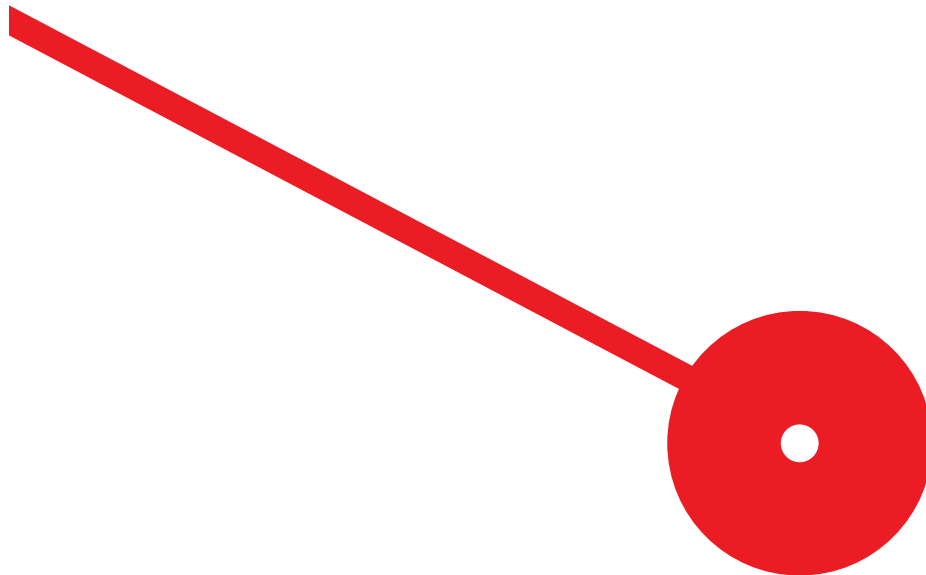




Ganhos Sinérgicos em Fusões e Aquisições: Estudo de Caso

Joana Filipa Henriques Couto

10/2023



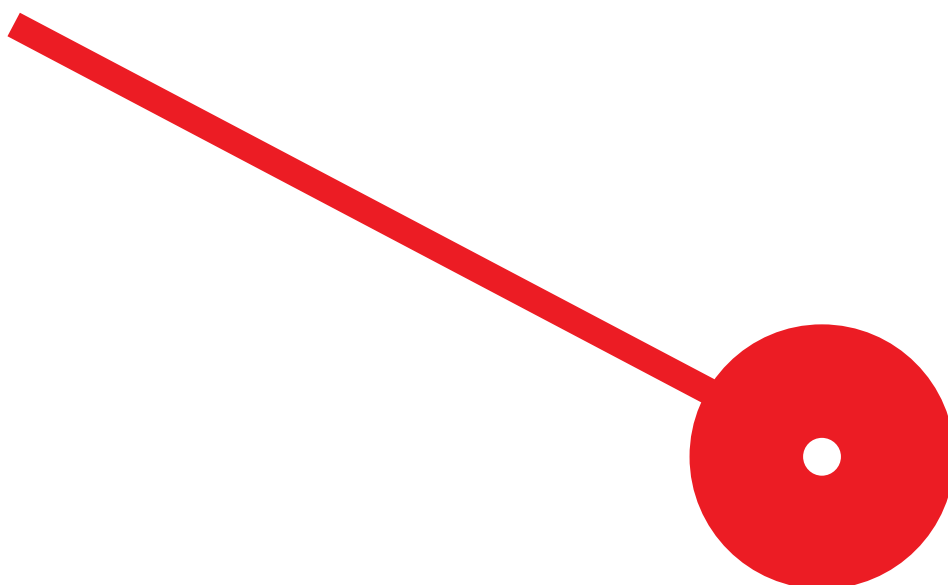


Ganhos Sinérgicos em Fusões e Aquisições: Estudo de Caso

Joana Filipa Henriques Couto

Dissertação de Mestrado

apresentado ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob orientação do Doutor Adalmiro Álvaro Malheiro de Castro Andrade Pereira e do Doutor Mário Joel Matos Veiga de Oliveira Queirós.



Agradecimentos

Sem dúvida este presente trabalho de dissertação representou um grande desafio para mim. Daqui levo um enorme enriquecimento pessoal e profissional. E, com toda a certeza, não poderia ter sido possível se não tivesse contado com o apoio e o carinho de diversas pessoas.

Em primeiro lugar, gostaria de expressar um profundo agradecimento especial à minha família e ao meu namorado João pelo enorme apoio e incentivo. Também agradecer-lhes pelo orgulho demonstrado ao longo deste meu percurso académico. Um muito obrigada por toda a paciência, e acima de tudo pela força que me deram.

Gostaria também de aproveitar este momento para manifestar o meu profundo agradecimento ao meu orientador, Professor Doutor Adalmiro Pereira, por aceitar ser meu orientador e por todo o auxílio, apoio e disponibilidade ao longo deste trabalho e que, dessa forma, contribuiu para ser possível ter alcançado este desafio.

De igual modo, deixo o meu muito obrigada ao meu co-orientador, Professor Doutor Mário Queirós e também à Professora Doutora Tânia Teixeira, que me ajudaram também a melhorar e a aperfeiçoar este trabalho.

Além disso, não poderia deixar de agradecer à minha querida amiga Ana Aires por me ter apoiado e ajudado de uma maneira ou de outra desde o início deste projeto.

Por último, mas não menos importante, quero expressar o meu agradecimento aos meus colegas de trabalho que também me ajudaram sempre com a vasta experiência de cada um. Igualmente, agradecer-lhes pelo apoio e motivação.

A todos os que, direta ou indiretamente de algum modo estiveram presentes nesta etapa mais importante e desafiante do meu percurso académico, um muito obrigada!

Resumo

Nos dias de hoje, o impacto das operações de fusões e aquisições nos processos de reestruturação organizacional tem-se sentido progressivamente na economia contemporânea, podendo ser encaradas como um dos principais meios de gerar ganho e riqueza nas empresas intervenientes. Mediante a extensa investigação desenvolvida sobre o tema constata-se que as fusões e aquisições podem ser consideradas como uma forma de planeamento empresarial que permite às organizações alcançar novas oportunidades de mercado, possibilitando inclusivamente uma diversificação ao nível dos seus negócios. Isto poderá levar a que as entidades consigam ganhar uma maior força e competição, cenário que na maioria dos casos não seria acessível operando de modo autónomo.

Os ganhos resultantes dos processos de fusões e aquisições são o foco e o objetivo principal destas operações. Por esse motivo, o objetivo desta investigação empírica é o estudo dos ganhos sinérgicos obtidos com as operações de fusões. E, com o intuito de contribuir com melhores resultados, a técnica de investigação escolhida apoia-se num estudo de caso englobando a análise detalhada de dois processos de fusões por incorporação. O primeiro processo de fusão ocorre em 2016 entre as sociedades Sonae – Specialized, S.G.P.S., S.A. e Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A., enquanto o segundo processo acontece em 2019 entre a Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e a Sonae MC, S.G.P.S., S.A.. Para tal, optamos pelo método de avaliação de empresas com recurso ao modelo quantitativo do fluxo de caixa descontado, onde o fluxo foi executado através do fluxo de caixa livre e os *cash flows* foram atualizados pelo custo médio ponderado de capital. Posto isto, determinamos a performance das entidades, isto é, quanto à determinação do valor de mercado que cada entidade regista antes e após os processos de fusão. Neste seguimento, para melhor análise relativamente ao desempenho e ao comportamento das entidades intervenientes recorreremos à ajuda de indicadores económicos e financeiros, compreendendo a evolução destes indicadores.

Os resultados alcançados demonstram que, comparando o valor apurado das empresas antes e pós fusão, é garantido um ganho extraordinário pós fusão, resultando na redução de custos, em especial através da otimização de processos e na melhoria da eficiência organizacional. Este estudo contribuiu para a compreensão dos ganhos sinérgicos em fusões e aquisições. E através da investigação realizada, o estudo desenvolvido possibilita identificar e quantificar os ganhos sinérgicos que as organizações alcançaram por meio das operações de fusão.

Palavras-chave: Fusões; Aquisições; Avaliação de Empresas; Ganhos Sinérgicos.

Abstract

Nowadays, the impact of mergers and acquisitions on organizational restructuring processes has been progressively felt in the contemporary economy and can be seen as one of the main ways of generating gain and wealth in the companies involved. Based on the extensive research carried out on the subject, it was possible to verify that mergers and acquisitions can be considered as a business planning strategy that allows organizations to reach new market opportunities and can also enable the diversification of their business portfolios. This could lead to entities being able to strengthen themselves and become more competitive, which in most cases would not be possible operating autonomously.

The benefits obtained from mergers and acquisitions processes are the focus and main objective of these operations. For this reason, the objective of this empirical investigation is to study the synergistic gains obtained from merger operations. In order to contribute to better results through this research, the chosen research technique is based on a case study that includes a detailed analysis of two mergers by incorporation. The first merger takes place in 2016 between Sonae - Specialised, S.G.P.S., S.A. and Sonae MC - Modelo Continente, S.G.P.S., S.A., while the second takes place in 2019 between Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. and Sonae MC, S.G.P.S., S.A.. For this purpose, we opted for the company valuation method using the quantitative discounted cash flow model, where the flow was determined through free cash flow and cash flows were updated by the weighted average cost of capital. Therefore, we determine the performance of entities based on the established estimation of the market value that each entity registers before and after the merger processes. Thereby we use the analysis of specific economic and financial indicators to understand their evolution and secure a better analysis regarding the performance and behavior of the entities involved.

The results achieved reveal that comparing the value obtained by the companies before and after the merger, an extraordinary post-merger gain is guaranteed, that result in a cost reduction, especially through process optimization and improved organizational efficiency. This study contributed to the understanding of synergistic gains in mergers and acquisitions. The study developed based on the research carried out makes it possible both to identify and quantify the synergistic gains obtained by companies through merger operations.

Keywords: Mergers; Acquisitions; Company Valuation; Synergistic Gains.

Índice Geral

Introdução.....	1
Capítulo I – Revisão da Literatura e Enquadramento	5
1.1 Fusões e Aquisições – Conceitos Teóricos	6
1.1.1 Fusões	7
1.1.2 Aquisições.....	8
1.1.3 Tipos de Fusões e Aquisições	9
1.2 Enquadramento Legal	14
1.2.1 Conceito Jurídico	14
1.2.2 Conceito Contabilístico.....	16
1.2.3 Conceito Fiscal	18
1.3 Enquadramento Histórico	21
1.3.1 Ciclo de Fusões e Aquisições	22
Capítulo II – Motivações, Vantagens e Desvantagens em Fusões e Aquisições..	25
2.1 Motivações para o surgimento de Fusões e Aquisições	26
2.1.1 Tipologia das Motivações	26
2.1.1.1 Sinergias	34
2.2 Vantagens e Desvantagens em Fusões e Aquisições	36
2.3 Importância da Criação de Valor em Fusões e Aquisições	38
2.3.1 Situações de Fusões e Aquisições onde se pode verificar a Criação de Valor	40
Capítulo III – Objetivos e Metodologia de Investigação	42
3.1 Objetivos	43
3.2 Metodologia de Investigação	44
3.2.1 Técnica de Investigação Adotada	46
Capítulo IV – Estudo de Caso	52
4.1 Apresentação das Entidades.....	53

4.1.1	História da Sonae MC, S.G.P.S., S.A.	57
4.2	Processos de Fusão	59
4.2.1	Fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.....	59
4.2.2	Fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.	61
4.2.3	Objetivos das Fusões	62
4.3	Avaliação	63
4.3.1	Avaliação das Entidades	63
4.3.1.1	Pressupostos de Avaliação	64
4.3.1.2	Apuramento do <i>Free Cash Flows</i>	82
4.3.1.3	Estimação do Valor das Empresas	85
4.3.1.4	Análise de Resultados da Avaliação das Entidades	87
	Capítulo V – Conclusões	94
5.1	Conclusões Gerais.....	95
5.2	Limitações do Estudo.....	96
5.3	Sugestões para a Investigação Futura	97
	Referências Bibliográficas	98
	Anexos	107
	Anexo I – Processo de Fusão entre a Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae - Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.	108
	Anexo II – Processo de Fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.....	117

Índice de Equações

Equação 1: <i>Weighted Average Cost of Capital</i>	47
Equação 2: Rendibilidade dos Capitais Próprios	49
Equação 3: Rendibilidade do Ativo	50
Equação 4: Solvabilidade	51
Equação 5: Beta Alavancado	77
Equação 6: Custo do Capital Próprio	79
Equação 7: Rácio da Dívida	80
Equação 8: Rácio do Capital Próprio	81
Equação 9: Valor da Empresa	85

Índice de Figuras

Figura 1: Integração de Fusões Verticais	11
Figura 2: Ciclos de Fusões e Aquisições.....	22
Figura 3: Estrutura Acionista	56

Índice de Quadros

Quadro 1: Fundo de Maneio - Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.	68
Quadro 2: Fundo de Maneio - Pós fusão Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.	69
Quadro 3: Fundo de Maneio - Sonae MC, S.G.P.S., S.A.	70
Quadro 4: Fundo de Maneio - Pós fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.	70
Quadro 5: Custo Médio Ponderado de Capital - Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.	73
Quadro 6: Custo Médio Ponderado de Capital - Pós fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.	73
Quadro 7: Custo Médio Ponderado de Capital - Sonae MC, S.G.P.S., S.A.	74
Quadro 8: Custo Médio Ponderado de Capital - Pós fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.	75
Quadro 9: Mapa Previsional dos <i>FCF</i> - Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.	83
Quadro 10: Mapa Previsional dos <i>FCF</i> - Pós fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.	83
Quadro 11: Mapa Previsional dos <i>FCF</i> - Sonae MC, S.G.P.S., S.A.	84
Quadro 12: Mapa Previsional dos <i>FCF</i> - Pós fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.	84
Quadro 13: Valor da Empresa - Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.	86
Quadro 14: Valor da Empresa - Pós fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.	86
Quadro 15: Valor da Empresa - Sonae MC, S.G.P.S., S.A.	86

Quadro 16: Valor da Empresa - Pós fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.....	87
Quadro 17: Indicadores Económicos e Financeiros - Pós fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.	89
Quadro 18: Indicadores Económicos e Financeiros - Pós fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.....	89

Índice de Tabelas

Tabela 1: Resumo do Enquadramento Legal	21
Tabela 2: Resumo dos Tipos de Motivações de Fusões e Aquisições	29
Tabela 3: Os Tipos de Motivações mais comuns em Fusões e Aquisições	34
Tabela 4: Resumo das Vantagens e Desvantagens em Fusões e Aquisições	38
Tabela 5: Taxa de IRC	66

Lista de Abreviaturas

CAPEX – Investimento em Capital

CAPM – *Capital Asset Price Model*

CGD – Caixa Geral de Depósitos

CIRC – Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

CIS – Código do Imposto Selo

CIVA – Código do Imposto sobre o Valor Acrescentado

CSC – Código das Sociedades Comerciais

DCF – *Discounted Cash Flows*

E.U.A. – Estados Unidos da América

F&A – Fusões e Aquisições

FCF – *Free Cash Flow*

IAS – *International Accounting Standard*

IASB – *International Accounting Standards Boards*

IASC – *International Accounting Standards Committee*

IFRS – *International Financial Reporting Standard*

IRC – Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

IVA – Imposto sobre o Valor Acrescentado

M&A – *Mergers and Acquisitions*

NIPC – Número de Identificação de Pessoa Coletiva

NCRF – Norma Contabilística e de Relato Financeiro

NYSE – *New York Stock Exchange*

PME – Pequenas e Médias Entidades

RNF – Regime de Neutralidade Fiscal

ROE – *Return on Equity*

S.G.P.S – *Sociedades Gestoras de Participações Sociais*

SNC – *Sistema de Normalização Contabilística*

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

Atualmente, para se garantir a otimização na gestão das organizações é cada vez mais necessário que as sociedades se ajustem para fazer face ao avanço que se sente no mundo empresarial, de modo a alcançarem vantagens competitivas e recursos necessários para obterem sucesso. Isto é importante, mas Malik *et al.* (2014) e Karim e Mitchell (2000) já enunciavam que para maximizar a eficiência nas organizações surge a necessidade de desenvolver planos estratégicos, de maneira a acrescentarem valor e contribuírem para a obtenção de ganhos efetivos. Assim, a reestruturação organizacional ergue-se como um dos principais contributos para conquistar o sucesso, fazendo com que as entidades estejam prontas para enfrentar as várias mutações sentidas nos mercados.

As operações de reestruturação empresarial podem conduzir a grandes benefícios para as entidades, uma vez que podem ter a capacidade de instalar um nível de diversificação nos negócios, levando à sua intensificação e tornando-se cada vez mais fortes.

É assim que se destaca o fenómeno significativo à volta das fusões e aquisições, que progressivamente se têm tornado mais regulares, passando a ser encaradas como uma estratégia empresarial bastante utilizada nos distintos setores, proporcionando o crescimento como a competitividade. Neste sentido, assumem um enorme peso no domínio das estratégias de gestão, uma vez que a união das forças aquando de uma destas operações pode resultar na formação de ganhos sinérgicos. Estes ganhos podem resultar do desempenho individual que cada entidade envolvida no processo possa alcançar, como também dos benefícios adicionais conquistados.

No entanto, é de notar que, apesar das fusões e aquisições serem nos últimos anos cada vez mais aplicadas na sociedade, o ganho sinérgico só é imputado caso a entidade consequente da operação obtenha acréscimos de eficiência na estruturação ao nível económico e financeiro.

Neste contexto, esta presente dissertação estuda a temática dos ganhos sinérgicos em fusões e aquisições. Tendo em atenção os dias que correm, pareceu-nos um tema meritório de novas análises e investigações, levando a que o nosso principal objetivo passe pelo estudo dos ganhos sinérgicos, uma vez que representa um papel relevante na avaliação das operações de fusões e aquisições.

Outra justificação para a escolha deste tema é o facto desta matéria ser fortemente discutida na época atual, especialmente nas áreas da gestão e das finanças. Para além de que, as fusões e aquisições desempenham um papel fundamental, podendo ser encaradas como modo revolucionário para a moderna estrutura organizacional, proporcionando um caminho tanto mais rápido como mais seguro, com o intuito de abranger os níveis de crescimento e diversificação. Por estas razões, no nosso ponto de vista é considerado como sendo um tema bastante desafiante e incentivador.

O principal objetivo deste projeto de dissertação passa pelo estudo dos ganhos que conduzem as várias organizações a aderirem a este tipo de operações. Para isso, pretendeu-se investigar qual o comportamento entre o antes e pós fusão entre as entidades, sendo necessário avaliar e determinar o valor de mercado de cada uma das entidades envolvidas. Além disso, preocupou-se por passar a entender quais as verdadeiras motivações, e as vantagens e desvantagens que estão por detrás destas atividades, analisando assim questões pertinentes, implicando um estudo intensivo e rigoroso.

Com a elaboração deste trabalho de dissertação, prospera-se proporcionar um maior contributo para a compreensão das operações de fusões e aquisições, passando por perceber quais os ganhos que as organizações podem alcançar com estas operações sinérgicas.

Para esse efeito, achamos por bem subdividir este trabalho, sobretudo em cinco partes principais. Portanto, após esta breve introdução ao tema, no primeiro capítulo, de forma a dar maior ênfase ao nosso estudo é realizada uma revisão da literatura e um respetivo enquadramento teórico, legal e histórico, abordando os vários conceitos das fusões e aquisições. Além disso, também são apresentados os vários tipos de operações de fusões e aquisições.

Nesta sequência, o segundo capítulo investiga as motivações que levam à escolha destas atividades, tal como as vantagens e desvantagens em fusões e aquisições, e a importância da criação de valor.

Tendo como suporte as investigações desenvolvidas, segue-se o terceiro capítulo que retrata os objetivos, as principais questões e hipóteses de investigação, das quais se tenciona procurar dar resposta. Para além do mencionado, é apresentado o tipo de metodologia de investigação para este estudo, juntamente com a técnica de trabalho

adotada. Discriminadamente, o tipo de metodologia escolhida é de natureza de investigação quantitativa e dentro desta vertente metodológica foi escolhido o estudo de caso.

Depois da nossa abordagem teórica segue-se o quarto capítulo, onde é invocado o estudo empírico. Este capítulo engloba a análise e o estudo de duas fusões. Uma fusão entre as empresas Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A. e Sonae MC - Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. (denominando-se mais tarde por Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.), e a outra fusão entre as sociedades Modelo Continente, S.G.P.S., S.A., e Sonae MC, S.G.P.S., S.A.. A escolha destas sociedades deve-se especialmente ao facto de serem empresas de referência no mercado atual, que se encontram em constante crescimento e expansão de negócios. É importante salientar que estas empresas estão inseridas no grupo Sonae, que foi fundado e mantido sob posse da família Azevedo, apresentando uma estrutura acionista estável que reflete um bom desempenho e funcionamento. Na fase inicial daremos a conhecer cada uma das entidades compreendidas, incluindo o setor que se inserem. Também apresentamos a história da entidade Sonae MC, S.G.P.S., S.A., sendo esta a empresa-mãe no final da segunda fusão. Na segunda fase é desenvolvido o estudo dos processos de fusão realizando a avaliação individual e pós fusão das entidades. Por fim serão debatidos os resultados atingidos, tendo-se elaborado uma análise comparativa entre os dois cenários.

Por último, no quinto capítulo são expostas as conclusões deste trabalho, assim como as suas limitações e também, algumas sugestões para uma investigação futura nestas áreas em estudo.

CAPÍTULO I – REVISÃO DA LITERATURA E ENQUADRAMENTO

De um modo em geral, o papel alcançado pelas operações de reestruturação das organizações inseridas nos predominantes setores da economia é intensamente relevante, e por isso persiste uma enorme literatura acerca desta temática.

Diversos autores têm-se debruçado sobre o tema das fusões e aquisições, no qual se destacam, na nossa opinião, Chatterjee (1986), Bastardo & Gomes (1990), Matos e Rodrigues (2000), Ferreira (2002), Valente (2005), Gaughan (2010, 2014), e Silva (2015), e Murthy *et al.* (2020), entre muitos outros.

Desta forma, no presente capítulo é proporcionado uma visão em geral do estudo das fusões e aquisições. E associado a isso, tendo em conta a posição de vários autores, optamos por apresentar uma revisão da literatura, favorecendo o enquadramento teórico, legal e histórico do conceito das fusões e aquisições.

1.1 Fusões e Aquisições – Conceitos Teóricos

As fusões e aquisições (F&A) são derivadas da terminologia anglo-saxónica *mergers and acquisitions* (M&A) (Ferreira, 2002). Dada a sua relevância, desde meados da década de 1950, numerosos autores têm sido atraídos para um vasto campo de estudos no que toca ao complexo fenómeno das F&A (Chatterjee, 1986).

A extensa investigação sobre o tema explora o impacto e a importância destas atividades, uma vez que podem alcançar estratégias que se encontram inseridas no comportamento e desenvolvimento das organizações, procurando melhorar a posição competitiva no mercado global (Healy, Palepu & Rubak, 1992; Vazirani, 2015).

Nesta linha de pensamento, tendo em vista o relatado por Malik *et al.* (2014), o fenómeno das F&A é conhecido como um planeamento empresarial que se propõe às entidades a incluírem-se tanto em novos comércios como em novos negócios, podendo ser ainda considerado como a única alternativa às pequenas entidades ou empresas menos rentáveis para permanecerem no corrente mercado.

Portanto, prevê-se que estas operações se ampliem conforme o crescimento sentido na economia geral, passando a ser implementadas com sucesso e reguladas pelas leis dos países fundamentais inseridos nos mercados internacionais, onde perdura uma certa homogeneidade entre os respetivos regulamentos (Gaughan, 2014; Gaughan, 2010).

Segundo Katz, Simanek e Townsend (1997), quando estes tipos de atividades se iniciam, o alvo, bem como o adquirente têm como principal intenção lucrar com a nova operação. A este propósito, Karim e Mitchell (2000) anunciam que podem representar eventuais oportunidades a fim das empresas transformarem os seus recursos e ajustarem os seus negócios.

As F&A são o preeminente meio imediato de inovação externa, independentemente de ambas diferirem de forma integral, uma e outra propiciam o progresso das entidades (Katz *et al.*, 1997).

Estas atividades ao longo dos últimos anos foram-se convertendo em planos de negócio intensamente aceites, na qual as entidades tentam alcançar a melhoria ao nível do desempenho e promover as vantagens competitivas (Kongpichayanond, 2009).

Atualmente, as operações de reestruturação destacam-se pelo seu papel fulcral, onde é sentido tanto no método de consolidação de capital como no tipo de financiamento externo, com o objetivo de atingir novos mecanismos e redistribuí-los em oportunidades correntes (Cao *et al.*, 2022; Toborek-Mazur, Partacz & Surówka, 2022).

De um modo progressivo têm-se sentido em inúmeras entidades a nível mundial, apresentando um peso significativo, sobretudo nas áreas das finanças (Murthy *et al.*, 2020).

Há mais de um século que fusões, vagas de fusões e os fatores que as conduzem têm sido alvo de interesse forte no mundo empresarial (Lipton, 2006).

1.1.1 Fusões

Ross, Westerfield e Jaffe (2002), Anant e Raghuvanshi (2020), e Hampton (1989; citado por Piesse *et al.*, 2013) apresentam na sua obra uma definição de operação de fusão. Estes autores expõem que, este tipo de operação decorre da agregação de dois ou mais negócios entre duas entidades distintas pré-existentes, em que legalmente somente uma permanecerá e a outra pode extinguir-se, fazendo com que os participantes se juntem e construam uma única empresa, mantendo a identidade da organização adquirente, e obtendo todos os passivos e ativos da entidade adquirida.

De modo adicional, antes da operação de fusão se suceder em torno de duas ou mais entidades, em princípio existe sempre um procedimento de negociação (Roberts,

Wallace & Moles, 2016). Neste enquadramento, aquando da concretização da fusão, o essencial encontra-se, sobretudo nos distintos níveis de poder de negociação para o comprador como para a entidade adquirida, no qual sempre que em ambas as entidades este padrão de poder se apresente de forma equilibrada, espera-se que seja plausível gerar-se uma nova entidade (Piesse *et al.*, 2013).

As operações de fusões concedem às organizações um melhor nível de flexibilidade, mas também levam a que as entidades, sem se verificar qualquer variação na produção, alcancem numa escala superior. Isto pode ser visto como uma de tantas razões, pela qual as entidades recorrem a este tipo de atividades (Rosecrance, 2005).

Apesar de em certos casos subsistirem algumas complexidades e adversidades, na sua maioria, qualquer fusão é capaz de produzir benefícios para as organizações incorporantes, uma vez que conseguem gerar grandes oportunidades (Roberts *et al.*, 2016).

1.1.2 Aquisições

No que respeita à definição de operação de aquisição, esta marca-se pela transmissão de ações ou ativos das entidades, em que a empresa adquirente obtém quer uma quota parte do capital, quer a globalidade do património da empresa adquirida, ocupando-se na qualidade de novo proprietário (Ross *et al.*, 2002).

Sob outros termos, segundo Thelisson (2022), aquando de uma operação de aquisição, uma das entidades procura garantir o poder de exercer uma posição de autodomínio conquistando parte ou o conjunto total do capital social¹, levando à dissolução da entidade vendedora e perdendo assim a sua identificação para a empresa adquirente.

Posto isto, na maior parte das vezes implica que as entidades dominantes sejam expostas como as adquirentes, enquanto as entidades que apresentam menores dimensões, em geral são vistas de modo a operarem como empresas alvo para serem

¹ Capital Social pode ser definido pela “*massa patrimonial que integra o capital próprio e a sua importância prende-se, fundamentalmente, com a autonomia financeira de uma empresa*” (Antunes, 2008, p. 1). Isto é, reporta os montantes fornecidos pelos sócios ou acionistas das organizações para o início do funcionamento de uma empresa (encontra-se disponibilizado na Caixa Geral de Depósitos, estando disponível em <https://www.cgd.pt/Site/Saldo-Positivo/negocios/Pages/capital-social-de-uma-empresa.aspx>, obtido a 8 de maio de 2023 e datado a 19 de junho de 2015).

adquiridas e transformarem-se também elas em empresas adquirentes (Roberts *et al.*, 2016).

As diferenças que prevalecem entre as operações de F&A residem, fundamentalmente, no modo como a incorporação das organizações é desenrolada (Roberts *et al.*, 2016).

De acordo com Valente (2005), durante o processo de fusão, o conjunto dos acionistas continua e será integrado na estrutura da nova empresa, em que será operada principalmente por pequenas e médias organizações. Ao mesmo tempo, isso já não acontece numa operação de aquisição, os papéis dos acionistas vão deixando de prevalecer na recém-sociedade incorporada, e normalmente pode ser aproveitada por empresas de grande dimensão.

1.1.3 Tipos de Fusões e Aquisições

Dadas as principais noções de F&A que se encontram expostas anteriormente, persistem certas categorias das mesmas, sendo classificadas tanto com base nas relações entre as atividades das sociedades incorporadas como conforme o modo de integração, e ainda consoante o tipo de decisão a que chegaram as partes compreendidas na respetiva operação.

Assim, no próximo passo apresentamos as diferentes tipologias das F&A, para o qual podem ser classificadas segundo as suas características, encontrando-se dispostas nos subtópicos a seguir.

- **Tipos de Fusões**

Relativamente às operações de fusão existem especificamente três categorias designadas por fusão horizontal, fusão vertical e fusão de conglomerado (Matos & Rodrigues, 2000).

Fusões Horizontais:

Conforme a distinção acima, as operações de fusão horizontal envolvem uma combinação de empresas que operam no mesmo mercado com igual atividade, funcionamento e confeção dos mesmos artigos, resultando em sobreposições de produtos pré-existentes (Bastardo & Gomes, 1990). Neste sentido, podem

assim reduzir os gastos operacionais das entidades objeto de fusão, facilitando o nível de preços dos produtos (Xiaoxue & Dongxu, 2022).

