

CLIPPING MIRANDA			
MEIO	Jornal Económico		
Nº PAG.	7	DATA	20 de março de 2020

MIRANDA  
Miranda & Associados Sociedade de Advogados, SP, RL



ESPECIAL

# FUSÕES & AQUISIÇÕES

## COMPRA E VENDA DE EMPRESAS FECHARAM ANO EM ALTA MAS AGUARDAM FIM DO SURTO PARA CONTINUAR

Mais de 400 operações de fusões e aquisições no ano passado fizeram com que o mercado transaccional português aumentasse 15% em número. Imobiliário e Tecnologia destacaram-se entre os restantes setores de atividade e as previsões foram certas: a conjuntura de crescimento económico e juros baixos deu gás ao M&A até dezembro. Para este ano, depois de dois meses a crescer em valor, os assessores jurídicos e financeiros recusam fazer estimativas com tanta confiança.



ANÁLISE

Negócios superaram os 13 mil milhões em 2019 ● II

FÓRUM

Como é que esta pandemia pode influenciar o mercado nacional? ● VI

RANKING

**PLMJ MANTÉM LIDERANÇA EM NÚMERO, MORAIS LEITÃO VOLTA A GANHAR EM VALOR**

As maiores transações em Portugal em 2019 foram a venda de 49,9% da fibra ótica da Altice à Morgan Stanley e a venda das centrais hídricas da EDP ao consórcio que reúne a francesa Engie, o Crédit Agricole Assurances e a Mirova. Nas assessorias sobressaíram Morais Leitão, Uría e Cuatrecasas (valor), PLMJ, Antas da Cunha e Garrigues (número).

EMPRESAS

# Negócios superaram os 13 mil milhões em 2019

À parte do imobiliário e a tecnologia, que registaram o maior número de operações, houve ainda espaço para, pelo menos, 46 negócios no setor financeiro, mais 18% do que no ano anterior.

MARIANA BANDEIRA  
mbandeira@jornaleconomico.pt

O saudosismo poderá ser a palavra de ordem no mercado de fusões e aquisições (M&A) em Portugal, depois de dois anos sui generis com aumentos significativos em número e valor de operações anunciadas. Em 2019, o pódio das transações foi ocupado pela venda de 49,9% da fibra ótica da Altice à Morgan Stanley (1,5 mil milhões

de euros), pela venda das centrais hídricas da EDP ao consórcio que reúne a Engie, o Crédit Agricole Assurances e a Mirova (2,2 mil milhões de euros) e pela conclusão da compra da NovEnergia (dona da Generg) pela Total Eren (mil milhões de euros). Estes negócios ajudaram a que o país fechasse o ano com 427 negócios, o que representa um aumento de 15% comparativamente ao mesmo período de 2018. Já o valor total – tendo em conta os *deals* que torna-

ram público o montante – atingiu os 13,4 mil milhões de euros, mais 17,9% em termos homólogos, segundo os dados do diretório internacional Transactional Track Record (TTR).

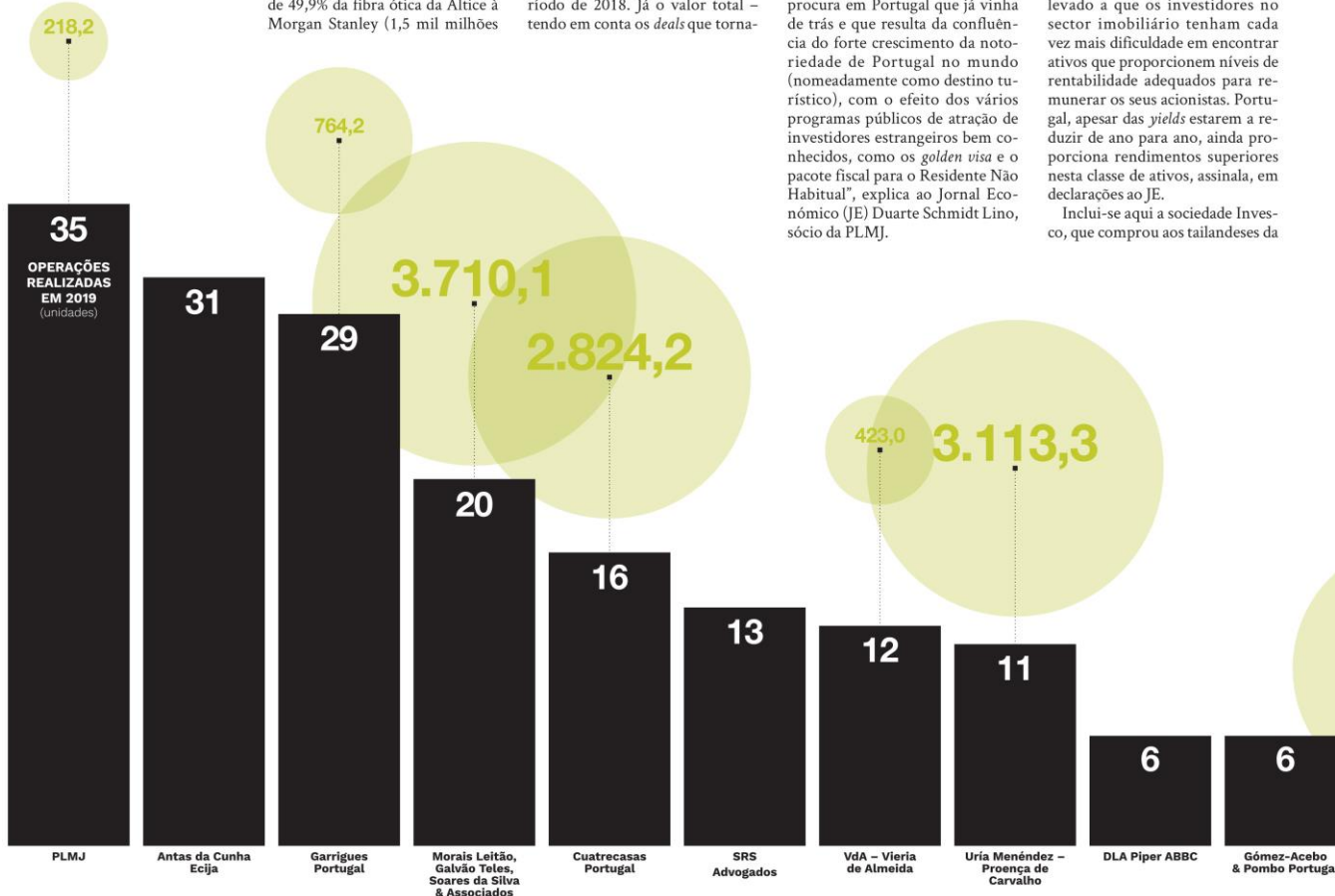
Entre janeiro e dezembro de 2019, destacaram-se as operações de compra e venda no imobiliário (91 negócios anunciados) e na tecnologia (62). "Terá sido certamente o resultado do forte aumento da procura em Portugal que já vinha de trás e que resulta da confluência do forte crescimento da notoriedade de Portugal no mundo (nomeadamente como destino turístico), com o efeito dos vários programas públicos de atração de investidores estrangeiros bem conhecidos, como os *golden visa* e o pacote fiscal para o Residente Não Habitual", explica ao Jornal Económico (JE) Duarte Schmidt Lino, sócio da PLMJ.

