oferta, 24 de abril de 2007, o BCP efetuou uma revisão da contrapartida da OPA, passando o preço a ser de € 7,00 por ação representativa do capital social do BPI, a ser pago em numerário. Esta decisão de revisão da contrapartida foi tomada no último dia previsto no Código dos Valores Mobiliários (CVM). Pretendia minimizar qualquer tipo de perturbação no mercado e sinalizar que se tratava de uma revisão única e definitiva da contrapartida que o BCP admitia efetuar. Manteve-se o prazo de 10 dias, após o termo da oferta, para os destinatários desta poderem decidir, relativamente à venda de ações do BPI pelo novo preço oferecido.

Assim, o preço final da oferta de € 7,00 representava um prémio de 20,0 % face aos *price targets* mais recentes. Esses *price targets* eram pós resultados de 2006 e a média situava-se nos € 5,84 euros por ação. Portanto, o BCP considerava o preço de oferta atrativo, com base na justa repartição entre os acionistas do BPI e BCP, do potencial de sinergias, incorporando igualmente a valorização global dos mercados financeiros. Ou seja, o BCP reiterava assim a oportunidade única de criação de valor decorrente da criação de uma instituição financeira líder em Portugal.

3.4 Resposta final do banco BPI

Em 26 de abril de 2007 o BPI divulgou o relatório do seu conselho de administração sobre a oportunidade e as condições da OPA anunciada preliminarmente pelo BCP em 13 de março de 2006, lançada em 5 de abril de 2007 e atualizada em 24 de abril do mesmo ano, em função da divulgação do anúncio de revisão da contrapartida. Assim, o BPI voltou a considerar a oferta totalmente inaceitável, transmitindo as seguintes mensagens para os principais acionistas do BPI:

- 1) O preço revisto de € 7,00 oferecido pelo BCP continuava a ser um preço totalmente inaceitável. O BPI considerou que a alteração não tinha qualquer valor, uma vez que o preço revisto de € 7,00 oferecido pelo BCP, era em termos relativos inferior à contrapartida original de € 5,70 oferecida em 13 de março de 2006, face ao desempenho do mercado bolsista desde aquela data.
- 2) O BPI podia criar muito mais valor para os seus acionistas. Neste ponto o conselho de administração fazia um apelo para os acionistas do BPI não venderem as suas ações, porque perderiam um projeto único de criação de valor assente em sólidas perspetivas de crescimento do negócio, consistentes com o seu desempenho histórico.

Desse modo, o conselho de administração do BPI reiterava as mensagens principais para os seus acionistas, incluídas no Relatório de 10 de abril de 2006. Ou seja, o modelo de governo do banco permitia obter resultados operacionais robustos que, em última instância, se refletiam na elevada criação de valor para os acionistas:

- A integração do BPI no BCP, no quadro da oferta, destruiria um grande número de postos de trabalho qualificados, que eram essenciais para a criação de valor pelo BPI;
- A integração do BPI no BCP, no quadro da oferta, seria desfavorável para os clientes do BPI, em termos de conveniência, preço e oferta de produtos e serviços.

E assim se deu por encerrada a tentativa de aquisição do BPI pelo BCP, iniciada no ano de 2006. No entanto, alguns meses depois a reviravolta aconteceu.

3.5 Reviravolta com a oferta do banco BPI ao banco BCP

Entretanto, no dia 25 de outubro de 2007, com a fragilidade do BCP devido a rumores de escândalos de perdões de dívidas neste banco, que fragilizaram ainda mais a imagem do BCP, o BPI resolveu inverter os papéis e tomou uma posição relativamente ao BCP, antes que fosse lançada uma OPA por capitais estrangeiros, e propôs uma fusão por incorporação do BCP, que daria lugar ao novo Banco Millennium BPI. Este projeto contaria com a maioria dos acionistas do BCP, mas seria um gestor do BPI a liderá-lo; o presidente do BPI, Fernando Ulrich. Assim, a proposta deveria ser aceite pelo conselho de administração do BCP, e a decisão final seria dada pelos acionistas dos dois bancos. Esta fusão envolveria a entrega de duas ações do BPI por cada ação do BCP. Esta relação de troca avaliava, à data, a ação do BCP por € 3,26 e obrigava a um aumento de capital no BPI no valor de € 1.805.664.784,00.

O presidente do BPI era da opinião de que esta era uma proposta construtiva, não hostil, e era um projeto que envolvia os dois bancos (Campos, 2007). No entanto, este autor refere que aquela proposta não tinha sido concertada com os acionistas do BCP, nem tinha havido um pré-acordo entre ambos, mas já tinha sido comunicada aos supervisores, ao Banco de Portugal, à CMVM, e ao primeiro-ministro, depois de ter sido aprovado pelo conselho de administração do BPI. O mesmo autor avança também que, segundo o BPI, o que estava em causa não era a consolidação em Portugal, mas sim o desenvolvimento da operação no exterior, para os mercados da Polónia, Grécia, Roménia, Moçambique e Angola. Ou seja, a intenção era a expansão do grupo para novos mercados. A proposta do BPI não era propriamente a compra do BCP, mas sim uma fusão por troca de ações. Esta proposta de fusão do BPI com o BCP não recebeu o aval dos acionistas de cada um dos bancos, tendo sido considerada pelos acionistas do BCP como uma proposta inadequada e inaceitável.

Esta situação parece enquadrar-se num alerta de Moeller (2009) numa das frases ditas com segundas intenções, como *"This is a merger of equals, not an acquisition"*, ou seja, nunca haverá igualdade numa fusão mesmo que as entidades a fundir tenham a mesma dimensão. A ideia da igualdade induz a que as decisões seriam tomadas de comum

acordo; no entanto, há sempre uma entidade que domina, determinando as decisões a tomar. Parece ser o caso da proposta do BPI. E assim se encerrou mais uma tentativa de concentração do BCP com o BPI, com cada um a seguir o seu rumo, trilhando a linha do desenvolvimento interno ou orgânico.