De igual modo, Roberts *et al.* (2016) destacam ainda que, a integração horizontal verifica-se quando estamos perante uma incorporação de pelo menos duas entidades unidas, sendo capazes de intensificar conjuntamente o seu valor e concentrar-se efetivamente na mesma ordem de produção.

Segundo estudos existentes, as fusões horizontais são consideráveis para manter a sustentabilidade, melhorando o comportamento das organizações participantes neste tipo de operação (Nie, Wang & Wen, 2021; Rozen-Bakher, 2018).

Fusões Verticais:

A integração vertical abrange empresas que atuam em distintas fases da sua cadeia de valor, no qual se verifica uma relação bilateral do tipo fornecedor e cliente (Rozen-Bakher, 2018; Underwood, 2020).

A escolha pela atividade de fusão vertical é com frequência a mais adotada em F&A, uma vez que tem uma enorme possibilidade de representar uma diminuição significativa nos custos de transação, permitindo anular a dupla marginalização, conduzindo a um crescimento no bem-estar dos consumidores (Blair, 2021).

De acordo com Roberts *et al.* (2016), neste tipo de operação as entidades produtivas, mediante um conjunto de fornecedores distintos, conseguem alcançar um grupo de bens e matérias-primas, sendo presumível que ocorra uma diminuição do nível de risco ligado aos respetivos fornecedores. Além do mais, estes autores reportam que a incorporação vertical tem o potencial de se realizar em ambos os sentidos.

Figura 1: Integração de Fusões Verticais

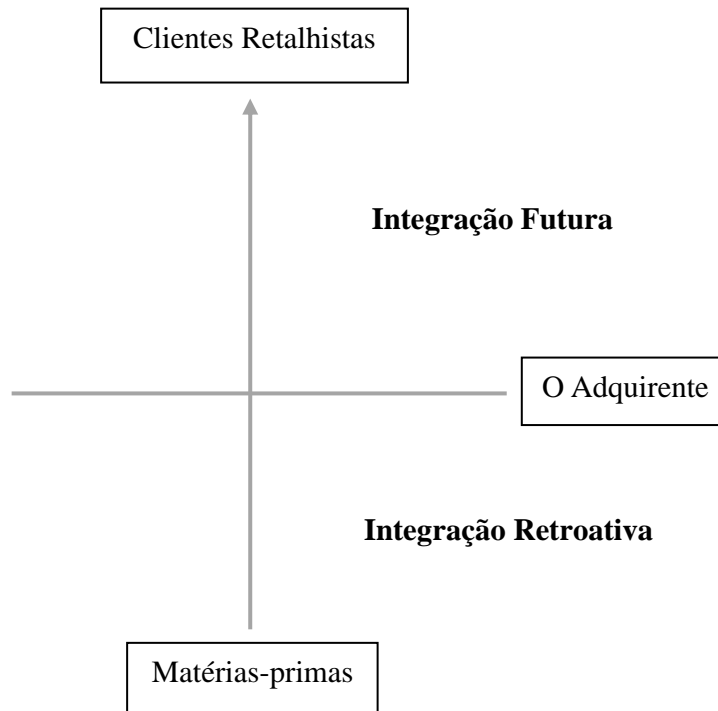


Figura 1: A incorporação vertical tem o potencial de se realizar em ambos os sentidos (Fonte: Informação adaptada do livro “Mergers and Acquisitions” (Roberts, Wallace e Moles (2016))

Consoante com o que podemos visualizar na figura acima (Figura 1), identificamos que a integração progressiva (*Forward Integration*) que integra a incorporação vertical, está encaminhada para um cliente base. Sob outro ângulo, quanto à integração regressiva (*Backward Integration*) que também agrega a incorporação vertical, esta já se direciona rumo à base dos fornecedores (Roberts *et al.*, 2016).

Em termos comparativos, as fusões horizontais são menos frequentes do que as fusões verticais. Isto acontece porque, por vezes, uma empresa tem apenas um mínimo de opções, ou muitas vezes tem exclusivamente uma única hipótese de uma empresa alvo que seja capaz de cumprir todas as condições exigidas (Meador, Church & Rayburn, 1996).

Fusões em Conglomerado:

Nesta categoria as empresas integradas juntam-se em empresas que operam em mercados não associados ou entidades em mercados geográficos divergentes, compreendendo uma combinação de empresas que gera uma profunda diversificação nos mercados (King *et al.*, 2004).

Datta e Pinches (1992) formularam a possibilidade da subsistência de fatores que propiciam as fusões conglomerais, em particular a admissão de capital paulatinamente barato, o aumento da melhoria de estabilidade dos rendimentos e menor possibilidade de fracassos.

A estratégia de conglomerados pode-se fragmentar em conglomerados financeiros e administrativos, ou de gestão. Pormenorizadamente, os conglomerados financeiros proporcionam recursos correntes em direção de qualquer parte operativa. Porém, não assumem envolvimento nas deliberações das organizações, praticando apenas um controlo e sendo os responsáveis pelos riscos financeiros. Compensatoriamente, os conglomerados administrativos ou de gestão, como têm o direito de cooperar nos vigentes juízos de gestão, exercem uma responsabilidade a nível financeiro (Silva, 2015).

Na literatura é aceite que a formação deste tipo de fusão estabelece uma abordagem vantajosa, estando relacionado com o risco empresarial que se encontra espalhado pelas distintas áreas de negócio. Porém, conforme o desenvolvimento dos conglomerados, a hipótese de não se centralizarem prevalece. Isto pode acontecer porque há a possibilidade de a gestão não se encontrar informada das novas produções ou mesmo do tipo de mercados que se encontram inseridos quando, por exemplo, temos entidades não relacionadas que são obtidas, podendo conduzir a que os riscos se ampliem em larga escala (Roberts *et al.*, 2016).

Consoante Bruner (2004), esta questão da classificação das distintas categorias de F&A tende a criar valor a longo prazo, sendo nessa lógica considerado um tema bastante importante, tanto pelos motivos que salientam cada um dos tipos, como pelas suas consequências que se contrapõem.

▪ Tipos de Aquisições

Sob outra tipologia, reconhecem-se dois moldes de aquisições, tais como a natureza de concentração hostil ou amigável (Silva, 2015).

Aquisições Hostis:

Em harmonia com os pressupostos de Roberts *et al.* (2016), estamos perante uma operação de aquisição de forma hostil quando a entidade alvo se contrapõe à aquisição. Contudo, no mercado aberto o comprador pode reforçar esta operação com a tentativa de adquirir grandes quantias de ações da empresa alvo. Todavia, verificando-se este facto implica que o valor do preço tende a agravar-se, provocando uma dificuldade na aquisição da participação na quota da empresa alvo. De modo a poder reduzir este preço das ações, o adquirente a curto prazo deve ser capaz de adquirir o máximo número de ações.

No entanto, estrategicamente para se distanciar de uma aquisição do tipo hostil existe a necessidade de que a empresa alvo tenha o intuito de procurar uma organização diferente, onde a escolha é incorporar-se, ou tal, ser adquirido pela entidade alvo (Roberts *et al.*, 2016).

Aquisições Amigáveis:

Nas situações de aquisições amigáveis, a empresa alvo tem a esperança de se expandir em novos negócios, estando propensa a ser adquirida aplicando os recursos disponibilizados pela entidade adquirente. Em particular, esta hipótese acontece quando as entidades de menores dimensões prospetam um avanço e pretendem progredir. Porém, é necessário ter em atenção que podem ser imobilizadas devido à escassez de capital (Roberts *et al.*, 2016).

No entanto, no caso específico das pequenas entidades, podem sempre esforçar-se por encontrar uma entidade parceira com grandes possibilidades, pelo que este problema pode, eventualmente, ser colmatado por uma entidade que se encontre disponível a conceder o investimento necessário (Roberts *et al.*, 2016).

Importa destacar que, nas atividades de aquisição hostil e amigável, os acionistas das entidades alvo possuem a opção de venda das ações. E no caso de haver uma percentagem considerável de acionistas com o intuito de as vender, sabemos que a empresa adquirente passa a deter o domínio total (Roberts *et al.*, 2016).

1.2 Enquadramento Legal

Dada a complexidade que a matéria das F&A tem representado na economia global, houve a necessidade de vários países assegurarem certas medidas, de modo a regularizá-las por meio de legislações adequadas. Assim, torna-se crucial que em todas as fases destas atividades exista uma ótima regulamentação.

Deste modo, neste subcapítulo aceitamos efetuar um enquadramento legal e normativo no que concerne ao estudo das F&A, onde foi primeiramente introduzido um estudo sobre o conceito jurídico, logo depois, uma análise do conceito contabilístico, e por fim uma análise do conceito em termos fiscais.

1.2.1 Conceito Jurídico

Em conformidade com a legislação prevista na ordenação jurídica em Portugal, a noção e a modalidade jurídica de uma operação de fusão de sociedades, encontra-se segundo o n.º 1 do artigo 97.º do capítulo IX do Código das Sociedades Comerciais (CSC)², onde se pode expressar por “*duas ou mais sociedades, ainda que de tipo diverso*”³, *podem fundir-se mediante a sua reunião numa só*”.

Para a sucessão da fusão é sempre necessário que se realizem duas situações importantes. Em pormenor, temos a verificação da cessão da atividade de uma ou mais entidades, e por outro lado, o património de cada uma das entidades que irá ser transferido de modo geral (Almeida *et al.*, 2014).

Ainda em concordância com o artigo 97.º do CSC nos termos prescritos no n.º 2, numa operação de fusão, “*as sociedades dissolvidas podem fundir-se com outras sociedades,*

² Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro. É importante salientar que, o CSC encontra-se em linha de conta com o conceito vigorado de fusão presente na Terceira Diretiva 78/855/CEE do Conselho, de 9 de outubro de 1978. De realçar também que, segundo o previsto no Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março, veio a verificar-se uma atualização no regime das fusões e cisões em sociedades comerciais.

³ O “*tipo diverso*” que se encontra previsto no n.º 1 do artigo 97.º do CSC refere-se à natureza social de cada sociedade posicionada no mercado incluída numa operação de fusão.

dissolvidas ou não, ainda que a liquidação seja feita judicialmente, se preencherem os requisitos de que depende o regresso ao exercício da atividade social”.

Em função do descrito anterior, constata-se que a figura jurídica da fusão não é equivalente a uma operação de concentração de aquisição. Geralmente, na sequência de uma aquisição, só se consegue adquirir de modo amigável ou hostil as ações pertencentes à empresa em causa (Almeida *et al.*, 2014).

– **Modalidade:**

No regime português, o conceito de fusão dispõe de duas modalidades para reestruturação das sociedades, designadamente a fusão por incorporação e a fusão por concentração.

Segundo o regulado no n.º 4 do artigo 97.º do CSC é aprovado que a fusão de sociedades possui a capacidade de se concretizar do seguinte modo:

(1) *“Mediante a transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra e a atribuição aos sócios daquelas de partes, ações ou quotas desta”* é chamada de fusão por incorporação; ou (2) *“Mediante a constituição de uma nova sociedade, para a qual se transferem globalmente os patrimónios das sociedades fundidas, sendo aos sócios destas atribuídas partes, ações ou quotas da nova sociedade”* é chamada de fusão por concentração.

Independentemente da alocação das partes, atendendo ao deliberado no n.º 5 do artigo 97.º do CSC, o valor das ações ou das quotas da empresa decorrente da operação da fusão ou, da nova organização que pode ser concebida mediante uma das duas modalidades expostas têm o potencial de serem imputadas aos sócios que integram a estrutura da empresa incorporada ou então, se as entidades se encontrarem no estado fundido em montantes de dinheiro que não podem ultrapassar os 10% do valor nominativo referente à sua participação de capital.

Consoante o previsto nos termos dos artigos 111.º e 112.º do CSC, qualquer um dos administradores das sociedades participantes na fusão ou da nova sociedade devem solicitar a inscrição da fusão no Instituto de Registo Notariado, e assim verifica-se a extinção das entidades incorporadas ou, na situação da criação da nova entidade, todas as sociedades fundidas transmitem os seus direitos e obrigações para a entidade

resultante da incorporação ou então, para a nova entidade. Além disto, os sócios ou acionistas integrantes da entidade resultante da incorporação, ou da nova entidade são os mesmos que eram das entidades antes das operações ocorrerem.

1.2.2 Conceito Contabilístico

O conceito de fusão em termos contabilísticos tem sofrido algumas mudanças com o passar do tempo. Neste seguimento, foi imposto em 1983 pelo *International Accounting Standards Committee* - IASC a Norma Internacional de Contabilidade (*International Accounting Standard*) 22 (IAS 22), estabelecendo o tratamento contabilístico referente às combinações de negócios. No entanto, no ano de 2004, decorrente da emissão do *International Accounting Standards Board* – IASB⁴, a norma IAS 22 foi revogada pela Norma Internacional de Relato Financeiro (*International Financial Reporting Standard*) 3 (IFRS 3), passando a tratar-se agora das combinações de negócios.

Atualmente, tendo em consideração o normativo em Portugal, encontra-se regulado segundo a Norma Contabilística e de Relato Financeiro 14 (NCRF 14) referente à concentração de atividades empresariais, que resumidamente decorre da IFRS 3.

De acordo com o previsto no parágrafo (§) 9 da NCRF 14, as atividades empresariais são definidas pela conjugação integrada das operações e ativos direcionados, na expectativa de produzir uma vantagem para os investidores, obtendo menores custos ou ganhos económicos para as entidades incorporantes. Quanto à definição das operações de concentração de atividades empresariais, também nos termos do §9 da NCRF 14, podem encontrar-se descritas pela “*junção de entidades ou atividades empresariais separadas numa única entidade que relata*”.

Sob outro entendimento, na regulação prevista da IFRS 3, também regista uma definição para as concentrações de atividades empresariais. Segundo o imposto no §5 do Apêndice B da IFRS 3, tal definição é vista como “*uma transação ou outro acontecimento em que uma adquirente obtém o controlo sobre uma ou mais atividades empresariais*”.

⁴ O IASB detém a responsabilidade de desenvolver, publicar e aprovar as Normas Internacionais de Relatórios Financeiros (IFRS) (encontra-se disponibilizado na Deloitte, estando disponível em <https://www.iasplus.com/en/resources/ifrs/ifsb-ifrs-ic/iasb>, e obtido em 22 de janeiro de 2023).

▪ **Método de Contabilização:**

No que respeita ao método de contabilização, segundo as normas em vigor em Portugal e via IAS, o Sistema de Normalização Contabilística (SNC)⁵ identifica que em ambos os casos, apenas se regista um único método que se denomina pelo método de aquisição.

Atendendo às regras instituídas segundo o método de aquisição, a organização adquirente deve contabilizar aplicando o justo valor⁶. Na concentração de atividades empresariais o adquirente é identificado na organização incorporada, onde a empresa adquirente consegue comprar os valores referentes aos ativos líquidos, reconhecendo tanto os ativos obtidos, passivos e passivos contingentes aceites, compreendendo também os que não foram aprovados pela empresa adquirente (NCRF 14, §14).

Quanto à respetiva mensuração, tendo por base este método, é necessário que os ativos e passivos da entidade adquirente se mantenham estimados nas quantias originais. Isto significa que os valores dos conjuntos destas rubricas não serão postos em questão no processo de negócio, muito menos os ativos e passivos suplementares da entidade adquirente, uma vez que não são considerados como objeto para a intervenção⁷ (NCRF 14, §14).

Torna-se importante salientar ainda que, consoante o descrito no §12 da NCRF 14, para o uso do método de aquisição é fundamental ter em atenção que se deve *“identificar uma adquirente”, “mensurar o custo da concentração de atividades empresariais”, e “imputar, à data da aquisição, o custo da concentração de atividades empresariais aos ativos adquiridos e passivos contingentes assumidos”*.

⁵ O SNC foi aprovado na sequência do Decreto-Lei (DL) n.º 158/2009 de 13 de julho, entrando em vigor a 1 de janeiro de 2010 e alterado em 2015.

⁶ O justo valor, mediante o previsto no § 9 da NCRF 14, define-se pela *“quantia pela qual um ativo pode ser trocado ou um passivo liquidado, entre partes conhecedoras e dispostas a isso, numa transação em que não existia relacionamento entre elas”*.

⁷ Por outras palavras, segundo o parágrafo § 14 da NCRF 14, numa fusão os ativos, passivos e passivos contingentes que fazem parte da empresa adquirente nas respetivas demonstrações financeiras permanecerão registados consoante o valor contabilístico, enquanto na organização adquirida, os valores das mesmas rubricas detêm a capacidade de assumir certas modificações decorrentes do uso do justo valor.

1.2.3 Conceito Fiscal

Segundo o código tributário do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (CIRC), o conceito fiscal das operações de F&A rege na subseção IV, o “*Regime especial aplicável às fusões, cisões, entradas de ativos e permutas de partes sociais*”.

Em matéria fiscal e em concordância com o normativo português previsto no n.º 1 do artigo 73.º do CIRC, regula que uma operação de fusão pode concretizar nas seguintes condições:

- * Quando se verifica a transmissão total do património das entidades para a organização que atualmente se encontra em vigor. Esta última empresa é a empresa favorecida. Porém, terá de ceder o seu valor referente às quotas ou ações de capital, bem como as quantidades em dinheiro que não excedam os 10% do valor nominativo ou contabilístico das partes adjudicadas. Partindo desta definição, estamos perante o modo de fusão por incorporação;
- * Sempre que ocorra a implantação de alguma entidade nova e automaticamente se passe a verificar a transferência do património das entidades que se encontram fundidas. Com este efeito, aos acionistas ou aos sócios destas mesmas organizações, ser-lhes-á concedido as partes representativas do capital da entidade nova. O mesmo acontece com as quantidades em dinheiro que não excedam os 10% do valor nominativo ou contabilístico das partes adjudicadas. Neste seguimento, estamos numa operação de fusão por concentração;
- * Quando a transmissão total do património de uma certa organização é direcionada para a entidade beneficiária das partes de capital;
- * No caso de haver transmissão total do património de uma certa organização para outra entidade, no qual parte de capital da entidade privilegiada permanece detida pela mesma estrutura de acionistas ou de sócios;
- * Na situação em que há transmissão total do património de uma certa organização para outra entidade, onde parte de capital se encontra detida pela organização resultante da fusão.

De acordo com o previsto nas alíneas a) e b) do n.º 7 do artigo 73.º do CIRC, este regime em causa é aplicável apenas às “*sociedades com sede ou direção efetiva em território português, sujeitas e não isentas de IRC*”, e “*sociedades de outros Estados-membros da União Europeia, desde que todas as sociedades se encontrem nas condições estabelecidas no artigo 3.º da Diretiva n.º 2009/133/CE, do Conselho, de 19 de outubro*”.

Nesta lógica de pensamento é importante destacar que, no CIRC subsiste um regime de neutralidade fiscal (RNF) que se encontra exposto no n.º 1 do artigo 74.º. Segundo o que se encontra previsto,

“na determinação do lucro tributável das sociedades fundidas, no caso de entrada de ativos, não é considerado qualquer resultado derivado da transferência dos elementos patrimoniais em consequência da fusão, nem são considerados como rendimentos, os ajustamentos em inventários e as perdas por imparidade e outras correções de valor que respeitem a créditos, inventários e, bem assim, as provisões relativas a obrigações e encargos objeto de transferência, aceites para efeitos fiscais, com exceção dos que respeitem a estabelecimentos estáveis situados fora do território português quando estes são objeto de transferência para entidades não residentes”.

Posto tudo isto, de modo geral, para que se verifique uma operação de fusão, esta deve encontrar-se contemplada de acordo com os requisitos previstos no n.º 7 do artigo 73.º do CIRC, consagrando assim a aplicação do regime de neutralidade. Por outro lado, no n.º 3 do artigo 74.º do CIRC é consagrado o RNF verificando a adesão ao método da comunhão de interesses, em que se pode aplicar quando, “*a sociedade beneficiária mantém, para efeitos fiscais, os elementos patrimoniais objeto de transferência pelos mesmos valores que tinha nas sociedades fundidas, cindidas ou na sociedade contribuidora antes da realização das operações, considerando-se que tais valores são os que resultam da aplicação das disposições deste Código ou de reavaliações efetuadas ao abrigo de legislação de carácter fiscal*”.

No entanto, apesar de haver um regime especial, a aplicação do atual regime pode estar subentendida sob os efeitos expostos da cláusula prescrita do n.º 10 do artigo 73.º do CIRC. Isto significa que, a sua aplicabilidade será condicionada sempre que cheguem à conclusão de que nas operações apresentavam como propósito a evasão fiscal.

Eventualmente, estas situações acontecem nos casos em que as entidades participantes não possuam o total das suas riquezas, estando na mesma ao abrigo do regime de tributação em sede de IRC. Ou então, em casos de atividades que não disponham da necessidade de serem concretizadas por motivos pertinentes como a *“reestruturação ou a racionalização das atividades das sociedades que nelas participam, procedendo-se então, se for caso disso, às correspondentes liquidações adicionais de imposto”*.

Por último, torna-se importante também destacar que, ainda sob o efeito deste regime especial, nos termos do n.º 4 do artigo 74.º do CIRC, na realização do cálculo do apuramento do lucro tributável da entidade privilegiada é fundamental ter-se em conta os seguintes pressupostos:

- * É definido que os montantes respeitantes às partes do património são transmitidos de maneira que não tivesse decorrido qualquer operação de fusão;
- * A transferência do valor das amortizações e depreciações correspondentes aos ativos, para o qual são registadas pelo custo histórico são realizados consoante o regime que vigorava nas entidades decorrentes das operações de fusão;
- * Com a transferência dos respetivos ajustamentos em inventários, perdas por imparidade e provisões, também terão de utilizar o mesmo regime que vigorava na organização incorporada pós fusão.

Em suma, é possível afirmar que as operações de fusão podem ser vistas como tendo um efeito fiscal neutro, não havendo o apuramento de mais ou menos valias.

Portanto, atendendo à legislação correspondente a cada tipo de conceito, em seguida na Tabela 1 encontram-se ilustradas as diferenças mais notórias entre os diferentes conceitos.

Tabela 1: Resumo do Enquadramento Legal

	Conceito <u>Jurídico</u>	Conceito <u>Contabilístico</u>	Conceito <u>Fiscal</u>
<i>Regulado:</i>	Segundo o n.º 1 do artigo 97.º do capítulo IX do CSC, encontram-se previstas as noções e as modalidades de uma operação de fusão de sociedades.	Segundo a NCRF 14, referente à concentração de atividades empresariais, que resumidamente decorre da IFRS 3.	Segundo o CIRC, que rege na subseção IV, o “ <i>Regime especial aplicável às fusões, cisões, entradas de ativos e permutas de partes sociais</i> ”.
<i>Definição:</i>	“ <i>Duas ou mais sociedades, ainda que de tipo diverso, podem fundir-se mediante a sua reunião numa só</i> ” (Artigo 97.º, n.º 1 do CSC).	“ <i>Junção de entidades ou atividades empresariais separadas numa única entidade que relata</i> ” (NCRF 14, § 9).	Transmissão total do património das entidades para a organização que atualmente se encontra em vigor (Artigo 73.º, n.º 1 do CIRC).
<i>Modalidade:</i>	<p>* O valor das ações ou das quotas da empresa decorrente da operação da fusão têm o potencial de serem imputadas aos sócios que integram a estrutura da empresa incorporada.</p> <p>* Ou se as entidades se encontrarem no estado fundido em montantes de dinheiro, não podem ultrapassar os 10% do valor nominativo referente à sua participação de capital.</p>	<p>* Qualquer operação de concentração das atividades empresariais tem de ser apresentada e registada pelo método de aquisição (NCRF 14).</p> <p>* A organização adquirente deve contabilizar aplicando o justo valor.</p> <p>* Na mensuração é necessário que os ativos e passivos da entidade adquirente se mantenham estimados nas quantias originais.</p>	<p>* Subsiste um RNF, onde “<i>na determinação do lucro tributável das sociedades fundidas, no caso de entrada de ativos, não é considerado qualquer resultado derivado da transferência dos elementos patrimoniais em consequência da fusão</i>” (Artigo 74.º, n.º 1 do CIRC).</p> <p>* Qualquer operação de concentração das atividades empresariais deve aplicar o método de comunhão de interesses (Artigo 74.º, n.º 3 do CIRC).</p>

Fonte: Elaboração Própria

1.3 Enquadramento Histórico

Nos finais dos anos do século XVIII surgem as primeiras vagas de F&A nos Estados Unidos da América (E.U.A.), enquanto na Europa instaurou-se a partir do século XIX, no qual diversos autores, nomeadamente Martynova e Renneboog (2008), McNamara e Vancea (2012) defendem o decorrer de eras marcantes por toda a longitudinal história das F&A (Gugler *et al.*, 2003; Malik *et al.*, 2014).

1.3.1 Ciclo de Fusões e Aquisições

Já há muito tempo que os economistas se deparam que as operações de fusões decorrem em fases curtas de atividades de fusão muito intensas. Isto é, estendem-se através de ciclos ou vagas de F&A (Town, 1992).

Segundo diferentes autores, em especial Ferreira (2002), o aparecimento da extensão dos ciclos ou vagas de F&A detém como melhor ângulo de referência e orientação os E.U.A.. Golbe e White (1988) enunciavam que as presenças destes ciclos no setor transformador da economia dos E.U.A. resultam num grande contributo para o crescimento industrial.

Camara, Guerra e Rodrigues (2013) apontam que a generalidade dos estudos revela seis ciclos na ocorrência de F&A:

Figura 2: Ciclos de Fusões e Aquisições

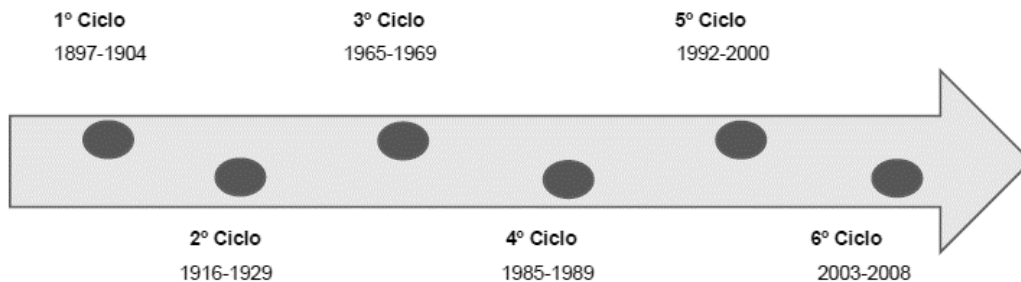


Figura 2: *Subsistiram seis ciclos na ocorrência de F&A. O 1.º ciclo é caracterizado pelas operações de fusões horizontais. No 2.º ciclo prevalecem as operações de fusões verticais. O 3.º ciclo é marcado pela criação de conglomerados. O 4.º ciclo é definido pela entrada de aquisições do tipo hostil. No 5.º ciclo manifesta-se como resposta à florescente globalização económica. O 6.º ciclo instala-se com o regresso da reconstrução da economia numa fase de expansão dos mercados financeiros* (Fonte: Camara, Guerra & Rodrigues, 2013)

O primeiro ciclo (1897 a 1904) desenrolou-se entre o virar dos séculos XIX e XX, caracterizado essencialmente por operações de fusões horizontais (Ferreira, 2002). Instaurou-se durante uma época de inúmeras transformações tecnológicas e inovações industriais ao nível do setor petrolífero, ferroviário, transporte e siderúrgico (Lipton, 2006). Este intervalo terminou por volta de 1904, quando foi desafiado tanto pela depressão económica, como pelo desenvolvimento do mercado de ações na *New York*

Stock Exchange (NYSE), associado ao facto da crise existente, seguindo-se o colapsar de muitas instituições bancárias nacionais nos E.U.A. (O'Brien, 1988).

O segundo ciclo (1916 a 1929) arranca após o término da 1.^a Grande Guerra com o efeito da grande expansão económica, onde contou com a prevalência de operações de fusões verticais (Ferreira, 2022). Na sua generalidade, as fusões da década de 1920 direcionaram o surgimento de organizações oligopolistas (Martynova & Renneboog, 2008). No decorrer desta vaga geraram-se grandes indústrias, especificadamente fabricantes de automóveis (Lipton, 2006). A vaga veio a encerrar-se com o *crash* na bolsa de 1929, tendo tido alguma influência na perda de credibilidade dos investidores, e, imediatamente, na perda do consumo e qualquer negócio (Ferreira, 2002).

O terceiro ciclo (1965 a 1969/70) foi marcado pelo número abundante de entidades que tentavam alcançar o crescimento, sendo vinculadas com o forte supervisionamento a nível fiscal e da autoridade das leis *antitrust*⁸, fazendo com que este período fosse marcado pela era da criação de conglomerados (Martynova & Renneboog, 2008). Ao contrário do que foi relatado nos dois anteriores momentos, que englobaram as operações de fusões horizontais e verticais, aqui a concentração ao nível industrial não se expande com a constituição de conglomerados (Ferreira, 2002). O vigente ciclo caía em 1969 e inícios dos anos 70 devido às empresas que diversificaram nunca terem alcançado os benefícios esperados (Lipton, 2006).

O quarto ciclo (1985 a 1989) de F&A é definido pela entrada de utilização de aquisições do tipo hostil, em que compreendem uma oferta de aquisição de ações de uma entidade, habitualmente por um custo superior ao do mercado (Lipton, 2006). Esta vaga é ainda caracterizada pela chegada de novos produtos financeiros, pelo tipo de pagamento do tipo de F&A, pelos significativos níveis de alavancagem e estratégia aplicada tanto na proteção como no ataque às operações de reestruturação (Ferreira, 2002). A vaga terminou com o final da grande expansão económica, acompanhada novamente com o colapso do *crash* bolsista (Martynova & Renneboog, 2008).