Na opinião de João Sousa Leal, partner da consultora KPMG, este fenómeno no imobiliário – ainda assim, com menos 5% de transações do que em 2018 – está relacionado com a ideia por parte dos investidores de que Portugal ainda proporciona níveis de rentabilidade e risco mais competitivos do que no resto da Europa. "A elevada liquidez proporcionada pelos bancos centrais nos últimos anos tem levado a que os investidores no sector imobiliário tenham cada vez mais dificuldade em encontrar ativos que proporcionem níveis de rentabilidade adequados para remunerar os seus acionistas. Portugal, apesar das *yields* estarem a reduzir de ano para ano, ainda proporciona rendimentos superiores nesta classe de ativos, assinala, em declarações ao JE.

Inclui-se aqui a sociedade Invesco, que comprou aos tailandeses da

ASSESSORES JURÍDICOS

VALOR DAS OPERAÇÕES ASSESSORADAS EM PORTUGAL (milhões de euros)



Mint três hotéis em Lisboa) o Tivoli Avenida Liberdade Lisboa, o Tivoli Oriente Lisboa e o Avani Avenida da Liberdade) por 313 milhões de euros – uma transação que seguiu logo para o 'Top 10' do TTR. Para Paulo Trindade Costa, sócio da Vieira de Almeida, os elevados valores associados ao setor imobiliário justificam-se pela "quase inexistência de investimento nos anos anteriores", consequência da crise financeira de 2008, à qual se seguiu uma elevada subida da procura. Ademais, este segmento de atividade foi impulsionado pelas baixas taxas de juro e pela "recuperação do sistema financeiro, que manteve o apetite pela concessão de crédito imobiliário, a consolidação do mercado turístico (aumento exponencial da oferta hoteleira, do fenómeno do *short-term rental* e o renascimento de alguns grandes projetos) e o aumento da capacidade de atração de novos residentes estrangeiros". Em relação às empresas de tecnologia, podem agradecer o dinamismo à Web Summit, aos recursos qualificados dos portugueses em TI e aos custos de instalação competitivos comparativamente a outras geografias, segundo o mesmo jurista.

Houve ainda espaço para, pelo menos, 46 negócios no setor financeiro em 2019, o que significou um acréscimo de 18% face ao ano anterior. Na lista está por exemplo a italiana Generali, que chegou a acordo com a Apollo para comprar a totalidade da Seguradoras Unidas (600 milhões de euros) – uma operação que ficou fechada já no início deste ano. Na energia, o destaque foi ainda para a Fundação Calouste Gulbenkian, que concluiu a venda da petrolífera Partex aos tailandeses da PTTEP por cerca de 575 milhões de euros.

As mais de quatro centenas de operações de M&A contaram com dezenas de figuras por trás de cada uma delas. Além dos rostos das empresas, as sociedades de advo-

## ASSESSORES FINANCEIROS

### Por valor total das transações

Em milhões de euros

1	BNP Paribas (Global)	2.200,0
2	JP Morgan Chase Int. Holdings	808,0
3	Arcano Partners	600,0
4	Mediobanca	600,0
5	Citigroup	400,0
6	Banco Santander	361,7
7	Rothschild (Global)	200,0
8	AZ Capital	154,4
8	Banco BTG Capital	154,4
9	Haitong Securities	140,6
10	CaixaBank Corporate Finance	56,6

### Por número de transações

Em milhões de euros

1	Banco Santander	5
2	CaixaBank Corporate Finance	4
3	Haitong Securities	3
4	Arcano Partners	2
5	Millennium BCP	2
6	Crowe Portugal	2
7	Banco BIG	2
8	BNP Paribas (global)	1
9	JP Morgan Chase Int. Holdings	1
10	Mediobanca	1

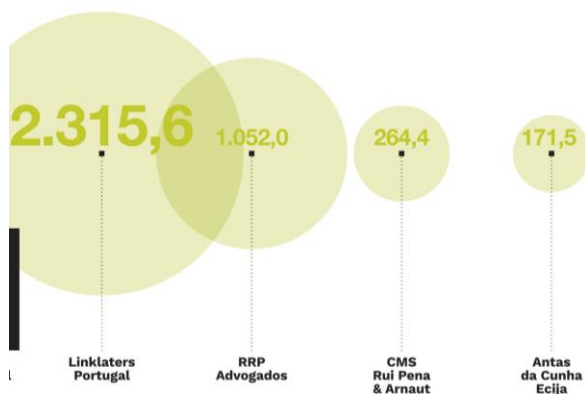
gados e bancos de investimento apoiaram, durante meses, as transações dos seus clientes – alguns, mais do que outros. Na assessoria legal sobressaiu a Morais Leitão, a Uría Menéndez - Proença de Carvalho e a Cuatrecasas (por valor de operações apoiadas juridicamente), a PLMJ, a Antas da Cunha e a Garrigues (por número de operações apoiadas juridicamente). Do lado financeiro, a tabela da TTR foi encabeçada pela Arcano Partners, a Mediobanca e pelo Citigroup (em valor), o Haitong Securities, a Crowe Portugal e novamente a Arcano Partners (em número).