4. Análise dos impactos da OPA do banco BCP ao banco BPI

Uma breve análise à situação dos dois bancos no ano de 2005 permite perceber o que levou o BCP a adotar a estratégia de crescimento externo com a OPA lançada ao BPI em março de 2006.

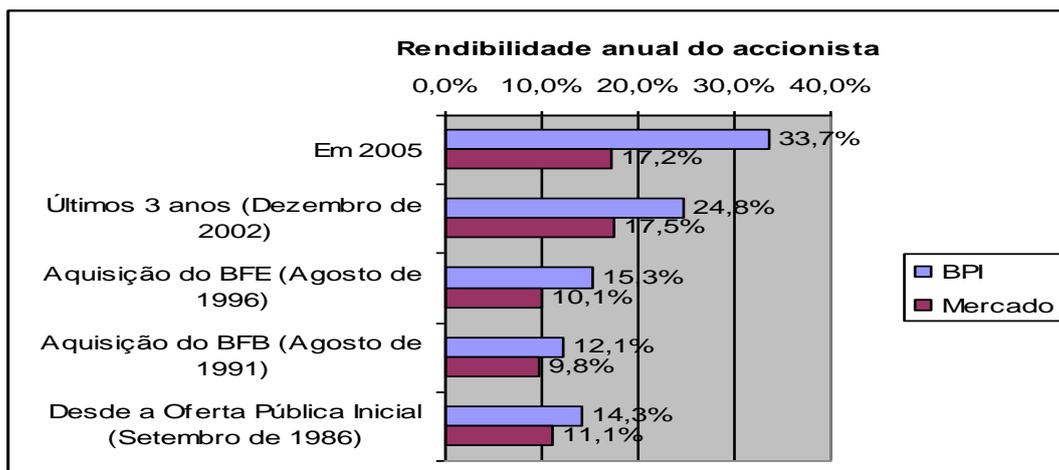
4.1 Estratégia do BCP ao anunciar a OPA ao BPI em 2006

De acordo com a informação do relatório e contas do BPI do ano 2005, o exercício desse ano refletiu um considerável reforço da solidez financeira do banco e confirmou a sua estratégia de internacionalização, num quadro geral marcado pela aceleração do ritmo de crescimento nas principais áreas de negócio e pela confirmação de um bom desempenho no que respeita aos principais indicadores de eficiência e rendibilidade. Houve, de facto, uma clara melhoria na maioria dos indicadores do BPI, onde se evidenciam os seguintes:

- 1) O ativo líquido cresceu 17,0 %;
- 2) O lucro líquido aumentou 57,5 %, para cerca de 251 milhões de euros;
- 3) O produto bancário aumentou 8,7 %;
- 4) O rácio de eficiência melhorou de 61,3 % para 57,7 %;
- 5) O rácio de capital passou de 9,8 % em 2004 para 11,5%.
- 6) A rendibilidade dos capitais próprios (ROE) situou-se em 23,5 %.

O mesmo relatório e contas de 2005 mostrava que estes resultados globais foram sustentados por importantes evoluções qualitativas, que contribuíram para a sua credibilidade e sustentabilidade. Um dos pontos de maior relevo no balanço desse exercício foi o resultado da atividade internacional, que cresceu 149,0 %, na base IAS, e representou cerca de 29,0 % do lucro líquido do BPI. Este crescimento deveu-se ao desempenho do Banco de Fomento Angola (BFA), cujo contributo para o resultado consolidado subiu 162,0 %, atingindo 69,7 milhões de euros. O BFA conquistou em 2005 a liderança do mercado angolano, com quotas superiores a 25,0 % no crédito e nos depósitos, uma rede de 43 balcões implantada em todo o País e 230 mil clientes. Confirmava-se assim o BPI como um Grupo fortemente internacionalizado, quer na sua estrutura orgânica quer na origem dos seus resultados e fontes de crescimento. O Gráfico 1 – Rendibilidade anual do acionista BPI até Dez/2005, mostra que durante esse ano a rendibilidade do investimento na ação do BPI foi de 33,7 %, com o mercado a valorizar 17,2 %.

Gráfico 1: Rendibilidade anual do acionista BPI até Dez/2005



Fonte: Adaptado do Relatório e Contas BPI (2005).

Também na Figura 4 – Cotação das ações BPI (2000 – 2005) abaixo, podemos verificar que as cotações do BPI tiveram um aumento significativo, de 2004 para 2005, registrando uma variação de +29,5%. Deste modo, dado o cenário positivo e próspero do BPI, com as ações em ascensão, é fácil constatar que o banco tornou-se um alvo muito apetecível para os investidores.

Figura 4: Cotação das ações BPI (2000 – 2005)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Cotação máxima	3,940	3,681	2,530	2,834	3,189	3,775
Cotação mínima	2,968	1,736	1,672	1,883	2,623	2,863
Cotação média	3,365	2,545	2,244	2,359	2,944	3,207
Cotação de fecho	3,051	2,064	2,094	2,805	2,863	3,708
Variação anual	-17,6%	-32,4%	1,5%	34,0%	2,1%	29,5%

Valores em euros

Fonte: Adaptado do relatório e contas do BPI (2006).