O quinto ciclo (1992 a 2000) manifesta-se como resposta à florescente globalização económica, bem como ao progresso tecnológico e reabilitação dos mercados, no sentido de expandir as entidades além-fronteiras (Ferreira, 2002). Comparativamente

⁸ As leis *antitrust* são “leis que tentam impor condições concorrencias no mercado evitando a associação de indústrias, empresas com o fim de estabelecer um monopólio nacional ou internacional mediante a fixação de preço, através de participações societárias que permitam o controlo” (Silva, 2015, p. 24).

com a vaga sentida na década de 1980 nos E.U.A., como no Reino Unido, a onda da década de 1990 estima menos ofertas hostis. Todavia, na Europa Continental, um número nunca visto de aquisições hostis foi impulsionado. A quinta vaga extinguiu-se com a decadência sentida no mercado de ações no ano de 2000 (Martynova & Renneboog, 2008).

O sexto ciclo (2003 a 2008) instala-se com o regresso da reconstrução da economia numa fase de expansão, bem como o restabelecimento dos mercados financeiros (Martynova & Renneboog, 2008). Disparando uma vez mais o ritmo das operações de F&A, onde fatores económicos primordiais, como o avanço abrupto nos fundos de capitais próprios agregados à subida da tomada de decisões de aquisição, favoreceram este processo (Lipton, 2006).

CAPÍTULO II – MOTIVAÇÕES, VANTAGENS E DESVANTAGENS EM FUSÕES E AQUISIÇÕES

Como é observado no capítulo anterior, as F&A subsistem sobretudo, na ótica de garantir às organizações uma competitividade a nível do mercado, assegurando também a racionalidade da gestão das organizações.

Dada a sua importância, neste segundo capítulo optamos por apresentar uma abordagem às motivações subjacentes para o surgimento de F&A, sem deixar de indicar também quais as suas tipologias e os seus motivos. Posto isto, de modo complementar, torna-se igualmente importante compreender quais as vantagens e desvantagens para quem compra e para quem vende nas operações de F&A.

2.1 Motivações para o surgimento de Fusões e Aquisições

As motivações com o potencial de impulsionar as organizações a concretizar processos de F&A são múltiplas, podendo acontecer por diversas razões consoante as projeções de cada empresa (Hromei, 2013).

Quando a rentabilidade económica fica comprometida, em virtude da provável decadência de mercado, ou então à forte rivalidade dos seus concorrentes, imediatamente nota-se uma procura recorrente a novos investimentos de modo a sentir-se um avanço na performance da entidade (Bastardo & Gomes, 1990).

A este respeito, Hossain (2021) reportou que com o surgimento das F&A seja previsto um alargamento no desempenho organizacional, melhorando não só o nível da concorrência como o resultado das sinergias obtidas.

Portanto, estas operações podem ser vistas como um mecanismo contínuo, sendo este devidamente planeado e realinhado ao reflorescimento das organizações, contribuindo assim para que as entidades optem por se fundir (Angwin *et al.*, 2022).

2.1.1 Tipologia das Motivações

Para Johnson, Whittington e Sholes (2011), o incentivo às atividades de reestruturação subdivide-se em três grandes categorias, nomeadamente em motivações estratégicas, financeiras e organizacionais.

Segundo as perspetivas destes autores, no que se concerne aos motivos estratégicos das F&A detêm a capacidade de melhorar a posição competitiva das sociedades,

estando usualmente relacionados com os modos de diversificação adotados por cada organização, e poderão ser divididos nas próximas três categorias.

Extensão:

As F&A podem ser capazes de serem usadas com o objetivo de expandirem o alcance de mercado das organizações, nomeadamente em novos produtos, novos mercados e também ao nível geográfico (Johnson *et al.*, 2011).

Consolidação:

As F&A têm a capacidade de poderem alcançar determinadas vantagens se consolidarem as entidades concorrentes numa só indústria, isto é, realizando uma operação de fusão.

Caso esta situação se verifique, automaticamente sente-se uma redução nos níveis de concorrência e as organizações passam a ter a capacidade de aumentar o seu poder de mercado. Além disso, passam a permitir que a entidade recém-consolidada pratique uma subida de preços nos clientes e com a agregação de dois clientes, onde se verifica uma diminuição dos excessos de capacidade ou a partilha de recursos, se consiga intensificar a eficiência de cada organização. Por outro lado, também têm o potencial de reforçar a eficácia da produção ou podendo intensificar o poder de negociação com os fornecedores, pressionando-os a ter de descer os preços (Johnson *et al.*, 2011).

Capacidade:

Neste caso, as F&A podem fazer com que se aumente o conhecimento e a capacidade das organizações, especialmente ao nível tecnológico (tendo como título de exemplo, o caso de uma operação de aquisição de uma *start-up* com um produto que se encontre já desenvolvido) (Johnson *et al.*, 2011).

Os motivos financeiros nas F&A têm como principal propósito atingir a otimização financeira dos recursos financeiros, no qual podem ser expressos nos seguintes motivos.

Eficiência Financeira:

Em geral, as operações de F&A proporcionam às organizações uma melhoria global nas suas posições financeiras quando se verifica a junção de uma entidade que apresenta uma estrutura sólida com outra entidade que já não possui tantas capacidades.

Esta junção torna-se eficiente, uma vez que a entidade com menos capacidades pode beneficiar de melhores condições financeiras como passar a possuir a vantagem de um perfil de risco mais benéfico. Ao mesmo tempo, a entidade mais forte ao adquirir a entidade com maiores dificuldades financeiras tem a possibilidade de poder adquiri-la por um valor apelativo, considerando um bom negócio (Johnson *et al.*, 2011).

Eficiência Fiscal:

Pode existir a possibilidade de as organizações beneficiarem de benefícios fiscais no caso de se reunirem em sociedades distintas (tendo como exemplo, o caso de uma entidade se encontrar sediada num país com baixo nível de tributação e os lucros consequentes estarem a serem transferidos para outra entidade que se encontre sediada num país sujeito a altas taxas de tributação, estando assim sujeita a menos impostos) (Johnson *et al.*, 2011).

No que respeita às motivações organizacionais, estas detêm como principal intenção conseguir responder ao interesse dos gestores, podendo ser explícitas nos dois seguintes pontos.

Ambição Pessoal:

Através dos processos de reestruturação das F&A, a curto prazo é possível alcançar os objetivos pessoais dos administradores. Além disso, as oportunidades concebidas por estas operações podem colocar a indivíduos a responsabilidade própria de uma função da confiança dos gestores, contribuindo para fortalecer a lealdade pessoal mediante o desenvolvimento das atividades profissionais (Johnson *et al.*, 2011).

Efeito de “Carruagem”:

Sempre que persista um ambiente adequado para que ocorra as operações de F&A, mesmo estando com diversos negócios a suceder, os gestores observados como mais conservadores podem ser forçados a terem de ir ao encontro das tendências de mercado (Johnson *et al.*, 2011).

A seguir é ilustrado na Tabela 2 as respectivas motivações retratadas acima de forma sintetizada.

Tabela 2: Resumo dos Tipos de Motivações de Fusões e Aquisições

Motivações Estratégicas	Motivações Financeiras	Motivações Organizacionais
<ul style="list-style-type: none">▪ Crescimento;▪ Quota de mercado;▪ Diversificação;▪ Diminuição do risco;▪ Entrada de novos mercados.	<ul style="list-style-type: none">▪ Investimento de fundos excedentes;▪ Diminuição dos custos;▪ Vantagens fiscais;▪ Criação de valor acionista.	<ul style="list-style-type: none">▪ Eliminação da gestão ineficiente;▪ Qualidade de gestão;▪ Compulsões do empresário.

Tabela 2: *Motivações estratégicas, financeiras e organizacionais* (Fonte: Informação adaptada do artigo “*Mergers and Acquisitions (M&A): The strategic concepts for the nuptials of corporate sector*” (Gupta, 2012))

Na expectativa de promover o crescimento por via desta prática, segundo os estudos empíricos dos autores Gammelgaard (1999), Brealey, Meyers e Allen (2011) e Silva (2015) persistem inúmeras motivações para o surgimento de F&A, onde elegemos as mais importantes do nosso ponto de vista, sendo representadas do seguinte modo.

Economias de Escala:

As atividades de fusão podem ser vistas como a oportunidade de produzir em grande volume, resultando desde logo um decréscimo no custo por unidade e um uso eficaz de recursos.

Um dos alcances das fusões horizontais é possibilitar a reestruturação do processo produtivo, de modo que se verifique uma melhoria na utilidade de

informação e nos recursos indispensáveis a este processo, conseguindo assim baixos custos de produção e a partilha de serviços e de tecnologia (Gammelgaard (1999), Brealey *et al.* (2011), e Silva (2015)).

Economias de Integração Vertical:

É um dos objetivos essenciais às fusões verticais, em que certas organizações se esforçam por alcançar um aumento no controlo do processo produtivo. Isto pode representar um alargamento na cadeia de produção, uma vantagem competitiva para o consumidor final, ou estimular uma posição competitiva para o fornecedor, levando as organizações a competirem cada vez mais (Brealey *et al.*, 2011).

Crescimento:

É uma das motivações mais recorrentes das aquisições, uma vez que é regularmente tido em consideração, já que é um objetivo planeado que está ligado ao desenvolvimento das decisões das organizações, e facilmente mensurável.

Mediante as taxas de crescimento lançadas ao ano, sendo capazes de evidenciar o crescimento no meio destas operações de aquisição, o crescimento empresarial pode ser visto como um ponto rápido de evolução (Gammelgaard, 1999).

Recursos Complementares:

Expressam-se quando duas entidades que cooperam juntas imediatamente adquirem um maior valor ligadas uma à outra do que cada uma por si, já que conseguem obter recursos a um menor preço do que se funcionassem sozinhas. Isto acontece concretamente no caso de empresas com maiores dimensões que adquirem entidades de menores dimensões. Estas últimas não têm tantas oportunidades de se destacarem nos mercados, e dessa forma serão asseguradas pelas grandes entidades.

Logo, fará sentido que se fundam, uma vez que as operações de fusão podem trazer benefícios a ambas entidades, que nenhuma das duas poderiam obter de outra forma (Brealey *et al.* (2011), e Silva (2015)).

Fundos Excedentários:

Estes efetuam-se quando entidades que contam com poucas facilidades de investimento nos mercados onde se localizam, e acompanhadas por capitais remanescentes, optam por constituir oportunidades de progresso com destino a adquirir participações noutras instituições do que obter as suas próprias ações, como distribuir os seus lucros excedentários aos acionistas (Brealey *et al.* (2011), e Silva (2015)).

Eliminação de Ineficiências:

Uma organização inserida num ambiente com má gestão, onde possibilidades com custos menores ou até aumentos do volume de negócios não são executadas, faz com que muitas vezes as operações de reestruturação sejam o único caminho para reformular a gestão da empresa alvo (Brealey *et al.*, 2011).

Monopólio:

Para adquirir empresas concorrentes existe a possibilidade de uma organização tornar-se líder de mercado, e facilmente conseguir tirar um enorme proveito ao nível do rendimento que está acima da qualidade normal. E de mais a mais, mediante a linha de crescimento perante as leis *antitrust*, a exclusividade de um monopólio aperfeiçoa a disposição de negociação empresarial (Gammelgaard, 1999).

Diversificação:

É outro estímulo às F&A, pois as entidades inseridas no mesmo ramo industrial, em que a instituição avessa ao risco possui a viabilidade de minorá-lo, alargando a atividade corporativa para as diferentes vertentes de comercialização, conduzindo a potenciais lucros (Gammelgaard, 1999).

Sob outra conceção, Ferreira (2002, p. 133-134) salienta outros estímulos comuns que estão na base da amplitude desta estratégia, detalhadamente: (1) “*Exploração de diferenciais de eficiência entre as empresas*”; (2) “*Aumento de poder no mercado e crescimento*”; (3) “*Vantagens fiscais*”; (4) “*Problemas de agência*”; (5) “*Avaliação de mercado*”; (6) “*Redistribuição, ou replicação estratégica de recursos, ou de meios*”.

Já sob a visão dos autores Matos e Rodrigues (2000), as esperadas razões para o incentivo às F&A subdividem-se em duas tipologias, em particular na hipótese da maximização do lucro e nas outras motivações para essa mesma operação.

Quanto à hipótese de maximização do lucro, primeiramente deve ter-se em atenção quanto ao seu impacto no valor da organização, bem como quando as operações de F&A sucedem e se propicie um crescimento superior ao lucro calculado (Matos & Rodrigues, 2000).

Estes autores destacam cinco possíveis modos em como as F&A podem favorecer para a maximização do lucro, nomeadamente:

Poder de Mercado:

As operações de fusão oferecem dois moldes para a abertura ao poder de mercado. Primeiramente, estas atividades conseguem transformar o mercado tendo como intenção de gerar um valor superior na reestruturação organizacional. Isto é, a atitude sublime das instituições nas novas estruturas de mercado abraçará valores maiores e, por conseguinte, poderá conduzir a um maior volume de vendas. Seguidamente, sente-se um enfraquecimento na concorrência dos seus adversários, o que transporta uma maior viabilidade no acordo entre duas ou mais entidades (Matos & Rodrigues, 2000).

Eficiência Operativa:

A maximização do lucro pode ser alcançada nas fusões através da eficiência operativa no envolvimento das organizações, levando a restringimentos nos seus dispêndios. Entre duas corporações, no qual disponibilizam produtos similares, as fusões têm o potencial de reposicionar a produção incluindo uma certa especialização (Matos & Rodrigues, 2000).

Continuando nesta linha de entendimento, as operações de fusões no interior das entidades dispõem de mercadorias a serem encaminhadas para a mesma natureza de mercado, podendo conquistar melhores proveitos nos recursos da organização (Matos & Rodrigues, 2000).

Eficiência na Gestão:

As atividades de fusão manifestam-se quando se verifica a desagregação entre a propriedade e o controle das entidades. Ao isto acontecer, de imediato têm-se acesso a um instrumento vantajoso para conseguir proporcionar a eficiência e passar a usufruir das características de gestão para captar uma maior porção de ativos (Matos & Rodrigues, 2000).

Ganhos Financeiros:

Subsistem a partir do momento em que a entidade decorrente da fusão espere subsidiar-se a um menor custo, sendo esse valor mais baixo do que se fosse imputado a cada sociedade individualmente (Matos & Rodrigues, 2000).

Aquisição de Ativos Subavaliados:

Atrair um grupo coordenado de ativos de forma apropriada apresenta um valor mais elevado do que seria provável caso se obtivesse o valor de mercado da própria entidade (Matos & Rodrigues, 2000).

As operações de reestruturação podem acontecer por outras razões que não se prendem com a maximização do lucro, especialmente: (1) Diminuição do risco; (2) Crescimento e extensão das organizações; (3) Privilégios para outros participantes; (4) Resgate de entidades (Matos & Rodrigues, 2000).

A seguir, na Tabela 3, estão representadas as motivações mais comuns em F&A, segundo o nosso ponto de vista e citadas pelos autores.

Tabela 3: Os Tipos de Motivações mais comuns em Fusões e Aquisições

<i>Autores</i>	<i>Motivações em Fusões e Aquisições</i>	
Gammelgaard (1999), Brealey et al. (2011) e Silva (2015)	Economias de Escala	* Conjunto de benefícios relativos ao custo por unidade, uma vez que as organizações conseguem aumentar a produção ou a escala das suas operações; * Quanto maior a escala de produção, maior a eficiência em termos de custos por unidade produzida.
Gammelgaard (1999)	Crescimento	* As empresas estão mais presentes no mercado, o que pode ajudar atrair mais clientes e a entrar em novas regiões.
Brealey et al. (2011) e Silva (2015)	Recursos Complementares	* Quando os ativos, as capacidades e os recursos são combinados com os de outra organização, identifica-se a criação de valor.
Gammelgaard (1999)	Diversificação	* As organizações podem diversificar os seus negócios, diminuindo os riscos associados quando se está dependente de um único produto.
Matos & Rodrigues (2000)	Eficiência na Gestão	* O objetivo é aumentar a produtividade, diminuir os desperdícios e os custos desnecessários, e criar uma estrutura organizacional mais ágil e ajustada.
Matos & Rodrigues (2000)	Aquisição de Ativos Subavaliados	* Identifica oportunidades para adquirir outra organização ou ativos a um preço abaixo do seu valor real, oferecendo potencial para o lucro futuro.

Fonte: Elaboração Própria

2.1.1.1 Sinergias

Para além das motivações anteriormente expostas, onde de um modo global encontram-se ligadas com o potencial crescimento, também persistem motivos correlacionados com as sinergias no qual são vistas como uma componente crucial do sucesso financeiro das F&A (Coyle, 2000).

Portanto, outro motivo aludido às operações de F&A é o alcance de sinergias. Refletindo esta dicotomia, segundo Feldman e Hernandez (2022), quando o valor que

um comprador está disposto a dar após a transação de uma fusão ou aquisição é superior ao das entidades aquando registavam atividade individual, a este valor adicional gerado através de uma operação de fusão ou aquisição, dá-se o nome de sinergia. Assim, graças às receitas superiores ou então pelos custos reduzidos, os potenciais compradores ganham.

Por comparação a algumas das motivações expressas anteriormente, quando se alcança uma sinergia significa que se está a perspetivar a longo prazo, podendo originar acréscimos de proveitos, tanto por ação da diminuição de gastos como pelo restringimento de custos de capitais ou custos fiscais (Gammelgaard, 1999; Araújo *et al.*, 2018).

Cientes da notoriedade das motivações sinérgicas, Damodaran (2005) divide as sinergias em dois grupos elementares, nomeadamente em sinergias operacionais e sinergias financeiras.

Discriminadamente, quanto às sinergias do tipo operacional, estas constituem uma classe de sinergias que se formam através de técnicas combinadas de transação e apoiando-se em ativos já existentes, refletindo um acréscimo no resultado operacional. Posto isto, na organização resultante de uma operação de F&A é sentido um avanço operacional. A sinergia operacional pode ser compreendida em quatro ramos: (1) Economias de escala; (2) Aumento no domínio da estabilização de preços; (3) Associação das distintas forças funcionais; (4) Crescente evolução em novos ou correntes mercados (Damodaran, 2005).

Sob esta lógica de pensamento classificam-se ainda as sinergias operacionais em duas subcategorias, nomeadamente as sinergias de crescimento e sinergias de custos. Em particular, as sinergias de crescimento são vistas como sendo mais embaraçosas, isto devido às diferentes formas que se conseguem demonstrar. De outro modo, as sinergias de custos definem-se pelas sinergias operacionais que apresentam uma maior capacidade de se restringir, para o qual o nível regular de custos presente na economia, leva a um aumento do fluxo de tesouraria e assim, a cotação da entidade aumenta na grandeza correspondente à situação económica (Damodaran, 2005).

Paralelamente, as sinergias financeiras apresentam-se como sendo as mais concentradas, podendo representar um fluxo de dinheiro superior, ou um menor custo de capital, ou então até ambos. Esta qualidade de sinergia tem em atenção os seguintes

pressupostos: (1) Capacidade de endividamento; (2) Benefícios fiscais; (3) Diversificação (Damodaran, 2005).

2.2 Vantagens e Desvantagens em Fusões e Aquisições

A sobrevivência e o desenvolvimento de uma organização dependem da capacidade de reagir à mudança e da natureza das suas relações com o ambiente externo (Avrămescu & Ungureanu, 2008).

Na literatura existente tem-se debatido intensamente acerca dos ganhos resultantes dos processos de F&A. Neste contexto, é de elevada importância destacar as vantagens e desvantagens para quem compra e para quem vende nestas operações de concentração.

Em geral, nas atividades resultantes de fusões, os vendedores detêm uma maior capacidade de alcançar um ganho superior aos compradores, o que significa que quem obtém maior valor com esta operação são as empresas integradas. Este pressuposto pode ser explicado pelo facto das entidades adquirentes serem tipicamente maiores em comparação às entidades decorrentes da venda (Brealey *et al.*, 2011).

Outro fundamento relevante que segura esta hipótese é a concorrência presente no meio dos eventuais adversários. Nesta conjuntura é frequente que todas as vezes que uma organização realiza uma oferta, é normal que apareçam um ou mais compradores. Assim, sempre que um comprador supera a oferta do outro, os proveitos da entidade alvo ampliam-se (Brealey *et al.*, 2011).

Loughran e Vijh (1997) observaram que nos proveitos de riqueza decorrentes de aquisições é evidenciado que os beneficiários da entidade incorporada conseguem extrair ganhos substancialmente favoráveis. Ao mesmo tempo, os beneficiários das organizações adquirentes ganham muito pouco ou então, na pior das hipóteses, não obtêm qualquer rendimento proveniente das ofertas da atividade de aquisição. Em compensação, no caso específico das operações de fusões, os acionistas das entidades adquirentes alcançam retornos bastantes desfavoráveis.

Sob outro ponto de vista, Bruner (2004) mostra que a atuação do meio de pagamento pode ter consequências no efeito das F&A. No caso particular das atividades de aquisição, os acionistas das organizações adquirentes podem conquistar um ganho em maior quantidade, se a forma de remuneração for concebida em numerário.

Diversamente, em situações de fusões, uma vez que o meio de pagamento a considerar é concretizado pelo meio de ações, os ganhos obtidos são insignificantes.

Esta ideia pode ainda ser fortalecida com a investigação dos autores Koller, Goedhart e Wessels (2010), que invocam para a existência de uma vantagem superior nos ganhos apurados nos consumidores das organizações adquirentes, quando estes optam pelo meio de pagamento em dinheiro, em vez do meio de pagamento através de ações. Os autores asseguram que perante pagamentos em dinheiro, os compradores têm a possibilidade de arcar com o risco de a transação não compatibilizar com as sinergias expectáveis.

No conjunto das operações de aquisição é plausível gerar valor. Porém, os beneficiários das entidades vendedoras tendem a apresentar uma maior capacidade e nesse sentido, conseguem captar o grosso, o que conduz a que qualquer repartição de valor que possa gerar será levada ao desequilíbrio. Na verdade, tendo em atenção a generalidade dos estudos empíricos, é exposto que muitas das organizações adquirentes perdem valor em proveito dos beneficiários. Isto deve-se ao facto de todas as vantagens decorrentes da aquisição serem enviadas para os próprios vendedores (Koller *et al.*, 2010).

Dada a afluência crescente no curso da aquisição, a longo prazo as fusões realizadas por parte dos compradores são consideradas como as mais pretendidas, uma vez que os compradores limitam efetivamente as extremidades dos fornecedores e daí geram vantagens nas suas direções. Os potenciais vendedores nas operações de F&A detêm um comportamento apropriado ao domínio do consumidor, no qual é esperável que os compradores sejam capazes de exercer uma influência significativa pós a fusão. No final, seja qual for a atividade de fusão, restringirá automaticamente a eventualidade dos adquirentes de praticar face a outros negociantes, visto que depois da fusão exclui-se um vendedor e existirá menos no mercado (Kirkwood, 2012).

Posto tudo isto, é possível concluir que no curto prazo a entidade adquirente é prejudicada enquanto a entidade vendedora ganha. Contrariamente, no longo prazo, a entidade adquirente ganha e a entidade vendedora é prejudicada.

De seguida, na Tabela 4 estão representadas algumas das vantagens e desvantagens em F&A mencionadas pelos respetivos autores.

Tabela 4: Resumo das Vantagens e Desvantagens em Fusões e Aquisições

<i>Autores</i>	<i>Vantagens</i>	<i>Desvantagens</i>
	<u>Curto prazo:</u>	
Brealey <i>et al.</i> (2011)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ As entidades vendedoras dispõem de maior vantagem para alcançar um ganho. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ As entidades compradoras apresentam uma maior dimensão, sendo um dos contributos para deter uma desvantagem com a operação de reestruturação.
Loughran e Vijh (1997)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nos proveitos de riqueza obtidos em aquisições é evidenciado que os beneficiários da entidade incorporada conseguem extrair ganhos favoráveis. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Os beneficiários das organizações compradoras ganham muito pouco.
Koller <i>et al.</i> (2010)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ No conjunto das operações de aquisição é plausível gerar valor; ▪ Todas as vantagens decorrentes da aquisição serão enviadas para os próprios vendedores. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Os beneficiários das entidades vendedoras tendem a apresentar uma maior capacidade, e nesse sentido, conseguem captar o grosso, o que conduz a que qualquer repartição de valor que possa gerar será levada ao desequilíbrio; ▪ É exposto que muitas das organizações adquirentes perdem valor em proveito dos beneficiários.
	<u>Longo prazo:</u>	
Kirkwood (2012)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ As fusões de compradores são consideradas como as mais pretendidas, uma vez que os compradores limitam as extremidades dos fornecedores e geram vantagens na direção dos compradores. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Seja qual for a atividade de fusão, restringirá automaticamente a eventualidade dos adquirentes de praticar face a outros negociantes, visto que depois da fusão exclui-se um vendedor e existirá menos no mercado.

Fonte: Elaboração Própria

2.3 Importância da Criação de Valor em Fusões e Aquisições

De acordo com as perspectivas de vários autores, em teoria as F&A criam valor. Nesta sequência, reconhecemos a importância de abordar este subtema.

Conner (1991; citado por Sirmon, Hitt & Irlanda, 2007) destaca que gerar e assegurar

valor é a principal procura dos negócios. Aliás, segundo Gupta, Mishra e Tripathy (2021), quando uma entidade consegue aumentar o seu poder de negócio, ou até o valor da sua quota de mercado por meio de uma transação, consegue expandir-se e automaticamente cria valor.

Sob a ótica empresarial, a criação de valor inicia-se com o fornecimento de valor para os clientes. Isto é, sempre que uma entidade proporcionar em larga escala uma utilidade para os clientes (face aos concorrentes), passa a usufruir de um benefício em termos competitivos. Por sua vez, este benefício competitivo contribuirá para que se passe a verificar, caso a margem de longo prazo da entidade tome o valor positivo, um incremento na riqueza dos acionistas (Hoopes, Madsen e Walker, 2003 e Powell, 2001, citados por Sirmon *et al.*, 2007). Sendo assim, a criação de valor acontece quando uma entidade consegue superar a capacidade dos seus adversários, satisfazendo as necessidades dos seus clientes e permitindo que as margens de lucro da empresa aumentem ou pelo menos se mantenham constantes (Sirmon *et al.*, 2007).

Já sob a ótica contabilística, a criação de valor advém da obtenção de elevados retornos de capital investido face aos custos de oportunidade do capital. Para tal, as entidades devem optar por procedimentos estratégicos para maximizar o montante exposto dos *cash flows* esperados ou eventualmente o lucro económico. As seleções destes mesmos procedimentos estratégicos encontram-se sujeitos à determinação dos fatores que conduzem à criação de valor empresarial (Copeland, Koller e Murin, 2002, citados por Teh, Kayo e Kimura, 2008). Por esse motivo, percebe-se qual o modo de como o valor é criado e, por conseguinte, desenvolve-se o melhor caminho para poder vir a maximizá-lo, admitindo uma afetação ótima de recursos (McTaggart, Kontes e Mankins, 1994, citados por Teh *et al.*, 2008; Copeland *et al.*, 2002, citados por Teh *et al.*, 2008).

Uma operação de fusão pode ser sinérgica sempre que estamos perante um acréscimo de rendibilidade na aquisição de uma entidade (Barney, 1988, Datta, 1991, & Lubatkin, 1987, citados por Gupta, *et al.*, 2021). Os ganhos sinérgicos apoiam-se integralmente na criação de valor da organização que resulta da operação de fusão, o que representa um certo poder de ajustar as tarefas da empresa consequente desta operação (Ghosh, 2001, citados por Gupta, *et al.*, 2021). Isto é, por outras palavras, ao avaliar o comportamento operacional pós fusão da organização, o valor resultante da sinergia reflete a ótima abordagem para poder medir as alterações quanto ao seu

comportamento, uma vez que oferece uma vasta perspectiva de criação de valor (Ferrer, 2019, citados por Gupta, *et al.*, 2021).

2.3.1 Situações de Fusões e Aquisições onde se pode verificar a Criação de Valor

Segundo Zenner, Hazelkorn e Shivdasani (2004), teoricamente uma operação de concentração de F&A apresenta um potencial de gerar valor para os acionistas da entidade adquirente. Pois, estes acionistas no desempenho destas operações registam um retorno pouco favorável e praticamente não conseguem gerar valor (Mousa & Restum, 2020). Assim, o investimento dos acionistas numa entidade acontece fundamentalmente para obter o lucro com o objetivo de extrair o montante económico por intermédio de ganhos de capital e dividendos (Gupta *et al.*, 2021). Ao mesmo tempo, a entidade adquirida é beneficiária do montante produzido em excesso pelas F&A, obtendo o valor acrescentado entre a criação de sinergias (Vernimmen *et al.*, 2014).

Posto tudo isto, torna-se importante determinar de que forma e que quantidade de valor é criado numa organização pós F&A (Gupta *et al.*, 2021). Além disso, nas áreas das finanças, a criação de valor é vista como uma questão de tal grau significativa que foram organizadas três categorias de indicadores de criação de valor, nomeadamente indicadores contabilísticos, económicos e de mercado (Vernimmen *et al.*, 2014).

De modo detalhado, quanto aos indicadores contabilísticos, estes manifestam-se quando os investidores se deparam com a eficiência confrontando a rendibilidade com o capital próprio aplicado. Daqui resulta o indicador de rendibilidade do capital próprio⁹ e podemos ter como destaque o lucro crescente que exhibe automaticamente um crescimento, uma vez que reduz substancialmente o valor dos gastos não monetários (Vernimmen *et al.*, 2014).