Investidores, empresas e assessores não previam é que uma pandemia mundial (Covid-19) pudesse travar o bom prenúncio de 2020 (ver artigo sobre M&A publicado no JE de 10 de janeiro). Os especia-

listas agora contactados não alteram circunstancialmente as suas previsões, mas mostram menos certezas de que todas as operações anunciadas no final de 2019 avancem. "Estamos a começar a ver o atual surto pandémico a ser citado por vários intervenientes como um dos principais impulsionadores para adiar ou cancelar várias transações de M&A que já se encontravam em fases avançadas de *due diligence* ou *bidding*, nomeadamente em operações que envolvam intervenientes de vários países", afirma Paulo Garrett, *managing partner* da Globalwe, que acrescenta que esta situação evoluiu desde o início do ano, quando se verificavam constrangimentos só nas transações de empresas com ligações diretas ou indiretas à China.

Aliás, até o fim de fevereiro foram identificadas 52 transações de empresas portuguesas, o que representa uma diminuição de 12% em relação ao mesmo período de 2019. Só o valor total movimentado é que somou 3,03 mil milhões de euros, mais 39% em termos homólogos.

Maria João Mata e Catarina Santinha, da Miranda & Associados, acreditam que a vontade dos investidores em concretizar operações depende da fase em que estas mesmas se encontram, da capacidade que as empresas tiveram de criar "almofadas financeiras" nos últimos anos, da resposta dos governos e da própria duração da pandemia de Covid-19. "Há transações em curso, anunciadas ou não, algumas até já com contratos assinados e que estão em fase de verificação de condições, obtenção de autorizações ou similares, e outras em fase pré-formalização, cujo financiamento se encontrava já delineado e concretizado, que, dificilmente, serão postas em causa", garante a sócia e associada. Logo, acreditam que "a esmagadora maioria" das grandes transações anunciadas entre o final de 2019 e o início de 2020 avançarão – apenas o casamento Cofina/Media Capital parece estar mais comprometido. Ana Sofia Batista e Manuel Santos Vitor, sócios da Abreu Advogados, são da mesma opinião e dão outro exemplo: "Os mercados de Angola e Moçambique, muito importantes para nós, não estão afetados por este problema". "As dificuldades de mobilidade são também relevantes considerando que, na maior parte dos casos, continuam a predominar as operações de investimento estrangeiro. Os investidores terão de lidar com as dificuldades dos seus países de origem e em Portugal. Veremos nos próximos dias e semanas as operações que serão suspensas, para serem retomadas mais adiante, e as que terão de ser canceladas", realçam os advogados. ●





# Gás, Prio, Brisa, EuroBic na lista de operações para 2020

As operações de fusões e aquisições de empresas cuja receita não depende do consumo ainda têm espaço para acontecer em 2020. As outras deverão ser adiadas devido ao coronavírus. Brisa e Prio na lista das que podem ser adiadas.

MARIA TEIXEIRA ALVES  
mtalves@jornaleconomico.pt

“É sabido que existem operações ainda não concluídas e que poderão ser afetadas pelo atual contexto”, diz António Júlio Jorge, partner da Deloitte.

Esta frase resume o atual contexto de incerteza perante a travagem brusca do consumo e ameaça de recessão económica no horizonte.

Pode dizer-se que se há área afetada pela crise da pandemia do coronavírus é a área de M&A (fusões e aquisições). Não precisamos de ir muito longe para perceber que as operações anunciadas estão a ser adiadas ou canceladas. Por exemplo, a Cofina abortou a compra da Media Capital e até a OPA do Benfica ficou pelo caminho.

Mas “se não houver alterações dos fundamentais de longo prazo, diríamos que mesmo nos casos mais difíceis poderá haver acordo mediante alteração de alguns pressupostos”, refere o partner da Deloitte.

No mercado, alguns especialistas contactados pelo Jornal Económico fazem um retrato das operações que estavam anunciadas ou já contratadas.

Um negócio que deverá fazer-se este ano é o da venda pela Galp das distribuidoras de gás, um negócio que rondará os 1,5 mil milhões de euros segundo a Bloomberg. Isto porque se trata de um ativo cuja receita não depende do consumo (que caiu a pique com a crise do coronavírus), mas sim do volume dos ativos regulados.

A petrolífera portuguesa contratou o Bank of America para preparar a venda da unidade de infraestruturas reguladas de distribuição de gás. O objetivo passa por receber ofertas dos interessados até ao fim deste mês de março, em pleno estado de emergência nacional.

Este desinvestimento da Galp estará inserido no plano de rotação de ativos da petrolífera portuguesa, que está a apostar nas energias renováveis. Para se tornar mais verde a Galp comprou projetos de energia fotovoltaica em Espanha com vista a ser o maior operador solar da Ibéria. O negócio avançará até porque a



Brendan McDermid/Hauteurs

Galp, que neste negócio tem um sócio japonês com 22,5% (o grupo Marubeni), precisa desta venda para financiar a compra de centrais solares em Espanha por 450 milhões, se quiser manter controlado o rácio de dívida sobre EBITDA.