Em relação ao BCP, em 2005, o banco sofreu uma grande alteração ao nível dos órgãos sociais. Jardim Gonçalves, fundador e até aquela data o único presidente do conselho de administração, cessou funções executivas, levando à eleição de novos órgãos sociais, tendo sido deliberado também a nomeação de Paulo Teixeira Pinto como novo presidente do BCP. O relatório e contas de 2005 do BCP referia que nesse ano o banco conseguiu alcançar o valor máximo de resultados líquidos desde a sua criação. O documento refere também que a cotação da ação do BCP valorizou 23,0 % em 2005, alcançando os valores mais elevados dos três últimos anos. Foi também implementado um novo modelo organizacional e de coordenação estratégica, com o objetivo de responsabilizar todas as áreas envolvidas no negócio, fomentar o trabalho em equipa e motivar os quadros de topo, através de uma maior delegação de competências por parte da administração. Entretanto, no ponto 8 da mensagem do presidente do relatório e contas de 2005, já era possível perceber a intenção do BCP em crescer através de uma operação de

concentração. Desse modo, tendo em vista uma estratégia de crescimento, e observando o seu rival BPI com condições para continuar a prosperar no futuro, o BCP resolveu lançar a OPA ao BPI, pois era o banco que apresentava as melhores condições para que juntos pudessem ter a maior rede de balcões do país, conseguindo uma liderança de mercado em todos os segmentos e produtos, e também uma liderança na produtividade devido a sinergias de custos e partilha de melhores práticas. A união dos dois bancos permitia uma escala acrescida para capturar oportunidades de crescimento, competindo assim como um *player* credível na Europa.

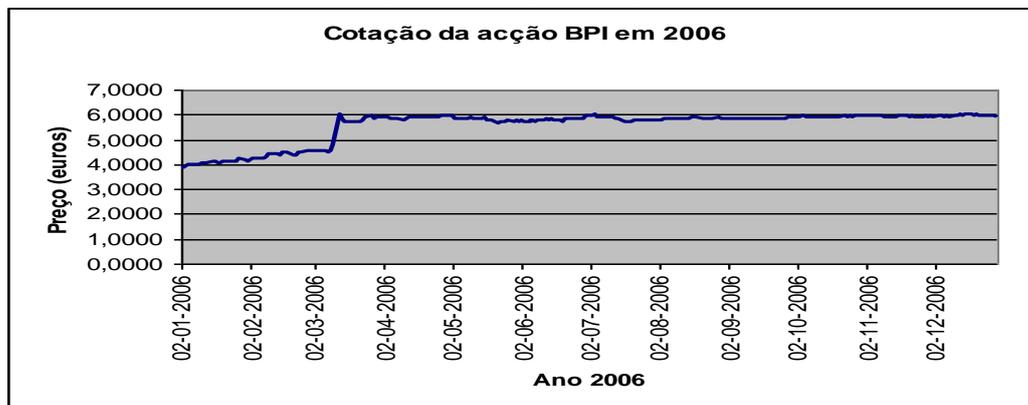
4.2 Hostilidade da oferta

No entanto, no dia 13 de março de 2006, quando a OPA foi anunciada, esta causou surpresa no mercado, e ao próprio BPI, uma vez que a oferta era inesperada e não tinha sido comunicada previamente a intenção do BCP aos principais acionistas do BPI, fato que fez com que a oferta fosse considerada hostil dando início a uma “guerra” de poder entre os dois bancos rivais.

4.3 Valorização da cotação do BPI após anúncio da OPA

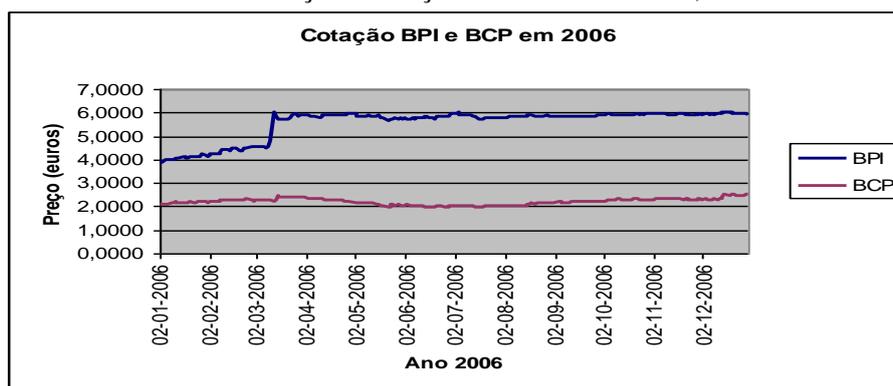
Mas, nem tudo corria mal ao BPI, apesar de ter sido surpreendido com aquela oferta inesperada, ao preço de € 5,70 por ação. O BPI considerou-se subvalorizado e que a proposta não correspondia aos interesses dos acionistas; a cotação das suas ações ia subindo a pique, conforme se pode verificar no Gráfico 2 – Evolução da cotação da ação BPI no ano 2006.

Gráfico 2: Evolução da cotação da ação BPI no ano 2006



A análise às cotações do BPI no ano 2006 mostra que esta tinha o valor de € 4,79 no dia anterior à OPA (10/03/2006), passando a ter uma cotação superior ao valor da OPA (€ 5,70) após o anúncio efetuado no dia 13/03/2006. Ou seja, nesse dia a cotação fechou em € 6,03, passou para € 5,86 no dia seguinte e cotou sempre acima de € 5,70 até ao final do ano 2006.

Gráfico 3: Cotação das ações do BPI e do BCP, em 2006



O Gráfico 3 – Cotação das ações do BPI e do BCP, em 2006, mostra o impacto que a OPA provocou na cotação das ações do BCP. Enquanto as ações do BPI passaram a ser mais valorizadas no mercado após a OPA, a cotação do BCP foi desvalorizando no decorrer do processo, ou seja, as ações de ambos os bancos sofreram variações de sentido inverso, apresentando um grau de correlação entre ambas muito forte durante o processo da OPA.