Zenner *et al.* (2004) elucidaram certos fatores importantíssimos que têm o poder de proporcionar à criação de valor. Especificamente, identifica-se a (1) estrutura de financiamento (modo como uma operação de F&A se financia, no qual, no momento do seu anúncio, possui um impacto dimensional no mercado de ações); (2) posição da

⁹ Rendibilidade do Capital Próprio (ROE) traduz-se no rácio do valor da rendibilidade extraída dos capitais próprios de cada organização, podendo ser avaliado como uma medida de remuneração do capital possivelmente investido pelos sócios ou acionistas das entidades.

entidade adquirida (pode ser vista como um dos primeiros orientadores dos retornos previstos tanto a curto como a longo prazo); (3) crescimento de lucros (as organizações que registam um crescimento acelerado são vistas como excelentes alvos nas operações de F&A); (4) aquisições focadas e diferenciadas (caso as operações de aquisições se definam por operações focadas ou diversificadas apresentam um impacto considerável no seu sucesso. Observa-se uma operação focada quando estamos inseridos dentro do mesmo grupo industrial do comprador e da empresa alvo. Por outro lado, uma operação diversificada ocorre quando as entidades adquirentes e adquiridas não estão no mesmo grupo industrial); (5) aquisições estrangeiras e domésticas (as aquisições externas podem ter o potencial de auxiliar as organizações a abranger um mercado mais amplo em termos geográficos para as suas mercadorias, tal como dar entrada à tecnologia local e em certas situações originar baixos custos de fabrico).

CAPÍTULO III – OBJETIVOS E METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

Após a revisão da literatura acerca da temática das F&A foi definido apresentar neste terceiro capítulo os aspetos metodológicos que sustentam o nosso estudo.

Nesse seguimento, de forma sucinta serão definidos os objetivos propostos, assim como qual o tipo de metodologia a ser utilizada neste estudo, descrevendo quais os instrumentos aplicados para a recolha e análise de dados, dados esses que à posteriori serão investigados e debatidos, apresentando como principal finalidade a obtenção de respostas às questões de investigação e a análise da veracidade das hipóteses de investigação levantadas.

3.1 Objetivos

O principal objetivo da presente investigação compreende-se, substancialmente, no estudo dos ganhos sinérgicos em torno das operações de F&A. Mais concretamente, pretende-se investigar qual o efeito no comportamento, bem como avaliar o valor das empresas individuais antes da operação de fusão. Seguidamente, com a exploração desta parte inicial pretende-se estudar e analisar as performances das entidades consequentes pós a fusão, procurando também por determinar o valor de mercado das empresas pós a fusão.

Neste sentido, tendo como termo de comparação o desempenho e o comportamento das entidades, será importante procurar identificar as principais adversidades entre o antes e pós fusão, tal como as vantagens alcançadas com estas operações.

De certa forma, para se conseguir responder ao principal objetivo, houve a necessidade de construir um objetivo secundário, onde nos leva a perceber se de facto os efeitos e os resultados expectáveis foram verdadeiramente alcançados. Para isso, mediante os efeitos do comportamento de cada uma das organizações, importa perceber se com as operações de fusões obteve um ganho sinérgico, tendo resultado um impacto positivo em termos sinérgicos.

No âmbito da condução deste estudo empírico, atendendo aos objetivos fundados, são levantadas questões de investigação primordiais que se espera poder responder durante esta investigação, nomeadamente:

Q1: Qual o impacto dos valores das sinergias das fusões na performance das entidades em observação?

Q2: Qual o melhor indicador económico e financeiro que pode ajudar a explicar o ganho sinérgico?

No âmbito da condução do estudo empírico, também foram formuladas as seguintes hipóteses de investigação:

H1: A operação de fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e a Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A. originou aumento de valor;

H2: A operação de fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e a Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. originou aumento de valor;

H3: Através do indicador de rendibilidade dos capitais próprios, as operações de fusões podem criar valor para os acionistas;

H4: À medida que aumenta a rendibilidade do ativo, as organizações demonstram maior possibilidade de gerar ganho sinérgico;

H5: Quando o indicador de solvabilidade aumenta, mediante as capacidades das sociedades, permite que se mantenham numa condição financeiramente sólida.

De modo justificativo à elaboração deste conjunto de questões e hipóteses de investigação, importa realçar que nos focamos essencialmente na falta de estudos científicos registados no nosso país, quanto ao impacto das operações de F&A concentrando as entidades portuguesas.

3.2 Metodologia de Investigação

Neste trabalho empírico, a metodologia a ser aplicada é de natureza de investigação quantitativa, onde auxiliará como método de investigação, o estudo de caso.

De acordo com os autores Sousa e Batista (2011, p. 53),

“A investigação quantitativa integra-se no paradigma positivista, apresentado como objetivo a identificação e apresentação de dados, indicadores e tendências observáveis. Este tipo de investigação mostra-se geralmente apropriado quando existe a possibilidade de recolha de medidas quantificáveis de variáveis e inferências a partir de amostras

de uma população. Numa investigação quantitativa, as hipóteses, as variáveis e o projeto de investigação são sempre previamente definidos, baseando-se a validade dos resultados no controlo conceptual e técnico das variáveis em estudo”.

Deste modo, podemos verificar que a metodologia quantitativa pode ser considerada como um método objetivo, em que o seu propósito é permitir quantificar a informação de um acontecimento, de forma a conseguir assegurar a veracidade dos factos.

Portanto, optamos por este método de metodologia com o objetivo de realizar uma investigação mais objetiva, uma vez que neste método é possível a utilização de fórmulas e métodos quantitativos para determinar a firmeza e efetuar investigações sobre o fenómeno em estudo (Yin, 2009).

Dentro da metodologia quantitativa foi eleito o estudo de caso como método de investigação adotado. Segundo os estudos de Yin (2009), o estudo de caso como abordagem metodológica é observado como um dos contornos para poder alcançar e a elaborar possíveis conclusões, possibilitando assim o aprofundamento da investigação.

Sob outro ponto de vista, Benbasat, Goldstein e Mead (1987) constam que o estudo de caso decorre da análise intensiva de um acontecimento no seu modo real, sendo que através de vários procedimentos é possível efetuar o levantamento de dados específicos, de forma a conquistar as informações pretendidas, não estando sob efeitos experimentais.

Dada a complexidade, este método também tem em atenção o tema do estudo em causa como o objeto de estudo, estabelecendo assim uma conexão entre o tipo de estudo e as principais questões de investigação que se espera poder dar resposta (Thomas, 2011).

Posto isto, o estudo de caso focar-se-á no espaço de três organizações, tendo sido optado pela análise de dois casos atuais de fusões por incorporação. A primeira operação de fusão ocorre entre as empresas Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A., e Sonae MC - Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. (intitulando-se mais tarde por Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.). A segunda operação de fusão ocorre entre o Modelo Continente, S.G.P.S., S.A., e Sonae MC, S.G.P.S., S.A..

Estas entidades têm como objeto social, sociedades gestoras de participações sociais (S.G.P.S.) noutras sociedades, como modo indireto do exercício de atividades

económicas, encontrando-se inseridas no grupo Sonae. Isto é, visam fornecer uma estrutura às organizações que incorporam a sua periferia de participações, onde se encontram envolvidas em atividades de comércio a retalho, prestação de serviços e operação de ativos imobiliários de suporte a essa atividade.

O grupo Sonae consegue centralizar empresas a nível multinacional, no qual possui um portefólio muito variado de negócios concentrado em diversas áreas (retalho, serviços financeiros, tecnologia, imobiliário e telecomunicações). Nesta sequência, o principal fator para a escolha destas organizações deve-se ao facto de serem entidades de referência que se encontram presentes no mercado.

Como ferramenta essencial de acesso a dados para o nosso estudo, recorreremos às informações apresentadas nos relatórios e contas, bem como nos processos de fusão de cada uma das organizações selecionadas (Anexo I e II). No nosso ponto de vista, estas fontes de informação são elementares para uma análise aprofundada dos movimentos das empresas em questão.

3.2.1 Técnica de Investigação Adotada

No contexto das F&A, um dos procedimentos determinantes é a abordagem ao método de avaliação de empresas, uma vez que possui a capacidade de estimar o valor de uma entidade¹⁰ (Silva, 2015).

Desta forma, para o estudo de investigação em relação ao efeito do comportamento, bem como à avaliação do valor que cada uma das empresas envolvidas possui antes e depois das operações de fusão, foi escolhido o método de avaliação de empresas baseado no modelo quantitativo do fluxo de caixa descontado (*Discounted Cash Flows*).

Adicionalmente, de maneira a perceber se a operação foi útil e se trouxe grandes vantagens para as entidades que resultaram das operações de fusões, será

¹⁰ O valor de uma entidade é alcançado pela soma do valor dos fluxos de caixa atualizados da entidade (isto é, entre outras palavras, antes das retribuições aos detentores de títulos ou de dívida, os valores residuais dos fluxos de caixa depois de qualquer pagamento proveniente de gastos operativos ou tributários, como de necessidades de reinvestimento) ao custo médio ponderado de capital (Damodaran, 2012).

complementado com o apoio dos principais indicadores económicos e financeiros, nomeadamente os indicadores de rendibilidade e de solvabilidade.

Antes de analisar o método escolhido, considerou-se relevante estabelecer um conjunto de pressupostos fundamentais que dizem respeito às principais variáveis que influenciam o plano de negócios das sociedades.

O método de análise do fluxo de caixa concentra-se sobretudo, na projeção do fluxo de caixa, conjuntamente com a estimação do valor residual (Bastardo & Gomes, 1990). Isto é, em especial, este modelo opera na determinação do valor da entidade pelo meio da estimação dos fluxos de caixa, para a qual será definido uma taxa de desconto apropriada a cada fluxo, tendo em ponderação o risco, como a volatilidade dos fluxos, e à posterior descontá-los a essa mesma taxa (Fernández, 2007).

Sinteticamente, para a estimativa do modelo *Discounted Cash Flows (DCF)*, em primeiro lugar é preciso efetuar a determinação dos fluxos futuros, em seguida definir a taxa de desconto que representa o custo do capital, e por fim, atualizar a série de fluxos futuros à taxa de desconto. Assim, aquando da determinação do fluxo de caixa futuro, o valor de um investimento define-se pelo valor deduzido de quaisquer ativos e passivos futuros previstos (French & Gabrielli, 2005).

Nesta lógica de pensamento, o fluxo será realizado por intermédio do fluxo de caixa livre (*Free Cash Flow*), em que para uma organização define-se no montante de fluxos que se encontram livres, seguidos do excedente que resulta do pagamento dos dispêndios operativos e tributários, atendendo às necessidades de capital (Tálas, 2015).

Além do mais, os *cash flows* serão atualizados através do *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*, para que dessa forma seja efetuado o cálculo do valor total que cada entidade individual regista antes e depois dos processos de fusão. Assim, o WACC pode ser expresso pela seguinte equação (Equação 1):

Equação 1: *Weighted Average Cost of Capital*

$$WACC = Ke \left(\frac{E}{E + D} \right) + Kd (1 - t) \left(\frac{D}{E + D} \right)$$

Fonte: Informação adaptada do artigo “*The capital asset pricing model: Theory and evidence*” (Fama & French, 2004)

K_e – Custo do Capital Próprio (*Cost of Equity Capital*);

K_d – Custo do Capital Alheio (*Cost of Debt*);

E – Capital Próprio (*Equity*);

D – Passivo (*Debt*).

Dada a complexidade que está por de trás de cada uma das sociedades selecionadas, no estudo de caso para o cálculo do *free cash flow (FCF)* foi necessário basearmo-nos em três anos históricos e dois previsionais. Isto é, foi utilizada a metodologia para o *FCF* de três anos históricos e de dois anos seguintes previsionais, de modo a diminuir o possível desvio. Esta adaptação é justificada pelo ajuste efetuado segundo a metodologia adotada pelos autores Rotkowski e Clough (2013).

A partir daqui, é possível determinar o valor das empresas, que pode ser determinado pelo somatório dos fluxos de caixa descontados num horizonte temporal de cinco anos, acrescidos do valor da perpetuidade e do valor das disponibilidades.

A preferência pela escolha do modelo *DCF* dá-se graças ao facto de se tratar de um modelo bem estruturado no meio das atividades de investimento das entidades, e simultaneamente, pela sua notoriedade reconhecida no universo financeiro (Dec, 2021). O método dos *DCF* calcula o valor da organização conforme os fluxos de caixa previstos e os preços das ações, o que permite aceder ao nível de potencial de cada entidade, ao posicionamento de ativos e à liquidez (Begović, Momčilović & Jovin, 2013). Além disso, mediante as intervenções realizadas pelas entidades, neste modelo para cada período é efetuado uma previsão pormenorizada e prudente referente às várias rubricas financeiras relacionadas com a formação de fluxos de caixa (Fernández, 2007).

Em suma, pode qualificar-se como um modelo válido que apresenta como principal vantagem transmitir uma avaliação explícita das projeções de mercado, oferecendo aos investidores e às organizações uma noção acerca do investimento a ser proposto (French & Gabrielli, 2005).

Quanto à estimação dos indicadores económicos e financeiros que servem de complemento ao nosso estudo, optamos por selecionar os indicadores de rentabilidade dos capitais próprios, rentabilidade do ativo e de solvabilidade. Estes indicadores serão

analisados após as duas operações de fusão, com o intuito de concluir se o desempenho das duas operações de fusão se alterou de modo positivo ou negativo, e se facto os resultados obtidos foram ao encontro do esperado. Neste seguimento, abaixo estão apresentados os respetivos indicadores referenciados anteriormente.

▪ **Indicador de Rendibilidade dos Capitais Próprio (ROE)**

É um indicador de análise financeira que avalia o desempenho registado dos capitais próprios de cada empresa, podendo ser estimado pelo rácio entre o resultado líquido do período e o capital próprio, conforme se segue na equação (Equação 2) seguinte.

Equação 2: Rendibilidade dos Capitais Próprios

$$\text{Rendibilidade dos Capitais Próprios} = \frac{\text{Resultado Líquido do Período}}{\text{Capital Próprio}} \times 100$$

Fonte: Banco de Portugal¹¹

Este rácio pode ser analisado como uma medida de remuneração do capital investido pelos sócios ou acionistas das sociedades (Banco de Portugal, 2019). E à medida que o rácio aumenta, imediatamente traduz que a atratividade da entidade para os potenciais investidores é maior como a capacidade de se autofinanciar, apresentando assim um bom desenvolvimento empresarial (Cohen *et al.*, 2008).

▪ **Indicador de Rendibilidade do Ativo**

A rendibilidade do ativo pode representar o retorno financeiro auferido através do desempenho produzido durante o período dos ativos de cada entidade. Por outras palavras, procura avaliar o desempenho dos capitais investidos, relacionando os resultados antes dos impostos com o ativo total das sociedades (Banco de Portugal, 2019). Este indicador pode ser expresso pela seguinte equação (Equação 3).

¹¹ Encontra-se disponibilizado no Banco de Portugal, estando disponível em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/estudo_36_cb_2019_ii_1.pdf, obtido em 28 de maio de 2023 e datado a fevereiro de 2019).

Equação 3: Rendibilidade do Ativo

$$\text{Rendibilidade do Ativo} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Ativo}} \times 100$$

Fonte: Banco de Portugal

Este rácio é estimado antes de qualquer efeito gerado pelas rubricas de gastos com as depreciações e amortizações, gastos de financiamento e também antes do valor de impostos sobre rendimento (Banco de Portugal, 2019).

À medida que a rendibilidade do ativo vai aumentando, tende a produzir um nível de retorno financeiro mais favorável para a sociedade.

▪ Indicador de Solvabilidade

O indicador de solvabilidade pode traduzir o grau de capacidade de esclarecer todas as responsabilidades e obrigações que cada organização enfrenta. Ou seja, à medida que o rácio de solvabilidade atinge valores elevados, significa que em termos financeiros a empresa em causa encontra-se numa situação menos dependente dos credores. Neste sentido, as empresas nestas posições passam a apresentar um maior poder de negociação e daí apresentarem maiores oportunidades para o acesso a financiamento alheio.

Portanto, se o rácio atingir valores superiores a um, podemos enunciar que a sociedade se situa em condições financeiramente estáveis. Por outro lado, caso o rácio por sua vez tome valores inferiores a um, indica uma situação financeira vulnerável (Portal do Empreendedor, n.d)¹².

Posto tudo isto, a solvabilidade é um indicador que pode ser calculado através do rácio entre o capital próprio e o passivo total, conforme a equação que se segue (Equação 4).

¹² Encontra-se disponibilizado no Portal do Empreendedor, estando disponível em <https://portaldoempreendedor.pt/2019/11/04/solvabilidade-qual-a-sua-importancia/>, e obtido em 29 de maio de 2023).

Equação 4: Solvabilidade

$$Solvabilidade = \frac{Capital\ Próprio}{Passivo\ Total} \times 100$$

Fonte: Banco de Portugal

No presente capítulo, primeiramente segue-se a apresentação e a evolução histórica das entidades eleitas para o nosso estudo de caso, indicando respetivamente as diferentes áreas de negócio que estão inseridas. Mais adiante é exposto o estudo dos dois processos de fusão em causa, apresentado qual a modalidade que foi adotada e quais os motivos que contribuirão para a realização destas operações. Por último, será desenvolvido o estudo para avaliação das empresas escolhidas, apurando e discutindo os resultados atingidos.

4.1 Apresentação das Entidades

As entidades escolhidas para o estudo de caso pertencem ao grupo Sonae, em que no final de ambas as operações de fusão, pertencem precisamente ao grupo da empresa mãe imediata que atualmente se denomina por Mcretail, S.G.P.S., S.A.. No passado a sociedade Mcretail, S.G.P.S., pode ser titulada por Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Sonae Investimentos, S.G.P.S., S.A..

O grupo Sonae MC encontra-se presente em diversas áreas de negócio complementares, em que por meio de um portefólio de negócios de diversos formatos, concedem às famílias portuguesas uma larga oferta de produtos e serviços de alta categoria e qualidade, como acesso a preços competitivos. A conceção do valor organizacional do grupo encontra-se centralizada ao nível do retalho alimentar, da saúde, bem-estar e beleza, e dos negócios complementares de crescimento.

Em conformidade com a informação disponibilizada nos relatórios e contas, juntamente com os dados dos processos de fusão de cada uma das entidades envolvidas no nosso estudo de caso (Anexo I e II), encontramos-nos em condições de dar a conhecer as sociedades.

- Entidade **Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.**

A Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A. é uma sociedade anónima que se encontra registada com o número de identificação de pessoa coletiva (NIPC) 504 041 339 e com sede na Rua João Mendonça n.º 529, 4464-502 Senhora da Hora em Matosinhos, Portugal, tendo sido constituída a 26 de novembro de 1997.

Esta sociedade tem como objeto social a gestão de participações sociais, em que neste âmbito visa assegurar a estruturação das instituições que incorporam a sua periferia de participações, onde se consagram na atividade de retalho ou na atividade de prestação de serviços. E sendo que, para otimizar a criação de valor tentam reunir esforços no sentido de atingir a valorização e a rentabilização da atividade.

Apresenta um capital social de 1.050.000.000,00 euros (mil e cinquenta milhões de euros), integralmente subscrito e realizado por 210.000.000 de ações (duzentas e dez milhões de ações) ordinárias, tituladas ao portador do valor nominal de 5,00 euros (cinco euros) cada.

Foi conhecida no passado como Sempre à mão – Comércio Retalhista, S.A., Operações de Retalho, S.G.P.S, S.A., e, mais recentemente, como Modelo Continente – Operações de Retalho, S.G.P.S, S.A..

No ano de 2015 (último ano antes de ocorrer a primeira fusão) a empresa-mãe imediata era a Modelo Continente, S.G.P.S., S.A., no qual detinha em 100% a entidade Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A..

Além disso, em 2015, a Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A. apresentou um valor de 1,04 no indicador financeiro do índice de liquidez geral¹³. Com esse resultado, podemos concluir que a sociedade cumpria com as suas obrigações de curto e longo prazo.

▪ Entidade **Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.**

A respeito da Modelo Continente, S.G.P.S., S.A., trata-se de uma sociedade anónima com o NIPC 509 059 341 e com sede na Rua de João Mendonça n.º 529, 4464-501 Senhora da Hora em Matosinhos, Portugal, que apresenta uma data de constituição no dia 7 de setembro de 2009.

Sobrevivendo ao longo de treze anos, desenvolve a sua atividade principal no âmbito de S.G.P.S. não financeiras, sendo que as empresas participadas por esta entidade se

¹³ Índice de liquidez geral é calculado pela divisão entre o ativo corrente e o passivo corrente, e traduz “*em que medida o endividamento de curto prazo (corrente) se encontra coberto por ativos que podem ser convertidos em meios financeiros líquidos também no curto prazo*” (Encontra-se disponibilizado no Banco de Portugal, estando acessível em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/estudo_36_cb_2019_ii_1.pdf, obtido em 30 de julho de 2023 e datado a fevereiro de 2019).

encontram direcionadas quer para a atividade de retalho, quer para a prestação de serviços de suporte.

No passado já foi intitulada como MC - S.G.P.S., S.A e, ultimamente, como Sonae MC - Modelo Continente, S.G.P.S., S.A..

É registada com um capital social de 865.000.000,00 euros (oitocentos e sessenta e cinco milhões de euros), integralmente representado por 865.000.000 de ações (oitocentas e cinco milhões de ações) ordinárias, tituladas, nominativas do valor nominal de 1,00 euro (um euro) cada.

A empresa-mãe imediata no ano de 2018 (último ano antes de ocorrer a segunda fusão) era a Sonae MC, S.G.P.S., S.A., onde detida uma percentagem da Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. em 100%.

Importa também realçar que, no ano de 2018, a Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. apurava um índice de liquidez geral de 0,02. No entanto, no ano de 2015 (último ano após a primeira fusão) registava um índice de liquidez geral de 0,03. Uma vez que este indicador financeiro representa parcialmente a saúde financeira de cada organização, mediante estes resultados apurados, esta entidade nestes períodos não possuía capital suficiente nem capacidade de cumprir com as suas obrigações.

▪ Entidade **Sonae MC, S.G.P.S., S.A.**

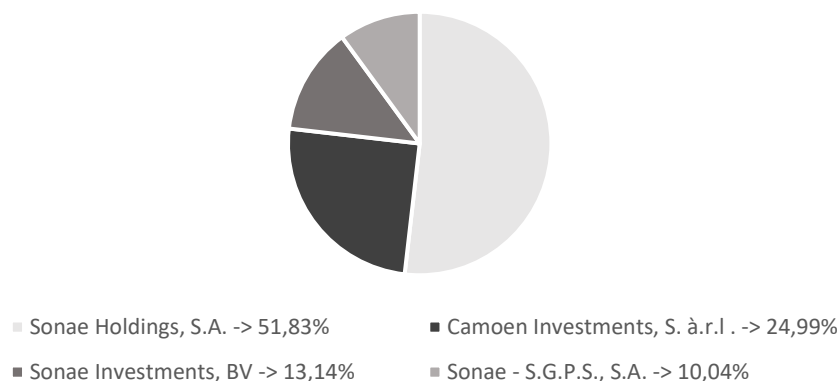
No que se refere à entidade Sonae MC, S.G.P.S., S.A., em que é atualmente intitulada de Mcretail, S.G.P.S., S.A., encontra-se registada com o NIPC 501 532 927 e sediada na Rua João Mendonça n.º 529, 4460-334 Senhora da Hora, Portugal. É uma sociedade anónima cuja atividade principal é a gestão de participações sociais.

Engloba um vasto domínio de entidades como o grupo Sonae MC, e desta forma é tratada como a empresa mãe. Além disso, Mcretail, S.G.P.S., anteriormente designada por Sonae MC, S.G.P.S. é vista como a empresa do grupo Sonae que integra o setor de atividade de retalho alimentar do grupo, como também a responsável pela gestão e operação de ativos imobiliários de suporte a essa atividade.

A Sonae MC desenvolve a sua atividade principal no âmbito de S.G.P.S. não financeiras, registando um capital social de 1.000.000.000,00 euros (mil milhões de euros), integralmente exprimido por 1.000.000.000 de ações (mil milhões de ações)

ordinárias, escriturais, nominativas do valor nominal de 1,00 euro (um euro) cada. A sua estrutura acionista a 31 de dezembro de 2021 era detida direta e indiretamente em 75,01% das ações representativas do capital social pela Sonae, S.G.P.S., S.A. e as suas subsidiárias, e em 24,99% pela sociedade Camoen Investments, S.à.r.l., conforme podemos visualizar na figura (Figura 3) a seguir.

Figura 3: Estrutura Acionista



Fonte: Informação adaptada do relatório e contas da sociedade Sonae MC, S.G.P.S., S.A. referente ao exercício de 2021

No passado pode ser conhecida como Modelo Continente, S.G.P.S., S.A., Sonae Distribuição - S.G.P.S., S.A, Sonae Investimentos, S.A. e Sonae Investimentos – S.G.S.P., S.A..

É ainda importante mencionar que, em Portugal no setor de retalho alimentar, a presente sociedade é considerada líder de mercado, encontrando-se exposta em diferentes formatos e áreas de negócio. Em particular, abrange hipermercados urbanos (Continente), supermercados de grandes dimensões (Continente Modelo), supermercados de proximidade (Continente Bom Dia), plataformas *e-commerce* (Continente Online), estabelecimentos de proximidade franquizadas no retalho alimentar (Meu Super), saúde, bem-estar, cosmética e ótica (*Wells*), supermercados e restaurantes biológicos (*Go Natural*), artigos e serviços para animais de estimação e veterinária (*ZU*), bricolage, e retalho de materiais de construção (*Maxmat*).

É importante salientar que, considerando o indicador financeiro relativo ao índice de liquidez geral como relevante para esta análise, em 2018 (último ano após a segunda fusão), a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. apresentava um valor de 1,42 no índice de liquidez

geral, o que traduz que a empresa se encontrava apta quanto ao cumprimento das suas obrigações.

4.1.1 História da Sonae MC, S.G.P.S., S.A.

A Sonae MC, S.G.P.S., S.A. que é atualmente denominada por Mcretail, S.G.P.S., S.A. emergiu pela reorganização de participações, bem como pela reestruturação do seu perímetro (atualmente constituído pela parte histórica da Sonae MC, *Maxmat* e ativos operacionais da Sonae RP) resultante do desdobramento efetuado no processo da elaboração da entrada à cotação no mercado regulado pela *Euronext Lisbon*.

Antes de tudo, importa referir que o império das empresas Sonae fundou-se em 1959 pelo empresário e banqueiro Afonso Pinto Magalhães que teve origem na Sonae – Sociedade Nacional de Estratificados. Em 1971 começou-se a sentir alguma diversificação através da aquisição da entidade Novopan, onde tinha como objeto social, o negócio de madeiras processadas, concentrando-se na produção de painéis laminados decorativos de alta pressão.

Contudo, dada a instabilidade política que se vivia na época, em 1965, Afonso Magalhães concedeu uma percentagem da empresa Sonae ao senhor Belmiro de Azevedo que, depois da morte do acionista Afonso Magalhães, em 1984, consegue alcançar a maioria do capital, assumindo assim o controlo total da empresa. Daí em diante, a organização Sonae iniciou o seu crescimento recorrendo a várias aquisições e à criação de novos negócios ao longo dos anos 80. Neste sentido, a Sonae principiou a sua estratégia de negócio, conquistando um nível de diversificação.

A sociedade Sonae foi, portanto, uma entidade constituída pela família Azevedo que até à data encontra-se no domínio das ações, apresentando uma estrutura acionista estável que espelha um bom desempenho e funcionamento.

Em 1985 foi fundada a Sonae Investimentos S.G.P.S., S.A., que nos dias de hoje se denomina por Mcretail, e o grupo deu entrada na bolsa de valores de Lisboa.

Neste seguimento, ao longo de trinta e cinco anos, a Sonae MC regista principais marcos históricos no seu percurso. Esta sociedade é uma empresa portuguesa fundada em 1985, no qual foi considerada como uma das principais marcas e atividades do grupo Sonae, que marca o início da atividade com a abertura do primeiro hipermercado em Portugal (localizado em Matosinhos). Logo após quatro anos, a 1989 dá a entrada

aos supermercados de grande dimensão, anteriormente chamados por Continente Modelo.

Depois no ano de 1996 verificou-se a constituição dos supermercados de proximidade denominados por Continente Bom Dia, que no início era o Modelo *Bonjour*.

Com o avanço da tecnologia, trazendo soluções mais eficientes e visando melhorar a qualidade de vida, conseguindo também melhorar as experiências no mundo digital, em 2001 a entidade constituiu a plataforma de comércio eletrónico de retalho alimentar que é conhecida ainda nos dias de hoje como Continente *Online*.

Em 2005 deu-se a abertura da primeira parafarmácia, que anteriormente denominada por Área Saúde e agora como tão bem conhecemos a chamada *Wells*. Ainda no mesmo ano, desenrolou-se o início da atividade das cafetarias denominadas *Bagga*, sendo, chamadas nos inícios por Bom Bocado.

No ano seguinte foi lançado o programa para permitir aos clientes a aderência como a fidelização ao cartão continente, em que possibilita a cada cliente, grandes benefícios.

No ano de 2007 avançou com aquisição do *Carrefour* Portugal, na qual se trata de uma empresa internacional de hipermercados e como grande superfície controlada pela cadeia francesa. Além do mais, começaram a aparecer as lojas *Note*, onde se comercializam artigos de papelaria, livros e entre outros.

Em 2011, de modo a oferecerem uma vasta gama de produtos para o nosso dia a dia e sem ser necessário deslocarmo-nos às grandes superfícies, passaram a serem implementados os estabelecimentos de proximidade como o Meu Super. Além disso, com o propósito de expandir a sua atividade além do território continental, adquiriram nove estabelecimentos na região autónoma da Madeira.

Nos últimos anos, em especial em 2014, contou com o lançamento das lojas ZU, estando estas direcionados à venda de produtos e prestação de serviços para os animais de estimação.

Em 2016 inaugura-se o primeiro supermercado Go Natural, qualificado em produtos alimentares saudáveis e biológicos.

No ano de 2017 passamos a poder usufruir da primeira clínica personalizada, tanto em medicina dentária como em estética, sendo ela denominada como Dr. *Wells*.

Em 2019 sucedeu-se à aquisição de 60% de participação na Arenal, empresa esta dedicada as atividades de parafarmácias e beleza em Espanha.