Em causa está a venda da Galp Gás Natural Distribuição (GGND), que integra a divisão de infraestruturas reguladas de distribuição. A GGND tem capital em nove distribuidoras de gás natural em Portugal: Duriensegás (77,50%), Beiragás (46,19%), Lusitaniagás (75,05%), Lisboagás (77,50%), Setgás (77,45%), Dianagás (77,50%); Paxgás (77,50%), Medigás (77,50%) e Tagusgás (32,03%).

Já o negócio de venda da Prio e mesmo a venda da Brisa poderão acabar por ser adiados.

A Prio foi posta à venda pela Oxy Capital, tendo sido contratado o banco Lazard, antes do coronavírus se tornar uma pandemia e obrigar a economia a ficar em coma. Mas a queda abrupta dos preços do petróleo para níveis abaixo dos 30 dólares e as incertezas em torno do custo de financiamento, fazem com que a gasoleira volte a ver a sua venda adiada até que a conjuntura se torne mais favorável.

Também a venda da Brisa encontra nesta crise um forte obstáculo. Os Mello e a Arcus estão a vender

80% do capital da Brisa e chegaram à fase da escolha dos candidatos que iriam apresentar propostas vinculativas, mas já houve desistências dentro dessa *short-list*. Dois fatores impactam a venda da Brisa. O custo da dívida e a queda de tráfego nas autoestradas em face de uma recessão económica esperada. Por um lado, os candidatos à compra têm de recorrer a financiamento e existe uma incerteza em relação ao custo da dívida e à sua maturidade. Por outro lado, a utilização das autoestradas é pró-cíclica e portanto acompanha a evolução do PIB. Uma recessão severa diminui a perspectiva de tráfego no futuro e os candidatos incorpora-

rão esse facto nas suas avaliações da Brisa.

Já a venda do EuroBic ao Abanca deverá continuar, embora não seja de estranhar um ritmo mais lento nos processos de aprovação pelo regulador. O BCE tem estado focado no combate à recessão económica provocada pela pandemia. A *due-diligence* que o Abanca está a fazer prossegue, apesar da crise.

Também a venda pela MEO de 49,99% na rede de fibra à Morgan Stanley, anunciada no fim de 2019, não estará comprometida com a crise e deverá ser fechada em 2020. As barragens da EDP, cuja venda a um consórcio francês foi acordada no final do ano, deverá continuar. A operação, que permitirá à elétrica encaixar 2.200 milhões deverá ficar concluída no segundo semestre.

“Dir-se-á que as operações que dependam apenas de ‘capitais próprios’ continuarão a ter condições para avançar, ao passo que as que sejam financiadas, no todo ou em parte, com ‘capitais alheios’ poderão ser afetadas pela reapreciação que as próprias entidades financiadoras fazem do seu risco de crédito”, diz a equipa de M&A da Garrigues. “Por outro lado, e independentemente da disponibilidade de financiamento (próprio ou alheio), não pode excluir-se que sejam os próprios investidores a reavaliar, na medida do que seja contratual e legalmente possível, a sua decisão de investir. Num contexto de maior incerteza, será mais difícil estabelecer (ou sustentar) múltiplos de transação ou acordar *cash flows* futuros, sendo provável que os investidores, sobretudo os mais sofisticados, passem a assumir uma abordagem mais conservadora nas suas avaliações nos tempos mais próximos”, adiantam.

“Consistentemente, não pode excluir-se que algumas das operações em curso (em negociação, ou já assinadas, mas sujeitas a condições prévias) possam ser, no imediato, sujeitas a um ‘standstill’ ou mesmo, em cenários mais extremos, acabar por não ser concluídas. Tudo dependerá da análise que as partes envolvidas façam dos riscos e oportunidades associados aos setores de atividade em que as empresas transacionadas operem”, referem os advogados. ●



# FULL SERVICE.

## Setor de M&A terá de ultrapassar os atuais desafios

**Ricardo Andrade Amaro** Sócio do Departamento de Corporate



### O que podemos esperar do mercado de M&A em 2020?

O ano passado foi, do nosso ponto de vista, um ano muito positivo para a área de M&A, tanto no que respeita ao número de operações como no que respeita ao valor individual e agregado das mesmas. Transacionaram-se ativos muito importantes (algumas operações estão ainda dependentes de autorizações regulatórias) por valores que em nada são comuns no mercado interno Português.

Este ano a tendência manteve-se, tendo a Morais Leitão já fechado no primeiro trimestre operações de valor muito significativo (acima dos 1000 milhões de euros), e prevendo fechar ainda no primeiro semestre operações muito importantes.

Parece-nos, pois, que há vontade de investir e que há oportunidades bem identificadas para investir em Portugal. O desafio será, com a atual conjuntura económica e dos mercados de capitais e com as preocupações que a pandemia da Covid-19 levantam, conseguir manter as operações em curso e concretizá-las.

### Que setores de atividade deverão mostrar mais dinamismo?

Temos sentido muito dinamismo sobretudo em ativos de energia, telecomunicações e infraestrutura. O ritmo acelerado do desenvolvimento tecnológico também obriga as empresas e instituições a procurar novas capacidades para enfrentar os desafios, sob pena de ficarem enfraquecidas pelos novos players (vejam-se as fintech, por exemplo, e o impacto que estão a ter na redefinição estratégica das instituições bancárias e financeiras).

### É uma altura de ruptura de padrões de anos anteriores?

Relativamente ao ano passado, não. Tivemos um aumento de atividade e esperamos um ano melhor ainda do que 2019, se conseguirmos ultrapassar a conjuntura atual.

A verdade é que vínhamos de um período longo de recessão e perda de investimento, pelo que a recuperação é ainda relativa, mas sentiu-se com pujança em 2018 e 2019. A palavra-chave aqui é resiliência. Muito à semelhança do mercado global de M&A – e isto diz muito sobre a sofisticação do nosso próprio mercado – crescemos e mantivemos alguma resiliência mesmo num cenário de incerteza e alguma volatilidade,

desafiado por nova legislação, novas tecnologias e alteração dos mercados.

### O setor das M&A registou em 2019 um desaceleramento face ao volume registado em 2018: é motivo de preocupação ou, doutro ponto de vista, um sinal de consolidação e estabilidade?

Não estamos muito preocupados. No nosso caso, assistimos a um crescimento, porventura com destaque de alguns setores específicos, que mantêm esta rota de dinamismo. Mas é verdade que o mercado português depende fortemente do mercado europeu, que ficou caracterizado pela prudência e receio, colocando em pausa algumas operações que se perspetivavam – sendo que o maior investimento em Portugal é, tendencialmente, transfronteiriço, face ao pouco capital nacional disponível. Com a maior definição relativa ao desfecho do Brexit, também ganhamos agora em 2020 alguma luz ao fundo do túnel, sendo possível o desbloqueamento de investimentos que estavam em pipeline à espera de um melhor momento.

### A atividade desenvolvida nestas transações (tanto nacionais como internacionais) exige um acompanhamento desde o primeiro momento – a forma como estas relações e negociações se desenrolam tem vindo a mudar nos últimos anos? De que forma?

Chegámos a um ponto em que o rigor e conhecimento jurídico apurado não é suficiente. Para que uma operação corra bem, é hoje exigido por parte dos clientes o total conhecimento do setor em causa, bem como o funcionamento em parceria, quase como se fôssemos uma extensão do departamento jurídico da empresa e das diversas áreas de negócio. Isto exige, evidentemente, uma elevada especialização – que só é possível a partir de uma determinada escala. Por outro lado, a urgência que sentimos em todas as esferas da nossa vida, o imediatismo, também afetou o mundo dos negócios. Hoje, a advocacia de negócios é mais rápida, mais acelerada, os prazos são mais curtos. Só com um elevado domínio do tema e com a ajuda da inteligência artificial e outras tecnologias o conseguimos acompanhar.

### Qual a importância do acompanhamento de uma operação por um gabinete jurídico especializado?

A especialização tem, como referi acima, uma dupla vertente: especialização na área de direito e especialização no setor de atividade do cliente.

Esta dupla especialização é uma vantagem evidente para o cliente: não há curvas de aprendizagem e a integração nas equipas de trabalho com os departamentos dos clientes é quase total. Para o escritório, obriga à definição de equipas muito dedicadas, o que só é possível com um número elevado de advogados, com uma estrutura maior.

### De que forma as fusões e aquisições podem ser afetadas pelos preços de transferência?

O conceito de preços de transferência e as suas implicações reportam-se sobretudo às transações intragrupo. Em operações de M&A, sobretudo naquelas em que se destaca parte de um negócio ou atividade, mas também naquelas em uma empresa aliene um ramo da sua atividade já autonomizado, existem sempre temas de preços de transferência que devem ser objeto de análise, tanto pelos compradores como pelos vendedores. Em regra, quaisquer possíveis contingências relacionadas com preços de transferência são resolvidas nos contratos de compra e venda através de declarações e garantias e/ou indemnizações específicas ("specific indemnities").

### De que forma podem as organizações como a Morais Leitão assegurar um serviço multidisciplinar?

A nossa vocação foi sempre o full service, isto é, contar com uma equipa grande e sólida que presta assessoria em todas as áreas de atividade, com advogados muito especializados (quer na respetiva área de direito, quer no setor de atividade do cliente) e com grande experiência. E é isso que os nossos clientes esperam quando escolhem a Morais Leitão.

### Que desafios podemos esperar neste setor de M&A para 2021?

Sobretudo, e como já referimos acima, ultrapassar a atual conjuntura económico-social e conseguir concluir as transações em curso.

com o apoio

**M** MORAIS LEITÃO  
**L** GALVÃO TELES, SOARES DA SILVA  
& ASSOCIADOS



# INVESTIDORES ADIAM DECISÕES

A pandemia de Covid-19 alterou a rotina das empresas e poderá também ter influência no mercado transaccional português. Por um lado, as decisões de compra e venda poderão ter de esperar, mas, por outro, antevê-se movimentações no setor farmacêutico.

## 1 COMO É QUE ESTA PANDEMIA PODE TER INFLUÊNCIA NO MERCADO TRANSACCIONAL PORTUGUÊS? AS PERSPECTIVAS DE CRESCIMENTO, APRESENTADAS PELA GENERALIDADE DOS 'PLAYERS' NO INÍCIO DO ANO, MANTÊM-SE?

## 2 EM QUE MEDIDA O CORTE EXTRAORDINÁRIO NAS TAXAS DE JURO POR PARTE DE VÁRIOS BANCOS CENTRAIS TERÁ INFLUÊNCIA NAS FUSÕES E AQUISIÇÕES DE EMPRESAS EM PORTUGAL?



**JOÃO SOUSA LEAL**  
Partner  
da KPMG

1 Ainda é cedo para se perceber o real impacto da pandemia da Covid-19 na economia e em particular no mercado de transações. O que temos verificado nas últimas duas semanas, é um impacto muito negativo nos mercados bolsistas e uma elevada volatilidade nos mercados de dívida. Este fenómeno tem levado a um adiamento das decisões de investimento e desinvestimento. Há um sentimento no mercado de transações de esperar para ver. Os compradores têm receio de tomar decisões de investimento precipitadas que poderão, num cenário de recessão mais prolongado, destruir valor. Os vendedores também entendem que esta conjuntura poderá reduzir substancialmente o valor de venda dos seus ativos, logo, preferem desacelerar o processo de desinvestimento.