4.4 Medidas de defesa do BPI e medidas de resposta do BCP

Quando existe uma OPA hostil a empresa alvo é sempre surpreendida com a oferta, tentando depois tomar todos os tipos de medidas possíveis e necessárias para afastar o potencial comprador, ou para influenciar os acionistas a não venderem as ações. Com a OPA do BCP ao BPI verificou-se que este último estava preparado com medidas preventivas. No entanto, foi também necessário tomar certas providências para garantir que a OPA não fosse bem-sucedida, adotando medidas ativas ou para retaliação. Na resposta, o BPI avançou com medidas que permitiram dificultar que a operação desejada pelo BCP, aquisição do BPI com maioria, ocorresse com sucesso. Algumas dessas medidas já faziam parte da estrutura de trabalho do BPI, e outras foram tomadas em resposta à oferta hostil do BCP.

4.4.1 Medidas preventivas adotadas pelo BPI

As principais medidas preventivas adotadas pelo BPI foram:

- 1) Blindagem de estatutos, com um limite do exercício dos direitos de voto até ao máximo de 17,5 %;
- 2) Eram necessários três quartos do capital para eliminar a blindagem aos limites de voto;
- 3) Existia um contrato de preferência entre acionistas, que representavam mais de metade do capital do BPI, a comprometerem-se a dar preferência de venda das suas ações aos parceiros subscritores daquele contrato.

Aquelas medidas constituíam um entrave a qualquer potencial comprador do BPI. Com a blindagem dos estatutos, mesmo que o BCP conseguisse adquirir mais de metade das ações representativas do capital do BPI, teria os seus direitos de voto limitados a 17,5 %, pelo que necessitaria de $\frac{3}{4}$ do capital para desbloquear essa regra.

No ponto dois, o que se passava na altura era o seguinte:

- a) Se o BCP não conseguisse desblindar os estatutos, em assembleia-geral do BPI, a OPA só seria válida se reunisse 90,01 % do capital;
- b) Se a desblindagem fosse conseguida (o BCP precisaria de reunir 75,0 % de votos favoráveis), a OPA seria válida se fosse atingido 50,01% do capital.

No terceiro ponto, a existência de um acordo de preferência no BPI, dificultava o processo de aquisição de ações pelo BCP, uma vez que os subscritores daquele contrato teriam preferência pela compra de ações que algum dos outros acionistas subscritores pretendesse alienar.

No decorrer do processo o BPI foi obrigado a anular o acordo de preferência, que vigorava há treze anos, por alteração da legislação (inserção da al. a), art.º 20º, DL 486/99, de 13/Nov., pelo DL nº 219/2006, de 2/Nov). A seguir, descrevem-se as medidas de retaliação adotadas pelo BPI.

4.4.2 Medidas ativas ou para retaliação – BPI

A primeira medida ativa consistiu no facto de a maioria dos acionistas que representavam mais de metade do capital do BPI, desde o início, não demonstrar interesse na oferta, reiterando o apoio à gestão e estratégias seguidas pelo BPI.

Outra medida ativa foi o facto do BPI, no decorrer da OPA, ter manifestado vontade em prosseguir com a sua estratégia de desenvolvimento, demonstrando assim a sua independência. Aliás, durante todo o processo, o presidente do BPI sempre demonstrou confiança no insucesso da OPA, e para reforçar a resposta negativa, foram efetuadas comunicações pelo banco a anunciar as suas execuções estratégicas e operacionais, e perspectivas futuras, com o objetivo de reforçar a sua posição perante a opinião pública, de que não estavam dispostos a aceitar a oferta de aquisição do BCP. Uma das comunicações que chegou a gerar polémica, foi o facto de o BPI ter anunciado que pretendia abrir 80 novos balcões, facto que o BCP questionou sobre a legitimidade do BPI em concretizar o ato, uma vez que ainda decorria o período da OPA, e caso a operação terminasse com sucesso e originasse a fusão dos dois bancos, o BCP estimava a necessidade de encerramento de cerca de 300 balcões. Neste caso, a CMVM foi do entendimento de que o BPI estaria impedido de expandir a sua rede comercial enquanto a OPA estivesse em curso, mas decidiu autorizar a abertura faseada de balcões.

Outra medida de ação foi o facto de que, durante o processo da OPA, os principais acionistas do BPI reforçaram as suas posições no banco, constituindo assim um claro apoio às estratégias do BPI e aos órgãos de gestão. Ou seja, segundo o relatório e contas de 2006 do BPI, o Grupo La Caixa aumentou a sua participação de 16,0 % para 25,0 %, o Itaú aumentou a sua posição de 16,4 % para 17,6 %, e a Allianz deu conhecimento de que havia solicitado autorização ao BdP para ultrapassar o limite de 10,0 % na participação do BPI. Note-se que, aqueles aumentos na participação foram efetuados apesar dos direitos de voto dos acionistas estarem limitados aos 17,5 %, e a preços superiores ao valor oferecido pelo BCP, constituindo assim um claro sinal de confiança na gestão do BPI.