Por fim, em 2021 ingressaram com a *Continente Labs*, sendo esta a primeira marca europeia sem caixas de pagamento, o que corresponde a uma área de inovação para desenvolver os produtos e serviços mais revolucionários, de modo a poder dar resposta às necessidades dos clientes.

4.2 Processos de Fusão

Tendo em vista a informação prestada nos projetos de fusão de cada uma das sociedades (Anexo I e II), no passo seguinte escolhemos abordar os dois processos de fusão em estudo.

4.2.1 Fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.

Nesta operação de fusão em questão, a entidade que incorporou a Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S. foi a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S.. Neste sentido, a sociedade incorporante é a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A., e por outro lado, a sociedade incorporada é a Sonae – Specialized, S.G.P.S., S.A..

▪ Modalidade

A presente fusão verificou-se em 2016 e foi realizada no âmbito da modalidade de fusão por incorporação, verificando-se a transferência global do património da sociedade incorporada para a sociedade incorporante, mediante o previsto na alínea a) do n.º 4 do artigo 97.º do CSC.

Por conseguinte, as partes totais dos ativos e dos passivos da entidade Sonae – Specialized, S.G.P.S., S.A., em que incorporam o seu património à data do desfecho da operação e também compreendem os direitos e obrigações consequentes da sua atividade, vão ser transferidos globalmente para a esfera patrimonial da empresa Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.. Assim, por resultado da fusão, a sociedade incorporada foi extinta.

▪ **Motivos**

Tendo em consideração as atividades desenvolvidas no âmbito do objeto social das duas organizações que incorporam esta operação de fusão, entenderam que foi importante se concentrarem numa só sociedade, pois passou-se a compreender ambas as atividades que eram desenvolvidas de forma autónoma por cada uma das organizações.

As duas participantes da fusão reconheceram que ao concentrarem-se numa só organização, a totalidade dos ativos poderia fortalecer a capacidade económica e financeira da sociedade incorporante, o que levou a evitarem um acréscimo de custos. Isto contribuiu para uma gestão mais racional dos recursos, conduzindo ao aumento da qualificação e do nível de eficiência no decorrer dos exercícios da atividade da entidade incorporante.

Atendendo às crescentes exigências dos mercados, tanto a nível nacional como em termos internacionais, a Mcretail, S.G.P.S, S.A., em que no passado podia ser titulada por Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e como por Sonae Investimentos, S.G.P.S., S.A., tinha em vista adaptar o seu negócio, uma vez que se passou a reconhecer uma necessidade de estruturação para as diferentes áreas de negócio. Especificamente para o setor do retalho alimentar (assegurado pela empresa incorporante), como para o setor do retalho não alimentar (assegurado pela empresa incorporada), projeta-se assim um rápido crescimento propício ao ambiente económico e social. Neste sentido, com esta operação de fusão verificou-se uma reestruturação nos seus investimentos pelas respetivas áreas de atividade, visando assim uma boa gestão de investimentos.

Por outro lado, foram estabelecidas estratégias e a alocação de participações, no qual proporcionou uma partilha de interesses nos investimentos efetuados, como naqueles que deverão ser realizados. Além disso, permitiu a repartição dos potenciais riscos de cada uma das vertentes de negócios.

Nesta operação, através da incorporação de dois setores em crescimento (setor alimentar e não alimentar) das entidades gestoras de participações sociais, perspetivou-se uma supervisão da gestão mais funcional e eficiente, mediante as particularidades de cada atividade.

Quanto às referidas vantagens consequentes das sinergias concebidas e da decorrente diminuição de custos, é ainda acrescentada a simplificação da empresa societária resultante da extinção jurídica da empresa incorporada.

4.2.2 Fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.

Agora neste segundo processo de fusão apresentado, a entidade que incorporou a Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. (anteriormente denominada por Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.) foi a sociedade Sonae MC, S.G.P.S.. Posto isto, a sociedade incorporante é a Sonae MC, S.G.P.S., S.A., e a sociedade incorporada é a Modelo Continente, S.G.P.S., S.A..

▪ Modalidade

Esta operação de fusão foi concretizada no ano de 2019 pela incorporação da Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. na Sonae MC, S.G.P.S., S.A., resultando na extinção da existência da primeira sociedade, o que conduziu à transmissão da totalidade dos ativos e passivos, bem como todos os direitos e deveres que eram vinculados pela sociedade Modelo Continente, S.G.P.G., S.A..

▪ Motivos

Como as duas participantes na presente operação de fusão apresentavam como objeto social a gestão de participações sociais, atendendo às oscilações sentidas nos mercados, sobretudo quanto ao crescimento ao nível da concorrência na globalidade dos setores de atividade e também devido ao incremento das obrigações legais e burocráticas, houve a necessidade de se adaptarem e se concentrarem numa só sociedade.

A fusão foi proposta mediante a estratégia de negócio apresentada pela sociedade Sonae MC, no qual se encontra inserida no grupo Sonae que integra o setor de retalho alimentar, tal como a gestão de participação dos ativos que serve de base a esse mesmo tipo de atividade. Pelo meio de um conjunto diferenciado de formatos do ramo alimentar ou de negócios complementares, o grupo procura introduzir a sua presença em variadas áreas de negócio, desejando assim que a empresa incorporante atinja a liderança no setor de retalho alimentar em Portugal.

Em suma, com esta operação de fusão, a sociedade incorporada adotou conjuntamente um plano complementar estratégico e integrado, que por intermédio de possíveis ganhos de eficiência alcançou um reforço ao nível económico e financeiro.

4.2.3 Objetivos das Fusões

Mediante o ambiente económico, as novas exigências levaram à concentração das empresas Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A., e após três anos seguintes, à concentração das entidades Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.. Dada a necessidade de estruturação da primeira fusão, podemos retirar a ideia de que esta operação poderia ter sucedido para mais tarde dar resultado numa segunda fusão.

Sendo assim, o principal objetivo destas duas operações de fusão passava pela reorganização das seguintes áreas:

- * Planeamento conjunto e estratégico;
- * Reestruturação comercial, nomeadamente no posicionamento competitivo que as entidades ocupam no mercado;
- * Otimização da dimensão financeira e da rede de informação, incorporando-a numa única lógica;
- * Redução dos custos administrativos, legais e fiscais, bem como a simplificação dos circuitos financeiros e ao nível da gestão de tesouraria.

Na mesma lógica de pensamento perspetivou-se ainda que, com a concentração para uma única sociedade gestora de participações sociais, qualquer participação detida por cada uma das organizações intervenientes nas operações, incluindo também as participações sociais de negócios complementares respeitantes aos setores de retalho alimentar e de retalho não alimentar, veio promover um ponto de vista consolidado para os negócios, juntamente com os inerentes ganhos operacionais e da gestão.

Alcançando estes objetivos, deu lugar a uma melhor racionalização e uma maior reestruturação dos recursos económicos, admitindo para ambas as sociedades a formação de uma estrutura organizacional mais competitiva. Paralelamente, com o processo de reestruturação, as entidades decorrentes destas operações de fusões puderam beneficiar do progresso futuro no mercado das atividades destas empresas.

4.3 Avaliação

Como foi mencionado na parte da metodologia, o modelo escolhido para avaliação e determinação do valor de mercado das empresas antes e pós fusão foi o método de avaliação de empresas que tem por base as projeções económicas e financeiras da performance de uma organização. Isto é, o modelo quantitativo do *DCF* com abordagem ao *FCF*, à luz da ótica de mercado e dos dados históricos das sociedades.

4.3.1 Avaliação das Entidades

De seguida será apresentado de forma sucinta o plano das etapas a efetuar para a determinação do valor de mercado de cada uma da sociedade¹⁴:

- 1º – Exposição e esclarecimento dos pressupostos fundamentais alusivos às principais variáveis que influenciam o plano de negócios das sociedades;
- 2º – Cálculo do *FCF* e posteriormente, estimação da taxa de desconto que representa o custo do capital;
- 3º – Atualização da série de fluxos futuros à taxa de desconto na data à qual se pretende efetuar a avaliação, estimando os fluxos de caixa previsionais, tendo como suporte os pressupostos definidos primeiramente;
- 4º – Determinação do valor das empresas segundo o método dos fluxos de caixa atualizados e comparação com o valor da transação.

No entanto, para entender o propósito da avaliação de cada uma das entidades em estudo, importa salientar os seguintes aspetos fundamentais:

- ❖ Em 2015 (ano anterior à data da concretização da operação de fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.) a sociedade Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.

¹⁴ É importante referir que, para esse efeito, foi necessário apoiarmo-nos nas informações disponibilizadas em cada um dos relatórios e contas das sociedades.

detinha a 100% a entidade Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.. Posto isto, podemos assumir que o resultado apurado no final do ano da entidade Sonae – Specialized Retail já se encontrava todo integrado na Sonae MC – Modelo Continente. Dada esta situação, podemos afirmar que a Sonae – Specialized Retail pode ser vista como uma integrante da Sonae MC – Modelo Continente, uma vez que se verificou uma operação de fusão por incorporação e sendo que já era detida a 100% do seu capital pela Sonae MC – Modelo Continente. Por este motivo, foi necessário estudar e avaliar a sociedade Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. antes e pós a operação de fusão, visto que a empresa-mãe da Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A. é a própria Sonae MC – Modelo Continente.

- ❖ Em 2018 (último ano antes da fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.) a sociedade incorporada Modelo Continente, S.G.P.S. era detida numa percentagem de 100% pela entidade Sonae MC, S.G.P.S.. Logo, como a participação é total, todos os resultados líquidos e todos os ganhos possíveis e resultantes da atividade da entidade Modelo Continente, S.G.P.S. já se encontram incorporados na Sonae MC, S.G.P.S.. Portanto, a empresa-mãe da Modelo Continente, S.G.P.S. é a Sonae MC, S.G.P.S., e em função desta presente situação foi analisada e avaliada a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. antes e pós fusão.

4.3.1.1 Pressupostos de Avaliação

Como mencionado anteriormente, para a previsão do mapa dos *FCF* e para a obtenção dos valores das projeções futuras houve a necessidade de estabelecer um conjunto de pressupostos de avaliação respeitantes a certas variáveis, que se encontram a seguir mencionados.

Apesar de poderem ser sempre objeto de discussão, os pressupostos de avaliação foram estabelecidos de forma a obter uma valorização conservadora, mas ainda assim, realista das empresas e das projeções das suas atividades.

▪ **Pressupostos Históricos:**

Nesta ótica de estudo, a análise histórica é fundamental, pois somente através do comportamento que a entidade registou no passado é possível prever a sua evolução no futuro. Assim sendo, foi tida em consideração a informação financeira de três anos consecutivos. Para as entidades Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A., os anos de 2013, 2014 e 2015, e para as entidades Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. (anteriormente designado por Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S.) os anos de 2016, 2017 e 2018.

Nesta lógica de pensamento, no que diz respeito ao período explícito para as projeções foi considerado um temporal de cinco anos, e para que se possa conseguir apurar as tendências de negócio foi necessário anular os acontecimentos esporádicos.

Quanto à taxa prevista pela qual os *cash flows* crescerão perpetuamente ano após ano no futuro, é importante que se trate de uma taxa precisa. Além disso, uma vez que o valor de mercado da empresa é suscetível às mudanças da taxa de crescimento, conduz a que a missão de determinar uma taxa de crescimento terminal seja essencial para a avaliação dos *DCF's*.

Desta forma, optamos por considerar uma taxa de crescimento dos *cash flows* da perpetuidade estimada em 0,10% para a avaliação das entidades em estudo.

▪ **Pressupostos Macroeconómicos e Fiscais:**

Para além dos pressupostos históricos que são essenciais para este método, também foi importante estabelecer certos pressupostos macroeconómicos e fiscais.

De modo pormenorizado, para a determinação do cálculo do imposto sobre o rendimento de pessoas coletivas (IRC) foi realizado conforme a legislação prevista que se encontra em vigor à data. Assim, a legislação estabelece uma taxa de IRC normal consoante o respetivo ano, acrescida de uma derrama municipal, em que para estes casos em estudo foi utilizado uma taxa de derrama de 1,5%, uma vez que é a derrama municipal praticada no concelho onde está estabelecida a sede das entidades (concelho de Matosinhos). Quanto às taxas de IRC adotadas para cada ano em estudo foram utilizadas conforme se segue abaixo (Tabela 5).

Tabela 5: Taxa de IRC

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
TAXA DE IRC	25,00%	23,00%	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%

Fonte: Informação adaptada do Millennium BCP

É importante notar que é utilizada a taxa de IRC normal em vigor, uma vez que as sociedades envolvidas não se tratam de pequenas e médias entidades (PME), não sendo possível a aplicação da taxa reduzida.

Para o valor do imposto sobre o valor acrescentado (IVA¹⁵) foi tida em consideração a legislação que se encontra atualmente imposta. Portanto, em geral, a taxa de IVA utilizada foi de 23%. No entanto, importa referir que atendendo aos dados históricos das entidades participantes nas duas operações em estudo, nenhuma das sociedades regista volume de negócios. Neste sentido, podemos afirmar que não existe atividade de exploração, e desde logo não têm o direito à dedução de IVA.

▪ **Pressupostos de Investimento em Capital:**

No que refere ao Investimento em Capital (CAPEX) é de salientar que, segundo a análise realizada, identificou-se que a estratégia das sociedades passa especialmente pela consolidação das suas posições registadas no mercado e, como tal, não se encontram previstos investimentos de expansão. Sendo assim, para o alcance da estimativa do CAPEX nesta análise não é utilizado.

▪ **Pressupostos de Fundo de Maneio:**

Quanto aos pressupostos assumidos para o fundo de maneio importa perceber antes qual a sua definição. O fundo de maneio é estimado pelo diferencial entre as necessidades e os recursos financeiros de exploração. Ou seja, é apurado pela diferença

¹⁵ IVA encontra-se conforme previsto no Código do IVA (CIVA), em que o Imposto sobre o valor acrescentado foi aprovado pelo Decreto-Lei n.º 394-B/84, de 26 de dezembro e o Regime do IVA nas transações intracomunitárias, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 290/92, de 28 de dezembro. Segundo o previsto no artigo n.º 1 do CIVA, “*Estão sujeitas a imposto sobre o valor acrescentado: a) As transmissões de bens e as prestações de serviços efetuadas no território nacional, a título oneroso, por um sujeito passivo agindo como tal; b) As importações de bens; c) As operações intracomunitárias efetuadas no território nacional, tal como são definidas e reguladas no Regime do IVA nas Transações Intracomunitárias*”.

entre o ativo corrente e o passivo corrente, e atendendo à igualdade de balanço, em que o total do ativo é dado pelo somatório do total do capital próprio e do total do passivo, o fundo de maneio pode ser expresso pela diferença entre o capital permanente e o ativo de médio e longo prazo, isto é, ativo não corrente. Por outras palavras, o fundo de maneio denomina-se pelo montante que uma organização tem à sua disposição, com o intuito de garantir as suas operações no curto prazo.

Atendendo às características e aos valores registados por cada uma das empresas, no que respeita às necessidades do fundo de maneio, estas agregam as rubricas do Estado e Outros Entes Públicos e as Outras Contas a Receber. No entanto, é de notar que para além destas rubricas em análise, nas necessidades de fundo de maneio são também incluídas as rubricas de Clientes e de Inventários. Por outro lado, no que se concerne aos recursos do fundo de maneio, estes incluem as rubricas de Fornecedores, a do Estado e Outros Entes Públicos e ainda, as Outras Dívidas a Pagar.

Neste seguimento, optamos por abordar detalhadamente as necessidades e os recursos financeiros de exploração.

Necessidades de Fundo de Maneio

*** Estado e Outros Entes Públicos:**

Trata-se de uma rubrica que incorpora o ativo, no qual é relativa ao Estado e Outros Entes Públicos, que inclui principalmente os valores respeitantes ao IRC.

*** Outras Contas a Receber:**

Relativamente à rubrica de Outras Contas a Receber integra essencialmente os valores relativos a juros a receber, a cauções, a devedores por acréscimos de rendimento, a seguros e a gastos diferidos.

Recursos de Fundo de Maneio

*** Fornecedores:**

Nas rubricas de Fornecedores encontram-se registados os montantes a liquidar num prazo não superior a noventa dias, em resultado das aquisições decorrentes das atividades normais de cada uma das sociedades.

*** Estado e Outros Entes Públicos:**

Quanto à rubrica do passivo referente ao Estado e Outros Entes Públicos, para além de englobar as contribuições à segurança social, inclui as retenções de impostos sobre rendimentos.

*** Outras Contas a Pagar:**

A rubrica das Outras Contas a Pagar é referente às remunerações a liquidar para o ano seguinte relativamente ao mês de férias e subsídio de férias, aos juros a liquidar e aos credores por acréscimos de gastos.

Nos quadros seguintes (Quadros 1, 2, 3, 4, 5 e 6) são apresentadas as projeções quanto à evolução das necessidades de fundo de maneiio como dos recursos de exploração do fundo de maneiio para cada uma das entidades em estudo que incorporam as duas operações de fusão.

- Fusão entre a **Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.** e **Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.**

Quadro 1: Fundo de Maneio - Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.

FUNDO DE MANEIO	2013	2014	2015	PREVISIONAL	PREVISIONAL
	Periodo 1	Periodo 2	Periodo 3	Periodo 4	Periodo 5
Necessidades de Fundo de Maneio	2 585 814,16	46 735 688,71	66 119 509,03	15 409 496 048,52	15 426 158 215,35
Estado e Outros Entes Públicos (EOEP)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dias</i>	-	-	-	-	-
Outros créditos a receber	2 585 814,16	46 735 688,71	66 119 509,03	15 409 496 049	15 426 158 215
<i>Dias</i>	365,00	365,00	365,00	2 817 072,69	2 817 072,69
Recursos de Fundo de Maneio	475 223,93	3 465 121,33	7 379 074,37	24 172 136,36	23 665 003,67
Fornecedores	52 615,01	73 551,07	85 828,46	24 172 136,36	23 665 003,67
<i>Dias</i>	141,21	141,21	141,21	70 664,85	70 664,85
EOEP (Estado e Outros Entes Públicos)	24 535,15	18 591,26	333,28	0,00	0,00
<i>Dias</i>	365,00	365,00	365,00	14 486,56	14 486,56
Outras dívidas a pagar	398 073,77	3 372 979,00	7 292 912,63	0,00	0,00
<i>Dias</i>	365,00	365,00	365,00	365,00	365,00
Fundo de Maneio	2 110 590,23	43 270 567,38	58 740 434,66	15 385 323 912,16	15 402 493 211,68
Variação Fundo de Maneio	-	41 159 977,15	15 469 867,28	15 326 583 477,50	17 169 299,52

Fonte: Elaboração Própria

Quadro 2: Fundo de Maneio - Pós fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.

FUNDO DE MANEIO	2016	2017	2018	PREVISIONAL	PREVISIONAL
	Periodo 1	Periodo 2	Periodo 3	Periodo 4	Periodo 5
Necessidades de Fundo de Maneio	29 965 539,27	26 098 958,79	12 638 283,19	5 420 564 775,46	4 793 500 350,53
Estado e Outros Entes Públicos (EOEP)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dias</i>	-	-	-	-	-
Outros créditos a receber	29 965 539,27	26 098 958,79	12 638 283,19	5 420 564 775	4 793 500 351
<i>Dias</i>	365,00	365,00	365,00	1564805,10	1564805,10
Recursos de Fundo de Maneio	2 454 550,73	1 173 480,28	1 206 996,13	527 656 421,79	985 089 809,39
Fornecedores	145 699,21	172 763,37	134 042,51	527 656 421,79	985 089 809,39
<i>Dias</i>	269,61	0,44	71,53	150835,03	150835,03
EOEP (Estado e Outros Entes Públicos)	5 639,58	0,00	13,80	0,00	0,00
<i>Dias</i>	365,00	-	365,00	1884,46	1884,46
Outras dívidas a pagar	2 303 211,94	1 000 716,91	1 072 939,82	0,00	0,00
<i>Dias</i>	365,00	365,00	365,00	1 458 956,22	1 458 956,22
Fundo de Maneio	27 510 988,54	24 925 478,51	11 431 287,06	4 892 908 353,68	3 808 410 541,14
Variação Fundo de Maneio	-	-2 585 510,03	-13 494 191,45	4 881 477 066,62	-1 084 497 812,54

Fonte: Elaboração Própria

Face ao exposto anteriormente, podemos visualizar que quanto aos resultados da estimação do fundo de maneio para as sociedades que incorporam a primeira fusão em estudo ao longo dos períodos em análise, o fundo de maneio não assumiu uma trajetória homogénea.

Em particular, identificamos que quanto à entidade Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A., esta assume nas necessidades de fundo de maneio uma taxa de crescimento positiva para as integrantes rubricas. No entanto, os recursos do fundo de maneio apresentam uma taxa de crescimento positiva no período 1 a 4, mas no período 4 a 5, apresenta uma diminuição. Desta forma, é possível apurar um fundo de maneio com uma taxa de crescimento progressiva. Isso significa que o ativo corrente é maior que o passivo corrente, e a empresa tem mais ativos líquidos do que dívidas que vencem num curto prazo.

Após a operação de fusão, a entidade incorporante Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. passou a registar um fundo de maneio com uma taxa decrescente, embora no período 3 a 4 verifica-se um grande aumento.

➤ Fusão entre a **Sonae MC, S.G.P.S., S.A.** e **Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.**

Quadro 3: Fundo de Maneio - Sonae MC, S.G.P.S., S.A.

1. FUNDO DE MANEIO	2016	2017	2018	PREVISIONAL	PREVISIONAL
	Periodo 1	Periodo 2	Periodo 3	Periodo 4	Periodo 5
Necessidades de Fundo de Maneio	1 618 633 280,00	1 224 102 635,00	791 884 460,00	1 243 434 047,78	1 641 410 182,95
Estado e Outros Entes Públicos (EOEP)	8 362 600,00	5 619 332,00	5 619 332,00	0,00	0,00
<i>Dias</i>	-	-	-	-	-
Outros créditos a receber	1 610 270 680	1 218 483 303	786 265 128	1 243 434 048	1 641 410 183
<i>Dias</i>	365,00	365,00	365,00	546769	546769
Recursos de Fundo de Maneio	572 313 183,00	474 198 298,00	552 920 945,00	2 496 605 344,65	3 111 681 485,58
Fornecedores	41 122,00	168 320,00	262 304,00	2 496 605 344,65	3 111 681 485,58
<i>Dias</i>	4,65	0,06	20,59	157248,67	157248,67
EOEP (Estado e Outros Entes Públicos)	1 893 948,00	1 893 882,00	1 960 091,00	0,00	0,00
<i>Dias</i>	365,00	365,00	365,00	1915973,67	1915973,67
Outras dívidas a pagar	570 378 113,00	472 136 096,00	550 698 550,00	0,00	0,00
<i>Dias</i>	365,00	365,00	365,00	531070919,7	511417323
Fundo de Maneio	1 046 320 097,00	749 904 337,00	238 963 515,00	-1 253 171 296,86	-1 470 271 302,63
Varição Fundo de Maneio	-	-296 415 760	-510 940 822	-1 492 134 812	-217 100 006

Fonte: Elaboração Própria

Quadro 4: Fundo de Maneio - Pós fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.

1. FUNDO DE MANEIO	2019	2020	2021	PREVISIONAL	PREVISIONAL
	Periodo 1	Periodo 2	Periodo 3	Periodo 4	Periodo 5
Necessidades de Fundo de Maneio	43 579 148,00	18 511 200,00	15 389 096,00	4 138 617 022,35	3 321 470 926,21
Estado e Outros Entes Públicos (EOEP)	21 789 574,00	9 255 600,00	7 694 548,00	0,00	0,00
<i>Dias</i>	-	-	-	-	-
Outros créditos a receber	21 789 574,00	9 255 600,00	7 694 548,00	4 138 617 022,35	3 321 470 926,21
<i>Dias</i>	365,00	365,00	365,00	1519715,00	1519715,00
Recursos de Fundo de Maneio	982 183 376,00	957 990 036,00	967 792 112,00	916 640 353,00	877 976 110,61
Fornecedores	192 417,00	96 516,00	113 988,00	916 640 353,00	877 976 110,61
<i>Dias</i>	24,77	0,03	16,00	134307,00	134307,00
EOEP (Estado e Outros Entes Públicos)	2 127 514,00	2 101 152,00	2 101 152,00	0,00	0,00
<i>Dias</i>	365,00	365,00	365,00	2109939,33	2109939,33
Outras dívidas a pagar	979 863 445,00	955 792 368,00	965 576 972,00	0,00	0,00
<i>Dias</i>	365,00	365,00	365,00	967 077 595,00	967077595
Fundo de Maneio	-938 604 228,00	-939 478 836,00	-952 403 016,00	3 221 976 669,35	2 443 494 815,60
Varição Fundo de Maneio	-	-874 608,00	-12 924 180,00	4 174 379 685,35	-778 481 853,75

Fonte: Elaboração Própria

Perante o apresentado anteriormente, podemos identificar que o fundo de maneio não assumiu uma vez mais uma trajetória uniforme quando analisamos os resultados da estimação do fundo de maneio para as sociedades que participam na segunda fusão ao longo dos períodos em análise.

De forma detalhada, reconhecemos que quanto à entidade Sonae MC, S.G.P.S., S.A., tanto nas necessidades como nos recursos de fundo de maneio identifica-se uma taxa decrescente nos primeiros períodos em análise, mas nos penúltimos anos já se começam a registar uma taxa crescente. No entanto, apesar de as necessidades

aumentarem, aumentam em menor quantidade face aos recursos do fundo de maneiio, verificando-se uma quebra ano após ano no fundo de maneiio e assinalando assim uma taxa decrescente.

Após suceder-se a segunda operação de fusão, a entidade incorporante Sonae MC, S.G.P.S., S.A. regista igualmente um fundo de maneiio com uma taxa decrescente até aos primeiros três anos em análise. Seguidamente, uma vez que no penúltimo ano as necessidades de fundo de maneiio aumentaram de valor, enquanto os recursos continuam numa taxa decrescente, para o fundo de maneiio é assumido uma taxa crescente, mas no último ano assume uma pequena quebra.

▪ **Pressupostos para o WACC:**

Depois da investigação realizada em torno das variáveis fundamentais para a projeção dos *cash flows* das organizações, neste passo que se segue torna-se importante determinar o custo médio ponderado de capital. Foi necessário calcular a taxa de desconto que representa o custo de capital, isto é, atualização da série de fluxos futuros ao custo médio ponderado de capital.

O *WACC* é uma métrica financeira utilizada para o cálculo do custo médio de financiamento de uma organização, onde tem em consideração o valor do património como o valor da dívida da mesma. Este método é importante para avaliar a viabilidade dos investimentos, pois representa o retorno mínimo que uma entidade deve gerar para satisfazer todos os seus financiadores.

Para a estimativa do valor do *WACC*¹⁶, uma vez que traduz a taxa de desconto tida em conta nos modelos de avaliação para apurar o custo preciso do financiamento das atividades de cada uma das entidades, implica ter em conta em primeiro lugar a previsão do capital próprio e do capital alheio, onde o custo do capital é o retorno esperado pelos investidores de capital próprio, enquanto o custo do capital alheio é a taxa de juro paga pela empresa pela dívida, assim como o rácio da dívida e do capital

¹⁶ *WACC* é o valor da taxa por qual os *FCF* têm de ser descontados para se alcançar o mesmo resultado da avaliação, aplicando os fluxos de caixa patrimoniais descontados à taxa de retorno exigida para o capital próprio (Fernández, 2010).

próprio, no qual pode ser expresso e calculado conforme a equação (Equação 1) apresentada no terceiro capítulo.

Considerando as conjunturas de cada uma das empresas em análise, para o apuramento do WACC foi assumido o ano zero como o ano em análise. Neste sentido, para o ano zero não se assumiu logo o primeiro ano que as operações de fusões começaram a produzir efeitos, pois decorrente das ineficiências da reorganização e da estruturação das sociedades, veio a considerar-se o ano zero o ano seguinte após o primeiro ano das fusões.

Assumindo o pressuposto anteriormente descrito, na operação de fusão da Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e da Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A. como começou a gerar efeitos apenas a partir do ano de 2016, considerou-se o ano de 2017. Ao mesmo tempo, quanto à operação de fusão entre a sociedade Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. como o primeiro ano a produzir efeito foi em 2019, escolhemos o ano de 2020.

Do mesmo modo, para que as contas sejam comparáveis, nas contas individuais que deram origem à consolidação foi necessário utilizar também para a primeira operação de fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e da Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A. como ano zero o ano de 2017. E para a operação de fusão entre as sociedades Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. como ano zero, o ano de 2020.

De forma sucinta, a seguir nos quadros seguintes (Quadros 5, 6, 7 e 8) é ilustrado o mecanismo até chegar ao cálculo da estimação do WACC do valor terminal para cada organização incorporante nos processos de fusão em estudo.

- Fusão entre a **Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.** e **Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.**

Quadro 5: Custo Médio Ponderado de Capital - Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.

Obrigações Tesouro longo prazo (Taxa de juro sem risco) (Rf)	3,05%
Taxa de remuneração do índice de mercado (Rm)	6,90%
Prémio de risco de mercado (Rm-Rf)	3,85%
Prémio de risco da empresa (PME, Small Cap) (Pe)	3,85%
Prémio de risco do país (Pp)	3,55%
Beta unlevered (desalavancado) do mercado (Bu)	0,57
Beta levered (alavancado) da empresa (BL)	2,51
Custo do Capital Alheio com efeito fiscal (Rca x (1-t))	0,51%
Custo do Capital Alheio (Taxa de juro +imposto selo)	0,65%
Taxa de referência (Euribor)	-0,36%
Spread médio da dívida da empresa	1,00%
Taxa de imposto de selo	0,50%
Taxa de imposto (IRC)	21,00%
Estrutura do Financiamento	
Dívida / (Capital Próprio+Dívida) (D/E+D)	81,01%
Capital Próprio/(Capital Próprio+Dívida) (E/(E+D))	18,99%
Dívida/Capital Próprio (D/E)	4,27
Custo do Capital	
Custo do capital próprio (Rcp)	0,21645959
Taxa de atualização WACC (Custo médio ponderado do capital)	4,52%

Fonte: Elaboração Própria

Quadro 6: Custo Médio Ponderado de Capital - Pós fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.