2 O mais provável é que não tenha qualquer impacto. Num cenário de recessão mais duradouro e vindo de um nível de taxas de juro extremamente baixo, é provável que as economias necessitem de outros estímulos para recuperar e voltar a crescer. Caso a recessão seja de curta duração, este corte poderá estimular a economia e o mercado de transações no segundo semestre do ano. O impacto no mercado português será sempre relativamente reduzido.



**PAULO GARRETT**  
Managing partner  
da Globalwe

1 Parece começar a haver um consenso generalizado que o 'crash' do mercado acionista irá colocar o mercado de fusões e aquisições em espera. Esta é, pois, uma evolução do problema desde que este se tornou mais internacional, e materialmente agravado devido à recente desaceleração nos mercados comerciais e de capitais globais. O ritmo das transações, especialmente as em fases mais iniciais, tem sido agravado (e nalguns casos levando mesmo ao seu cancelamento) pelas cada vez maiores restrições de viagem e medidas de quarentena impostas pelos países atingidos pelo surto. Com muitos escritórios e negócios a permanecerem na sua totalidade ou em grande parte fechados ou limitados em operação, as reuniões presenciais e as visitas tornaram-se desafiadoras ou impossíveis, especialmente nas áreas mais afetadas pela pandemia. Desta forma, as partes da transação irão precisar de ajustar as suas expectativas e os cronogramas estabelecidos inicialmente. De qualquer forma o mais certo parece ser as empresas fazerem um compasso de espera, seja no 'buy side' ou no 'sell side', até que haja mais certeza e visibilidade no mercado, não sendo possível ainda antever qual a duração desta espera. Numa visão otimista poderemos estar a falar de apenas duas ou três semanas, mas poderemos também falar em cenários mais longos de vários meses caso se confirme por exemplo um cenário de forte

recessão económica e não haja uma rápida recuperação do mercado acionista.

2 Embora seja ainda cedo para se conseguir tirar conclusões finais, mas o corte extraordinário nas taxas de juro irá ter por certo uma influência positiva no mercado das fusões e aquisições e um contraponto ao que foi indicado acima, já que tradicionalmente cenários de baixas taxas de juro são favoráveis ao dinamismo desde mercado e Portugal por certo não escapará a esta dinâmica.



**FRANCISCO XAVIER DE ALMEIDA**  
Sócio da CMS Rui  
Pena & Arnaut

1 Cremos que as perspectivas de crescimento apresentadas não se vão manter mas é difícil nesta fase, ainda de grande incerteza, fazer previsões. Em 2019, o investimento no setor imobiliário pode explicar-se devido à estabilização da economia mundial e decisão de taxas de juro que incentiva os consumidores a comprar casa aumentando a procura no setor. Quanto ao setor tecnológico, esta é uma tendência que se tem verificando nos últimos anos e que é expectável que se mantenha em virtude do que alguns já apelidaram de quarta revolução industrial.

2 Essa decisão poderá incentivar o investimento e contrariar, em certa medida, os efeitos da situação de pandemia que vivemos que ainda são desconhecidos. Assim, esperamos assistir a uma recuperação económica a partir do final do primeiro semestre de 2020.



**MARIA JOÃO MATA**  
Sócia da Miranda  
& Associados



**CATARINA SANTINHA**  
Associada da Miranda  
& Associados

1 A pandemia que atravessamos começa a trazer-nos, naturalmente, uma nuvem de incertezas sobre a evolução do mercado transaccional no ano de 2020. Se, no início do ano, sabíamos, por um lado, que poderíamos ser confrontados com um relativo abrandamento do investimento estratégico americano em Portugal (devido às eleições americanas e à guerra comercial entre a China e os EUA), bem como com as incertezas decorrentes da forma de concretização do Brexit, contávamos, por outro lado, com a manutenção de um cenário de relativa estabilidade (e até, em alguns casos, de crescimento moderado) de algumas das principais economias europeias, com exceção da economia alemã, que vinha já dando sinais de claro abrandamento. Ora, atenta a reduzida dimensão do nosso mercado, somos cronicamente contagiados pelo que se passa lá fora, representando as aquisições 'inbound' uma parte muito significativa dos 'deals' de M&A em Portugal. Antevemos que a vontade e capacidade de os 'players' concretizarem as transações já em curso e de procurarem novas oportunidades de negócio dependerá de um conjunto de fatores muito diversos. Será inevitável haver lugar a um ajustamento e a uma reavaliação constante das perspectivas definidas no início do ano, mas sempre numa lógica de moderação e de reavaliação diária, porque não nos parece razoável anteciparmos, nesta fase tão precoce,

um cenário de crise sistémica com base numa conjuntura que, por agora, ainda é excepcional e relativamente à qual nenhum de nós sabe ainda quanto tempo vai durar.

2 Juros mais baixos significam dinheiro mais barato, custos menores com os serviços de dívida, menor rentabilidade dos investimentos em produtos financeiros e maior rentabilidade dos ativos das empresas — e, portanto, regra geral, maior capacidade e interesse das empresas em investir em ativos core. Esta relação entre descida das taxas de juro e o aumento do número de operações de M&A está amplamente estudada mas, tendencialmente, esses estudos não consideram a existência de outros variáveis, como a existência de fatores extrínsecos que possam influenciar, por si só, a capacidade de os compradores assumirem o risco de avançar com novas transações. Se os efeitos económicos da pandemia forem, como apontam os analistas, de curta duração, e afetarem mais severamente a PME, que deixaram de ter liquidez para fazer face às suas obrigações correntes, esta realidade, conjugada com a redução extraordinária das taxas de juro por parte dos bancos centrais, poderá promover um aumento do número de concentrações económicas, por via da aquisição de empresas mais pequenas por parte de 'players' com maior relevância nos respetivos sectores de atividade. Por outro lado, é possível favorecer também o aumento, no segundo semestre do ano, de novas transações nos sectores económicos que verão a sua atividade aumentar em virtude da pandemia que atravessamos.



**MIGUEL FARINHA**  
Head of Transaction Advisory  
Services da EY

1 O atual cenário de pandemia terá uma imediata influência negativa no mercado, com várias operações a serem suspensas ou mesmo canceladas, face à incerteza reinante no mercado e à dificuldade em estimar o impacto da mesma na valorização das operações. Na sequência de uma primeira vaga de suspensão de operações, teremos um período de tempo, que é muito difícil de estimar neste momento, no qual não existirão



novas operações, e finalmente, teremos uma retoma do mesmo avançado em operações oportunistas nos ativos em stress financeiro, protagonizada por quem conseguir preservar balanços mais fortes ou por fundos de private equity. Ou seja, a estimativa inicial que 2020 seria mais um ano excelente para operações de M&A, que estava corroborada pelo volume de operações nos dois primeiros meses do ano, é neste momento uma miragem que depende em larga escala da duração temporal desta pandemia. Sem querer nomear operações específicas, pela confidencialidade das mesmas, diria que em sectores mais afetados pelo atual cenário de pandemia, a generalidade das operações previstas vão cair nesta fase, sendo que posteriormente registarão picos de operações concretizadas, quer por eventuais situações de dificuldades financeiras das empresas alvo quer por movimentos de concentração de mercado que aproveitarão esta nova realidade. Neste sentido, sectores como turismo, restauração, organização de eventos serão seguramente dos mais afetados.

2 Será seguramente uma medida positiva em termos macroeconómicos, mas prevejo que no que concerne ao mercado de fusões e aquisições, os fundamentais subjacentes a qualquer operação assumam um papel muito mais relevante na decisão de investimento e neste momento o grau de incerteza nos mesmos tenha um peso decisivo nas operações.



**MARIA DE DEUS BOTELO**  
Sócia da JPAB (José Pedro Aguiar-Branco Advogados)

1 Todas as previsões foram naturalmente demasiado otimistas e muito dificilmente se manterão, mesmo as mais conservadoras, porque não tiveram em conta o Covid-19. Um pouco por todo o mundo, um enorme número de empresas tenta, por todas as formas, evitar o atraso nos pagamentos, a insolvência, o encerramento. E esta circunstância absolutamente excepcional e avassaladora deixa pouco espaço às empresas para encarem seriamente decisões de investimento, sobretudo quanto a aquisições de novas áreas de negócio / desenvolvimento / crescimento da atividade. As medidas de apoio às empresas que têm sido tomadas pelos diversos governos visam, precisamente, contrariar as quebras significativas de rentabilidade, de resultado e de liquidez das empresas; contudo, dificilmente evitaremos um cenário de recessão económica se não pior, pelo menos tão grave quanto a ocorrida em 2008. Os sistemas

bancários e financeiros (nacionais e no caso de Portugal, também europeu, assim exista coragem política), devidamente caucionados pelos governos, terão um papel importantíssimo na estabilização e na diminuição dos efeitos catastróficos desta pandemia na economia; muito bem estaremos se todas as medidas tomadas (e a tomar) forem de molde a amortecer os impactos brutais que esta pandemia trará para a economia e as empresas.

2 O objetivo cimeiro é apoiar o fluxo de crédito para famílias e empresas. Todavia, tendo em conta as fortes restrições à atividade económica que este período traz associado, não acredito que essa medida (nem outras, como pacotes de apoio governamentais que se têm sucedido) possa influenciar positivamente o mercado de M&A. Numa situação de plena vigência de um Estado de Emergência sem data (seriamente) estimada para o seu termo, as decisões de investimento de reestruturação empresarial serão naturalmente adiadas, pelo menos até que a economia demonstre ter resistido a toda esta hecatombe que se abateu sobre os mercados. O comportamento bolsista em todo o mundo, aliás, demonstra bem a atitude retraída e pessimista dos investidores e reflete exemplarmente a tendência defensiva do mercado. O momento presente é de enorme imprevisibilidade e a iniciativa empresarial reclama estabilidade e sempre demonstrou ter dificuldades em lidar com a incerteza. Não creio, por isso, que, pelo menos até que a propagação do vírus esteja controlada à escala mundial, os investidores estejam receptivos à tomada de decisões de M&A, com uma única exceção: a dos investidores abutres, altamente agressivos e que pretendam aproveitar este período de particular fragilidade empresarial as desmembrar e liquidar.



**FRANCISCO SANTOS COSTA**  
Sócio da Cuatrecasas

1 No início do ano, as perspetivas para a atividade de M&A em Portugal refletiam o sentimento geral de otimismo na Europa, um cenário macroeconómico favorável impulsionado por 4 fatores: desfecho do Brexit, assinatura do acordo comercial entre os EUA e a China (Fase 1), redução de riscos geopolíticos e manutenção de taxas de juro em níveis reduzidos. No entanto, apesar de um último trimestre relativamente forte e do anúncio de algumas transações com dimensão relevante no final de 2019/início de 2020, o certo é que o número de

operações durante os dois primeiros meses do ano indicava já uma quebra em relação ao período homólogo de 2019, ainda antes do início do alastramento de casos de Covid-19 na Europa. Neste momento, com a propagação a todos os continentes, já poucos analistas têm dúvidas de que se verificará uma recessão económica, permanecendo a incerteza acerca da sua duração. Tipicamente, os períodos de recessão têm impacto profundo na atividade de M&A, desencadeando o agravamento das condições de liquidez e de crédito que dificultam o financiamento de operações. Por outro lado, é normal que os investidores, numa medida de prudência, optem por suspender ou adiar as suas decisões de investimento com receio de que os ativos sofram uma desvalorização abrupta, sobretudo nos casos em que os preços negociados são fixados por referência a indicadores financeiros que medem os resultados operacionais das empresas alvo (e.x., EBITDA), na expectativa de um *repricing* futuro dos ativos que incorpore essa desvalorização.

2 As taxas de juro constituem um instrumento que tem uma influência direta na atividade de M&A. A política acomodatória dos bancos centrais a nível mundial, nomeadamente da Fed e do BCE, caracterizada por taxas de juro vulgarmente baixas durante um período alargado de tempo, criou condições de liquidez no sistema financeiro favoráveis ao financiamento de operações de M&A. Apesar de o cenário de recessão atual implicar um previsível agravamento das condições de crédito nos mercados de dívida, algo que já estamos a assistir, os principais bancos centrais a nível mundial deram uma resposta rápida, através da aprovação de diversas medidas de estímulo à criação de liquidez (e.g., redução de juros, compra de obrigações). Neste sentido, é expectável que, uma vez controlados os fatores que determinaram a atual crise, se inicie um novo ciclo de crescimento da atividade de M&A potenciado por avaliações mais atrativas das empresas (em face das desvalorizações sofridas) e condições de financiamento favoráveis.



**JOÃO SANTOS**  
Managing partner da Tradinveste

1 O mercado transaccional português é pequeno e muito vulnerável a movimentações dos mercados internacionais, no entanto neste caso somos apenas mais um mercado a reagir a esta situação atípica e para já sem um limite temporal. A incerteza é grande sobre o momento em que a retoma irá ocorrer, o estado das empresas a essa data e a capacidade

que terão para se adaptar a uma realidade diferente da que hoje conhecemos. Especificamente em relação ao nosso mercado, as transações estão maioritariamente e na melhor das circunstâncias "on Hold"; os compradores passaram a ter outras necessidades e prioridades, passando o crescimento por aquisições para um lugar de menor relevância e o destino dos seus recursos quer financeiros quer de gestão, dirigidos a outras atividades. Creio que depois de ultrapassada esta fase ativa da pandemia, iremos retomar aos poucos a dinâmica transaccional.

2 A magnitude dos efeitos do Covid-19 na economia relativiza os efeitos de uma baixa de juros no âmbito das fusões e aquisições. Sem dúvida que o grau de incerteza que paira no mercado nos dias de hoje se sobrepõe às compensações que os governos e as instituições nacionais e internacionais se preparam para lançar no sentido de tentar minorar o impacto desta pandemia. É sabido que o efeito de alavancagem de investimentos com capitais alheios, ajuda à rentabilização dos capitais próprios investidos. Por essa razão a dívida como parte do financiamento das transações é uma componente muito importante e por isso não desprezível no âmbito do lançamento da economia. Assim sendo o custo do financiamento tem um impacto direto nas expectativas de rentabilidade dos investidores pelo que uma descida expressiva da taxa de juros poderá servir como um incentivo ao mercado de transações. No entanto, é expectável que este impacto seja mais visível em empresas financeiramente sólidas pois serão aquelas que com mais facilidade acedem às diferentes linhas de crédito. Por outro lado os fundos de investimento, que no mercado internacional, são o verdadeiro motor do mercado M&A continuam com excesso de liquidez e ávidos por encontrar investimentos atrativos.



**ANTÓNIO JÚLIO JORGE**  
Partner da Deloitte

1 Esta crise é global é diferente da anterior crise do euro e dos países da Europa do Sul. Nesta nova situação, a nossa pequena economia aberta irá simplesmente acompanhar o resto do Mundo na correção que venha a acontecer nos mercados financeiros. No entanto, sabemos que o *dry powder* no mercado é gigante e a história diz-nos que as transações mais rentáveis são efetuadas em períodos de recessão ou de incerteza.

2 A opção de reduzir taxas de juro (que o BCE não seguiu) é necessária mas não é suficiente. Felizmente,

estamos a ver medidas mais amplas tomadas pelos vários governos, e é provável que outras tenham de surgir à medida que a realidade coloque novos desafios. Ainda assim, convém não esquecer que vivemos recentemente o maior período de expansão económica global de que há memória e que as correções aconteceram mais cedo ou mais tarde. Normalmente, os mercados financeiros são os primeiros em que isso se verifica e isso aconteceu também desta vez. Teremos de esperar para ver os efeitos da pandemia na economia global e por inerência em Portugal para perceber se acaba por aqui ou se a correção continua.



**PAULA ALBERGARIA SILVA**  
Managing partner da Albergaria Silva & Associados

1 Sem querermos entrar por cenários dantescos, e ainda que olhando para esta realidade de forma combativa, parece óbvio que, dada a dimensão crescente da pandemia e do efeito surpresa provocado em todo o mundo, será inevitável que ocorra um fenómeno de decréscimo transversal e de carácter universal que influenciará negativamente o mercado transaccional em virtude da perda de confiança dos *players*. Não obstante já se ensaiam medidas aos mais diversos níveis económicos e financeiros, este "relâmpago apagado" afetará definitivamente a economia mundial, e no que a nós portugueses nos toca, com particular acuidade os setores do turismo, dos transportes e da restauração e hotelaria. A retoma da confiança dos *players* dependerá da duração da pandemia e dos seus efeitos na economia e da capacidade que os intervenientes institucionais mostrarem para travar o afundamento da economia, num movimento dialético que nos poderá surpreender e revolucionar a economia no século XXI.

2 A ação coordenada por parte de vários bancos centrais visa combater os efeitos nefastos do coronavírus na economia mundial. Como o crédito é o motor da economia, o corte extraordinário nas taxas de juro facilita o recurso ao financiamento bancário, essencial para dinamizar o mercado transaccional. Questão diversa é se os *players* no mercado terão confiança para, mesmo com taxas de juro baixas, investir em crescimento através de operações de aquisição de empresas, permitindo retomar o dinamismo no mercado de M&A.