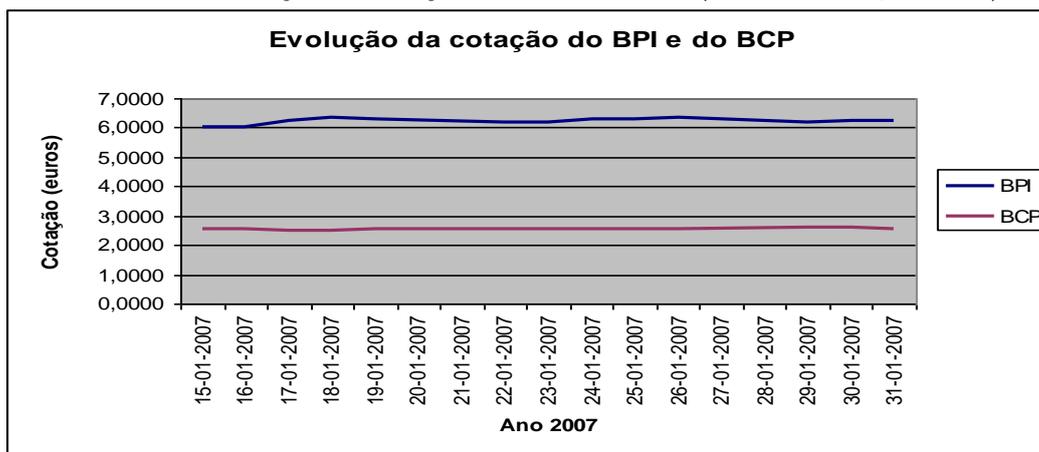
Outra situação foi a intenção demonstrada pelo BPI em vender a posição de 7,2% que detinha no capital do BCP, para concretizar um programa ambicioso de abertura de

agências aprovado em Outubro de 2006, constituindo assim mais uma medida de retaliação.

A decisão do BPI em convocar uma assembleia-geral extraordinária, no dia 17 de janeiro de 2007, para decidir sobre a venda da participação no BCP fez aumentar a especulação em torno do próprio BCP e da eventualidade do banco se tornar alvo de uma oferta. Segundo o Diário Económico, esta era a opinião da maioria dos analistas, que acreditavam que a eventual saída do BPI do capital do BCP fragilizava a solidez acionista deste último.

Outra hipótese que foi ponderada para a alienação do capital controlado pelo BPI no BCP era vender gradualmente as ações no mercado, o que implicaria a queda da cotação do BCP devido à maior oferta para venda. Essa medida faria com que o BCP tivesse mais dificuldades no levantamento de fundos para financiar a OPA e na eventual subida da oferta pelas ações do BPI. No entanto, constatou-se que na data da assembleia-geral do BPI (19 de janeiro de 2007) as ações do BCP reagiram positivamente à possível mexida na sua estrutura acionista e subiram 1,60 %, para os € 2,54, enquanto as ações do BPI recuaram 1,26 % para os € 6,27, conforme se verifica no Gráfico 4 – Evolução da cotação do BCP e BPI (2ª Quinzena, Jan/2007).

Gráfico 4: Evolução da cotação do BCP e do BPI (2ª Quinzena, Jan/2007)



Desse modo, constata-se que o próprio mercado passou a negociar as ações do BPI a um preço superior ao valor oferecido pelo BCP (€ 5,70), reforçando a ideia de que o BPI valeria muito mais e poderia criar muito mais valor que o preço implícito na oferta.

Outra medida ativa, ou para retaliação, adotado pelo BPI, e de carácter financeiro, estava ligada à política de distribuição de dividendos. Desse modo, segundo a informação do BPI, a política de dividendos a longo prazo, aprovada na reunião da assembleia-geral de acionistas de 19/abr/2007, previa a distribuição de um dividendo anual, mediante proposta a submeter pelo conselho de administração à assembleia-geral, tendencialmente não inferior a 40,0 % do lucro líquido apurado nas contas consolidadas do exercício a que se reportasse, salvo se circunstâncias excepcionais justificassem no juízo fundamentado do conselho de administração, a proposta de distribuição de um dividendo inferior. Ou seja, foi tomada uma medida para que os acionistas

permanecessem fiéis ao banco, com a expectativa de receberem um dividendo mais elevado.

4.4.3 Medidas ativas ou para retaliação - BCP

Perante as medidas tomadas pelo BPI também o BCP decidiu delinear novas estratégias que permitissem assegurar o sucesso da proposta de aquisição daquele banco. Assim, as iniciativas do BCP para tentar assegurar o sucesso da OPA foram as seguintes:

Tentativa de chamada de atenção ao Governo, para o facto de La Caixa, acionista espanhol do banco BPI com uma participação qualificada de 25,0 %, poderia estar a pôr em causa os interesses do Estado português, uma vez que o seu interesse no BPI não era claro, mas tinha conseguido aumentar a sua participação com o acordo do Banco de Portugal. Ou seja, o BCP era apontado por também ser um dos responsáveis por não ser o mercado a decidir a OPA.

Outra iniciativa do BCP foi a celebração de contratos com sociedades do Grupo Santander em Portugal, e com o Fundo de Pensões do Grupo BCP, para a compra de ações do BPI correspondentes a 10,5 % do capital com o compromisso relativo ao processo de eventual venda de ativos. Ou seja, pode-se dizer que o BCP aliou-se ao Santander para tentar inverter a situação de desvantagem em que se encontrava na disputa pelo BPI e de mostrar ao mercado que, apesar dos vários obstáculos, ainda não tinha desistido da OPA.

4.5 Posição dos reguladores

A Autoridade da Concorrência demorou muito tempo a emitir a sua análise de investigação mais profunda sobre a operação. Essa investigação deveria ter tido uma duração máxima de 90 dias úteis. No entanto, aquele prazo prolongou-se por muito mais tempo, favorecendo assim a probabilidade de insucesso da operação. As condições do mercado estão em permanente alteração, e um preço que seja referido numa data, com o passar do tempo, terá obrigatoriamente de ser ajustado. E foi o que se passou com a OPA do BCP ao BPI. O processo iniciou-se em março de 2006 mas só em março de 2007 o BCP foi notificado pela AdC sobre o projeto de decisão de não oposição, com a condição do cumprimento de alguns requisitos. Assim, no dia 1 de março de 2007 o BPI foi notificado pela AdC sobre o projeto de decisão de não oposição relativamente à operação de concentração com a OPA do BCP ao BPI, e na mesma data o BCP também foi notificado pela AdC sobre o seu projeto de decisão. Projeto esse que, apesar de não ser contra a referida concentração, incluía uma série de compromissos (“remédios”) que deveriam ser seguidos pelo BCP, relativos às seguintes matérias:

- a) Alienação das participações do BCP e do BPI na UNICRE;
- b) Desenvolvimento de uma operação de *acquiring*;
- c) Transferência de sucursais através do processo de venda;
- d) Medidas relativas à mobilidade dos clientes Empresa.