Obrigações Tesouro longo prazo (Taxa de juro sem risco) (Rf)	3,05%
Taxa de remuneração do índice de mercado (Rm)	6,90%
Prémio de risco de mercado (Rm-Rf)	3,85%
Prémio de risco da empresa (PME, Small Cap) (Pe)	3,85%
Prémio de risco do país (Pp)	3,55%
Beta unlevered (desalavancado) do mercado (Bu)	0,57
Beta levered (alavancado) da empresa (BL)	1,54
Custo do Capital Alheio com efeito fiscal (Rca x (1-t))	0,51%
Custo do Capital Alheio (Taxa de juro +imposto selo)	0,65%
Taxa de referência (Euribor)	-0,36%
Spread médio da dívida da empresa	1,00%
Taxa de imposto de selo	0,50%
Taxa de imposto (IRC)	21,00%
Estrutura do Financiamento	
Dívida / (Capital Próprio+Dívida) (D/E+D)	67,94%
Capital Próprio/(Capital Próprio+Dívida) (E/(E+D))	32,06%
Dívida/Capital Próprio (D/E)	2,12
Custo do Capital	
Custo do capital próprio (Rcp)	0,14430389
Taxa de atualização WACC (Custo médio ponderado do capital)	4,97%

Fonte: Elaboração Própria

A partir do que é exposto prevê-se que o custo médio ponderado de capital, isto é, a taxa de desconto utilizada pelos acionistas de cada uma das sociedades em estudo, quanto às entidades que vão incorporar a fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A., o WACC determinado para a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. é de 4,52%. Após dar-se a operação de fusão, o WACC da sociedade incorporante assumiu um aumento, admitindo o valor de 4,97%.

➤ Fusão entre a **Soane MC, S.G.P.S., S.A.** e **Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.**

Quadro 7: Custo Médio Ponderado de Capital - Sonae MC, S.G.P.S., S.A.

Obrigações Tesouro longo prazo (Taxa de juro sem risco) (Rf)	0,42%
Taxa de remuneração do índice de mercado (Rm)	6,90%
Prémio de risco de mercado (Rm-Rf)	6,48%
Prémio de risco da empresa (PME, Small Cap) (Pe)	6,48%
Prémio de risco do país (Pp)	2,17%
Beta unlevered (desalavancado) do mercado (Bu)	0,36
Beta levered (alavancado) da empresa (BL)	0,52
Custo do Capital Alheio com efeito fiscal (Rca x (1-t))	0,42%
Custo do Capital Alheio (Taxa de juro +imposto selo)	0,53%
Taxa de referência (Euribor)	-0,48%
Spread médio da dívida da empresa	1,00%
Taxa de imposto de selo	0,50%
Taxa de imposto (IRC)	21,00%
Estrutura do Financiamento	
Dívida / (Capital Próprio+Dívida) (D/E+D)	36,12%
Capital Próprio/(Capital Próprio+Dívida) (E/(E+D))	63,88%
Dívida/Capital Próprio (D/E)	0,57
Custo do Capital	
Custo do capital próprio (Rcp)	0,048782769
Taxa de atualização WACC (Custo médio ponderado do capital)	3,27%

Fonte: Elaboração Própria

Quadro 8: Custo Médio Ponderado de Capital - Pós fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.

Obrigações Tesouro longo prazo (Taxa de juro sem risco) (Rf)	0,42%
Taxa de remuneração do índice de mercado (Rm)	6,90%
Prémio de risco de mercado (Rm-Rf)	6,48%
Prémio de risco da empresa (PME, Small Cap) (Pe)	6,48%
Prémio de risco do país (Pp)	2,17%
Beta unlevered (desalavancado) do mercado (Bu)	0,36
Beta levered (alavancado) da empresa (BL)	0,61
Custo do Capital Alheio com efeito fiscal (Rca x (1-t))	0,42%
Custo do Capital Alheio (Taxa de juro +imposto selo)	0,53%
Taxa de referência (Euribor)	-0,48%
Spread médio da dívida da empresa	1,00%
Taxa de imposto de selo	0,50%
Taxa de imposto (IRC)	21,00%
Estrutura do Financiamento	
Dívida / (Capital Próprio+Dívida) (D/E+D)	47,75%
Capital Próprio/(Capital Próprio+Dívida) (E/(E+D))	52,25%
Dívida/Capital Próprio (D/E)	0,91
Custo do Capital	
Custo do capital próprio (Rcp)	0,057273363
Taxa de atualização WACC (Custo médio ponderado do capital)	3,19%

Fonte: Elaboração Própria

Sob outra visão, conforme os resultados obtidos, na fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A., o WACC para a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. é 3,27%. Depois da operação de fusão sentiu-se uma pequena quebra, sendo o valor do WACC agora de 3,19%.

É importante destacar ainda que, em termos de avaliação, se vamos incorporar uma entidade no qual já possuem 100% do capital dela, o valor de atualização do FCF devia ser o mesmo da entidade incorporada. Contudo, como podemos verificar não acontece isso, pois a apresentação das contas individuais da entidade que vai incorporar é pelo método de consolidação integral. Toda a estrutura da empresa será influenciada pelas participações porque as contas individuais já se dão pela consolidação integral.

Posto isto, estamos em condições de assumir que para o apuramento do WACC foi necessário ter em atenção os pressupostos abaixo definidos.

Custo do Capital Próprio

Sob a ótica do modelo *Capital Asset Price Model (CAPM)*, o custo do capital próprio (*Ke*) é estimado através do valor da taxa de juro sem risco, isto é, das obrigações de

tesouro a longo prazo (r_f), do beta *levered* (alavancado) das entidades (B_L) e do prémio de risco do país (P_p) e do mercado ($r_m - r_f$).

Quanto as taxas de juro sem risco, atendendo às condições macroeconómicas, os valores das taxas utilizadas tiveram por base a informação alusiva da taxa de rendibilidade das obrigações de tesouro, registando-se numa taxa fixa por um prazo residual de 10 anos mensais disponibilizada no Banco de Portugal¹⁷. E tendo em consideração as oscilações registadas nos períodos históricos, optou-se por efetuar a média dos valores mensais da taxa de rendibilidade das obrigações de tesouro de cada ano zero antes e depois das operações de fusão.

Para as entidades que vão incorporar a fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A., tendo em vista o facto que no ano antes pós a fusão a sociedade Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S. era detida a 100% pela Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., a taxa de juro sem risco que nos importa apurar é da Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S. antes e pós fusão.

Posto isto, a taxa de juro sem risco foi determinada através da média do ano de 2017, sendo apurado para a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S. o valor de 3,05%. Após a operação de fusão, a taxa juro sem risco estimada pela média de 2017 foi também de 3,05%. Por outro lado, quanto a fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. (anteriormente designado por Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S.), atendendo que antes da segunda fusão a entidade Modelo Continente, S.G.P.S. era detida em 100% pela Sonae MC, S.G.P.S., a taxa de juro sem risco que foi determinada através da média do ano de 2020 é de 0,42%. Após a operação de fusão, a taxa juro sem risco estimada pela média de 2020 foi também de 0,42%.

Já quanto aos valores utilizados para os betas alavancados das entidades pode ser determinado através do valor do beta *unlevered* (desalavancado) do mercado, aqui foi necessário apoiar-nos no modelo fornecido de Damodaran¹⁸, no qual apresenta a

¹⁷ As taxas de rendibilidade das obrigações de tesouro utilizadas encontram-se disponibilizadas no Banco de Portugal, estando acessíveis em <https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/quadros/484>, e obtido em 1 de fevereiro de 2023.

¹⁸ Os valores dos betas desalavancados foram selecionados com base no modelo fornecido de Damodaran, encontrando-se disponível em https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#corpgov, e obtido em 1 de fevereiro de 2023.

estimação para os valores dos betas de cada indústria, da taxa de imposto sobre o rendimento e do rácio entre o montante da dívida e o capital próprio, conforme se segue abaixo (Equação 5).

Equação 5: Beta Alavancado

$$B_L = B_U \times \left(1 + (1 - IRC) \times \left(\frac{D}{E} \right) \right)$$

Fonte: Informação adaptada do artigo “*The capital asset pricing model: Theory and evidence*” (Fama & French, 2004)

B_U – Beta Desalavacando do Mercado (*Beta Unlevered from the Market*);

IRC – Taxa de Imposto sobre o Rendimento (*Income Tax Rate*);

D – Passivo (*Debt*);

E – Capital Próprio (*Equity*).

Antes de seguirmos para os dados apurados, interessa mencionar que o beta alavancado considera e dá relevância ao capital próprio e ao capital alheio, expressando-se pelo seu somatório. Sob a perspetiva do beta desalavancado, este desconsidera a importância do capital alheio, dedicando no seu foco ao total do capital próprio.

Posto isto, para as entidades que vão incorporar a fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e a Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A. foi apurado que o beta alavancado da Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. é de 2,51. Após a operação de fusão foi estimado que o beta alavancado da entidade resultante é de 1,54. Sob outro prisma, quanto às entidades que vão incorporar a fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. foi determinado que o beta alavancado da Sonae MC, S.G.P.S., S.A. é de 0,52. Após a fusão foi calculado um beta alavancado de 0,61.

O prémio de risco pode ser definido pelo retorno esperado de qualquer investimento, sendo capaz de ser estimado através do somatório da taxa livre de risco com um retorno extra (Damodaran, 2012). Um dos métodos aplicados para a estimativa do risco baseia-se em dados históricos e consegue abranger o risco do país. Assim sendo, para o valor

do prémio de risco do país para cada ano zero foi necessário apoiarmo-nos nos estudos de Damoradan¹⁹, tendo-se estimado em 2017 o valor de 3,55% e em 2020 o valor de 2,17%.

Quanto ao prémio de risco de mercado, tendo em consideração o valor atribuído à taxa de remuneração do índice de mercado e a taxa de juro sem risco, estimou-se que para as entidades que vão incorporar a fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A., o prémio de risco de mercado para o ano de 2017 é de 3,85%. Após a operação de fusão, o prémio de risco de mercado para o ano de 2017 foi também de 3,85%. De outro modo, quanto à fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. o prémio de risco de mercado para o ano de 2020 é de 6,48%. Após a operação de fusão, o prémio de risco de mercado para o ano de 2020 foi também de 6,48%.

Em relação à taxa de remuneração do índice de mercado foi necessário recorrer à evolução diária das cotações de fundos de investimento e pensões emitidas pela instituição bancária da Caixa Geral de Depósitos (CGD)²⁰, tendo-se optado pela taxa de rendabilidade do fundo de investimento da Caixa Ações Europa Socialmente Responsável²¹ cotadas no dia 21 de abril de 2022 (uma vez que não encontramos disponível para cada ano zero). Seguindo esta metodologia, determinou-se que para as entidades que vão incorporar cada uma das fusões e depois dos pós fusões, a taxa de remuneração do índice de mercado a utilizar é de 6,90%.

Tendo em conta tudo isto, o custo do capital próprio das empresas pode ser expresso pela seguinte expressão (Equação 6).

¹⁹ Os valores do prémio de risco do país foram selecionados com suporte ao modelo fornecido de Damodaran disponível em https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#corpgov e obtido em 1 de fevereiro de 2023.

²⁰ O valor da taxa de remuneração do índice de mercado foi apoiado com base na evolução diária das cotações de fundos de investimento e pensões emitidas pela instituição bancária CGD disponível em <https://www.cgd.pt/Particulares/Poupanca-Investimento/Fundos-de-Investimento/Pages/CotacoesRendibilidades.aspx> e obtido em 21 de abril de 2023.

²¹ Caixa Ações Europa Socialmente Responsável é um fundo de investimento que tem como objetivo focar-se no investimento de uma carteira diversificada de ações emitidas por entidades sediadas na União Europeia, Suíça e Noruega, no qual apresentam uma alta capitalização e liquidez, podendo ser reconhecidas pelas melhores práticas de sustentabilidade (disponível em <https://www.cgd.pt/Particulares/Poupanca-Investimento/Fundos-de-Investimento/Pages/CaixaInvestAccoesEuropa.aspx> e obtido em 21 de abril de 2023).

Equação 6: Custo do Capital Próprio

$$Ke = r_f + B_L \times ((r_m - r_f) + P_P)$$

Fonte: Informação adaptada do artigo “*The capital asset pricing model: Theory and evidence*” (Fama & French, 2004)

r_f – Taxa de Juro sem Risco (*Risk-free Interest Rate*);

r_m – Taxa de Remuneração do Índice de Mercado (*Market Index Rate of Return*);

B_L – Beta Alavacando do Mercado (*Beta Levered of the Market*);

P_P – Prêmio de Risco do país (*Country Risk Premium*);

E – Capital Próprio (*Equity*).

Seguindo esta lógica, apurou-se para as entidades intervenientes da operação de fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A., o custo do capital da Sonae MC – Modelo Continente é de 0,21646. Após realizar-se a fusão, a sociedade incorporante estimou um valor para o custo de capital de 0,14430. Para a operação de fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A., determinou-se que o custo de capital para a entidade Sonae MC é de 0,04878. Depois da fusão se realizar, a Sonae MC regista um custo de capital de 0,05727.

Custo do Capital Alheio

Relativamente ao custo do capital alheio (K_d) foi determinado com base na taxa de referência *Euribor*²², do *spread* médio da dívida das empresas e da taxa de imposto do selo.

De forma discriminada, em relação à taxa de referência *Euribor*, a sua determinação efetuou-se atendendo à informação que se encontra registada no Banco de Portugal a

²² *Euribor* pode ser denominada por *Euro Interbank Offered Rate*. Define-se pela taxa de juro média válida para depósitos e cotada mediante o cálculo dos juros dos depósitos, considerando o número real de dias passados, em proporção do ano de 360 dias (disponível no Banco de Portugal em <https://www.bportugal.pt/glossario/all?title=Euribor> e obtido em 17 de abril de 2023).

partir da *Euribor* diária, realizando a média para cada ano zero. Neste seguimento, para as organizações que serão incorporadas pela fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e a Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A., a *Euribor* para o ano zero de 2017 será de 0,36% negativa. Após a fusão entre as organizações, a sociedade incorporada apresentou uma *Euribor* de 0,36% negativa em 2017. Já a fusão entre a Sonae MC – S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. a *Euribor* para 2020 é de 0,48% negativos. Após a fusão, a *Euribor* também registou 0,48% negativos para o ano de 2020.

O *spread* médio da dívida dada a situação e tendo em atenção a informação média disponível, foi admitido o valor de 1% para todas as sociedades em análise neste caso de estudo.

Quanto à taxa de imposto do selo utilizada na incidência da utilização de crédito foi de 0,50% atendendo a informação prevista no Código do Imposto Selo (CIS).

Posto isto, apurou-se que o custo do capital alheio para as entidades que vão incorporar a fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A. é de 0,65%. Após dar-se a operação de fusão entre as entidades Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A., a sociedade incorporante regista um custo de capital alheio igual a 0,65%. Já para a fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A., o custo do capital alheio é de 0,53%. Após esta última operação de fusão, o custo do capital alheio também é de 0,53%.

Rácio da Dívida

Na estrutura de financiamento, o rácio da dívida de todas as sociedades antes e pós fusão pode-se decompor da seguinte forma:

Equação 7: Rácio da Dívida

$$\text{Rácio da dívida} = \frac{D}{D + E}$$

Fonte: Damoradan ²³

²³ Encontra-se disponibilizado na plataforma do Damoradan, estando disponível em https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#discrate, e obtido em 15 de maio de 2023).

D – Passivo (*Debt*);

E – Capital Próprio (*Equity*).

Neste seguimento, para as entidades que vão incorporar a fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A., o rácio contabilístico da dívida para a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. é de 81,01%. Após dar-se esta operação de fusão entre as sociedades, a sociedade incorporante apurou um rácio da dívida para o ano de 2017 de 67,94%. Sob a perspetiva da fusão entre a Sonae MC – S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A., o rácio da dívida para a sociedade Sonae MC, S.G.P.S., S.A. é de 36,12%. Depois desta segunda operação de fusão, o rácio para o ano de 2020 é de 47,75%.

Rácio do Capital Próprio

O rácio do capital próprio das sociedades antes e depois da realização das operações de fusões é possível expressar-se do seguinte modo:

Equação 8: Rácio do Capital Próprio

$$\text{Rácio da dívida} = \frac{E}{E + D}$$

Fonte: Damoradan

E – Capital Próprio (*Equity*);

D – Passivo (*Debt*).

Para as entidades que vão incorporar a fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A., o rácio do capital próprio para a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. é de 18,99%. Após dar-se esta operação de fusão, a sociedade incorporante apresenta um rácio do capital próprio para o ano de 2017 de 32,06%. Por outro lado, na fusão entre a Sonae MC – S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A., o rácio do capital próprio para a sociedade Sonae

MC, S.G.P.S., S.A. é 63,88%. Posteriormente à segunda operação de fusão, o rácio para o ano de 2020 é de 52,25%.

4.3.1.2 Apuramento do *Free Cash Flows*

Na estimação do cálculo para a avaliação financeira segundo o método dos *FCF*, os indicadores são determinados tendo em consideração o valor da perpetuidade com o crescimento dos *cash flows* à taxa anual estabelecida, atendendo os pressupostos assumidos.

Atendendo às conjunturas de cada uma das sociedades, quanto ao desempenho dos valores dos *FCF* tivemos de optar por utilizar, para além dos anos previsionais, também os anos históricos como uma referência para calcular o retorno esperado.

De forma idêntica à explicada para o apuramento do *WACC*, aquando da avaliação das entidades, para o ano zero não se considerou logo o primeiro ano que as operações de fusões começam a criar efeitos. Isto acontece devido às ineficiências da reorganização e à estruturação das empresas, por isso considera-se o ano zero, o ano seguinte após o primeiro ano das fusões. Neste sentido, para o antes e pós da operação de fusão da Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e da Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A. considerou-se o ano de 2017. Por outro lado, quanto ao antes e pós operação de fusão entre a sociedade Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. escolhemos o ano de 2020.

Assim sendo, estimando-se os valores históricos e previsionais para um total de N+5, prevê-se que se aumente ano após ano. Em seguida são expostos os respetivos quadros para cada umas das entidades intervenientes nas fusões (Quadro 9, 10, 11 e 12).

- Fusão entre a **Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.** e **Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.**

Quadro 9: Mapa Previsional dos FCF - Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.

Free Cash Flow	2013	2014	2015	N+1	N+2
	-4	-3	-2	-1	0
Resultados Operacionais (EBITDA)	120 530 034	(125 054 569)	(82 591 376)	(95 020 204)	(106 947 761)
Resultados Extraordinários					
+ EBIT	(95 020 204)	(106 947 761)	(117 689 613)	(126 550 511)	(124 737 524)
Taxa de Imposto (IRC)	21%	21%	21%	21%	21%
Imposto sobre EBIT	(19 954 243)	(22 459 030)	(24 714 819)	(26 575 607)	(26 194 880)
- Imposto	1 106 897	(4 903 382)	(6 573 715)	19 426 138	22 257 580
+ Depreciações e Amortizações	-	-	-	-	-
Variação de Perdas por Imparidade	-	-	-	-	-
Cash Flow Bruto	(96 127 101)	(102 044 379)	(111 115 898)	(145 976 649)	(146 995 105)
- Variação Fundo de Manéio	-	(41 159 977)	(15 469 867)	(15 469 867)	(17 169 300)
- Variação Investimento em Capital Fixo	-	-	-	-	-
Cash Flow Operacional	(93 913 307)	(153 011 121)	(139 733 196)	(122 594 240)	(119 649 244)
Perpetuidade					(2 707 397 088)
FCFF com perpetuidade	(93 913 307)	(153 011 121)	(139 733 196)	(122 594 240)	(2 827 046 332)
Factor de atualização - WACC	1,193603777	1,141944871	1,092521751	1,045237653	1
FCFF descontado perpetuidade	-112 095 278	(174 730 265)	(152 661 556)	(128 140 115)	(2 827 046 332)
FCFF descontado acumulado perpetuidade	(112 095 278)	(286 825 542)	(439 487 098)	(567 627 214)	(3 394 673 546)

Fonte: Elaboração Própria

Quadro 10: Mapa Previsional dos FCF - Pós fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.

Free Cash Flow	2016	2017	2018	N+1	N+2
	-1	0	1	2	3
Resultados Operacionais (EBITDA)	61 788 764	8 558 956	105 534 806	120 550 764	134 410 564
Resultados Extraordinários					
+ EBIT	61 788 764	8 558 956	105 534 806	120 550 764	134 410 564
Taxa de Imposto (IRC)	21%	21%	21%	21%	21%
Imposto sobre EBIT	12 975 640	1 797 381	22 162 309	25 315 660	28 226 218
- Imposto	(2 854 053)	(134 994)	(3 543 179)	(30 854 928)	(33 899 799)
+ Depreciações e Amortizações	-	-	-	-	-
Variação de Perdas por Imparidade	-	-	-	-	-
Cash Flow Bruto	64 642 817	8 693 950	109 077 985	151 405 692	168 310 363
- Variação Fundo de Manéio	-	2 585 510	13 494 191	(4 881 477 067)	1 084 497 813
- Variação Investimento em Capital Fixo	-	-	-	-	-
Cash Flow Operacional	58 934 711	11 009 471	115 485 819	(4 791 781 231)	1 185 008 578
Perpetuidade					24 343 868 953
FCFF com perpetuidade	58 934 711	11 009 471	115 485 819	(4 791 781 231)	25 528 877 531
Factor de atualização - WACC	1,049726584	1	0,952629013	0,907502036	0,864512769
FCFF descontado perpetuidade	61 865 333	11 009 471	110 015 142	(4 348 551 224)	22 070 040 606
FCFF descontado acumulado perpetuidade	61 865 333	72 874 804	182 889 946	(4 165 661 278)	17 904 379 327

Fonte: Elaboração Própria

Perante o exposto, antes da concretização da operação de fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e a Sonae Specialized Retail, S.G.P.S., S.A. é possível identificar que com o passar dos anos veio admitir-se uma trajetória decrescente, atingindo mesmo valores negativos.

Assim que se dá a operação de fusão, é possível notar um crescimento significativo, registando valores cada vez mais elevados, excluindo-se o período de N+1, em que se registaram valores negativos.

➤ Fusão entre a **Sonae MC, S.G.P.S., S.A.** e **Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.**

Quadro 11: Mapa Previsional dos FCF - Sonae MC, S.G.P.S., S.A.

Free Cash Flow	2016	2017	2018	N+1	N+2
	-4	-3	-2	-1	0
Resultados Operacionais (EBITDA)	76 979 468	17 509 314	94 914 263	108 616 520	121 231 581
Resultados Extraordinários					
+ EBIT	108 616 520	121 231 581	131 616 164	138 259 520	179 564 932
Taxa de Imposto (IRC)	21%	21%	21%	21%	21%
Imposto sobre EBIT	22 809 469	25 458 632	27 639 395	29 034 499	37 708 636
- Imposto	(4 471 105)	(386 116)	(8 010 130)	(34 994 105)	(36 117 966)
+ Depreciações e Amortizações	-	-	-	-	-
Variação de Perdas por Imparidade	-	-	-	-	-
Cash Flow Bruto	113 087 625	121 617 697	139 626 294	173 253 625	215 682 898
- Variação Fundo de Maneio	-	296 415 760	510 940 822	510 940 822	217 100 006
- Variação Investimento em Capital Fixo	-	-	-	-	-
Cash Flow Operacional	104 145 415	417 261 225	634 546 856	614 206 237	360 546 971
Perpetuidade					11 398 439 559
FCFF com perpetuidade	104 145 415	417 261 225	634 546 856	614 206 237	11 758 986 530
Factor de atualização - WACC	1,137193264	1,101224104	1,066392641	1,032662888	1
FCFF descontado perpetuidade	118 433 465	459 498 119	676 676 098	634 267 986	11 758 986 530
FCFF descontado acumulado perpetuidade	118 433 465	577 931 583	1 254 607 681	1 888 875 667	13 647 862 197

Fonte: Elaboração Própria

Quadro 12: Mapa Previsional dos FCF - Pós fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.

Free Cash Flow	2019	2020	2021	N+1	N+2
	-1	0	1	2	3
Resultados Operacionais (EBITDA)	173 993 713	242 867 660	169 701 016	195 710 682	220 096 317
Resultados Extraordinários					
+ EBIT	173 993 713	242 867 660	169 701 016	195 710 682	220 096 317
Taxa de Imposto (IRC)	21%	21%	21%	21%	21%
Imposto sobre EBIT	36 538 680	51 002 209	35 637 213	41 099 243	46 220 227
- Imposto	(2 580 875)	(2 887 461)	(1 255 128)	(47 422 733)	(52 688 370)
+ Depreciações e Amortizações	-	-	-	-	-
Variação de Perdas por Imparidade	-	-	-	-	-
Cash Flow Bruto	176 574 588	245 755 121	170 956 144	243 133 415	272 784 687
- Variação Fundo de Maneio	-	874 608	12 924 180	(4 174 379 685)	778 481 854
- Variação Investimento em Capital Fixo	-	-	-	-	-
Cash Flow Operacional	171 412 838	240 854 807	181 370 068	(4 026 091 736)	945 889 800
Perpetuidade					30 633 827 804
FCFF com perpetuidade	171 412 838	240 854 807	181 370 068	(4 026 091 736)	31 579 717 604
Factor de atualização - WACC	1,031908174	1	0,969078475	0,939113091	0,910074282
FCFF descontado perpetuidade	176 882 309	240 854 807	175 761 829	(3 780 955 454)	28 739 888 824
FCFF descontado acumulado perpetuidade	176 882 309	417 737 116	593 498 945	(3 187 456 510)	25 552 432 315

Fonte: Elaboração Própria

Tendo por base a informação exposta acima, destaca-se que anteriormente à fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. os valores quanto aos *FCF* têm vindo aumentar, à exceção da pequena quebra sentida em N+1.

Após a fusão, os valores dos *FCF* não admitiram um comportamento completamente uniforme. Têm aumentado ao longo do tempo, mas há que chamar atenção da diminuição sentida no período de 2021 como no período previsional de N+1. É importante salientar, ainda, o aumento significativo ocorrido no último ano.

4.3.1.3 Estimação do Valor das Empresas

Como o método dos *FCF* procura estimar o valor de uma sociedade para um período definido por intermédio dos fluxos de caixa futuros atualizados a uma taxa de desconto adequada, mediante o risco inerente a esses mesmos fluxos, o modelo expõe a seguinte equação (Equação 9) para o cálculo do valor de uma empresa.

Equação 9: Valor da Empresa

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_n}{(1+r)^t} + \frac{VR_n}{(1+r)^n}$$

Fonte: Informação adaptada do artigo “*Value versus Growth: The Internacional Evidence*” (Fama & French, 1998)

FCFn – Fluxo de Caixa das operações do período *n* (*Free Cash Flow*);

VRn – Valor Residual (*Residual Value*);

r – Taxa de Custo Médio Ponderado de Capital (*Weighted Average Cost Rate of Capital*);

n – Último ano do período de planeamento.

Consoante os critérios definidos para o presente modelo de avaliação, os fluxos de caixa (*FCFn*) resultam da projeção da atividade das empresas, bem como dos seus resultados. Assim, os valores das empresas resultam do somatório dos fluxos de caixa descontados num horizonte temporal de cinco anos, acrescidos do valor da

perpetuidade e adicionando o montante de disponibilidades, obtendo-se os valores de mercado para cada uma das sociedades em estudo.

A seguir, nos seguintes quadros (Quadro 13, 14, 15 e 16) encontram-se estimados os valores de mercado de cada uma das empresas.

- Fusão entre a **Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.** e **Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.**

Quadro 13: Valor da Empresa - Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.

Valor da empresa (Enterprise value)	(3 394 673 546)
Valor da perpetuidade	(2 707 397 088)

Fonte: Elaboração Própria

Quadro 14: Valor da Empresa - Pós fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.

Valor da empresa (Enterprise value)	17 904 379 327
Valor da perpetuidade	24 343 868 953

Fonte: Elaboração Própria

Depois dos resultados até aqui alcançados e atendendo a todos os pressupostos assumidos, conseguimos identificar que no que se refere à fusão entre as sociedades Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A. antes da realização da fusão a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S. registou um valor da empresa negativo de 3.394.673.546 euros.

Seguidamente após a fusão, é notório o grande aumento obtido, passando admitir o valor da empresa de 17.904.379.327 euros.

- Fusão entre a **Sonae MC, S.G.P.S., S.A.** e **Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.**

Quadro 15: Valor da Empresa – Sonae MC, S.G.P.S., S.A.

Valor da empresa (Enterprise value)	13 647 862 197
Valor da perpetuidade	11 398 439 559

Fonte: Elaboração Própria

Quadro 16: Valor da Empresa - Pós fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.

Valor da empresa (Enterprise value)	24 958 933 370
Valor da perpetuidade	30 633 827 804

Fonte: Elaboração Própria

Do mesmo modo, quanto à operação de fusão que incorpora as sociedades Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.G., S.A. antes desta operação a entidade Sonae MC, S.G.P.S. registou um valor de empresa de 13.647.862.197 euros.

Posteriormente à realização da fusão, a Sonae MC, S.G.P.S. regista um valor de empresa de 24.958.933.370 euros.

4.3.1.4 Análise de Resultados da Avaliação das Entidades

Nesta análise, o que está aqui em foco é verificar se as duas operações de fusão em estudo conduziram a ganhos sinérgicos. Para tal, além de alguns dos rácios que podem fazer sentido serem utilizados (rácio da rendibilidade dos capitais próprios, da rendibilidade do ativo e de solvabilidade), foi necessário perceber se existiu valor criado e daí um proveniente ganho sinérgico. Em seguida são discutidos os resultados apurados, elaborando uma análise comparativa entre os dois cenários.

Esta questão do ganho sinérgico ocorre apenas se em duas empresas pré-existentes der origem a uma operação de fusão e com esta atividade, uma entidade desaparecerá e somente a outra permanecerá. O ganho sinérgico apenas poderá ser imputado, caso a empresa resultante da operação consiga obter acréscimos de eficiência na estruturação ao nível económico e financeiro.

Com base em todos os resultados apurados, em especial os últimos quanto à estimação do valor das empresas antes e pós fusão, é identificado que após a primeira e segunda fusão é garantido um ganho extraordinário pós fusão. Apesar de na segunda fusão ser garantido um ganho em menor valor, no nosso ponto de vista poderá estar associado à justificação de outras variáveis e externalidades, uma vez que quem estudou esta fusão tomou esta decisão com as melhores expectativas que detinha na altura.

É muito importante referir que nestas duas operações de fusão estão presentes os impactos das entidades participadas, que é, na verdade a essência de qualquer S.G.P.S.. Na nossa opinião, acreditamos que estas fusões facilitaram aos próprios analistas uma interpretação mais coesa e rápida dos dados apresentados das entidades participadas.

Perante todos os resultados estimados é identificado um ganho sinérgico após as duas operações de fusões. Porém, embora podemos demonstrar matematicamente que os valores gerados pelas fórmulas são superiores quando se realizam as operações de fusão, não temos a garantia de que esses valores resultem exclusivamente do efeito das fusões, uma vez que existem muitas variáveis que não foi possível avaliarmos com a máxima precisão, como as movimentações das participações que contribuem para essas avaliações. Além disso, outras situações, como as próprias políticas empresariais e a cultura subjacente, podem ter resultado efeitos que não podem ser quantificados a partir dos dados recolhidos.

No entanto, não se pode assim dizer que não tenha acontecido um ganho sinérgico, uma vez que alcançaram a eficiência e a eficácia conforme o perspectivado no projeto de cada fusão (Anexo I e II), face ao cenário que cada uma das sociedades apresentava antes das operações de fusão. As sociedades reconheceram um conjunto de vantagens ao se concentrarem apenas numa única empresa, nomeadamente conseguiram fortalecer a capacidade económica e financeira, existindo um conjunto de burocracias, obrigações legais e de custos eliminados. Também se passou a identificar um planeamento conjunto e estratégico, e uma reestruturação dos recursos económicos, admitindo a formação de uma estrutura organizacional mais competitiva.

Existem imensas externalidades nos processos de fusão que impactam as fusões, e atendendo aos dados que possuímos não nos é possível observá-las com exatidão, mas pelo simples facto de haver participações diretas em 100%, os ganhos existem tendo resultado num impacto positivo.

A partir da análise dos indicadores económicos e financeiros, especialmente os indicadores de rendibilidade dos capitais próprios, de rendibilidade do ativo e de solvabilidade, no qual podem ser expressos e estimados conforme as equações (Equações 2, 3 e 4) apresentadas no terceiro capítulo, foram apurados os seguintes resultados, como se segue representado (Quadro 17 e 18).

Quadro 17: Indicadores Económicos e Financeiros - Pós fusão entre Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae – Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.

Indicadores Financeiros	2017
Indicador de Rendibilidade dos Capitais Próprios:	-1,06%
Indicador de Rendibilidade do Ativo:	0,29%
Indicador de Solvabilidade:	25,69%

Fonte: Elaboração Própria

Depois da operação de fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e a Sonae – Specialized, S.G.P.S., S.A., em 2017 apuramos que o indicador de rendibilidade dos capitais próprios assumiu valores negativos, sendo igual a 1,06%. Este cenário traduz que, à data a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S. transmitia grande atratividade para os potenciais investidores.

Por outro lado, quanto ao indicador de rendibilidade do ativo regista um valor de 0,29% e o indicador de solvabilidade concentra-se no valor de 25,69%.

Quadro 18: Indicadores Económicos e Financeiros - Pós fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.

Indicadores Financeiros	2020
Indicador de Rendibilidade dos Capitais Próprios:	15,47%
Indicador de Rendibilidade do Ativo:	8,07%
Indicador de Solvabilidade:	104,25%

Fonte: Elaboração Própria

Agora após a operação de fusão entre a Sonae MC – S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A., em 2020 a rendibilidade dos capitais próprios registou um valor muito mais elevado, atingindo os 15,47%.

Do mesmo modo, no que respeita à rendibilidade do ativo e à solvabilidade, estes indicadores também registaram valores superiores. O indicador de rendibilidade do ativo registou 8,07%. E o indicador de solvabilidade um valor de 104,25%.

Tendo como comparação os resultados apurados para os indicadores selecionados nas duas situações, e sendo considerados como dados relativos, podendo ser comparáveis diretamente entre si, podemos concluir que na segunda operação de fusão, isto é, na fusão entre a Sonae MC – S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A., os valores dos indicadores económicos e financeiros foram bem mais elevados face à primeira operação de fusão.

Neste seguimento, uma vez que o rácio de rendibilidade dos capitais próprios assumiu valores mais elevados, a perceção imediata é de que as sociedades possam ter um aumento significativo no lucro em relação ao capital investido pelos acionistas, o que torna as sociedades mais atrativas para potenciais partes interessadas.

Em relação ao indicador de rendibilidade do ativo, que também apresenta um valor superior, significa que as sociedades têm uma capacidade maior para gerar um maior retorno financeiro em relação aos ativos que as sociedades possuem.

Por fim, no que respeita ao indicador de solvabilidade, uma vez que atinge valores mais elevados, indica que as entidades resultantes após as fusões apresentam uma estrutura financeira mais sólida e estão mais bem posicionadas para enfrentar os seus compromissos financeiros.

Através dos resultados obtidos e atendendo à necessidade de estruturação da primeira operação de fusão, podemos entender que esta operação de fusão ocorreu para posteriormente permitir a segunda operação de fusão, e sendo assim ambas as operações foram vantajosas.

▪ **Discussão dos Resultados à luz das Hipóteses e Questões de Investigação**

A primeira hipótese que tinha sido proposta no nosso estudo afirmava que a operação de fusão entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e a Sonae –

Specialized Retail, S.G.P.S., S.A. originou aumento de valor. Após a avaliação desta operação de fusão, consoante os resultados estimados e atendendo o critério de avaliação, os resultados demonstraram a veracidade da hipótese, uma vez que com esta operação se identificou um grande aumento em cerca de 21 mil milhões de euros (21.000.000.000 €) no valor da empresa.

A segunda hipótese levantada propõe que a operação de fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e a Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. originou aumento de valor, o que se veio a confirmar com base na avaliação realizada desta operação de fusão, verificando-se um aumento de valor na ordem dos 11 mil milhões de euros (11.000.000.000 €).

Na terceira hipótese formulada para o nosso estudo, procuramos compreender se através do indicador de rendibilidade dos capitais próprios, as operações de fusões podem criar valor para os acionistas. Através da interpretação dos resultados que conseguimos alcançar é apurado que no que concerne ao indicador de rendibilidade dos capitais próprios, tendo como termo de comparação o pós das duas operações de fusões, identificamos que a rendibilidade dos capitais próprios assumiu uma tendência de crescimento. Isto significa que a atratividade das sociedades para os possíveis investidores será maior, bem como a capacidade de se autofinanciarem. Posto isto, com o melhor nível de desenvolvimento empresarial, as operações de fusões podem criar um aumento de valor para os acionistas.

Quanto à quarta hipótese de investigação, é estudado se à medida que aumenta a rendibilidade do ativo, as organizações demonstram maior possibilidade de gerar ganho sinérgico. Consoante o que foi investigado com o pós da primeira operação de fusão para a segunda operação, no indicador de rendibilidade do ativo sentiu-se um incremento no seu valor. E uma vez que o indicador de rendibilidade do ativo assumiu valores cada vez mais elevados, registou-se um retorno financeiro mais vantajoso. Portanto, com um melhor retorno financeiro podemos dizer que realmente se espera maior possibilidade de gerar ganho sinérgico.

Por último, com a quinta hipótese espera-se entender que quando o indicador de solvabilidade aumenta, mediante as capacidades das sociedades, permite que se mantenham numa condição financeiramente sólida. Face ao exposto nos resultados obtidos pós fusões, é estimado um crescimento no indicador de solvabilidade. Sendo

assim, à medida que o indicador de solvabilidade cresce, o poder de negociação das entidades é superior, e maior é a possibilidade de se financiarem. Logo, em termos financeiros, as sociedades encontram-se numa situação melhor, o que permite que se mantenham numa condição financeiramente sólida.

Além de testar a autenticidade de todas as hipóteses de investigação, no nosso estudo também procuramos dar resposta às questões de investigação propostas.

A primeira questão procura perceber qual o impacto dos valores das sinergias das fusões na performance das entidades em observação. Em primeiro lugar importa destacar que, as sinergias referem-se aos benefícios adicionais que surgem quando pelo menos duas entidades se unem, resultando num valor superior do que se as entidades tivessem atividade em separado. Posto isto, após os resultados apurados é identificado nas entidades em observação um impacto positivo dos valores das sinergias na performance das entidades pós fusão.

Este impacto positivo é sentido ao nível dos ganhos de eficiência, atendendo ao aumento verificado da racionalização empresarial, que decorre em especial do aumento das capacidades e da melhoria da gestão das organizações e da redução de custos estruturais e administrativos. Nesta perspetiva é identificado que cada uma das empresas resultantes destas operações detêm o poder de aumentar os seus lucros, podendo impulsionar indiretamente o aumento da quota de mercado das sociedades em que as empresas em questão participam.

Como podemos comprovar, os valores das sinergias podem influenciar diretamente as estratégias, interações e a cultura organizacional, moldando o comportamento e as decisões das empresas.

A segunda questão de investigação explora qual o melhor indicador económico e financeiro que pode ajudar a explicar o ganho sinérgico. Através dos resultados apurados, comparando o pós primeira fusão (operação entre a Sonae MC – Modelo Continente, S.G.P.S. e Sonae Specialized Retail, S.G.P.S.) com o pós segunda fusão (Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e Modelo Continente, S.G.P.S., S.A.), todos os indicadores económicos e financeiros aumentam em grande escala, mas aquele que se destaca mais é o indicador de solvabilidade. Nessa perspetiva, o indicador que melhor pode ajudar a explicar o ganho sinérgico é, na verdade, o indicador de solvabilidade.

Embora o indicador de solvabilidade por si só não explica diretamente os ganhos sinérgicos, juntamente com outros fatores importantes é uma mais-valia, pois é crucial para garantir a saúde financeira das organizações. Ou seja, este indicador pode avaliar os níveis de endividamento e a capacidade de investimento futuro.

Assim sendo, mediante a extensa investigação e após o apuramento da análise de dados foi possível confirmar a veracidade das hipóteses formuladas, bem como fornecer respostas claras às questões levantadas.

5.1 Conclusões Gerais

O estudo e a análise do método de avaliação de empresas detêm uma enorme dimensão significativa nas empresas atualmente, sendo determinante nos processos de F&A.

Em conclusão, o presente trabalho de dissertação explorou o tema dos ganhos sinérgicos em F&A, estudando o modo como essas transações têm o potencial de gerar valor para as organizações envolvidas. Os ganhos sinérgicos dizem respeito aos benefícios adicionais que podem ser alcançados quando duas ou mais entidades se juntam, excedendo assim os recursos e as capacidades individuais de cada empresa.

De acordo com tudo o que foi apresentado e escrito ao longo desta investigação, incluindo a extensa revisão da literatura que conseguiu confrontar distintas opiniões de autores especializados, como os autores Matos e Rodrigues (2000), e Ferreira (2002), compreendendo também as motivações, as vantagens e desvantagens que advêm destes processos, este trabalho de dissertação regista como principal finalidade expor às organizações os ganhos possíveis de gerar com a concretização das operações de F&A, podendo servir como objeto de incentivo. Contudo, o foco do estudo em causa procurou perceber se com a concretização das duas fusões em análise identificamos um ganho sinérgico, procurando chegar o mais próximo possível ao valor de mercado avaliando as entidades envolvidas.

Neste seguimento, para que a avaliação das sociedades selecionadas pudesse ser realizada de modo sensato e rigoroso foi necessário desenvolver um critério de avaliação. Pois, caso não fosse adotado, sendo a avaliação baseada em critérios não controláveis e completamente teóricos, por mais substância que apresente a credibilidade dos dados pelo número de dados que existem inerentes e atendendo o objeto social das organizações, podia tornar os nossos resultados completamente suspensos e arbitrários.

Desta forma, optamos por realizar a avaliação das empresas tendo considerado a metodologia de três anos históricos e dois anos previsionais para a estimação do *FCF*, admitindo um período temporal de cinco anos, atualizando o fator de atualização para a primeira fusão para o ano de 2017, e para a segunda fusão para o ano de 2020 (um ano seguinte após as fusões).

Após a estimação dos cálculos resultantes da avaliação das empresas e tendo como complemento a análise realizada aos indicadores de rendibilidade dos capitais próprios, rendibilidade do ativo e de solvabilidade, podemos concluir que o ganho sinérgico esperado foi atingido, identificando-se por isso a criação de valor.

Dado este cenário, observamos que de facto as operações de F&A podem ser consideradas como uma estratégia eficiente, uma vez que impulsionam o nível de crescimento e melhoram o desempenho sentido nas empresas. No entanto, para os ganhos sinérgicos resultantes destas operações serem obtidos é essencial um planeamento cuidadoso.

Em suma, com este trabalho de dissertação espera-se que venha a estimular o papel fundamental das operações de F&A na atividade empresarial, reconhecendo os potenciais ganhos que podem originar ao se concretizarem este tipo de operações. Ao abranger os mecanismos que estimulam estes ganhos, tal como enfrentar os possíveis desafios relacionados, as empresas conseguem tomar decisões mais informadas e conquistar resultados positivos.

Acreditamos que toda esta investigação realizada em volta deste tema, sirva de contributo para um melhor entendimento dos processos de F&A.

5.2 Limitações do Estudo

No decorrer do desenvolvimento do presente estudo foram destacadas certas limitações. Atendendo ao objetivo proposto, umas das limitações que nos confrontamos foi o facto de as F&A poderem ser encaradas por vezes como processos complexos, sendo influenciados por uma série de fatores. Isto é, os fatores e as externalidades que estão incluídas nas S.G.P.S que escolhemos para o nosso estudo de caso, como os valores das participações entre as sociedades, podem levar a resultados diferentes.

Outra limitação importante que se encontra inerente neste trabalho é a dimensão das operações de fusão que originaram dificuldades em isolar o efeito, pelo valor das fusões ser muito elevado.

5.3 Sugestões para a Investigação Futura

Ao longo deste trabalho de dissertação foi realizado um extenso estudo sobre as F&A, e fomos nos deparando com certas matérias que pela sua relevância poderiam ser considerados como temas meritórios de novos desenvolvimentos.

Neste contexto, e como possível sugestão para futuras investigações, sugerimos que fosse elaborado o estudo dos ganhos sinérgicos em F&A aplicando como técnica de investigação no estudo de caso o modelo de valor de mercado. Ou seja, em vez de optar por avaliar as empresas com base em dados contabilísticos, a escolha é utilizar o modelo de mercado para avaliar as empresas, resultando numa avaliação no mercado da própria atividade. Para isso, as empresas escolhidas teriam de se tratar de casos de empresas de capital aberto com ações negociadas em bolsa de valores. Nesta perspectiva, mediante a cotação de mercado relativa ao preço de cada uma das ações das sociedades, é possível apurar os valores das empresas nesta ótica.

Logo, adotando esta sugestão poderá desenvolver diferentes perspectivas na avaliação de empresas, como também levar ao apuramento de outros resultados.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Almeida, A. P., Pita, M., Fanico, A., Vieira, B., Ferreira, J., Barradas, M., & Martinho, R. (2014). *Os direitos dos sócios em processos de fusão de sociedades comerciais*. Lisboa.
- Anant, S., & Raghuvanshi, A. (2020). Mergers and acquisitions: Evidences from past studies. *Bi-Lingual International Research Journal*, 224-229.
- Angwin, D. N., Urs, U., Appadu, N., Thanos, I. C., Vourloumis, S., & Kastanakis, M. N. (2022). Does merger & acquisition (M&A) strategy matter? A contingency perspective. *European Management Journal*(40), 847-856.
doi:org/10.1016/j.emj.2022.09.004
- Antunes, J. (26 de maio de 2008). O capital próprio. *Jornal de Negócios*. Obtido de <https://www.occ.pt/pt/noticias/o-capital-proprio/>
- Araújo, L. M., Silva, R. M., Silva, E. S., & Pereira, A. (2018). Mergers and acquisitions in the context of globalization. *Journal of Business Management and Technology*, 2.
- Avrămescu, T., & Ungureanu, E. (2008). The risks and advantages of the decisional process strategically associated to the romanian companies. 8(1), pp. 5-10.
- Bastardo, C., & Gomes, A. (1990). *Fusões e aquisições (F&A): Uma abordagem de avaliação de empresas*. Lisboa: Texto editora.
- Begović, S. V., Momčilović, M., & Jovin, S. (2013). Advantages and limitations of the discounted cash flow to firm valuation. *Directory of Open Access Journals*, 2013, 38-47. doi:10.5937/skolbiz1301038V
- Benbasat, I., Goldstein, D. K., & Mead, M. (1987). The case research strategy in studies of information systems. 11(3), pp. 369-386. doi:org/10.2307/248684
- Blair, R. (2021). The 2020 vertical merger guidelines. *Review of Industrial Organization*, 59, 133-138. doi:org/10.1007/s11151-021-09828-9
- Brealey, R., Meyers, S., & Allen, F. (2011). *Principles of corporate finance* (10th ed.). New York: McGraw-Will/ Irwin.
- Bruner, R. (2004). Where M&A pays and where it strays: A survey of the research. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(4), 63-76. doi:org/10.1111/j.1745-6622.2004.00007.x
- Camara, P. B., Guerra, P. B., & Rodrigues, J. V. (2013). *Humanator XXI: Recursos humanos e sucesso empresarial*. Alfragide: Publicações Dom Quixote.
- Cao, C., Ray, G., Subramani, M., & Gupta, A. (2022). Enterprise systems and the likelihood of horizontal, vertical, and conglomerate mergers and acquisitions. *Management Information Systems Quarterly*, 46(2), 1227-1242.
doi:10.25300/MISQ/2022/15631

- Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging. *Strategic Management Journal*, 7, 119-139. doi:org/10.1002/smj.4250070203
- Cohen, S., Thiraios, D., & Kandilorou, M. (2008). Performance parameters interrelations from a balanced scorecard perspective: An analysis of Greek companies. *Jornal de Auditoria Gerencial*, 23(5), 485-503. doi:10.1108/02686900810875307
- Coyle, B. (2000). *Corporate finance: Mergers and acquisitions*. Chicago: Glenlake Publishing Company.
- Damodaran, A. (2005). The value of synergy. *Stern School of Business*, 1-47. doi:org/10.2139/ssrn.841486
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3 rd ed.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Datta, D., & Pinches, G. (1992). Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis. *Strategic Management Journal*, 13, 67-84.
- Dec, M. (2021). From point through density valuation to individual risk assessment in the discounted cash flows method. *International Journal of Finance & Economics*, 26, 5621-5635. doi:10.1002/ijfe.2084
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Value versus growth: The international evidence. *The journal of finance*, L III(6), 1975-1999. doi:org/10.1111/0022-1082.00080
- Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: Theory and evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25-46. doi:10.1257/0895330042162430
- Feldman, E. R., & Hernandez, E. (2022). Synergy in mergers and acquisitions: Typology, life cycles, and value. *Academy of Management Review*, 47(4), 549–578. doi:org/10.5465/amr.2018.0345
- Fernández, P. (2007). Company valuation methods. The most common errors in valuations. pp. 1-27. doi:org/10.2139/ssrn.274973
- Fernández, P. (2010). WACC: Definition, misconceptions and errors. 4, pp. 138–144. doi:org/10.5791/0897-1781-29.4.138
- Ferreira, D. (2002). *Fusões, aquisições e reestrututação de empresas* (1ª ed., Vol. I). Lisboa: Edições Síbalo.
- French, N., & Gabrielli, L. (2005). Discounted cash flow: Accounting. *Journal of Property Investment & Finance*, 23(1), 76-89. doi:org/10.1108/14635780510575102
- Gammelgaard, J. (1999). *Competence: A dynamic extension of the existing typology of acquisition motives*. Copenhagen Business School, Department of International Economics and Management.

- Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings* (5^a ed.). E.U.A.: John Wiley & Sons, Inc.
- Gaughan, P. A. (2014). U.S. M&A market lags corporate performance. *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, 11-18. doi:10.1002/jcaf.21917
- Golbe, D. L., & White, L. J. (1988). A time-series analysis of mergers and acquisitions. Em A. J. Auerbach, *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* (pp. 265-310). E.U.A.: University of Chicago Press.
- Gugler, K., Mueller, D. C., Yurtoglu, B. B., & Zulehner, C. (2003). The effects of mergers: An international comparison. *International Journal of Industrial Organization*, 21(5), 625–653. doi:org/10.1016/S0167-7187(02)00107-8
- Gupta, I., Mishra, N., & Tripathy, N. (2021). The impact of merger and acquisition on value creation: An empirical evidence. Em B. Alareeni, A. Hamdan, & I. Elgedawy, *The importance of new technologies and entrepreneurship in business development: In the context of economic diversity in developing countries* (Vol. 194, pp. 1435-1456). Springer Nature Switzerland.
- Gupta, P. K. (2012). Mergers and acquisitions (M&A): The strategic concepts for the nuptials of corporate sector. *Innovative Journal Of Business and Management*, 60 - 68.
- Healy, P., Palepu, K., & Rubak, R. (1992). Does corporate performance improve after megers? *Journal of Financial Economics*, 31(2), 135-175. doi:org/10.1016/0304-405X(92)90002-F
- Hossain, M. S. (2021). Merger & acquisitions (M&As) as an important strategic vehicle in business: Thematic areas, research avenues & possible suggestions. *Journal of Economics and Business*(116), 1-33. doi:org/10.1016/j.jeconbus.2021.106004
- Hromei, A.-S. (2013). Reasons for mergers and their impact on companies. *SEA - Practical Application of Science*, 1(1), 82-88.
- Johnson, G., Whittington, R., & Scholes, K. (2011). *Exploring strategy* (9 ed.). England: Pearson Education.
- Karim, S., & Mitchell, W. (2000). Path-dependent and path-breaking change: Reconfiguring business resources following acquisitions in the U.S. medical sector, 1978-1995. *Strategic Management Journal*(21), 1061-1081. doi:10.1002/1097-0266(200010/11)21:10/11<1061::AID-SMJ116>3.0.CO;2-G
- Katz, J., Simanek, A., & Townsend, J. (1997). Corporate mergers and acquisitions: One more wave to consider. 40, pp. 32-40. doi: 10.1016/S0007-6813(97)90023-9
- King, D., Dalton, D., Daily, C., & Covin, J. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 187-200. doi:org/10.1002/smj.371
- Kirkwood, J. B. (2012). Powerful buyers and merger enforcement. pp. 1486-1518. doi:org/10.2139 /ssrn.1809985

- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (5th ed.). New Jersey: Mckinsey & Company.
- Kongpichayanond, P. (2009). Knowledge management for sustained competitive advantage in mergers and acquisitions. *Advances in developing human resources*, 11, 375-187. doi:10.1177/1523422309339725
- Lipton, M. (2006). *Merger waves in the 9th, 20th and 21st centuries*. The Davies Lecture. Osgoodle Hall Law School. York University.
- Loughran, T., & Vijh, A. (1997). Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions? *The Journal of Finance*, 52(5), 1765-1790. doi:10.1111/j.1540-6261.1997.tb02741.x
- Malik, M., Anuar, M., Khan, S., & Khan, F. (2014). Mergers and acquisitions: A conceptual review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4. doi:10.5296/ijafr.v4i2.6623
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking & Finance*(32), 2148-2177. doi:org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.038
- Matos, P., & Rodrigues, V. (2000). *Fusões e aquisições - Motivações, efeitos e política*. Cascais: Principia.
- McNamara, G. M., Haleblian, J., & Dykes, B. J. (2008). The performance implications of participating in an acquisition wave: Early mover advantages, bandwagon effects, and the moderating influence of industry characteristics and acquirer tactics. *Academy of Management Journal*, 51(1), 113-130. doi:org/10.5465/amj.2008.30755057
- Meador, A., Church, P., & Rayburn, G. (1996). Development of prediction models for horizontal and vertical mergers. *Journal Of Financial And Strategic Decisions*, 9(1).
- Mousa, B., & Restum, H. (2020). The impact of M&A on shareholders' value. *Determinants of the acquirer value creation. Empirical evidence from the swedish market*.
- Murthy, U., Smith, T., Whitworth, J., & Zhang, Y. (2020). The effects of information systems compatibility on firm performance following mergers and acquisitions. *Journal of Information Systems*, 34(2), 211-233. doi:org/10.2139/ssrn.3333811
- Nie, P.-y., Wang, C., & Wen, H.-X. (2021). Horizontal mergers under uniform resource constraints. *Journal of Retailing and Consumer Services*. doi:org/10.1016/j.jretconser.2021.102697
- O'Brien, A. P. (1988). Factory size, economies of scale, and the great merger wave of 1898-1902. *The Journal of Economic History*, 48(3), 639-649. doi:10.1017/S0022050700005866
- Piesse, J., Lee, C. F., Lin, L., & Kuo, H. C. (2013). Mergers and aquisition: Definitions, motives and market responses. *Encyclopedia of finance*, 542-551.

- Roberts, A., Wallace, W., & Moles, P. (2016). *Mergers and acquisitions*. United Kingdom: Pearson Education, Harlow.
- Rosecrance, R. (2005). Mergers and acquisitions. *The National Interest*, Summer(80), 65-73.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2002). *Corporate finance* (6^a ed., Vol. 1). E.U.A.: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Rotkowsk, A., & Clough, E. (2013). How to estimate the long-term growth rate in the discounted cash flow method. *Forensic analysts insights–business valuation*, 9-20.
- Rozen-Bakher, Z. (2018). Comparison of merger and acquisition (M&A) success in horizontal, vertical and conglomerate M&As: Industry sector vs. services sector. *The service industries journal*, 38, 492–518. doi:org/10.1080/02642069.2017.1405938
- Silva, E. S. (2015). *Fusões e aquisições: Abordagem contabilística, financeira e fiscal* (1^a ed.). Porto: Vida Económica.
- Sirmon, D. G., Hitt, M. A., & Irlanda, R. D. (2007). Managing firm resources in dynamic environments to create value: Looking inside the black box. *Academy of Management Review*, 32(1), 273 - 292. doi:org/10.5465/amr.2007.23466005
- Sousa, M. J., & Baptista, C. S. (2011). *Como fazer investigações, dissertações, teses e relatórios segundo bolonha* (1^a ed.). Lisboa: Pactor.
- Tálas, D. (2015). Valuation methods - Literatura review. 24, pp. 810-816.
- Teh, C. C., Kayo, E. K., & Kimura, H. (2008). Brands, patents, and value creation. *Revista de Administração Mackenzie*, 9(1), 86-106. doi:org/10.1590/S1678-69712008000100005
- Thelisson, A. S. (2022). Are we talking about merger or acquisition? Defining the integration process. *Journal Of Business Strategy*, 1-7. doi:10.1108/JBS-02-2022-0037
- Thomas, G. (2011). A typology for the case study in social science following a review of definition, discourse, and structure. *17*(6), pp. 511-521. doi:10.1177/1077800411409884
- Toborek-Mazur, J., Partacz, K., & Surówka, M. (2022). Energy security as a premise for mergers and acquisitions on the example of the multi-energy concern PKN orlen in the face of the challenges of the 2020s. *Energies*(15), 1-28. doi:10.3390/en15145112
- Town, R. (1992). Merger waves and the structure of merger and acquisition time-series. *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 7, S83-S100. doi:10.1002/jae.3950070507
- Underwood, O. (2020). Vertical merger enforcement in light of AT&T/time-warner. *The Journal of Corporation Law*, 834-850.

Valente, H. (2005). *Fusões e aquisições: Regulação e finanças das empresas*. Porto: Vida Económica.

Vancea, M. (2012). Features and characteristics of mergers and acquisitions waves - Overview and the european experience. *Annals of the University of Oradea, Economic Science Series, 1*, 596-610.

Vazirani, N. (2015). A literature review on mergers and acquisitions waves and theories. *Journal of Management, 11*, 3-9. doi:10.25115/eea.v39i4.4627

Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Fur, Y. L., & Salvi, A. (2014). *Corporate finance: Theory and practice* (second ed.). USA: John Wiley & Sons Inc.

Xiaoxue, H., & Dongxu, L. (2022). Do horizontal mergers affect rivals' cash holdings? *International Review of Economics and Finance*(82), 275-298. doi:org/10.1016/j.iref.2022.06.011

Yin, R. K. (2009). *Case study research: Design and methods* (4^a ed., Vol. 5). Sage Publications.