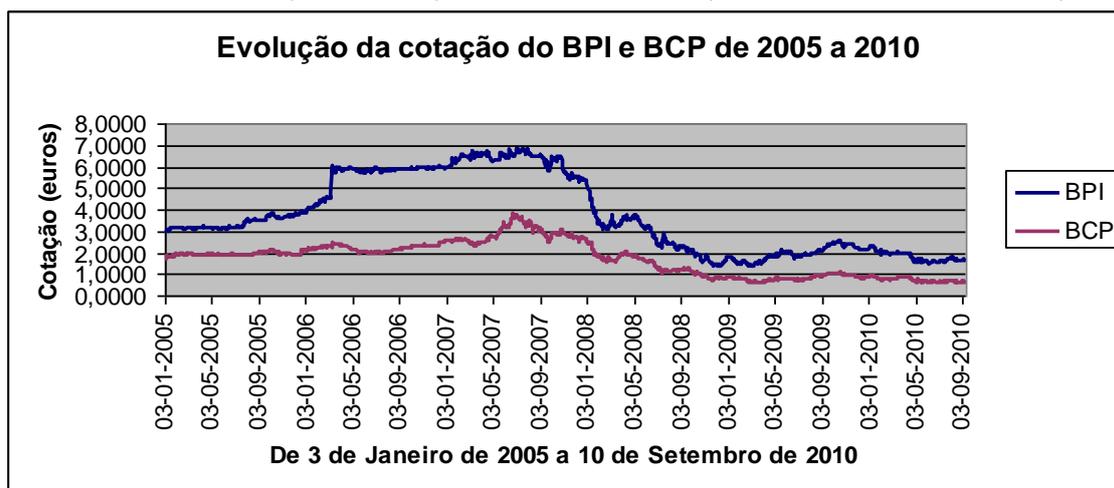
Estes compromissos eram acompanhados de obrigações acessórias consideradas adequadas para a sua eficácia. Perante esta recomendação, o BCP (apesar de algumas

discordâncias sobre o documento) reiterou os compromissos que apresentou à AdC, com o objetivo de facilitar o andamento do processo.

4.6 Aumento do preço da OPA

Tendo em conta que a oferta foi recusada pelo BPI, e tendo-se verificado o aumento da cotação do BPI após o anúncio preliminar da OPA, o BCP foi forçado a ajustar o preço da oferta de € 5,70 para € 7,00. No entanto, este preço também não mereceu atenção por parte dos acionistas do BPI, ou seja, a atualização do preço foi considerada irrelevante, tendo sido a proposta rejeitada definitivamente. Desse modo, conforme mostra o Gráfico 5 - Evolução da cotação do BPI e do BCP (De 01/01/2005 a 10/09/2010), tanto as ações do BCP como as do BPI apresentavam um crescimento no valor das suas cotações, desde o início do ano 2005, sendo esse crescimento mais acentuado na cotação do BPI. Entretanto, com a OPA em março de 2006, registou-se um aumento na cotação das ações de ambos os bancos, sendo que esse aumento foi mais notório e progressivo com a cotação do BPI, uma vez que superou a barreira dos € 6,00 por ação ainda durante o ano de 2006, superando o preço de oferta do BPI de € 5,70 por ação.

Gráfico 5: Evolução da cotação do BPI e do BCP (De 01/01/2005 a 10/09/2010)



Em abril de 2007, quando foi conhecida a decisão do BPI em rejeitar a proposta que o BCP já tinha atualizado para € 7,00, constata-se que o mercado beneficiou as cotações do BCP uma vez que registaram uma subida na cotação durante aquele período. Contudo, em outubro de 2007, quando o processo terminou definitivamente, após a proposta de fusão do BPI, o valor das cotações de ambos os bancos caíram a pique, sendo corrigidos assim os aumentos especulativos que aquelas duas ações sofreram durante o período da OPA. Porém, convém notar que aquela queda das cotações foi também acentuada pelos efeitos da crise financeira internacional que assombrou os mercados a partir do ano 2007.

4.7 Porque falhou a OPA?

Pode dizer-se, em resumo, que a OPA falhou por motivos relacionados com a forma de atuação da sociedade oferente – BCP, da sociedade visada – BPI e das entidades reguladoras.

Vejam-se de seguida as ações de cada um deles que influenciaram a não concretização da OPA.

4.7.1 Contributo do BCP para o insucesso da OPA

As fusões e aquisições falham devido a um conjunto de forças, como escolhas e execução pobres (Bruner, 2005). Estes parecem ter sido alguns dos fatores que também contribuíram para o fracasso da OPA do BCP ao BPI. Após a análise efetuada, pode dizer-se que um dos grandes motivos que deu origem ao insucesso da OPA tem a ver com o facto da proposta do BCP ter sido efetuada de forma hostil, sem pré-aviso nem ao BPI nem aos principais acionistas do mesmo, negligenciando as hipóteses de um diálogo amigável, necessário para se tentar chegar a um acordo final. Outro motivo foi o facto de o BCP não ter submetido os seus cálculos sobre as sinergias previstas ao processo de *due diligence*, permitindo especulações sobre o facto do preço oferecido estar muito abaixo do valor real do BPI.

Pode-se considerar também que o comportamento do BCP se enquadra na hipótese de *hubris* (Roll, 1986), a qual considera o ego dos decisores, erros de avaliação, prémios elevados e prejuízos para a entidade compradora, como alguns dos fatores que podem levar uma OPA ao fracasso. Ou seja, os gestores cometem erros na avaliação das entidades a adquirir, e a certa altura deste processo de fusão era visível que a operação já não tinha condições para prosseguir, mas mesmo assim os gestores do BCP mantiveram a insistência em levar o projeto adiante como que na esperança de satisfazer o ego dos seus gestores. Tal, levou a que se destruísse cada vez mais o valor dos acionistas devido aquelas estratégias mal concertadas.

Após o desfecho da OPA muitas notícias surgiram a público sobre a má gestão do BCP, facto que nos leva a constatar que o banco quando decidiu prosseguir com a estratégia de concentração com o BPI, seria principalmente para revalorizar a sua posição, uma vez que internamente já era conhecida a situação frágil e vulnerável que se vivia no banco. No entanto, a forma como as decisões foram tomadas, apenas prejudicaram ainda mais a situação de desvantagem em que o BCP se encontrava.

4.7.2 Contributo do BPI para o insucesso da OPA

O grande contributo do BPI para o insucesso da OPA consistiu no facto do mesmo apresentar uma excelente preparação relativamente às medidas estratégicas para evitar a tomada do seu capital. Isto é, já existiam medidas tomadas de forma antecipada para evitar uma possível OPA. A isso acrescenta-se também a forte coesão do núcleo acionista que foi determinante, uma vez que o BPI esteve sempre suportado pelo apoio dos maiores acionistas na decisão de não vender as ações ao BCP, pelos preços que foram apresentados. Verificou-se, assim, que a forte estrutura acionista do BPI, a sua rápida

capacidade de resposta e o seu crescimento sólido, se encontravam preparados para dificultar uma OPA não desejada.

4.7.3 Contributo das entidades reguladoras para o insucesso da OPA

A Autoridade da Concorrência é uma entidade decisiva neste tipo de operações. A sua longa demora em decidir sobre o processo fez com que a oferta inicial do BCP perdesse o seu “efeito-surpresa” com o decorrer do tempo. Além disso, as condições impostas pela AdC ao BCP para que o processo da OPA pudesse ser por si aceite, eram condições com grande impacto nos cálculos que o banco já tinha efetuado, provocando uma alteração significativa nas condições da oferta proposta. Ou seja, o BCP teria de ajustar o preço oferecido tendo em conta a perda que iria registar com as condições que tinha de cumprir para que a operação fosse aceite pela AdC.

5. Conclusões

O fracasso da OPA hostil do BCP ao BPI, a qual decorreu no período de março de 2006 a novembro de 2007, em Portugal, não se deve apenas à excelência das estratégias de defesa apresentadas pela entidade visada – o BPI, ou pelo preço oferecido pelo BCP não ser percebido como justo pelos acionistas daquele banco. A hostilidade da oferta de fusão e o facto do processo de análise pela AdC ter sido decidido de forma intempestiva, também prejudicou a operação. A agilidade do processo era fundamental para alcançar o sucesso do negócio. Verifica-se que as decisões tomadas por cada instituição causaram um impacto imediato na cotação de cada um dos bancos, e conclui-se que o mercado de capitais não funciona exclusivamente com base em indicadores financeiros; o comportamento dos decisores, como a hostilidade da oferta e o comportamento *hubris* da gestão do BCP, influenciaram o negócio e o mercado.

Conclui-se também que uma aquisição do tipo hostil pode ter um efeito positivo para a entidade visada, com efeitos corretivos ou libertadores. Ou seja, pode-se constatar que as entidades que já tenham passado por uma OPA, apesar de terminarem o processo mais fragilizadas, passarão a ter uma nova perceção de si próprias e da forma como deverão otimizar os seus processos, de forma a não voltarem a ser alvo de novas tentativas de aquisição.

A crise financeira iniciada em 2007 criou expectativas sobre um movimento de fusões entre instituições bancárias por toda a Europa, pela tendência da procura desenfreada por melhores posições no mercado através da redução de custos e por um aumento de eficiência nas operações financeiras globais. Na sequência deste raciocínio espera-se que o artigo contribua para estimular o debate sobre o movimento de concentração bancária, sob outras perspetivas, nomeadamente, a perspetiva comportamental.

Bio dos autores

Jorge José Martins Rodrigues é economista, doutor em gestão, post-doc em sociologia, professor coordenador no ISCAL – *Lisbon Accounting and Business School*, Instituto Politécnico de Lisboa, onde é Presidente do Conselho Técnico-Científico. Especialista de reconhecida experiência e competência profissional em gestão empresarial, contabilidade de gestão e finanças empresariais, exerceu funções de gestão (planeamento, marketing, comercial, finanças) no setor privado, público e cooperativo, por mais de quinze anos. É investigador integrado no Instituto Jurídico Portucalense. Publicou 21 artigos em revistas com *referee*, oito capítulos em livro, 21 livros e efetuou mais de cinquenta comunicações em conferências nacionais e internacionais.

Helena Muchangos Cabral, mestre em Contabilidade e Gestão de Instituições Financeiras pelo Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa do Instituto Politécnico de Lisboa.

Referências

- Alexandridis, George, Petmezas, Dimitris, Travlos, Nicholas G. (2010). Gains from mergers and acquisitions around the world: new evidence, *Financial Management*, 39 (4): 1671-1695.
- Andrews, Kenneth R. (1980). El concepto de estrategia empresarial, in Mintzberg, Henry, Quinn, James B., Ghoshal, Sumantra (1999). *El Proceso Estratégico*: Edición europea revisada, Prentice-Hall Europe, reimpressão 2002, 42-49.
- Autoridade da Concorrência. Disponível em: <http://www.concorrenca.pt/vPT/Paginas/HomeAdC.aspx>.
- Banco BPI (2006). Relatório do Conselho de Administração do Banco BPI, SA, elaborado nos termos do nº 1, do artº 181, do Código dos Valores Mobiliários sobre a oportunidade e as condições da Oferta Pública de Aquisição das acções do Banco BPI, S.A., anunciada pelo Banco Comercial Português, S.A., (10 de Abril de 2006), Lisboa.
- Banco BPI. Relatório e Contas: 2005; 2006; 2007; 2008; 2009, Porto <http://bpi.bancobpi.pt/index.asp?riIdArea=AreaDFinanceiros&riId=DContas>
- Banco BPI. Disponível em: <http://www.bancobpi.pt/>
- Banco Comercial Português (2006). Anúncio preliminar de lançamento de oferta pública geral de aquisição de acções representativas do capital social do Banco BPI, S.A. (13 de Março de 2006), Lisboa.
- Banco Comercial Português, BCP Investment B.V. (2007). Prospecto de oferta pública de aquisição geral e voluntária de acções representativas do capital social do Banco BPI, S.A., (Abril de 2007), Lisboa.
- Banco Comercial Português. Disponível em: <http://ind.millenniumbcp.pt/>
- Brealey, Richard A., Allen, Franklin, Myers, Stewart C. (2007). *Princípios de Finanças Empresariais*, 8ª ed., McGraw-Hill.

- Bruner, Robert F. (2005). *M&A lessons that rise above the ashes: Deals from hell*, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc.
- Cabral, Helena (2010). *Decisões estratégicas para a concentração de instituições financeiras: A oferta pública de aquisição não concretizada do BCP ao BPI*. Dissertação de Mestrado, Lisboa, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Instituto Politécnico de Lisboa.
- Caiado, Aníbal Campos, Jorge Caiado (2008). *Gestão das Instituições Financeiras*. 2ª ed., Lisboa, Edições Sílabo.
- Campos, Anabela (2007). BPI propõe fusão “construtiva” ao BCP. [publicado em 26/10/2007] Público - Economia. [em linha]. Disponível em http://economia.publico.pt/Noticia/bpi-propoe-fusao-construtiva-com-o-bcp_1308784.
- CMVM – Documentos em arquivo: OPA do banco BCP sobre o banco BPI <http://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/DocumentosEmArquivo/OPABCPBP1/Pages/20060324c.aspx>.
- Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro – Sétima alteração ao Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, que procede à transposição para a ordem jurídica nacional da Directiva n.º 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril, relativa às ofertas públicas de aquisição, e primeira alteração ao regime jurídico da concorrência, aprovado pela Lei n.º 18/2003, de 11 de Junho, *Diário da República*, 1ª Série-A, n.º 211, Ministério das Finanças e da Administração Pública, Lisboa.
- Diário Económico - OPA do BCP. Disponível em: <http://economico.sapo.pt/edicion/diarioeconomico/nacional/empresas/pt/desarrollo/665529.html>.
- Ferreira, Domingos da Silva (2006). *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas*, Vol. I, Lisboa, Edições Sílabo.
- Freixo, Manuel João Vaz (2010). *Metodologia científica: Fundamentos e técnicas*, 2ª ed., Lisboa, Instituto Piaget.
- Jensen, Michael C., Meckling, William H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305-360.
- Jensen, Michael C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, 76 (2): 323-329.
- Jensen, Michael C. (1988). Takeovers: Their Causes and Consequences, *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1): 21-48.
- Johnson, Gerry, Scholes, Kevan, Whittington, Richard (2008). *Exploring Corporate Strategy – Text & Cases*, 8th ed., Prentice Hall.
- Millennium BCP. *Relatório e Contas: 2005, 2006, 2007, 2008, 2009*, Lisboa <http://ind.millenniumbcp.pt/pt/Institucional/investidores/Pages/RelatorioContas.aspx>.
- Moeller, Scott (2009). *Surviving M&A: Make the most of your company being acquired*, 1st ed., United Kingdom, John Wiley & Sons, Ltd.

- Rodrigues, Jorge (2012). *Gestão estratégica das instituições financeiras*, Lisboa, Escolar Editora.
- Roll, Richard (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers, *Journal of Business*, 59 (2): 197-216.
- Thomson Reuters. Base de dados [em linha].
- Weston, J. Fred, Weaver, Samuel C.(2001). *Mergers & Acquisitions*, USA, McGraw Hill.

Creative Commons licensing terms

Authors will retain copyright to their published articles agreeing that a Creative Commons Attribution 4.0 International License (CC BY 4.0) terms will be applied to their work. Under the terms of this license, no permission is required from the author(s) or publisher for members of the community to copy, distribute, transmit or adapt the article content, providing a proper, prominent and unambiguous attribution to the authors in a manner that makes clear that the materials are being reused under permission of a Creative Commons License. Views, opinions and conclusions expressed in this research article are views, opinions and conclusions of the author(s). Open Access Publishing Group and European Journal of Management and Marketing Studies shall not be responsible or answerable for any loss, damage or liability caused in relation to/arising out of conflict of interests, copyright violations and inappropriate or inaccurate use of any kind content related or integrated on the research work. All the published works are meeting the Open Access Publishing requirements and can be freely accessed, shared, modified, distributed and used in educational, commercial and non-commercial purposes under a [Creative Commons Attribution 4.0 International License \(CC BY 4.0\)](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).