Zenner, M., Hazelkorn, T., & Shivdasani, A. (2004). Creating value with mergers and acquisitions. *Journal of Applied Corporate Finance, 16*, 81-90. doi:org/10.1111/j.1745-6622.2004.tb00540.x

Legislação

Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (CIRC). Obtido em 22 de janeiro de 2023, de Diário da República: <https://dre.pt/dre/legislacao-consolidada/lei/2014-64205634>

Código do Imposto sobre o Valor Acrescentado (CIVA). Obtido em 14 de abril de 2023, de Diário da República: <https://dre.pt/dre/legislacao-consolidada/decreto-lei/2008-34500675>

Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro. Diário da República n.º 201/1986 – 1^a Série de 1986-09-02. Ministério da Justiça. – Aprova o Código das Sociedades Comerciais. Obtido em 22 de janeiro de 2023, de Diário da República: <https://dre.pt/dre/legislacao-consolidada/decreto-lei/1986-34443975>

International Financial Reporting Standard 3 - Business combinations (IFRS 3). Obtido em 24 de janeiro de 2023, de Business Combinations: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2022/issued/part-a/ifrs-3-business-combinations.pdf?bypass=on>

Norma Contabilística e de Relato Financeiro 14 – Concentração de Atividades Empresariais (NCRF14). Obtido em 24 de janeiro de 2023, de Comissão de Normalização Contabilística: http://www.cnc.min-financas.pt/_siteantigo/SNC_projecto/NCRF_14_concentr_activid_empresariais.pdf

Webgrafia

Caixa Ações Europa Socialmente Responsável. (s.d.). Obtido em 21 de abril de 2023, de Caixa Geral de Depósitos: <https://www.cgd.pt/Particulares/Poupanca-Investimento/Fundos-de-Investimento/Pages/CotacoeseRendibilidades.aspx>

Capital Social de uma Empresa. (19 de junho de 2015). Obtido em 8 de maio de 2023, de Caixa Geral de Depósitos: <https://www.cgd.pt/Site/Saldo-Positivo/negocios/Pages/capital-social-de-uma-empresa.aspx>

Damodaran, A. (s.d.). *Damodaran On-line Home Page - NYU Stern.* Obtido em 1 de fevereiro de 2023, de https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#corpgov

Damodaran, A. (s.d.). *Damoradan.* Obtido em 15 de maio de 2023, de https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/biomission.html

Duarte, L. (s.d.). *Solvabilidade - Qual a sua importância.* Obtido em 29 de maio de 2023, de Portal do Empreendedor: <https://portaldoempreendedor.pt/2019/11/04/solvabilidade-qual-a-sua-importancia/>

Euribor. (s.d.). Obtido em 17 de abril de 2023, de Banco de Portugal: <https://www.bportugal.pt/glossario/all?title=Euribor>

Evolução diária dos Fundos de Investimento e Pensões. (s.d.). Obtido em 21 de abril de 2023, de Caixa Geral de Depósitos: <https://www.cgd.pt/Particulares/Poupanca-Investimento/Fundos-de-Investimento/Pages/CaixagestAccoesEuropa.aspx>

Fórmulários de indicadores e rácios. (fevereiro de 2019). Obtido em 28 de maio de 2023, de Banco de Portugal: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/estudo_36_cb_2019_ii_1.pdf

International accounting standards board (IASB). (22 de janeiro de 2023). Obtido de Deloitte: <https://www.iasplus.com/en/resources/ifrsf/iasb-ifrs-ic/iasb>

Principais marcos históricos. (s.d.). Obtido em 15 de março de 2023, de Sonae MC: <https://mc.sonae.pt/historia/>

Publicações de atos societários e de outras entidades. (s.d.). Obtido em 2 de dezembro de 2022, de Projetos de Fusão: <https://publicacoes.mj.pt/pesquisa.aspx>

Taxas de rendibilidade de obrigações do tesouro. (s.d.). Obtido em 1 de fevereiro de 2023, de Banco de Portugal

Recolha de Dados

IES 2013, Portal da Empresa, Sonae - Specialized Retail, SGPS, S.A.

IES 2014, Portal da Empresa, Sonae - Specialized Retail, SGPS, S.A.

IES 2015, Portal da Empresa, Sonae - Specialized Retail, SGPS, S.A.

IES 2013, Portal da Empresa, Sonae MC – Modelo Continente, SGPS, S.A.

IES 2014, Portal da Empresa, Sonae MC – Modelo Continente, SGPS, S.A.

IES 2015, Portal da Empresa, Sonae MC – Modelo Continente, SGPS, S.A.

IES 2016, Portal da Empresa, Sonae MC – Modelo Continente, SGPS, S.A.

IES 2017, Portal da Empresa, Sonae MC – Modelo Continente, SGPS, S.A.

IES 2018, Portal da Empresa, Sonae MC – Modelo Continente, SGPS, S.A.

Relatório e contas de 2017 da Sonae MC, S.G.P.S., S.A. (27 de dezembro de 2022).

Obtido de

https://www.sonae.pt/fotos/investimentos/rcsonaeinvestimentos2017pt_10578211065ae9cf6e015ff.pdf

Relatório e contas de 2018 da Sonae MC, S.G.P.S., S.A. (27 de dezembro de 2022).

Obtido de https://mc.sonae.pt/wp-content/uploads/2019/06/easonaemc2018_pt.pdf

Relatório e contas de 2020 da Sonae MC, S.G.P.S., S.A. (27 de dezembro de 2022).

Obtido de <https://mc.sonae.pt/wp-content/uploads/2021/05/desempenho-financeiro.pdf>

Relatório e contas de 2021 da Sonae MC, S.G.P.S., S.A. (27 de dezembro de 2022).

Obtido de <https://mc.sonae.pt/wp-content/uploads/2022/03/relatorio-anual-MC-2021-PT-website.pdf>

Anexo I – Processo de Fusão entre a Modelo Continente, S.G.P.S., S.A. e Sonae - Specialized Retail, S.G.P.S., S.A.

PROJETO DE FUSÃO

No cumprimento do previsto no artigo 98º do Código das Sociedades Comerciais (adiante também referido por CSC), as Administrações das sociedades incorporante e incorporada, apresentam o presente projeto. _____

SOCIEDADES INTERVENIENTES NA FUSÃO. _____

SOCIEDADE INCORPORANTE: _____

“SONAE MC – MODELO CONTINENTE, SGPS, S.A.”, com sede na Rua João Mendonça, nº. 529, 4464-501, União das freguesias de São Mamede de Infesta e Senhora da Hora, concelho de Matosinhos, com o número de identificação de pessoa coletiva e de matrícula na Conservatória do Registo Comercial do Porto, 509.059.341, com o capital social de 865.000.000,00 euros (oitocentos e sessenta e cinco milhões de euros), integralmente subscrito e realizado, representado por 865.000.000 de ações (oitocentas e sessenta e cinco milhões de ações), ordinárias, tituladas, ao portador, do valor nominal de 1,00 euro (um euro) cada uma, adiante designada pela sua firma social ou por incorporante. _____

SOCIEDADE INCORPORADA: _____

“SONAE – SPECIALIZED RETAIL, SGPS, S.A.”, com sede na Rua João Mendonça, nº. 529, 4464-501 União das freguesias de São Mamede de Infesta e Senhora da Hora, concelho de Matosinhos, com o número de identificação de pessoa coletiva e de matrícula na Conservatória do Registo Comercial do Porto, 504.041.339, com o capital social de 1.050.000.000,00 de euros (mil e cinquenta milhões de euros), integralmente subscrito e realizado, representado por 210.000.000 de ações (duzentas e dez milhões de ações), ordinárias, tituladas, ao portador, do valor nominal de 5,00 euros (cinco euros) cada uma, adiante designada pela sua firma social ou por incorporada. _____

MODALIDADE, MOTIVOS, CONDIÇÕES E OBJETIVOS DA FUSÃO. _____



MODALIDADE: _____

A presente operação assumirá a modalidade de fusão por incorporação, nos termos do disposto no número 1 e na alínea a) do número 4 do artigo 97º. do CSC, através da transferência global do património da sociedade incorporada "SONAE – SPECIALIZED RETAIL, SGPS, S.A.", para a sociedade incorporante "SONAE MC – MODELO CONTINENTE, SGPS, S.A.". _____

Com a inscrição da fusão no registo comercial, extingue-se a sociedade incorporada, mantendo a sociedade incorporante a sua existência jurídica. _____

MOTIVOS, CONDIÇÕES E OBJETIVOS: _____

Ambas as sociedades intervenientes na presente fusão têm por atividade a gestão de participações sociais, noutras sociedades, como forma indireta de exercício de atividades económicas. _____

No decurso do desenvolvimento da sua atividade, o Grupo Sonae Investimentos, onde se inserem as sociedades incorporante e incorporada, tendo em vista adaptar a sua estratégia às crescentes exigências dos mercados, quer nacionais, quer internacionais, veio a estruturar os seus investimentos por setores ou áreas de atividade, visando dessa forma uma adequada gestão dos investimentos. Tal orientação determinou, em dada fase do seu desenvolvimento, a necessidade de uma estruturação em áreas de negócio diferenciadas, em particular para o setor do retalho alimentar, liderada pela sociedade incorporante, e para o setor do retalho não alimentar, liderada pela sociedade incorporada. Esta diferenciação permitiu-lhe promover uma expansão adequada ao contexto económico e social em que se inseria à data. Foram também delineadas estratégias e uma alocação de participações que fosse suscetível de propiciar uma partilha de interesses nos investimentos realizados e a realizar, bem como uma divisão dos eventuais riscos de cada um dos negócios, com a colocação de alguns desses

Handwritten signatures and initials in black ink, including the number '19' and a stylized signature.

interesses em mercados mais centrais, no contexto europeu, e especialmente vocacionados para a atração de investimento estrangeiro. Cada um dos mais relevantes setores de atividade, alimentar e não alimentar, foi assim organizado através de sociedades gestoras de participações sociais distintas, por forma a obter-se uma gestão mais eficaz e eficiente, em face das especificidades de cada negócio. _____

Assim se foi materializando a existência de empresas especialmente vocacionadas para cada um dos setores, o retalho alimentar e o retalho não alimentar, cada uma delas com sociedades gestoras próprias e centralizadoras dos investimentos em cada uma das respetivas áreas de intervenção. _____

No entanto, o aumento da competitividade e da concorrência na generalidade dos setores de atividade em que as sociedades intervenientes vêm operando, determinam não só a necessidade de uma adaptação e reestruturação das participações sociais, mas também uma melhoria de eficiência ao nível das próprias entidades operacionais, pelo que se torna necessário adaptar a estratégia prosseguida. _____

A operação de fusão delineada assume especial relevância no contexto económico presente, porquanto para além das dificuldades dos mercados em geral, assiste-se a um crescendo de obrigações legais e burocratizantes que determinam, por si só, a simplificação das estruturas societárias, com a consequente redução de custos estruturais – quer administrativos, pela redução objetiva do número de entidades, quer financeiros, através da simplificação dos circuitos de movimentação de fundos – otimização de recursos, quer humanos, quer materiais, bem como a simplificação da estrutura de participações societárias. _____

O contexto mundial torna, assim, imperioso que se reduzam, ou pelo menos se simplifiquem, as estruturas empresariais, como forma de poder manter um corpo vivo, ativo e se possível ainda mais sólido, como forma de contribuir para a manutenção de um desenvolvimento

Handwritten signature and initials in black ink, consisting of a stylized 'A', a diagonal slash, and a circled 'B'.

sustentado do grupo em que as intervenientes se inserem. Com esta operação de fusão procura-se dar andamento a uma reorganização das atividades desenvolvidas por cada uma das sociedades intervenientes e pertencentes ao Grupo Sonae Investimentos, através da junção de um conjunto de atividades económicas que podem, no essencial, ser levadas a cabo pela estrutura da **"SONAE MC – MODELO CONTINENTE, SGPS, S.A"** (sociedade incorporante). Esta operação permitirá, através da "integração" de dois setores em crescimento, a otimização dos interesses gerais do grupo onde se inserem as entidades intervenientes bem como das suas participadas operacionais, pretendendo-se dar assim início a um processo de concentração, que permitirá estruturar de modo mais simples, o modelo organizacional das empresas detidas direta ou indiretamente pela Sonae Investimentos, SGPS, S.A. _____

Assim, na prossecução dos objetivos a atingir, pretende-se desde já concentrar numa única sociedade gestora de participações sociais, todas as participações detidas pelas sociedades intervenientes nesta fusão, agregando as participações sociais de negócios complementares (retalho alimentar e retalho não alimentar) por forma a possibilitar uma visão consolidada dos negócios, com os inerentes ganhos operacionais e de gestão. Obter-se-á assim, uma maior e melhor racionalização dos recursos económicos, permitindo igualmente a criação de uma estrutura mais integrada e competitiva. _____

Deste modo, a sociedade incorporante, através da presente operação de fusão, passará a deter, para além dos interesses no setor retalhista de base alimentar, também a totalidade dos interesses no setor de retalho não alimentar, sendo que a sociedade **"SONAE – SPECIALIZED RETAIL, SGPS, S.A"** (sociedade incorporante) transmitirá, no essencial, os interesses que detém no setor de retalho não alimentar, através de uma estrutura de participações sociais em sociedades que desenvolvem essa atividade. _____

A simplificação da estrutura de participações do Grupo Sonae Investimentos permitirá



alcançar, para além dos objetivos já referidos, economias objetivas induzidas pela redução da multiplicidade de obrigações e dos custos gerais inerentes à manutenção de sociedades, designadamente, gastos administrativos, legais, fiscais, simplificação de circuitos financeiros e de gestão de tesouraria, conducentes à implementação de uma política de desburocratização da atividade, que se assume como imperiosa no contexto económico e social atual. _____

NEUTRALIDADE E EFICIÊNCIA DA FUSÃO: _____

O formato jurídico adotado na presente fusão por incorporação, é aquele que apresenta maior eficiência e neutralidade, salvaguardando o benefício equitativo dos acionistas e os direitos dos credores e de quaisquer terceiros titulares de direitos sobre as sociedades intervenientes. _____

O projeto foi elaborado com obediência aos requisitos de que depende a aplicação do regime especial de neutralidade fiscal, constante dos artigos 73º. e seguintes do Código do Imposto Sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas, sendo os elementos do ativo e do passivo, da sociedade incorporada e a fundir na sociedade incorporante, transferidos, para efeitos contabilísticos e fiscais, pelos valores constantes dos registos contabilísticos. _____

Assim, dando cumprimento ao disposto no artigo 98º. do CSC, as Administrações das sociedades incorporante e incorporada, apresentam este projeto que engloba as operações antes descritas. _____

-----**ALÍNEA A) DO ARTIGO 98º. DO CSC**-----

A modalidade, motivos, condições e objetivos da fusão, são os já expostos. _____

-----**ALÍNEA B) DO ARTIGO 98º. DO CSC**-----

O tipo, a firma, a sede, o montante do capital e o número de matrícula no registo comercial das sociedades intervenientes na fusão, são os que se mostram atrás identificados. _____

-----**ALÍNEA C) DO ARTIGO 98º. DO CSC**-----



A sociedade incorporante, "SONAE MC – MODELO CONTINENTE, SGPS, S.A.", é titular de todas as ações representativas do capital da sociedade incorporada, "SONAE – SPECIALIZED RETAIL, SGPS, S.A." _____

-----ALÍNEA D) DO ARTIGO 98º. DO CSC-----

Dos Anexos I-1 , I-2, constam os balanços das sociedades intervenientes, elaborados à data de 31 de dezembro de 2015, que explicitam os valores do Ativo e do Passivo a transferir para a sociedade incorporante. _____

Os referidos balanços, são os do último exercício - alínea a) do número 2 do artigo 98º. do CSC. _____

Em resultado da transferência dos ativos e passivos da sociedade incorporada para a sociedade incorporante, apurar-se-á uma variação do capital próprio desta (incorporante) por contrapartida de uma reserva de fusão negativa. _____

Por via desta fusão são transmitidos à sociedade incorporante, de modo universal, todos os elementos ativos e passivos da sociedade incorporada, bem como todas as posições contratuais, garantias e todos os demais direitos e obrigações decorrentes da atividade da sociedade incorporada, onde se incluem contratos, nomeadamente os constantes do Anexo II. Do Anexo III constam as fianças prestadas pela sociedade incorporada e que por via desta operação de fusão por incorporação se transferem para a sociedade incorporante. _____

A sociedade incorporada não tem, à data deste projeto, trabalhadores. _____

Pela presente fusão não são transmitidos quaisquer bens imóveis. _____

-----ALÍNEA E) DO ARTIGO 98º. DO CSC-----

Como já referido anteriormente, a sociedade incorporante "SONAE MC – MODELO CONTINENTE, SGPS, S.A.", é titular de todas as ações representativas do capital da sociedade

19 B 11

incorporada **SONAE – SPECIALIZED RETAIL, SGPS, S.A**, razão pela qual não foi definida qualquer relação de troca. _____

-----**ALÍNEA F) DO ARTIGO 98º. DO CSC**-----

Não há qualquer alteração a introduzir no contrato social da incorporante, "**SONAE MC – MODELO CONTINENTE, SGPS, S.A.**". _____

-----**ALÍNEA G) DO ARTIGO 98º. DO CSC**-----

Não há direitos de terceiros, não acionistas, a participar nos lucros. _____

-----**ALÍNEA H) DO ARTIGO 98º. DO CSC**-----

A sociedade incorporante é responsável pelas dívidas da sociedade incorporada, até à sua extinção que se verificará com a inscrição da fusão no registo comercial. _____

-----**ALÍNEA I) DO ARTIGO 98º. DO CSC**-----

Do ponto de vista contabilístico, as operações da sociedade incorporada são consideradas como efetuadas por conta da sociedade incorporante a partir das 00,00 horas do dia 1 de janeiro de 2016. _____

-----**ALÍNEA J) DO ARTIGO 98º. DO CSC**-----

Não há direitos especiais a assegurar à acionista da sociedade incorporada. _____

-----**ALÍNEA L) DO ARTIGO 98º. DO CSC**-----

Não há quaisquer vantagens a atribuir aos membros dos órgãos de administração e de fiscalização das sociedades intervenientes na fusão, bem como aos peritos que intervenham na operação. _____

-----**ALÍNEA M) DO ARTIGO 98º. DO CSC**-----

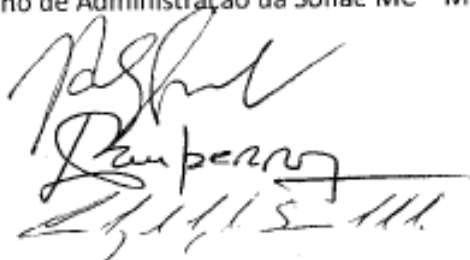
Não há lugar à emissão de novas ações uma vez que a sociedade incorporada ("**SONAE – SPECIALIZED RETAIL, SGPS, S.A**") é integralmente detida pela sociedade incorporante ("**SONAE MC – MODELO CONTINENTE, SGPS, S.A.**") não havendo, por isso, que estabelecer a



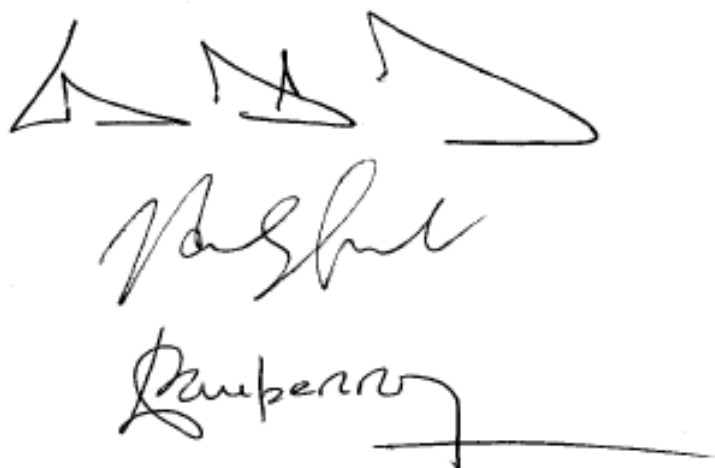
modalidade de entrega de ações e a data a partir da qual essas ações dariam lucros, bem como as modalidades desse direito. _____

Matosinhos, 23 de junho de 2016

O Conselho de Administração da Sonae MC – Modelo Continente, SGPS, S.A.:



O Conselho de Administração da Sonae – Specialized Retail, SGPS, S.A.:



**Anexo II – Processo de Fusão entre a Sonae MC, S.G.P.S., S.A. e
Modelo Continente, S.G.P.S., S.A**

PROJETO DE FUSÃO

No cumprimento do previsto no artigo 98º do Código das Sociedades Comerciais (adiante referido por CSC), as Administrações das sociedades incorporante e incorporada, apresentam o presente projeto.

SOCIEDADES INTERVENIENTES NA FUSÃO.

SOCIEDADE INCORPORANTE:

“SONAE MC, SGPS, S.A.”, com sede na Rua João Mendonça, nº. 529, 4464-501, União das freguesias de São Mamede de Infesta e Senhora da Hora, concelho de Matosinhos, com o número de identificação de pessoa coletiva (NIPC) e de matrícula na Conservatória do Registo Comercial, do Porto, 501.532.927, com o capital social de 1.000.000.000,00 euros (mil milhões de euros), integralmente subscrito e realizado, representado por 1.000.000.000 de ações (mil milhões de ações), ordinárias, escriturais, nominativas, do valor nominal de 1,00 euro (um euro) cada uma, doravante designada por SONAE MC ou pela sua firma social.

SOCIEDADE INCORPORADA:

“MODELO CONTINENTE, SGPS, S.A.”, com sede na Rua João Mendonça, nº. 529, 4464-501, União das freguesias de São Mamede de Infesta e Senhora da Hora, concelho de Matosinhos, com o número de identificação de pessoa coletiva (NIPC) e de matrícula na Conservatória do Registo Comercial, 509.059.341, com o capital social de 865.000.000,00 euros (oitocentos e sessenta e cinco milhões de euros), integralmente subscrito e realizado, representado por 865.000.000 de ações (oitocentas e sessenta e cinco milhões de ações), ordinárias, tituladas, nominativas, do valor nominal de 1,00 euro (um euro) cada uma, doravante designada por MODELO CONTINENTE ou pela sua firma social.

MODALIDADE, MOTIVOS, CONDIÇÕES E OBJETIVOS DA FUSÃO.

1/7



(i)MODALIDADE: _____

A presente operação assumirá a modalidade de fusão por incorporação, nos termos do disposto no número 1 e na alínea a) do número 4 do artigo 97º. do CSC, através da transferência global do património da sociedade incorporada "**MODELO CONTINENTE, SGPS, S.A.**", para a sociedade incorporante "**SONAE MC, SGPS S.A.**". _____

Com a inscrição da fusão no registo comercial, extingue-se a sociedade incorporada, mantendo a sociedade incorporante a sua existência jurídica. _____

(ii)MOTIVOS, CONDIÇÕES E OBJETIVOS: _____

As duas sociedades intervenientes na presente operação de fusão têm por atividade a gestão de participações sociais, noutras sociedades, como forma indireta de exercício de atividades económicas. _____

No decurso do desenvolvimento da sua atividade, a SONAE MC, tendo em vista adaptar a sua estratégia às crescentes exigências dos mercados, quer nacionais, quer internacionais, veio a estruturar os seus investimentos em duas áreas diferenciadas, uma do ramo alimentar e outra do ramo não alimentar, cada uma delas com sociedades gestoras de participações sociais próprias e centralizadoras dos investimentos em cada uma das áreas de intervenção.

Esta diferenciação permitiu promover uma expansão adequada ao contexto económico e social em que se inseria à data, com a conseqüente melhoria na transparência dos negócios que prosseguia. _____

Todavia, o aumento da competitividade e da concorrência na generalidade dos setores de atividade em que as duas sociedades gestoras de participações sociais intervinham e também o crescendo de obrigações legais e burocráticas, com os conseqüentes custos estruturais, determinaram, por si só, a necessidade de simplificação do modelo até então prosseguido, originando que os negócios, quer do retalho alimentar, quer do retalho não alimentar,

viesses a concentrar-se numa só sociedade gestora de participações sociais, a aqui incorporada, MODELO CONTINENTE. _____

Neste sentido de reestruturação e simplificação societária, haverá agora que prosseguir com as ações tendentes à redução dos custos estruturais, quer administrativos, pela redução objetiva do número de entidades, quer financeiros, através da simplificação dos circuitos de movimentação de fundos, quer na otimização de recursos, humanos e materiais, bem como a simplificação da estrutura de participações societárias da MODELO CONTINENTE. _____

Assim, e como é público, no decurso dos últimos anos e especialmente em 2018, a MODELO CONTINENTE, tem vindo a proceder a uma reestruturação societária profunda através da qual, pretendeu centralizar os negócios "core" do retalho alimentar. Esta centralização de negócios do ramo alimentar na MODELO CONTINENTE e indiretamente na SONAE MC, foi um processo de reorganização societária tornado público, e necessário para dotar a SONAE MC de um modelo organizativo que lhe proporcionasse a possibilidade de aceder ao mercado de capitais. Assim e efetivamente, em 2018 a SONAE MC divulgou ao mercado um Prospeto para colocação em bolsa do seu negócio alimentar. A SONAE MC apresentava-se ao mercado como líder em retalho alimentar em Portugal, com o portefólio de formatos mais diversificado. No entanto, tal oferta publica não veio a efetivar-se tendo em conta as alterações conjunturais de mercado, conforme oportunamente divulgado pela empresa. _____

Assim, a presente operação de fusão é proposta tendo em conta o supra exposto, mas tendo também em consideração a estratégia de negócio da Sonae MC, que dentro do Grupo Sonae agrega a actividade de retalho de base alimentar, assim como a gestão e operação dos activos de suporte a essa mesma actividade, e pretendendo a incorporante afirmar-se como líder incontestável no sector de retalho alimentar em Portugal, procurando consolidar a sua presença em diversas áreas de negócio através de um portefólio diversificado de insígnias e

3/7



de formatos dos ramos alimentar ou de negócios seus complementares. Nesta circunstância, mostram-se reunidas as condições para se dar corpo a um processo de concentração na SONAE MC, por via de um processo de fusão, por incorporação, estruturando-se o modelo organizacional das empresas detidas direta ou indiretamente pela SONAE MC, de um modo mais eficiente, menos oneroso e mais transparente. _____

A simplificação do modelo de negócio da SONAE MC permitirá alcançar, para além dos objetivos já referidos, economias pela redução da multiplicidade de obrigações e dos custos gerais inerentes à manutenção de sociedades, designadamente, gastos administrativos, legais, fiscais, humanos, simplificação de circuitos financeiros e de gestão de tesouraria, conducentes à implementação de uma política de desburocratização da atividade, que se assume como imperiosa no contexto económico e social atual. _____

(iii) NEUTRALIDADE E EFICIÊNCIA DA FUSÃO: _____

O formato jurídico adotado na presente fusão por incorporação, é aquele que apresenta maior eficiência e neutralidade, salvaguardando o benefício equitativo dos acionistas e os direitos dos credores e de quaisquer terceiros titulares de direitos sobre as sociedades intervenientes. _____

O projeto foi elaborado com obediência aos requisitos de que depende a aplicação do regime especial de neutralidade fiscal, constante dos artigos 73º. e seguintes do Código do Imposto Sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas, sendo os elementos do ativo e do passivo, da sociedade incorporada e a fundir na sociedade incorporante, transferidos, para efeitos contabilísticos e fiscais, pelos valores constantes dos registos contabilísticos, mantendo-se, igualmente, os mesmos valores para efeitos fiscais, de acordo com o número 3 do artigo 74º. e do artigo 78º. do mencionado Código. _____

e cinco milhões vinte e três mil seiscentos e vinte e um euros e doze cêntimos) _____

Por via desta fusão são transmitidos à sociedade incorporante, de modo universal, todos os elementos ativos e passivos da sociedade incorporada, bem como todas as posições contratuais, garantias e todos os demais direitos e obrigações decorrentes da atividade da sociedade incorporada, onde se incluem contratos, processos, marca, nomeadamente os constantes dos **Anexos II_1 a II_4**. _____

Do **Anexo III** constam as fianças prestadas pela e à sociedade incorporada e que por via desta operação de fusão por incorporação se transferem para a sociedade incorporante. _____

A sociedade incorporada não tem, à data deste projeto, trabalhadores. _____

Pela presente fusão não são transmitidos quaisquer bens imóveis. _____

ALÍNEA E) DO ARTIGO 98º. DO CSC _____

Como já referido anteriormente, a sociedade incorporante **SONAE MC**, é titular de todas as ações representativas do capital da sociedade incorporada **MODELO CONTINENTE**, razão pela qual não foi definida qualquer relação de troca. _____

ALÍNEA F) DO ARTIGO 98º. DO CSC _____

Não há qualquer alteração a introduzir no contrato social da incorporante, "**SONAE MC, SGPS, S.A.**". _____

ALÍNEA G) DO ARTIGO 98º. DO CSC _____

Não há direitos de terceiros, não acionistas, a participar nos lucros. _____

ALÍNEA H) DO ARTIGO 98º. DO CSC _____

A sociedade incorporante é responsável pelas dívidas da sociedade incorporada, até à sua extinção que se verificará com a inscrição da fusão no registo comercial. _____

ALÍNEA I) DO ARTIGO 98º. DO CSC _____

Do ponto de vista contabilístico, as operações da sociedade incorporada são consideradas como efetuadas por conta da sociedade incorporante a partir das 00,00 horas do dia 1 de janeiro de 2019.

ALÍNEA J) DO ARTIGO 98º. DO CSC

Não há direitos especiais a assegurar à acionista da sociedade incorporada.

ALÍNEA L) DO ARTIGO 98º. DO CSC

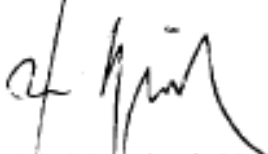
Não há quaisquer vantagens a atribuir aos membros dos órgãos de administração e de fiscalização das sociedades intervenientes na fusão, bem como aos peritos que intervenham na operação.

ALÍNEA M) DO ARTIGO 98º. DO CSC

Pelas razões atrás referidas, não haverá alteração ao contrato social da incorporante, designadamente, aumento do seu capital social, pelo que, não há lugar à emissão de novas ações, uma vez que a sociedade incorporada "MODELO CONTINENTE, SGPS, S.A" é integralmente detida pela sociedade incorporante "SONAE MC, SGPS, S.A." não havendo, por isso, que estabelecer a modalidade de entrega de ações e a data a partir da qual essas ações dariam lucros, bem como as modalidades desse direito.

Matosinhos, 14 de maio de 2019

O Administrador da Sonae MC, SGPS, S.A.:



O Administrador da Modelo Continente, SGPS, S.A.:

