

**A ANÁLISE DA OPERAÇÃO DE AQUISIÇÃO DA
GESCARTÃO, S.G.P.S., S.A. PELA EUROPAC - PAPELES y
CARTONES DE EUROPA, S.A.**

Nuno Miguel Rodrigues Luís

Projecto de Mestrado
em Finanças

Orientador:
Prof. Doutor Pedro Leite Inácio, Prof. Auxiliar, ISCTE Business School, Departamento
de Finanças

05 de Dezembro 2011

PALAVRAS-CHAVE

Equity Value

Fusões & Aquisições

Rendibilidade

Sinergias

JEL CLASSIFICATION SYSTEM

G14 – Information and Market Efficiency; Event Studies

G34 – Mergers, Acquisitions; Restructuring; Corporate Governance

ABSTRACT

The objective of the present study is to analyze the acquisition that occurred on 14th February 2005 in which Europac acquired a 50% stake in Imocapital.

Europac is a vertically integrated company in the packaging sector dedicated to manufacturing paper, corrugated board and packaging to offer its customers the widest range of products as well as to the sale of electricity derived from its industrial activity.

On 14th February 2005, Europac awarded a contract with Sonae to acquire a 50% stake in Imocapital, as well as a direct stake of 3.58% in Gescartão. This transaction, which acquisition price was EUR 97,866,760, increased Europac's participation in Gescartão to 74.95% of capital.

The acquisition was financed through a combined structure of equity (32.92 million euros) and debt (64.95 million euros).

Gescartão acquisition's rationale is supported by the acquisition of a more profitable company at a reasonable price and by the possibility of achieving operational and financial synergies.

According with the estimates, this acquisition generated an economic value of 13 million euros showing that the amounts paid in Gescartão acquisitions represented a positive impact on the value creation process for Europac shareholders. The estimated Internal Rate Return is equivalent to 10.22%, which means that Gescartão investment was economically viable, remunerating the investment on Gescartão at a higher rate than the desired return by the shareholders ($10.22\% > Re$).

RESUMO

O objectivo do presente estudo consiste na análise da operação de aquisição realizada em 14 de Fevereiro de 2005, na qual a Europac adquiriu 50% das acções da Imocapital.

A Europac é uma empresa verticalmente integrada cuja actividade principal é a fabricação de papel, cartão ondulado e embalagens, bem como a venda de energia eléctrica derivado da sua actividade industrial.

Em 14 de Fevereiro de 2005, a Europac outorgou um contrato com a Sonae para a aquisição de 50% das acções da Imocapital, bem como de uma participação directa de 3,58% na Gescartão. Esta operação, cujo valor de aquisição foi de 97.866.760 euros, elevou a participação da Europac na Gescartão para 74,95% do capital social.

A operação de aquisição foi financiada mediante uma estrutura combinada de recursos próprios (32,92 milhões de euros) e financiamento bancário (64,95 milhões de euros).

O racional de aquisição da Gescartão é suportado pela aquisição de uma empresa mais rentável e a um preço razoável e com a possibilidade de alcançar sinergias operacionais e financeiras.

De acordo com as estimativas realizadas, verifica-se que esta operação de aquisição representa um valor económico de 13 milhões de euros, demonstrando que os valores pagos na aquisição da Gescartão representaram um impacto positivo no processo de criação de valor para os accionistas da Europac. A TIR Implícita estimada é equivalente a 10,22% o que significa que o investimento na Gescartão foi economicamente viável, tendo remunerado o investimento accionista a uma taxa superior à desejada pelos accionistas ($10,22\% > Re$).

AGRADECIMENTOS

A concretização do presente estudo só foi possível devido à colaboração de pessoas que aqui cumpre referir e agradecer.

Agradeço ao Professor Doutor Pedro Leite Inácio pelo facto de me ter orientado na elaboração deste estudo e durante o qual demonstrou uma disponibilidade e profissionalismo excepcional.

Adicionalmente, gostaria de agradecer ao corpo docente da ISCTE Business School que ao longo de diversos anos tive o prazer de conhecer como docentes, e os quais me transmitiram os conhecimentos que me permitiram crescer profissionalmente e definir o meu percurso profissional.

Não posso deixar de mencionar as pessoas mais importantes da minha vida. Aos meus pais, avós e a “ti” em especial, agradeço todo o apoio incondicional que me têm dado ao longo da minha vida, quer em termos pessoais quer em termos profissionais. Estar-vos-ei eternamente grato.

Um agradecimento especial a todos os meus amigos que me motivaram e apoiaram na conclusão desta etapa.

ABREVIATURAS

AFCO: Asociación Española de Fabricantes de Envases y Embalajes de Cartón Ondulado

CAGR: *Compound Annual Growth Rate*

Capex: *Capital Expenditure*

CEPI: Confederation of European Paper Industries

CMVMC: Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas

CP: Curto Prazo

DCF: *Discounted Cash Flows*

Ebit: *Earnings Before Interest and Taxes*

Ebitda: *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

Europac: Papeles y Cartones de Europa, S.A.

EV: *Enterprise Value*

F&A: Fusões e Aquisições

FCFF: *Free Cash Flow to the Firm*

FEFCO: European Federation of Corrugated Board Manufacturers

FOEX: FOEX Indexes Ltd.

Gescartão: Gescartão, S.G.P.S., S.A.

Imocapital: Imocapital, S.G.P.S., S.A.

IPO: *Initial Public Offering*

Km²: Quilómetros Quadrados

m²: Metros Quadrados

MLP: Médio e Longo Prazo

MW: Megawatt

OPA: Oferta Publica de Aquisição

OPV: Oferta Pública de Venda

Pb: Pontos Base

PBV: *Price-to-Book Value*

PCF: *Price-to-Cash-Flow Ratio*

PER: *Price-to-Earnings Ratio*

PME: Pequenas e Médias Empresas

Portucel EP: Portucel – Empresa de Celulose e Papel de Portugal, EP

Portucel S.A.: Portucel – Empresa de Celulose e Papel de Portugal, S.A.

Portucel, S.G.P.S.: Portucel – Empresa de Celulose e Papel de Portugal, S.G.P.S., S.A.

Re: *Return on Equity*

Rf: *Risk Free Rate*

Rm: *Market Return*

Sonae Indústria: Sonae Indústria, S.G.P.S.

Sonae: Sonae, S.G.P.S.

TIR: Taxa Interna de Rendibilidade

VAL: Valor Actual Líquido

WACC: *Weighted Average Cost of Capital*

β l: *Beta Levered*

ÍNDICE

<i>Abstract</i>	III
Resumo	IV
Agradecimentos	V
Abreviaturas.....	VI
Índice de Figuras	XI
Índice de Tabelas	XI
1. Introdução.....	1
2. Revisão da Literatura.....	3
2.1. Revisão de Estudos Internacionais	3
2.2. Abordagem Teórica	12
3. Mecanismos Jurídicos	18
3.1. Concentrações de Empresas	18
3.2. Ofertas Públicas de Aquisição.....	19
4. Gescartão, S.G.P.S., S.A.	21
4.1. Génese	21
4.2. Processo de Reprivatização	22
4.3. Actividade Desenvolvida	23
4.4. Estrutura Accionista	24
4.5. Gescartão em Bolsa	25
4.6. Estrutura de Participações	26
4.7. Dados Financeiros Seleccionados	26
4.8. Vendas e Prestações de Serviços por Segmento de Actividade	28
5. Europac.....	29
5.1. Génese	29

5.2. Actividade Desenvolvida	30
5.3. Estrutura Accionista	32
5.4. Europac em Bolsa.....	32
5.5. Clientes.....	33
5.6. Fornecedores	34
5.7. Recursos Humanos	34
5.8. Dados Financeiros Seleccionados	35
5.9. Volume de Negócios por Produto, Destino e Empresa	36
6. Operação de Aquisição da Gescartão, S.G.P.S., S.A.	38
6.1. Financiamento da Operação	39
6.2. Sinergias Estimadas.....	40
7. Projecções Financeiras Europac	42
7.1. Enquadramento Sectorial	42
7.2. Volume de Negócios por Área de Negócio.....	44
7.3. <i>Ebitda</i> por Área de Negócio	45
7.4. Demonstração de Resultados Previsional.....	47
7.5. Balanço Previsional	47
7.6. <i>Cash Flow</i> Previsional.....	50
8. Avaliação da Europac.....	51
8.1. <i>Free Cash Flow to the Firm</i>	51
8.2. <i>Weighted Average Cost of Capital</i>	51
8.3. Valor de Continuidade.....	53
8.4. <i>Equity Value</i>	53
8.5. Análise de Sensibilidade da Europac segundo a <i>WACC</i> e a Taxa de Crescimento de Longo Prazo.....	54
9. Avaliação da Europac pelo Método dos Múltiplos de Mercado	56
10. Avaliação da Europac sem a Aquisição de 50% das Acções da Imocapital	57
10.1. Projecções Financeiras	57

10.2. <i>Free Cash Flow to the Firm</i>	58
10.3. <i>Weighted Average Cost of Capital</i>	58
10.4. Valor de Continuidade.....	59
10.5. <i>Equity Value</i>	59
10.6. Análise de Sensibilidade da Europac segundo a WACC e a Taxa de Crescimento de Longo Prazo.....	60
11. Criação da Valor da Operação de Aquisição.....	62
11.1. Oferta Pública de Aquisição	62
11.2. Valor Criado para os Accionistas	62
11.3. VAL Incremental.....	62
11.4. TIR Implícita	63
11.5. Evolução das Acções da Europac	64
12. Conclusão	66
13. Referências Bibliográficas.....	68
14. Anexos.....	71

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 5.1 – Estrutura Accionista da Europac	32
Figura 5.2 – Volume de Negócios por Produto (2004)	36

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 4.1 – Estrutura Accionista.....	24
Tabela 4.2 – Estatística das Acções (2003-2004).....	25
Tabela 4.3 – Estrutura de Participações.....	26
Tabela 4.4 – Informação Financeira	27
Tabela 4.5 – Vendas e Prestações de Serviços por Segmento de Actividade	28
Tabela 5.1 – Acontecimentos da História da Europac.....	29
Tabela 5.2 – Unidades de Produção da Europac	31
Tabela 5.3 – Estatísticas das Acções (2001-2004)	33
Tabela 5.4 – Informação Financeira	35
Tabela 5.5 – Volume de Negócios por Produtos, Destino e Empresa.....	37
Tabela 6.1 – Participação da Europac na Gescartão.....	38
Tabela 6.2 – Comparação Europac / Gescartão.....	41
Tabela 6.3 – Indicadores da Operação de Aquisição.....	41
Tabela 6.4 – Sinergias da Integração Global da Gescartão	41
Tabela 7.1 – Volume de Negócios por Área de Negócio	45
Tabela 7.2 – <i>Ebitda</i> por Área de Negócio	46
Tabela 7.3 – Demonstração de Resultados Previsional	47
Tabela 7.4 – Plano de Reembolso da Dívida Financeira.....	48
Tabela 7.5 – <i>Capex</i>	48
Tabela 7.6 – Balanço Previsional	49
Tabela 7.7 – <i>Cash Flow</i> Previsional.....	50
Tabela 8.1 – <i>Free Cash Flow to the Firm</i>	51

Tabela 8.2 – <i>Weighted Average Cost of Capital</i>	52
Tabela 8.3 – <i>Weighted Average Cost of Capital Ajustada</i>	53
Tabela 8.4 – <i>Equity Value</i>	54
Tabela 8.5 – Análise de Sensibilidade.....	55
Tabela 9.1 – Múltiplos de Mercado das Empresas Comparáveis.....	56
Tabela 9.2 – Avaliação da Europac pelo Método dos Múltiplos de Mercado.....	56
Tabela 10.1 – Projecções Financeiras.....	58
Tabela 10.2 – <i>Free Cash Flow to the Firm</i>	58
Tabela 10.3 – <i>Weighted Average Cost of Capital Ajustada</i>	59
Tabela 10.4 – Análise de Sensibilidade.....	61
Tabela 11.1 – VAL Incremental	63
Tabela 11.2 – TIR Implícita	63
Tabela 11.3 – Evolução da Cotação das Acções	64
Tabela 11.4 – Variação da Cotação das Acções da Europac.....	65

1. INTRODUÇÃO

As F&A são parte fundamental do enquadramento empresarial, tendo relevante importância na obtenção ou manutenção de vantagens competitivas, na realocação de recursos e na execução de estratégias corporativas pois constituem-se em alternativas para a adequação da estrutura organizacional das empresas ao mercado e à conjuntura económica mundial. Apresentam uma importância crescente numa economia globalizada e têm alterado as relações entre as empresas e as configurações das estruturas organizacionais.

O presente estudo analisa e avalia o processo de aquisição pela Europac de 50% das acções da sociedade Imocapital, bem como dos direitos de crédito que a Sonae possuía perante a referida sociedade e uma participação directa de 3,58% na Gescartão.

A Europac é uma empresa verticalmente integrada cuja actividade principal é a fabricação de papel, cartão ondulado e embalagens, bem como a venda de energia eléctrica derivado da sua actividade industrial. Parte do crescimento da Europac nos últimos anos deriva dos processos de aquisição realizados, sendo esta a tendência do sector.

A operação de aquisição em estudo, para além de reforçar a posição da Europac na Península Ibérica como segundo produtor de papel para fabrico de cartão e quinto produtor de cartão canelado, implica uma substancial mudança de dimensão e tamanho do seu balanço e da demonstração de resultados.

O objectivo geral do estudo é avaliar o racional da operação e determinar se a aquisição se traduziu na criação de valor para os accionistas através da comparação entre o valor pago e o valor criado com a aquisição.

O estudo de caso sobre a aquisição da Gescartão pela Europac encontra-se estruturado em onze capítulos.

O primeiro capítulo, onde se insere o presente ponto, corresponde à parte introdutória e aborda o tema e o objecto de análise do estudo.

No segundo capítulo apresenta-se a revisão de estudos internacionais e uma abordagem teórica sobre o tema das F&A, seguindo-se o enquadramento jurídico relativo às concentrações de empresas e às OPA (capítulo 3).

Com o objectivo de apresentar as empresas envolvidas no processo de aquisição procede-se no capítulo 4 à descrição da Gescartão (empresa visada) e no capítulo 5 à descrição da Europac (empresa adquirente).

No sexto capítulo efectua-se a descrição da operação através da caracterização do processo de aquisição, das formas de financiamento da operação e das sinergias estimadas.

Com o intuito de se proceder à avaliação da Europac, definiram-se no capítulo 7 os pressupostos económico-financeiros e as demonstrações financeiras previsionais da Europac para o período de 2011 a 2015.

No capítulo 8 avaliou-se a Europac através da metodologia dos *DCF* tendo o resultado da presente avaliação sido comparado com o valor de empresas comparáveis através da avaliação da Europac segundo a metodologia dos múltiplos de mercado (capítulo 9).

Com o intuito de quantificar o valor criado com a aquisição da Gescartão, avaliou-se a Europac através da metodologia dos *DCF* assumindo a não realização da aquisição pela Europac de 50% das acções da Imocapital (capítulo 10).

De forma a quantificar o valor criado com a operação de aquisição procedeu-se ao cálculo do VAL Incremental e da TIR Implícita na operação de aquisição bem como à análise do mercado ao anúncio e concretização da referida operação.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1. REVISÃO DE ESTUDOS INTERNACIONAIS

As F&A constituem uma das principais áreas de investigação em finanças (Weston, Mitchell e Mulherin, 2001), sendo que os principais estudos estão principalmente focados no mercado norte-americano. O Reino Unido foi também objecto de investigações mais profundas (são exemplo nos estudos de Franks e Mayer (1996) e Sudarsanam, Holl e Salami (1996)). Existem alguns estudos sobre mercados de menor dimensão e menos desenvolvidos, nomeadamente, Ocaña, Pena e Robles (1997), mercado espanhol entre 1990 e 1994 e Farinha e Miranda (2003), mercado português entre 1989 e 2001.

A literatura existente sobre F&A centra-se principalmente no processo de criação de valor e sua subsequente redistribuição, assim como na reacção do mercado no curto e no médio/longo prazo. Diferentes autores investigaram potenciais fontes de criação de valor, com resultados por vezes ambíguos, mas evidenciando a existência de diferentes *drivers* de criação de valor e concluindo que o processo de redistribuição do valor criado ocorre de diferentes modos nas diferentes transacções.

Neste contexto, a literatura sobre F&A pode ser analisada em três grupos. O primeiro grupo foca-se nas variáveis de propriedade (estrutura accionista das empresas participantes na transacção), o segundo nas características da transacção e o terceiro na análise de sinergias.

No que concerne às variáveis de propriedade, as mais importantes conclusões derivam de um estudo de Grossman e Hart (1980). Supondo um cenário em que os gestores não actuam de acordo com os interesses dos accionistas e que os accionistas possuem uma dimensão de tal forma reduzida que não lhes é possível derrubar a gestão. Existem argumentos de que esta situação não irá persistir porque um investidor poderá efectuar uma oferta de aquisição: poderá adquirir a empresa a um baixo preço, geri-la e vendê-la a um preço superior. Grossman e Hart (1980) contrariam esta ideia. O ganho que o oferente pode realizar através da valorização das acções da empresa adquirida representa um ganho que os accionistas podem realizar se não aceitarem a oferta de aquisição. Supondo que a participação de cada accionista no capital da empresa é de tal

modo reduzida que a decisão de aceitar ou não a oferta de aquisição não irá afectar o resultado da transacção. Se um accionista pensar que a oferta será bem-sucedida, não irá alienar as suas acções, optando por manter a sua posição, na medida em que antecipa um ganho em resultado da valorização das suas acções. Em resultado, uma oferta de aquisição poderá não ser lucrativa (apesar de a equipa de gestão não agir de acordo com os interesses dos accionistas) na medida em que o oferente poderá ter de partilhar os potenciais ganhos com os accionistas da empresa.

Os accionistas podem evitar o denominado *free-rider problem* através da inclusão nos estatutos da empresa de uma cláusula que permita ao oferente excluir os accionistas minoritários (accionistas que não pretendem alienar as suas acções) de beneficiarem das melhorias que o processo de aquisição introduzirá na empresa. Neste contexto, o oferente iria beneficiar de uma maior percentagem de ganhos em comparação com a percentagem de acções que detém, representando este ganho uma diluição voluntária dos direitos de propriedade. Este efeito de diluição reduz o prémio de aquisição e aumenta as possibilidades de a transacção criar valor. Caso o oferente não necessite de partilhar os ganhos da transacção com os accionistas que não aceitaram a oferta de aquisição existirá um incentivo para que estes aceitem a oferta, podendo assim o oferente alavancar os ganhos da operação.

Segundo Shleifer e Vishny (1986) um accionista com uma posição de referência (*large shareholder*) na estrutura de capital da empresa visada detém um importante papel num processo de aquisição, sendo a sua presença uma condição necessária para a realização de uma operação de aquisição com criação de valor. À medida que a proporção de acções detidas pelo *large shareholder* aumenta torna-se mais provável um processo de aquisição e que o preço das acções da empresa aumente. Quando a transacção ocorre, o prémio de aquisição pago aos accionistas da empresa adquirida é menor, pois quanto maior a percentagem detida pelo *large shareholder* maior a receptividade à venda. Os autores afirmam que o aumento da proporção de acções detidas pelo *large shareholder* resulta num decréscimo do prémio de aquisição mas num aumento do valor de mercado da empresa.

Shleifer e Vishny (1988) avaliam o processo de aquisição numa perspectiva de gestão, documentando que as aquisições hostis servem para reafirmar os interesses dos

accionistas. As medidas de controlo interno, por exemplo, conselho de administração, não são efectivas em forçar os gestores a absterem-se de uma conduta de não maximização de valor e por outro lado, persuadir a gestão a minimizar uma conduta de não maximização de valor (*stock options*) poderá ser bastante dispendiosa. Neste contexto, não é surpreendente que medidas externas de coacção como as aquisições hostis tenham um papel importante em termos disciplinadores, sendo provavelmente a forma mais eficaz de os accionistas se desembaraçarem de gestores que não maximizam o valor da empresa. As aquisições hostis englobam ambos os elementos, coacção e persuasão. De referir que nestas transacções, o oferente ou uma segunda empresa negocia directamente com os accionistas da empresa visada em vez de negociar com a equipa de gestão. Com o propósito de atenuar a oposição à transacção, as aquisições hostis são acompanhadas pela realização de pagamentos aos gestores da empresa visada (*golden parachutes*).

De salientar que, antes de analisar o processo de aquisição como forma de eliminar um comportamento de não maximização de valor pelos gestores da empresa visada é importante relembrar o papel da equipa de gestão da empresa oferente, na medida em que a aquisição de outras empresas por valores sobrestimados pode ser vista como o maior desvio a um comportamento de maximização do valor.

Stulz, Walking e Song (1990) evidenciam que o modo de distribuição dos direitos de propriedade nas empresas visadas está relacionado com a divisão dos ganhos inerentes ao processo de aquisição (definidos como o aumento do valor combinado da empresa visada e da empresa oferente). Para processos de aquisição com múltiplos oferentes, os ganhos da empresa visada aumentam quando existe uma maior percentagem de direitos de propriedade afectos à equipa de gestão e decrescem perante a propriedade institucional.

As variáveis de propriedade estão também relacionadas com os *agency costs*. Jensen (1986) explica a relação entre os *agency costs* e o processo de aquisição. Segundo a “*Free Cash Flow Theory of Takeovers*” os processos de F&A são mais propícios à destruição, do que à criação de valor demonstrando que as aquisições são uma evidência da existência de conflitos de interesse entre accionistas e gestores, e ao mesmo tempo, uma solução para o problema. As aquisições poderão ser um instrumento para os

gestores aplicarem os resultados da empresa em detrimento do pagamento de dividendos aos accionistas. As aquisições que não envolvem a troca de acções implicam um pagamento aos accionistas da empresa visada e isto pode criar benefícios mesmo que a aquisição ou fusão gere ineficiências operacionais.

As aquisições com retorno reduzido são mais prováveis em sectores com amplos *cash flows*, enquanto que em sectores em declínio, as F&A dentro do sector são criadoras de valor, enquanto que as realizadas fora do sector são propícias a retornos inferiores. A criação de valor em processos de aquisição ocorre em resposta a quebras em processos de controlo interno em empresas com níveis substanciais de *cash flow* e políticas organizacionais (incluindo estratégias de diversificação) que estão a desperdiçar recursos.

Segundo Jensen (1986), algumas empresas oferentes tenderão a ter um desempenho elevado no momento anterior à aquisição, tendo esse desempenho conduzido à geração de *cash flow* que é posteriormente canalizado para a aquisição de empresas. As empresas visadas serão de dois tipos: com fracos níveis de gestão e com desempenho negativo até à fase de aquisição ou com elevados desempenhos e que obtiveram elevados níveis de *cash flow* cuja equipa de gestão se recusa a distribuir pelos accionistas. As aquisições financiadas com dinheiro e dívida irão gerar benefícios superiores às realizadas por troca de acções, sendo que as realizadas por troca de acções tendem a estar associadas a oportunidades de crescimento e a reduzidos níveis de *cash flow*.

Diversos académicos têm discutido a hipótese da ineficiência na gestão. Segundo Samuelson (1970) “*take-overs, like bankruptcy represents one of Nature’s methods of eliminating deadwood in the struggle for survival. A more open and more efficiently responsive corporate society can result*”. Alguns economistas defendem que as operações de aquisição são em parte motivadas pelo desejo de melhorar a performance de empresas que até então apresentavam uma performance negativa, na medida em que o potencial de melhoria é maior nestas empresas. Agrawal e Jaffe (2003) estudaram esta hipótese, não tendo encontrado evidência de que as empresas visadas estivessem com performance negativa no momento que procedeu a sua aquisição.

O segundo grupo de estudos foca-se nas características da transacção. Scanlon, Trifts and Pettway (1989) e Pettwa e Yamada (1986) defendem que os accionistas das empresas oferentes perdem significativamente perante aquisições de empresas de maior dimensão. Asquith, Bruner e Mullins (1983) e Jarrel e Poulsen (1989) defendem uma visão contrária, indicando a existência de uma relação positiva entre a dimensão das empresas visadas e o retorno alcançado, ou seja, o retorno alcançado aumenta com a aquisição de empresas de maior dimensão. Walker (2000) documenta significativas associações entre retorno anormal (taxa de retorno que difere da taxa de retorno expectável) e as seguintes variáveis: método de pagamento, dimensão da transacção e número de oferentes.

A empresa oferente pode financiar a aquisição de uma empresa de três formas: dinheiro, financiamento ou emissão de novas acções. Myers (1984) na “*Pecking Order Theory*” indica que as empresas priorizam as formas de financiamento, preferindo o financiamento interno (fundos disponíveis em caixa), de seguida a contracção de empréstimos e por último a emissão de novas acções.

Diferentes estudos empíricos indicam que as transacções pagas a dinheiro produzem retornos anormais para os accionistas das empresas visadas em comparação com transacções por troca de acções.

Segundo Trifts (1991), a forma de pagamento numa transacção não deve ser analisado de forma isolada porque a alteração do nível de endividamento da oferente tem um poder explicativo adicional. Ambas as variáveis, forma de pagamento e alteração do nível de endividamento da empresa, são determinantes no nível de retorno alcançado.

De acordo com Rappaport e Sirower (1999) a principal distinção entre pagamento a dinheiro e pagamento por troca de acções, assenta no facto de, no primeiro caso, os accionistas da empresa oferente suportarem a totalidade do risco caso as sinergias previstas não sejam materializadas, enquanto que no pagamento por troca de acções, os accionistas da empresa visada permanecem ligados à empresa oferente e assumem, na proporção das acções recebidas, os mesmos riscos que os accionistas da empresa oferente.

Segundo Myers e Majluf (1984) as empresas oferentes preferem a emissão de acções quando acreditam que as suas acções estão sobrevalorizadas e o pagamento a dinheiro quando as suas acções estão subvalorizadas.

Emery e Switzer (1999) argumentam que as empresas oferentes preferem uma aquisição por troca de acções quando existe assimetria de informação sobre a empresa visada e uma aquisição a dinheiro quando existe assimetria de informação sobre a própria empresa.

Davidson e Cheng (1997) evidenciam que um prémio de aquisição elevado é usado para compensar os accionistas da empresa visada pelo pagamento imediato de impostos, existindo assim uma relação positiva entre pagamento a dinheiro e prémio de aquisição.

Diversos estudos indicam que o pagamento a dinheiro produz retornos anormais para os accionistas das empresas visadas, em comparação com o pagamento por troca de acções. Segundo Smith (1986) uma transacção envolvendo a troca de acções é equivalente a uma OPA, operação que tipicamente implica um retorno negativo para os accionistas na data de anúncio de emissão de acções. Huang e Walking (1987) confirmam que os retornos anormais nas empresas visadas estão associados a transacções com pagamentos a dinheiro. Uma das explicações avançadas pelos autores prende-se com o facto de uma transacção paga a dinheiro transmitir maior confiança no sucesso da operação, reduzir a probabilidade de procedimentos de defesa na empresa visada perante a oferta de aquisição e o aparecimento de múltiplos oferentes.

Goergen e Renneboog (2002) documentam que a forma de pagamento tem um forte impacto na riqueza criada na transacção. As transacções pagas a dinheiro registam um retorno anormal de cerca de 10% na data de anúncio, sendo que as transacções por troca de acções ou combinando dinheiro, acções e dívida apenas geram um retorno de aproximadamente 6%. Os autores destacam que o pagamento a dinheiro é mais frequente perante a aquisição de empresas de menor dimensão e concluem que a escolha da forma de pagamento não é um sinal para o mercado sobre a sobreavaliação ou subavaliação do valor das acções da empresa oferente.

A terceira área de estudo analisa as variáveis que conduzem à criação de valor – sinergias - num processo de F&A.

Segundo Sudarsanam, Holl e Salami (1996) as sinergias operacionais, financeiras e de gestão criam valor para os accionistas, tanto da empresa oferente como da empresa visada. Uma fusão entre empresas complementares, ao nível de recursos e oportunidades de investimento, proporciona a criação de valor para os accionistas das empresas envolvidas, quer oferente quer visada. Adicionalmente, referenciam que os accionistas de uma empresa com valor de mercado elevado perdem riqueza com a aquisição de uma empresa de menor valor, obtendo neste cenário, os accionistas da empresa visada ganhos com a operação.

Lang e Stulz (1994) defendem que a proximidade da actividade das empresas (presença no mesmo sector de actividade) tem um impacto positivo na criação de valor em processos de F&A. As empresas presentes no mesmo sector de actividade registam tipicamente retornos anormais em comparação com conglomerados empresariais. Berger e Ofek (1995) partilham da mesma opinião, afirmando que o grau de relação entre as actividades das empresas envolvidas na transacção está positivamente correlacionado com o retorno gerado pela transacção. Neste sentido, a diversificação destrói valor, enquanto que a especialização conserva valor.

Uma questão que deve ser discutida, especialmente no caso das empresas oferentes, prende-se com o prémio de aquisição pago, factor relevante para o processo de criação de valor. Roll (1986) apresenta a “*The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*” como explicação para o fenómeno dos processos de F&A. Numa situação de elevada incerteza e múltiplos oferentes existe elevada probabilidade de dispersão nos valores das ofertas e em consequência existe o risco elevado da empresa oferente pagar um valor sobrestimado, não existindo assim criação de valor no processo de F&A, mas sim um erro de avaliação face à empresa visada. Consequentemente, o mecanismo através do qual a transacção é iniciada e consumada sugere que, pelo menos parte do aumento observado no valor das acções da empresa visada representa uma simples transferência da empresa oferente, ou seja, que o prémio pago excede o aumento no valor económico das empresas combinadas.

Jensen e Ruback (1983) documentam que os processos de F&A criam valor para as empresas. Contudo, dado que as empresas oferentes tendem a ser de maior dimensão face às empresas visadas, o retorno para as empresas não quantifica os ganhos para um processo de fusão entre as mesmas. Segundo os autores, os processos de aquisição geram ganhos, dos quais os accionistas das empresas visadas beneficiam e dos quais os accionistas das empresas oferentes não perdem.

Em termos gerais, a maioria dos estudos sobre F&A revelam resultados ambíguos para as empresas oferentes, mas no caso das empresas visadas existe consenso entre os investigadores de que estas registam retornos anormais com as transacções. Bruner (2001) defende que os accionistas da empresa visada obtêm retornos que são significativamente e materialmente positivos e evidencia que estes registam uma taxa de retorno anormal entre 20% e 30%, ou seja, a operação de F&A proporciona-lhes um prémio. Relativamente ao retorno para a empresa oferente, o retorno anormal que deriva das operações de F&A é essencialmente zero, ou seja, o *break even* do oferente é alcançado, ou seja, a aquisição tende a oferecer um VAL igual a zero, obtendo o investidor a rendibilidade desejada.

Em termos agregados, o retorno é positivo. Bruner citando Geoffrey Meeks (1977) afirma que se verifica um declínio na rendibilidade do activo para as empresas oferentes no momento após a transacção, com a rendibilidade a atingir o limiar mínimo cinco anos após a transacção. Em cerca de 2/3 dos oferentes, a rendibilidade está abaixo da média do sector, concluindo que se verifica uma queda ligeira da rendibilidade após a transacção. Esta evidência é também defendida por Mueller (1980).

Schwert (1996) documenta que o valor das acções das empresas visadas tende a subir nos 42 dias anteriores ao anúncio de uma operação de F&A, com o aumento máximo a acontecer nos últimos 21 dias que antecedem a transacção. Schwert documenta que o efeito de *run-up* é em média de 13,3%, ou seja, praticamente um terço do retorno total (*run-up* mais *mark-up*) da empresa visada que é de cerca de 37%, no caso de transacções bem-sucedidas. Schwert defende a não existência de correlação entre *run-up* e *mark-up*, o que significa que é essencial manter a operação em segredo, dado que o efeito de *run-up* é um custo adicional para a entidades oferente.

Langetieg (1978), Asquith (1983) e Magenheim e Muller (1988) evidenciam que as empresas oferentes registam rendibilidades significativamente negativas no intervalo de um a três anos após a transacção. Segundo, Agrawal, Jaffe e Mandelker (1992) os accionistas das empresas oferentes registam uma perda de riqueza estatisticamente significativa, na ordem dos 10%, durante os cinco anos que se seguem à conclusão da transacção.

Ocaña, Pena e Robles (1997) realizaram um estudo sobre F&A em Espanha para o período compreendido entre 1990 e 1994, baseando-se numa amostra de 71 empresas visadas e 32 empresas oferentes. Segundo os autores, os accionistas das empresas visadas obtêm retornos anormais consideráveis no momento do anúncio da transacção, mas não na primeira parte do ano anterior a este período. Adicionalmente, verificam a existência de um aumento acentuado no valor das acções nos dois meses anteriores ao anúncio da oferta.

Farinha e Miranda (2003) realizaram um estudo semelhante sobre o mercado Português, baseando-se numa amostra de 52 anúncios de operações de F&A realizados entre 1989 e 2001. Segundo os autores, o efeito de *run-up* observado no mercado português, para o período compreendido entre a data de anúncio da operação e nos 40 dias anteriores é de 13%, correspondendo a cerca de 60% do retorno anormal total que se fixa em 23% observado para as empresas visadas nos dias anteriores à data de anúncio da operação. O retorno total para os accionistas das empresas visadas é inferior ao observado nos EUA e Reino Unido, o que pode ser explicado pelo facto de em Portugal as empresas oferentes terem à partida uma participação elevada no capital das empresas visadas.

Farinha e Miranda (2003) confirmam a hipótese de Schwert (1996) de que o efeito de *run-up* não reduz o prémio oferecido à data de anúncio, sendo um incremento ao custo total da transacção para o oferente. Os autores documentam ainda que a presença de um *large shareholder* na empresa oferente e o facto de a oferente ter à partida uma posição accionista na empresa visada significa um aumento no retorno anormal acumulado da acção para os accionistas da oferente.

Por último, Farinha e Miranda (2003) concluem que o retorno anormal para ambas as empresas (oferente e visada) é substancialmente inferior em fases de *bearish market*

quando comparado com fases de *bullish market*, com os oferentes a registar retornos anormais negativos em *bearish market* e positivamente significativos em períodos de *bullish market*.

Existem alguns estudos sobre as economias da Europa Central e Europa Oriental que informam sobre as peculiaridades destas economias. Um estudo de Pop (2006)¹ sobre operações de F&A na Roménia demonstra que este mercado é atípico, sendo que em média, o retorno anormal das empresas visadas não é estatisticamente diferente de zero.

Georgen e Renneboog (2002) analisaram as maiores operações de F&A na Europa entre 1993 e 2000, verificando a existência de uma taxa de retorno anormal acumulada de 23% para as empresas visadas, sendo que a maior parte deste retorno é verificado nos dois meses anteriores à data de anúncio da operação. As empresas oferentes reagem também de forma positiva mas apresentando um retorno de apenas 0,7%.

Segundo Georgen e Renneboog (2002) existem disparidades no retorno alcançado de acordo com os países onde as transacções ocorrem, sendo que o retorno é substancialmente mais elevado quando o oferente ou empresa visada é do Reino Unido. No caso da Europa do Sul (onde se inclui Portugal) a taxa de retorno é de 6,2% para transacções “domésticas” e a taxa de retorno anormal de apenas 1,9%. As transacções “domésticas” criam maior riqueza do que operações *cross-border*.

Georgen e Renneboog (2002) evidenciam que o prémio pago depende da localização da empresa visada e revelam uma correlação positiva entre os ganhos dos accionistas das empresas visadas e os ganhos totais, bem como os ganhos das empresas visadas e os ganhos das empresas oferentes. Este facto sugere que as sinergias são o motivo primordial para os oferentes e que oferentes e visadas tendem a partilhar os ganhos da operação.

2.2. ABORDAGEM TEÓRICA

Segundo Domingos Ferreira (2002) o racional de uma operação de F&A assenta na exploração de diferenciais de eficiência entre empresas (sinergias operacionais), no

¹ O resultado do estudo não deve ser generalizado porque é focado em empresas que foram privatizadas.

aumento de poder no mercado e crescimento, em vantagens fiscais, na eliminação de *agency costs* e na redistribuição ou reaplicação estratégica de recursos ou de meios.

Domingos Ferreira (2002) classifica as F&A em quatro tipos: concentração simples ou horizontal, concentração vertical, agregações ou conglomerados e concentração concêntrica.

- **Concentração simples ou horizontal**

A concentração simples ou horizontal envolve duas empresas que operam e competem no mesmo sector de actividade. O racional desta operação assenta na constituição de uma empresa de maior dimensão procurando beneficiar de economias de escala. A concentração simples ou horizontal é regulada devido a potenciais efeitos negativos em termos concorrenciais. O decréscimo do número de empresas num determinado sector de actividade facilita às empresas presentes nesse sector um cenário de monopolização de lucros.

Weston, Mitchell e Mulherin (2001) destacam as operações de *roll up*, que se caracterizam pelo facto de uma empresa adquirir múltiplas empresas com actividades similares. Normalmente, este tipo de aquisição ocorre em sectores fragmentados com um reduzido número de empresas e que se encontram numa fase de maturidade. Na maioria dos casos, o sector não tem um *player* dominante permitindo a entrada de uma empresa adquirente que consolida múltiplas empresas. A empresa adquirente deverá possuir uma equipa de gestão forte, elevado *know-how* sobre o sector e *background* ao nível da estruturação e execução de estratégias de fusões e aquisições de modo a atingir o sucesso no processo de *roll up*.

Uma operação de concentração simples ou horizontal pode ser financiada com recurso a capitais próprios ou a dívida financeira, sendo que a longo dos últimos anos tem-se assistido à injeção de capitais nas pequenas e médias empresas através de operações de *IPO*².

² Através de uma *IPO* o oferente injecta capital na empresa a financiar e recebe em troca acções da empresa.

Para Domingos Ferreira (2002) o racional da F&A simples ou horizontal deriva da teoria da maximização de valor e da teoria da gestão. A teoria da maximização de valor considera que a criação de valor assenta em: eficiência na produção e na distribuição; aumento do poder de mercado por expectativas de crescimento; reconfiguração, racionalização, melhoria na utilização das competências fundamentais e dos recursos e gestão não suficiente da empresa visada.

- **Concentração vertical**

Weston, Mitchell e Mulherin (2001) definem a concentração vertical como uma transacção que ocorre entre empresas com actividades afins ou complementares situadas em estádios diferentes mas dentro do mesmo sector de actividade.

As empresas optam por uma concentração vertical por diversas razões, nomeadamente: economias de ordem tecnológica; eliminação ou redução de custos de *research*, publicidade, comunicação, planeamento da produção e outros custos de transacção; melhoria no planeamento de inventários e de produção devido a fluxos de informação mais eficientes no seio de uma única entidade; redução dos aspectos cíclicos ou sazonais; acesso assegurado aos mercados; redução do perigo de falhas no mercado com influência na empresa; actuação em estádios com maior valor acrescentado e maior proximidade dos clientes.

Domingos Ferreira (2002) define a concentração vertical como uma estratégia complexa, com custos relevantes e com riscos associados, dado ser difícil de reverter. Antes de se iniciar uma operação de concentração do tipo vertical, quer por desenvolvimento orgânico, quer por aquisição, deverão ser esgotadas todas as possibilidades de utilização das formas intermédias, nomeadamente, *joint-ventures* ou outro tipo de alianças, contractos a longo prazo ou licenciamentos, dado que comportam um menor investimento e apresentam maior flexibilidade.

A concentração vertical tem efeitos nos custos de capital e nos custos operacionais, nos riscos envolvidos e na eficácia de coordenação. Este tipo de concentração será um processo de criação de valor desde que se atingem melhores resultados do que os das meras relações bilaterais entre fornecedor e cliente.

- **Agregações ou conglomerados**

As agregações ou conglomerados caracterizam-se pela empresa oferente estar presente num sector de actividade diferente da empresa visada. Este tipo de operação assenta no aproveitamento de oportunidades, flexibilidade e versatilidade, segurança e gestão do risco através da diversificação. As agregações ou conglomerados podem ser agrupados em dois tipos: de controlo financeiro ou financeiros e empresariais, estratégicos ou de administração.

Os conglomerados financeiros podem ser enquadrados no tipo de gestão de controlo financeiro na medida em que adquirem e gerem empresas em sectores onde o controlo financeiro é suficiente para a manutenção dos níveis de rendibilidade. Estes conglomerados proporcionam *cash* para os diversos segmentos de negócio, exercem controlo e são no fundo os tomadores do risco. Os seus principais órgãos decisores concentram-se ao nível do planeamento e da gestão estratégica e empresarial (*do the right thing*) mas não participam nas decisões operacionais (*do the thing right*).

Os conglomerados operacionais, empresariais, estratégicos ou de administração desempenham as funções de topo, estratégicos ou empresariais e assumem uma função relevante nas decisões operacionais. Uma das vantagens dos conglomerados estratégicos face aos financeiros assenta na exploração de sinergias operacionais, organizacionais e de gestão, para além das financeiras.

- **Concentração concêntrica**

A concentração concêntrica é acordada entre empresas que se posicionam em sectores diferentes mas que têm como objectivo comum a obtenção de ganhos provenientes de situações comuns (mercado, processos e tecnologias). O tipo de concentração concêntrica mais conhecida e praticada é a de *bancassurance* e que consiste em fusões, aquisições e alianças entre a banca e entidades seguradoras.

Domingos Ferreira (2002) considerando uma abordagem em relação ao património das empresas participantes em processos de F&A, distingue as operações em: fusão-

concentração ou consolidação e em fusão-integração, fusão por incorporação ou aquisição.

Na fusão-concentração o património da nova sociedade é fundamentalmente constituído pelo das sociedades fundidas e o seu capital está representado por novas acções emitidas pela nova empresa. Os accionistas das empresas fundidas receberão acções da nova empresa em substituição das que possuíam e, normalmente na proporção do valor do património de cada uma delas.

Na aquisição pura, fusão por incorporação ou fusão-aquisição a empresa oferente ou incorporante pode entregar aos accionistas das empresas adquiridas ou incorporadas o dinheiro correspondente ao valor negociado, podendo neste caso não existir necessidade de alterar o seu capital social. As empresas adquiridas ou incorporadas podem deixar de existir e assumir a forma de divisões ou manter a existência jurídica como sociedades comerciais e passarem a ser subsidiárias da empresa adquirente ou incorporante. Em alternativa, a empresa adquirente ou incorporante poderá optar por uma operação de troca de acções (aquisição de empresa sem dinheiro), sendo que neste caso a empresa terá de entregar acções às empresas adquiridas ou incorporadas, procedendo a um aumento de capital social, num valor pelo menos igual ao valor pago pelas empresas adquiridas ou incorporadas.

As aquisições podem ser regularizadas através da entrega em dinheiro aos accionistas da empresa visada, por entrega de acções da empresa oferente, por uma forma mista entre dinheiro e acções ou em alternativa, por estratégias mais complexas, nomeadamente *leverage buy-out*. Segundo Domingos Ferreira (2002) as operações de *leverage buy-out* foram caracterizadas pela inovação crescente, em particular a partir de 1985 e correspondem a uma operação caracterizada por uma estrutura de financiamento com uma pequena proporção de capital próprio e por um elevado nível de capital alheio, que inclui vários tipos de endividamento com taxas de juro diferentes e características diferentes.

A utilização de acções para pagamento da aquisição é um modo em que o pagamento aos accionistas é realizado com acções da oferente - oferta pública de troca. Os accionistas da empresa visada ao receberem acções da oferente, também estão a auferir

parte do ganho da aquisição, pois passarão a ser accionistas da nova empresa combinada.

Na aquisição a dinheiro, os accionistas da empresa visada recebem um prémio e abandonam os seus interesses na operação. Na aquisição por troca de acções, os accionistas da empresa visada permanecem ligados à empresa combinada e assumem na proporção os mesmos riscos que os accionistas da empresa adquirente.

A fusão representa um processo voluntário de consolidação entre as partes que assumem um acordo para a sua consolidação. Por oposição, as tácticas agressivas não se revestem de carácter voluntário e assentam numa acção de oferta de aquisição (*tender offer*) que, segundo Weston, Mitchell e Mulherin (2001) caracteriza-se pelo facto de o oferente, que tipicamente procura a aprovação da equipa de gestão e do conselho de administração da empresa visada, realizar uma oferta directamente aos accionistas da empresa visada para aquisição. O valor da oferta de aquisição é normalmente superior ao valor de mercado da empresa de modo a que o oferente consiga obter o controlo da empresa visada.

A *tender offer* pode ser amigável ou hostil. Num cenário em que a aproximação amigável não é possível, o potencial comprador – *bidder* ou *corporate raider* – detém duas alternativas: *hostile tender offer* (proposta de compra directamente aos accionistas da empresa visada) e *proxy contest* (abertura de uma guerra pelo controlo da empresa).

As decisões e tácticas defensivas face a aquisições hostis dependem da margem de actuação dos potenciais compradores. Domingos Ferreira (2002) divide as tácticas defensivas em dois tipos: activas ou para retaliação e preventivas ou antecipadas.

3. MECANISMOS JURÍDICOS

3.1. CONCENTRAÇÕES DE EMPRESAS

A doutrina existente distingue duas categorias: concentrações na unidade ou primárias e concentrações na pluralidade ou secundárias, de que os grupos económicos são o exemplo por excelência.

Nas concentrações na unidade assiste-se ao crescimento dimensionável de uma empresa, com ou sem envolvimento de outras. Sem envolvimento como sucede nos casos de simples acumulação de capitais – interna, por não haver distribuição de dividendos (autofinanciamento) ou externa (aumentos de capital, emissão de obrigações, criação de sucursais desprovidas de personalidade jurídica).

Quando o envolvimento existe, o reforço ou a constituição de uma empresa conduz à perda de individualidade jurídica e económica de unidades empresariais existentes, mantendo-se em qualquer caso a existência de um único poder jurídico-económico, ou seja, de um único centro de decisão.

A fusão de sociedades nas diversas variantes é o instrumento jurídico por excelência deste tipo de concentração. São também formas de concentração enquadráveis neste tipo o trespasse, a cisão-fusão, a constituição de sociedades mediante a integração de empresas ou de activos destas e a aquisição total ou parcial de empresas através da aquisição de partes sociais ou dos seus activos. Dada a sua relevância para o presente contexto, apenas se considerará a concentração por fusão.

Segundo a lei comercial, “duas ou mais sociedades ainda que de tipo diverso, podem fundir-se mediante a sua reunião numa só”. O n.º 4 do art.º 97.º do CSC estatui que “a fusão pode realizar-se: a) mediante a transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra e a atribuição aos sócios daquelas de partes, acções ou quotas desta; b) mediante a constituição de uma nova sociedade, para a qual se transferem globalmente os patrimónios das sociedades fundidas, sendo aos sócios destas atribuídas partes, acções ou quotas da nova sociedade”.

No primeiro caso, estamos perante uma absorção ou incorporação: as sociedades absorvidas extinguem-se, integrando-se o seu património na sociedade incorporante. No segundo caso, estamos perante uma fusão em sentido próprio (fusão por combinação), dado que se extinguem as sociedades fundidas, criando-se uma nova sociedade.

3.2. OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO

As OPA são reguladas pela Directiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004 (adiante designada por “Directiva”).

A Directiva sublinha o facto de ser crucial para a Comunidade Europeia a existência de uma regulação homogénea e a necessidade de proteger os investidores, focando-se na protecção do pequeno investidor, cujo poder de mercado é limitado.

A legislação europeia sugere que accionistas minoritários não deverão ser prejudicados numa oferta pública de aquisição, especialmente em termos de preço. A Directiva enfatiza a importância da existência de uma obrigação legal para as empresas oferentes de informar os outros participantes do mercado e entidades de supervisão (Autoridade da Concorrência no caso de Portugal) sobre a intenção de aquisição de outra empresa.

Segundo a Directiva, uma OPA deverá conter informação sobre os termos da oferta, identificação do oferente, a contrapartida proposta e as percentagens ou quantidades máxima e mínima de acções que o oferente se compromete a adquirir, bem como as condições a que a oferta se encontra subordinada, as intenções do oferente quanto à prossecução da actividade da sociedade visada, o período de aceitação da oferta ou ainda a indicação da legislação nacional que será aplicável aos contractos.

No que concerne aos direitos dos trabalhadores, a Directiva prevê a obrigação de informar os trabalhadores ou os representantes da sociedade visada pela OPA e alarga esta obrigação aos trabalhadores da sociedade oferente.

Relativamente ao período de aceitação da oferta, a Directiva prevê que os Estados-Membros providenciarão para que o período de aceitação da oferta não seja inferior a duas semanas, nem superior a dez semanas a contar da data de publicação do

documento relativo à oferta. Adicionalmente, os Estados-Membros devem de prever regras relativas às ofertas nos seguintes domínios: caducidade da oferta, revisão das ofertas, ofertas concorrentes, divulgação do resultado das ofertas, carácter irrevogável da oferta e condições autorizadas.

A Directiva prevê um dispositivo de afastamento obrigatório que permite que um accionista amplamente maioritário possa exigir que os accionistas minoritários lhe vendam as suas acções. Com efeito, cabe aos Estados-Membros assegurar que um oferente possa exigir que os titulares das acções remanescentes lhe vendam estas acções com base num preço justo. Os Estados-Membros introduzem este direito num dos dois casos seguintes: a) sempre que o oferente detenha acções que representam pelo menos 90% dos direitos de voto da sociedade visada, sendo que os Estados-Membros podem fixar um limiar mais elevado desde que não exceda 95% do capital associado a direitos de voto e 95% dos direitos de voto ou b) sempre que, em resultado da aceitação da oferta, tenha adquirido ou se tenha contratualmente comprometido a adquirir acções que representem pelo menos 90% do capital associado a direitos de voto e 90% dos direitos de voto da sociedade visada pela oferta. Salienta-se que, o direito de recurso ao afastamento obrigatório deve ser exercido pelo oferente no prazo de três meses a contar do termo do período de aceitação da oferta. O afastamento obrigatório é conjugado com um direito de resgate obrigatório que permite que os accionistas minoritários possam exigir que um accionista amplamente maioritário proceda ao resgate das suas acções remanescentes, com base num preço justo.

4. GESCARTÃO, S.G.P.S., S.A.

4.1. GÉNESE

A Portucel, EP foi criada em 1976 pelo Decreto-Lei n.º 554-A/76, de 14 de Julho, como resultado da fusão de cinco empresas que tinham sido nacionalizadas no ano anterior:

- CPC – Companhia Portuguesa de Celulose, S.A.R.L.;
- SOCEL – Sociedade Industrial de Celulose, S.A.R.L.;
- CELTEJO – Celulose do Tejo, S.A.R.L.;
- CELNORTE – Celulose do Norte, S.A.R.L.;
- Celulose do Guadianda, S.A.R.L..

Mediante o Decreto-Lei n.º 405/90, de 21 de Dezembro, verificou-se a alteração da natureza jurídica da Portucel EP, que foi convertida de pessoa colectiva de direito público em sociedade anónima, tendo passado a adoptar a designação de Portucel – Empresa de Celulose e Papel de Portugal, S.A..

Em 31 de Maio de 1993, com base no Decreto-Lei n.º 39/93, de 13 de Fevereiro foi concretizado o plano de reestruturação da Portucel S.A., que resultou na constituição de diversas sociedades controladas a 100%, directa ou indirectamente pela *holding* do Grupo, a Portucel – Empresa de Celulose e Papel de Portugal, S.G.P.S., S.A..

Este plano de reestruturação conduziu à adopção de uma estrutura organizacional que autonomizou as diferentes áreas de negócio do Grupo Portucel, tendo a Gescartão sido constituída como uma sociedade gestora de participações sociais, com o objectivo de assegurar a gestão das empresas do Grupo Portucel que actuavam na área dos papéis industriais e da embalagem, ou seja, no denominado “sector castanho”.

O capital da Gescartão, na data da sua constituição, no montante de 19.985 mil contos, foi integralmente subscrito e realizado pela Portucel S.G.P.S. através das entradas em espécie relativas à transferência das participações de 35% na Portucel Viana, de 65% na Portucel Recicla e de 100% na Portucel Embalagem.

A 15 de Maio de 1996, a Gescartão e a Portucel S.G.P.S. procederam à reformulação das suas participações sociais, ficando a Gescartão a deter 100% do capital da Portucel Viana, e alienando, simultaneamente, a participação de 65% que detinha na Portucel Recicla a favor da Portucel S.G.P.S.. Em Setembro de 1988, com vista à privatização das três empresas de papéis industriais e embalagem, a Portucel Recicla voltou a ser integrada na Gescartão, através da aquisição à Portucel S.G.P.S. da totalidade do seu capital.

Em 2000, e no decurso do processo de privatização da Gescartão, a Imocapital adquiriu 65% das acções representativas do capital social da Gescartão, passando a Portucel S.G.P.S. a deter os remanescentes 35%.

4.2. PROCESSO DE REPRIVATIZAÇÃO

Através do Decreto-Lei n.º 364/99, de 17 de Setembro, foi aprovado o processo de reprivatização, em três fases, da totalidade do capital social da Gescartão e, indirectamente, da Portucel Viana, da Portucel Recicla e da Portucel Embalagem, empresas detidas a 100% pela Gescartão.

A primeira fase do processo de reprivatização traduziu-se na alienação das acções representativas de 65% do capital social da Gescartão, precedida por um concurso público que determinou a selecção do comprador das acções. Em resultado deste concurso, através da Resolução do Conselho de Ministros n.º 6/2000, de 22 de Fevereiro, foram alienadas à Imocapital, empresa detida em partes iguais pela Sonae Indústria e pela Europac, 12.990.250 acções, representativas de 65% do capital social da Gescartão ao preço de 757\$00 por acção (equivalente a 3,78 euros).

Realizada a primeira fase de privatização da Gescartão, a Resolução do Conselho de Ministros n.º 17/2003, de 29 de Janeiro, veio autorizar a Portucel S.G.P.S. a alienar as acções representativas de 25% do capital social da Gescartão, mediante a realização de uma OPV destinada ao público em geral, bem como a alienar as acções representativas de 10% do capital social da Gescartão, mediante a realização de uma OPV reservada a trabalhadores, pequenos subscritores e emigrantes, a qual poderia coincidir com a realização da OPV inicialmente referida. O preço unitário de alienação das acções da

Gescartão na presente OPV foi fixado em 6,50 euros (as acções objecto da oferta têm o valor nominal de 5 euros).

4.3. ACTIVIDADE DESENVOLVIDA

A actividade do Grupo Gescartão, designadamente, através das sociedades em relação de domínio, Portucel Viana, Portucel Recicla, Portucel Embalagem, Lepe (integrada no Grupo Gescartão em 1999) e a Emprobal (participada a 60% pela Portucel Embalagem), insere-se no “sector castanho”, designação comum para o sector dos papéis industriais e de embalagem e que engloba, para além da produção de papéis para a produção de cartão canelado, também a produção do próprio cartão canelado e das embalagens.

Os activos da Gescartão compreendem a totalidade do capital social da Portucel Viana – responsável pela produção de papel *kraftliner*, destinado à indústria de embalagem de cartão canelado – a Portucel Embalagem, a Lepe e a Emprobal – responsáveis pela produção e comercialização de embalagens de cartão canelado, para os mais variados sectores industriais e agrícolas – e a Portucel Recicla³ – dedicada à produção de papéis reciclados para a indústria de embalagens.

Apesar de não se inserirem no *core business* do Grupo Gescartão e da reduzida importância que assumem para o volume de negócio do Grupo, este integra ainda, através da Portucel Viana, a Celpap e a Celnave. A Celpap é uma empresa de estiva, que opera no porto de Viana do Castelo, consistindo a sua actividade em cargas e descargas de navios e todas as actividades conexas e a Celnave dedica-se ao agenciamento de navios, tendo ainda como segunda actividade o afretamento de navios.

O Grupo Gescartão é o único produtor de dimensão relevante ao nível ibérico de papel *kraftliner* e detém uma posição de relevo na produção e comercialização de embalagens de cartão canelado em Portugal, dispondo para o desenvolvimento da sua actividade de três unidades produtivas, de capacidades semelhantes, localizadas em Albarraque (Sintra), Guilhabreu (Vila do Conde) e Leiria, e ainda de duas *sheet plants* localizadas

³ A actividade da Portucel Recicla foi suspensa em Abril de 2001, na sequência da construção da Barragem do Alqueva.

na Marinha Grande e na Ilha da Madeira, as quais permitem uma cobertura total do mercado nacional.

4.4. ESTRUTURA ACCIONISTA

Em Março de 2000, a Imocapital, sociedade detida em partes iguais pela Sonae Indústria e pela Europac adquiriu 65% do capital da Gescartão. Em Julho de 2003, através de uma OPV, foram alienados pela Portucel S.G.P.S., os restantes 35% que detinha da Gescartão. Em 31 de Dezembro de 2004 a estrutura accionista da Gescartão era a seguinte:

Figura 4.1- Estrutura Accionista

Detentores de Capital	Acções Detidas	% de Direitos de Voto
Imocapital, S.G.P.S., S.A.	12.990.250	65,00%
Harpalus, S.L.	1.071.196	5,36%
Papeles Y Cartones Europa, S.A.	528.050	2,64%
Sonae – Indústria de Revestimentos, S.A.	715.160	3,58%
Fundos sob Gestão do Santander	573.374	2,87%
BPI Fundos	418.840	2,10%
Fundos sob gestão de AF Investimentos	414.946	2,08%

Fonte: Gescartão R&C 2004

A Imocapital posiciona-se como a principal accionista da Gescartão com 65% dos direitos de voto. A Imocapital é uma sociedade portuguesa de investimento com um capital social de 50 mil euros e na qual a Europac detém uma participação de 50%. A Imocapital apresentou em 2004 um resultado consolidado de 9.623.896 euros.

De salientar as posições da Harpalus, S.L. (5,36%) e da Sonae – Indústria de Revestimentos, S.A. (3,58%). Adicionalmente, de referir que a Europac detinha uma posição directa de 2,64%, o que representa uma participação total no capital da Gescartão de 35,14% (2,64% através de uma participação directa e 32,5% através da Imocapital). As restantes acções pertencem a fundos de investimento geridos pelo BPI, Santander e AF Investimentos.

4.5. GESCARTÃO EM BOLSA

Em 17 de Julho de 2003 foram admitidas à negociação no Mercado de Cotações Oficiais, 9.413.510 acções da Gescartão representativas de 47,1% do capital social, verificando-se, em Janeiro de 2004, a admissão à negociação das acções representativas de 1,9% do capital social (379.140 acções) em virtude de terem sido objecto de venda sob o regime de indisponibilidade por um prazo de 6 meses. Em 2 de Janeiro de 2004, a Gescartão passou a integrar o índice de referência da bolsa nacional - PSI-20.

A 31 de Dezembro de 2004, os títulos da Gescartão encerraram em 10,6 euros, valor que corresponde a uma valorização durante o ano de 37,3%, sendo esta bastante superior à valorização do PSI 20, que ascendeu a 12,2%. O volume transaccionado ascendeu a 4.696.175 acções a que corresponde um volume médio diário de 10.090.

Tabela 4.2. – Estatística das Acções (2003 – 2004)

	2003	2004
Total de Acções	19.985.000	19.985.000
Acções Livres no Mercado	9.792.650	9.792.650
Capitalização Bolsista	€ 211.841.000	€ 154.284.200
Quantidade Média Transaccionada	19.586	20.871
Valorização	36,42 %	18,8 %
Cotação Mínima	7,64 €	6,53 €
Cotação Máxima	11,61 €	7,82 €
Cotação Média	9,73 €	6,93 €
Valor de Abertura	7,77 €	7,08 €
Valor de Fecho	10,60 €	7,72 €

Fonte: Gescartão R&C 2004

4.6. ESTRUTURA DE PARTICIPAÇÕES

A 31 de Dezembro de 2004, a Gescartão é detentora das seguintes participações:

Tabela 4.3. – Estrutura de Participações

Empresas Participadas	Sede	Participação
Celnave – Agência de Navegação, Lda.	Viana do Castelo	100%
Celpap – Terminal de Celulose e Papel de Portugal, Lda.	Viana do Castelo	100%
Emprobal – Empr. de Prod. e Comercialização de Embalagens, Lda.	Funchal	60%
Investalentejo – S.G.P.S., S.A.	Vila do Conde	100%
Ipaper – Indústria de Papéis Impregnados, S.A.	Maia	51%
Lepe – Empresa Portuguesa de Embalagens, S.A.	Marinha Grande	100%
Portucel Embalagem – Empr. Produz. Embalagens de Cartão, S.A.	Albarraque	100%
Papelnova – Recolha e Recuperação de Desperdícios, S.A.	Mourão	100%
Portucel España, S.A.	Madrid	100%
Portucel Recicla – Indústria de Papel Reciclado, S.A.	Mourão	100%
Portucel Viana – Empresa de Papéis Industriais, S.A.	Viana do Castelo	100%
Portucel Viana Energia – Empresa de Cogeração Energética, S.A.	Viana do Castelo	100%
Sulpac – Empresa Produtora de Embalagens de Cartão, S.A.	Mourão	100%
Vianaport – Empresa de Trabalho Portuário, Lda.	Viana do Castelo	50%
Celnave – Agência de Navegação, Lda.	Viana do Castelo	100%

Fonte: Gescartão R&C 2004

4.7. DADOS FINANCEIROS SELECCIONADOS

Os dados financeiros tratados no presente ponto são datados de 31 de Dezembro de 2002 a 31 de Dezembro de 2004.

Em 2004, a Gescartão apresentou um volume de negócios consolidado de 178.142 mil euros, valor que representa um decréscimo de 0,59% face ao exercício de 2003, onde o volume de negócios atingiu 179.197 mil euros. O *Ebitda* totalizou 37.984 mil euros, valor que compara com 46.126 mil euros registados em 2003, sendo a redução do *Ebitda* explicado pela redução nos proveitos operacionais, rubrica que decresceu 6,54% em virtude da diminuição dos proveitos suplementares e dos outros proveitos e ganhos operacionais. O resultado consolidado do exercício ascendeu, no final do ano de 2004, a 10.632 mil euros, representando um decréscimo de 40,67% face a 2003.

No que concerne aos indicadores de balanço, de salientar que o activo líquido totalizou 221.144 mil euros, representando este valor um crescimento de 5,43% face ao ano anterior, tendo este crescimento sido impulsionado pelo crescimento da rubrica de imobilizações corpóreas derivado dos investimentos realizados em equipamentos básicos. A dívida financeira (dívidas a instituições de crédito) fixou-se em 9.631 mil euros, sendo 1.209 mil euros a médio e longo prazo e 8.423 mil euros a curto prazo. A dívida financeira líquida (deduzindo os depósitos bancários e caixa) totalizou -4.665 mil euros, traduzindo-se num valor 0,12x inferior ao *Ebitda* registado no exercício de 2004. Apresenta-se de seguida um quadro resumo com os indicadores da Gescartão a nível consolidado.

Tabela 4.4. – Informação Financeira

Gescartão (valores em euros)	2004	2003	2002
Vendas	175.691.309	172.380.985	192.290.548
Prestações de Serviços	2.450.604	6.816.305	4.504.704
Proveitos Operacionais	178.138.971	190.595.585	19.331.623
<i>Ebitda</i>	37.984.426	46.125.878	54.682.722
<i>Ebitda / Vendas</i>	21,62%	26,76%	28,44%
<i>Ebit</i>	15.926.653	23.887.728	28.830.998
<i>Ebit / Vendas</i>	9,07%	13,86%	14,99%
Resultados Financeiros	-345.656	-880.564	-2.159.392
Resultados Correntes	15.580.997	23.007.164	26.671.606
Resultados antes de Impostos	14.705.617	18.689.400	21.307.212
Resultado Consolidado do Exercício	10.637.001	17.923.826	14.119.782
Resultado Consolidado do Exercício (s/ interesses minoritários)	10.632.099	17.918.809	14.116.983
Activo Líquido	221.144.365	209.747.426	249.04.075
Capital Próprio	166.913.911	156.754.670	138.802.270
Dívidas a Instituições de Crédito	9.631.195	11.328.784	7.907.293
Depósitos Bancários e Caixa	14.295.727	9.113.661	50.833.924
Dívida Financeira Líquida	-4.664.532	2.215.123	-42.926.631
<i>Dívida Financeira Líquida / Ebitda</i>	-0,1228x	0,0480x	-0,7850x

Fonte: Gescartão R&C 2004

4.8. VENDAS E PRESTAÇÕES DE SERVIÇOS POR SEGMENTO DE ACTIVIDADE

O Grupo Gescartão encontra-se dividido em duas áreas de negócios principais:

- Produção de papel para embalagens de cartão e/ou actividades conexas. Este segmento inclui as empresas Portucel Viana, Portucel Viana Energia, Portucel Recicla (sem actividade industrial), Papelnova e Portucel España;
- Produção e comercialização de cartão canelado e embalagens de cartão, a qual abrange a Portucel Embalagem, a Lepe, a Emprobal e a Sulpac.

Em 2004, o segmento do papel para embalagem apresentou proveitos operacionais de 116.312 mil euros, representando 65% dos proveitos operacionais totais. O segmento de produção e comercialização de cartão canelado e embalagem apresentou proveitos operacionais de 70.283 mil euros, valor que representa 39% dos proveitos operacionais totais alcançados em 2004.

Tabela 4.5. – Vendas e Prestações de Serviços por Segmento de Actividade

Gescartão (valores em euros)	Papel	Embalagem	Outros	Eliminações	Consolidado
Vendas	114.938.966	70.228.296	-	-9.475.953	175.691.309
Externas	106.189.267	69.502.042	-	-	175.691.309
Inter-segmentos	8.749.699	726.254	-	-9.475.953	-
Prestações de Serviços	1.373.440	55.000	4.346.694	-3.324.530	2.450.604
Externas	1.373.440	-	1.077.164	-	2.450.604
Inter-segmentos	-	55.000	3.269.530	-3.324.530	-

Fonte: Gescartão R&C 2004

5. EUROPAC

5.1. GÉNESE

A Europac foi constituída a 31 de Dezembro de 1995 como consequência da fusão da Papelera de Castilla, S.A. e da Papeles y Cartones de Cataluña, S.A..

A Europac posiciona-se como o segundo produtor de papel para cartão e o sexto produtor de cartão canelado na Península Ibérica, sendo composta por um grupo de sociedades dedicadas às diferentes áreas que configuram a actividade industrial essencialmente focalizada no sector do papel para cartão canelado, fabricando desde as matérias-primas intermédias até às caixas de cartão canelado para embalagem.

Os principais acontecimentos da história da Europac são os seguintes:

Tabela 5.1 – Acontecimentos da História da Europac

Ano	Acontecimento
1995	Constituição da Europac sob a denominação social de Papeles y Cartones de Europa, S.A. como resultado da fusão das empresas Papeles y Cartonajes de Cataluña e Papelera de Castilla. A nova sociedade monta uma segunda linha de fabrico de papel e coloca em funcionamento duas centrais de co-geração orientadas para a produção de energia eléctrica e térmica para autoconsumo.
1996	Constituição da Trasloga, S.L., uma sociedade que inicia o fabrico de pranchas de cartão canelado no complexo industrial de Dueñas.
1998	As acções da Europac passam a ser negociadas no mercado contínuo. A sociedade fortalece a sua estrutura financeira e reforça a sua integração vertical com a compra de participações em empresas consumidoras de papel e prancha de cartão canelado. A Trasloga, S.L. é ampliada com a instalação de uma fábrica de transformação de cartão para embalagem (<i>converting</i>).
1999	Entrada do grupo japonês Rengo Co. Ltd. no capital da Europac como novo parceiro.
2000	A Imocapital, participada em 50% pela Europac e pela Sonae Indústria, adquire 65% do Grupo Público Gescartão S.G.P.S., S.A.. Simultaneamente, em Portugal é adquirido 100% do capital da fabricante de embalagem de cartão Fábrica de Papel do Ave. Aquisição em Espanha de 100% das empresas de fabrico de embalagem Trasloga, S.L., Torrespack 2000 e Embalatges Sentelles.
2001	A Fábrica de Papel do Ave adquire 40% da empresa portuguesa Marimbal, dedicada à transformação de cartão canelado.
2002	Aquisição de 100% da empresa Cartova, S.A., empresa situada em Paterna, Valência, dedicada ao fabrico, comercialização e manuseio de cartão e embalagem de cartão.

2003	As sociedades Zoco Investimentos (formada pelas caixas económicas Sa Nostra, Caja Canarias, Caja Sur e Caja Extremadura) junto com a Carisa (na qual participam Caja de Ahorros El Monte, Caja San Fernando e Unicaixa) entram no capital da Europac, como consequência da saída ordenada do grupo japonês Rengo Co Ltd., onde participava até a data com 19,02 % do capital social.
2004	A Europac começa a implementar uma nova estrutura organizativa, que pressupõe a criação do posto do Administrador Delegado, cargo que é assumido por Enrique Isidro Rincón, como primeiro executivo da sociedade. Por outro lado, o Grupo Gescartão coloca em funcionamento a Sulpac, nova fábrica no sul de Portugal, que fabricará embalagens de cartão canelado de alta qualidade.
2005	A Europac adquire 40% da sociedade Cartonajes Santander situada na localidade de Heras, na Cantábria. Em Fevereiro de 2005, a Europac adquire à Sonae Indústria 50% das acções da Imocapital, passando a deter o controlo de 100% das acções desta. A Europac adquire também à Sonae Industria 3,58% da participação que esta detinha directamente na Gescartão. Após a aprovação da operação de compra por parte da Autoridade da Concorrência portuguesa, em Abril do mesmo ano, a compra torna-se efectiva. Nos meses de Junho e Julho de 2005, conclui-se o financiamento da mencionada compra mediante um aumento de capital no valor de 32,92 milhões de euros e a assinatura de um empréstimo sindicado no valor de 110 milhões de euros. No quadro da reestruturação societária, consequência da aquisição da Imocapital, o Conselho de Administração decide a operação de venda, tanto de 100% da Fábrica de Papel do Ave, como também de 15% da Cartocer, à sua filial Gescartão. Adicionalmente, a Portucel Viana absorve a Portucel Recicla.

5.2. ACTIVIDADE DESENVOLVIDA

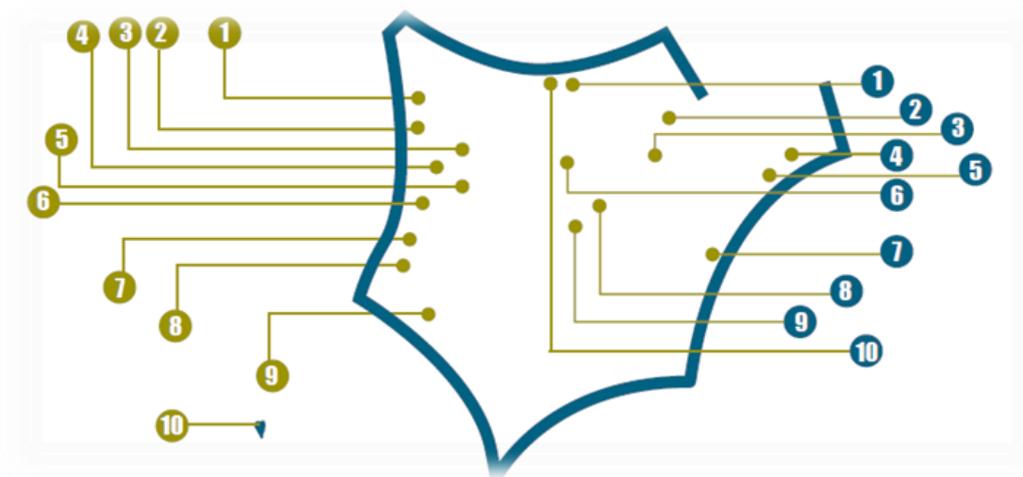
A Europac está presente nos seguintes segmentos de negócio relacionados com a sua actividade principal e que são desenvolvidos tanto em Espanha como em Portugal:

- Recolha selectiva de papel e cartão;
- Fabrico de papéis para cartão canelado, sendo produzidos dois tipos de papéis, nomeadamente:
 - *kraftliner*: fabricado a partir de fibras virgens e fibra secundária, produzido na fábrica da Portucel Viana (empresa pertencente à Gescartão);
 - reciclado (*testliner*): fabricado com matéria-prima reciclada produzido nas fábricas de Dueñas e de Alcolea de Cinca pertencentes à Europac;
- Fabrico de cartão canelado, incluindo o fabrico e transformação de caixas de cartão canelado;
- Produção de energia eléctrica e térmica para autoconsumo e comercialização a partir de unidades co-geração;
- Prestação de serviços.

Em termos de distribuição geográfica, a Europac desenvolve a sua actividade na Península Ibérica estando as suas unidades alocadas por unidade de negócio.

Tabela 5.2 – Unidades de Produção da Europac

1 – Viana do Castelo (papel, cogeração e outras)	1 – Cantabria (caixas)
2 – Guilhabreu (cartão e caixas)	2 – Alcolea de Cinca (cartão, papel e cogeração)
3 – Ovar (cartão e caixas)	3 – La Muela (caixas)
4 – Oliveira de Azeméis (caixa)	4 – Sant Boi de Liobregat (caixas)
5 – Lezírias (caixas)	5 – Torrelavit (caixas)
6 – Marinha Grande (caixas)	6 – Dueñas (cartão, papel e cogeração)
7 – Leiria (caixas)	7 – Riba Roja (caixas)
8 – Albarraque (cartão e caixas)	8 – Torres de la Alameda (caixas)
9 – Freguesia de Mourão (caixas)	9 – Getafe (caixas)
10 – Madeira (caixas)	10 – Santander (caixas)

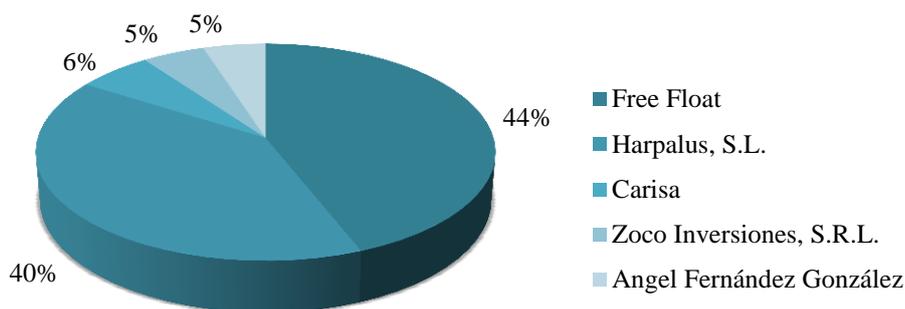


A actividade da Europac está focada no segmento de papel para a produção de cartão canelado e todos os produtos intermédios até às caixas de cartão para embalagem. Os produtos fabricados pelo Grupo são os seguintes: *kraftliners*, *testliners* brancos, *testliners* castanhos e papel para canelar. (Anexo A – Produtos Fabricados pela Europac)

5.3. ESTRUTURA ACCIONISTA

A 31 de Dezembro de 2004 o capital social da Europac era formado por 38.734.238 acções de valor nominal igual a 2 euros totalizando 77.468.476 euros e que se encontra totalmente realizado. Os principais accionistas são⁴:

Figura 5.1 - Estrutura Accionista da Europac



Fonte: Europac R&C 2004

5.4. EUROPAC EM BOLSA

A 31 de Dezembro de 2004, os títulos da Europac encerraram com o valor de 3,64 euros por acção, preço que corresponde a uma valorização anual de 21,7%, sendo este crescimento superior ao registado pelos índices bolsistas de referência no mercado de valores espanhol.

Desde a retirada dos títulos da Europac de cotação em 1998, a acção registou uma valorização acumulada de 81,3%, valor que compara com um crescimento do Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) de 7,4% face ao mesmo período. Desde essa data, a entrada da Europac na Bolsa de Madrid foi uma das OPV mais rentável realizada em Espanha.

⁴ A Carisa corresponde à Companhia Andaluza de Rentas e Inversiones, S.A. que é formada pela Caja de Ahorros de El Monte, Unicaja e Caja San Fernando. A Zoco Inversiones é formada pela Caja de Ahorro Sa Nostra, Caja Canarias, Caja Sur e Caja de Extremadura.

O volume transaccionado em 2004 fixou-se em 19.471.907 acções, valor que corresponde a um volume médio diário de 77.577 acções, representando uma rotação de capital na ordem dos 23,4 meses, valores que representam um crescimento de 21% em comparação com a média dos três exercícios anteriores.

A evolução da cotação das acções entre 2001 e 2004 encontra-se detalhada no quadro seguinte:

Tabela 5.3 – Estatísticas das Acções (2001 – 2004)

Europac	2004	2003	2002	2001
Total de Acções	38.734.238	35.754.682	35.754.682	33.004.22
Capitalização Bolsista (a 31 de Dezembro)	141.992.627	115.845.170	99.040.470	76.239.984
Cotação Máxima	3,92 €	3,65 €	3,62 €	2,42 €
Cotação Mínima	3,15 €	2,71 €	2,32 €	1,31 €
Quantidade Transaccionada	19.471.907	25.079.376	13.712.695	9.431.610
Quantidade Média Transaccionada	77.577	100.317	54.850	37.726
Rotação de Capital (em meses)	23,39	16,71	30,56	41,01
Valorização	3,64	3,24	2,77	2,31
Valorização Ajustada por Aumentos de Capital	3,64	2,99	2,56	1,97
Aumentos de Capital Aprovados	1 x 12	-	1 x 12	-
Dividendo Atribuído Durante o Exercício	0,06	0,06	0,04	0,05

Fonte: Europac R&C 2004

5.5. CLIENTES

O destino principal do papel reciclado para cartão canelado fabricado pela Europac é a Península Ibérica, embora cerca de 40% do papel *kraftliner* fabricado em Portugal seja exportado para fora da Península Ibérica. Os principais clientes de papel reciclado do Grupo são José Lantero e Hijos, S.A., Ondulados del Mediterráneo, S.A., Cartisa, Kappa Iberoamericana, S.A., SCA Packging Itália, S.P.A. e Compagnie Marocaine des Cartons et Papiers, S.A., sendo que nenhuma destas entidades representa mais de 5% do volume de negócios consolidado do Grupo. A divisão de cartão fabrica e comercializa pranchas de cartão e embalagens. Os clientes de pranchas de cartão são empresas industriais transformadoras de prancha, também denominadas por empresas de

converting. Relativamente aos clientes de embalagens são empresas de diversos sectores e dimensões (agricultura, alimentação, bebidas, etc.).

5.6. FORNECEDORES

Os fornecedores da Europac correspondem aos fornecedores de matérias-primas (papel recuperado, madeira, papel, gás, etc.) e serviços de transporte. No que concerne ao fornecimento de papel recuperado, os principais fornecedores são a Marepa, S.A., Ecociclo, Vilar Vita, Carpa e Nor-Gompapel. A madeira, matéria-prima exclusivamente utilizada na Portucel Viana é adquirida junto de 10 grandes grupos situados na Península Ibérica e junto de PME portuguesas e espanholas presentes no sector. Relativamente ao papel para cartão canelado, as empresas do Grupo consomem cerca de 75% das compras de papel do Grupo, sendo os restantes 15% adquiridos junto de grandes empresas de papel da União Europeia, nomeadamente à empresa francesa Otor, à sueca Kappa e à finlandesa M-Real International.

Relativamente ao fornecimento de gás, matéria-prima utilizada na produção de energia eléctrica e térmica por parte das centrais de cogeração do Grupo, em Espanha é a empresa espanhola Cepsa Gas e em Portugal a Transgás. Adicionalmente, há a destacar a Petrogal (combustíveis), a Tate&Lyle Europe, N.V. (amido), a Quimigal e a Eka Chemicals (químicos).

Os principais prestadores de serviços de transporte em Espanha são a Cooperativa de Transportes de Monzón, Luis Simões Logistic e Transportes Dobon. Em Portugal, destacam-se os Transportes J. Barreiro, Transmaia e Transportes Moita da Roda.

5.7. RECURSOS HUMANOS

A Europac registou ao longo do exercício de 2004 um número médio de 1.081 colaboradores, valor que aporta custos com pessoal no valor de 33.793 mil euros. Do total de colaboradores, 71 ocupam cargos de direcção, 802 estão afectos à produção, 82 a tarefas administrativas e 126 alocados a vendas e cargos técnicos.

5.8. DADOS FINANCEIROS SELECIONADOS

Os dados financeiros tratados no presente ponto são datados de 31 de Dezembro de 2002 a 31 de Dezembro de 2004.

Tabela 5.4 – Informação Financeira

Europac (valores em euros)	2004	2003	2002
Volume de Negócios	195.510.710	186.350.078	170.338.191
Proveitos Operacionais	199.612.181	193.342.563	172.904.631
<i>Ebitda</i>	34.500.881	37.266.338	35.903.901
<i>Ebitda / Volume de Negócios</i>	17,65%	20,00%	21,08%
<i>Ebit</i>	16.024.607	18.862.414	20.389.298
<i>Ebit / Volume de Negócios</i>	8,20%	10,12%	11,97%
Resultados Financeiros	-4.371.053	-5.130.356	-7.743.144
Resultados antes de Impostos	14.200.831	16.152.374	18.366.178
Resultado Consolidado do Exercício	11.087.556	14.189.746	13.647.996
Resultado Consolidado do Exercício (s/ minoritários)	9.341.284	11.013.935	13.641.808
Activo Líquido	392.138.418	369.888.286	329.902.751
Capital Próprio	143.575.047	136.378.069	127.225.299
Dívidas a Instituições de Crédito	122.286.884	115.204.829	100.516.574
Depósitos Bancários e Caixa	21.096.732	16.547.960	34.455.458
Dívida Financeira Líquida	101.190.152	98.656.869	66.061.116
<i>Dívida Financeira Líquida / Ebitda</i>	2,9330x	2,6473x	1,8399x

Fonte: Europac R&C 2004

Em 2004, a Europac apresentou, em termos consolidados, um volume de negócios de 196.511 mil euros, valor que representa um crescimento de 4,92% face ao exercício de 2003, onde o montante do volume de negócios se situou em 186.350 mil euros.

O *Ebitda* totalizou 34.501 mil euros, valor inferior ao montante de 37.266 mil euros apurado no exercício de 2003, sendo a redução do *Ebitda* explicada pelo aumento dos custos operacionais que registaram um incremento de 9.107 mil euros derivado do aumento registado no CMVMC, rubrica que no ano de 2004 registou um incremento de 10.448 mil euros face a 2003.

O resultado consolidado do exercício incluindo interesses minoritários ascendeu, no final do exercício de 2004, a 11.088 mil euros, representando um decréscimo de 21,86% face a 2003.

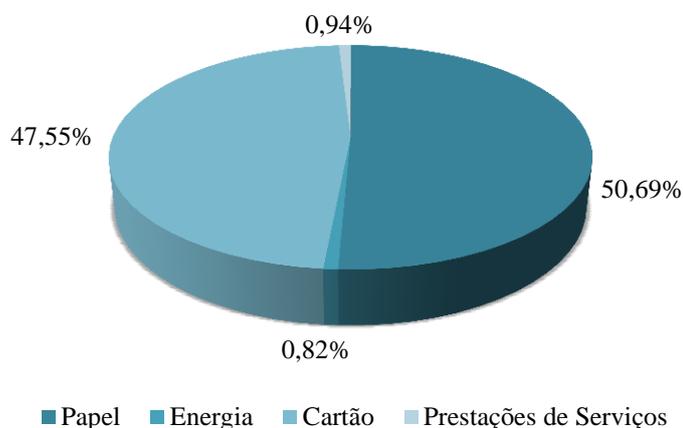
No que concerne aos indicadores consolidados de balanço, o activo líquido totalizou 392.138 mil euros, representando este valor um crescimento de 6,02% face ao ano anterior, tendo este crescimento sido impulsionado pelo crescimento da rubrica de imobilizações corpóreas derivado dos investimentos realizados em maquinaria e em instalações.

Quanto à evolução do endividamento, o montante da dívida financeira líquida no exercício de 2004 atingiu 101.190 mil euros, representando um valor 2,9330x o *Ebitda* apurado nesse mesmo ano. Face ao exercício anterior, a dívida financeira líquida registou um incremento de 2.533 mil euros.

5.9. VOLUME DE NEGÓCIOS POR PRODUTO, DESTINO E EMPRESA

A desagregação do volume de negócios consolidado nas diferentes linhas de negócio, destino e entidades que o compõem permite uma visão global do peso específico de cada rubrica dentro do Grupo Europac.

Figura 5.2 - Volume de Negócios por Produto (2004)



Fonte: Europac R&C 2004

No quadro seguinte, apresenta-se a decomposição do volume de negócios registado no triénio 2002-2004 por produto, destino e empresa.

Tabela 5.5 – Volume de Negócios por Produtos, Destino e Empresa

Europac – Volume de Negócios (valores em euros)	2004	2003	2002
Por Produto			
Papel	99.104.379	94.796.285	83.056.902
Cartão	92.965.343	89.615.753	84.947.656
Energia	1.603.188	1.695.786	1.958.889
Prestações de Serviços	1.837.801	242.255	374.744
Por Destino			
Mercado Interno	79.729.268	79.924.778	76.913.913
União Europeia	101.118.139	115.292.666	117.365.079
Países OCDE	14.663.303	0	1.016.656
Outros Países	0	293.266	215.062
Por Empresa			
Papeles y Cartones de Europa, S.A.	88.365.944	80.701.894	82.432.755
Imocapital, S.G.P.S., S.A.	89.070.957	89.598.645	63.958.457
Fábrica de Papel do Ave, S.A.	12.540.732	11.307.013	13.217.860
Trasloga, S.L.	21.247.138	21.195.064	20.380.001
Torres Pack 2000, S.A.	3.296.904	3.461.120	3.482.012
Cartonajes Esteve i Nadal, S.L.	3.610.913	3.471.758	2.470.561
Multinergías, AIE	5.643.216	5.237.973	5.244.837
Electrovapor, AIE	0	1.916.231	2.425.750
Cartova, S.A.	2.457.696	2.738.306	2.944.281

Fonte: Europac R&C 2004 e 2003

6. OPERAÇÃO DE AQUISIÇÃO DA GESCARTÃO, S.G.P.S., S.A.

Em 14 de Fevereiro de 2005 foi notificada à Autoridade da Concorrência, uma operação de concentração que consistia na aquisição indirecta do controlo exclusivo, pela Europac à Sonae, da Gescartão e respectivas participadas.

A Europac outorgou um contrato com a Sonae para a aquisição pela Europac de 50% das acções da sociedade Imocapital, bem como dos direitos de crédito que a Sonae possuía perante a referida sociedade e uma participação directa de 3,58% na Gescartão.

Esta operação, cujo valor de aquisição foi de 97.866.760 euros, eleva a participação da Europac na Gescartão, tanto directa como indirecta, para 74,95% do capital social da sociedade, sem que isso dê lugar a uma obrigação de OPA em Portugal, tal como foi verificado pelas Autoridades Portuguesas.

Através da presente operação, passam a ser imputadas individualmente à Europac 12.990.250 acções da Gescartão, correspondentes a 65% do capital social e dos direitos de voto da Imocapital. Adicionalmente, e mediante o contrato de compra e venda celerado entre a Europac e a Sonae, a primeira adquiriu 715.160 acções da Gescartão, representativas de 3,58% do seu capital e dos seus direitos de voto.

Anteriormente, eram directamente imputáveis à Europac, 1.273.955 acções da Gescartão, representativas de 6,37% do seu capital e dos seus direitos de voto. Neste contexto, em 2005 a participação da Europac na Gescartão passou de 38,51% para 74,95%.

Tabela 6.1 – Participação da Europac na Gescartão

Participação da Europac na Gescartão	Antes de 14/02/2005	Depois de 14/02/2005
Directa	6,01%	6,37%
Indirecta	32,50%	68,58%
Total da Participação	38,51%	74,95%

Fonte: Autor

De salientar que, indirectamente são imputáveis à Europac, através da Harpalus, S.L. 1.103.542 acções representativas de 5,52% do capital da Gescartão.

Em conclusão, são imputáveis à Europac 16.082.907 acções da Gescartão, correspondentes a 80,47% do capital e dos direitos de voto da sociedade. No momento no qual se perfeccionou o contrato de compra e venda, entraram em vigor as opções de compra e de venda sobre uma participação de 5,40% do capital da Gescartão, outorgadas, mutuamente, entre a Harpalus, S.L. e a Imocapital, e uma compra e venda da Europac à Imocapital de acções relativas a 3,77% do capital da Gescartão, pelo mesmo preço por acção que o da venda pela Sonae da sua participação.

6.1. FINANCIAMENTO DA OPERAÇÃO

A operação de aquisição foi financiada mediante uma estrutura combinada de recursos próprios (32,92 milhões de euros) e financiamento bancário (64,95 milhões de euros).

A Europac procedeu à realização de um aumento de capital no valor de 32,92 milhões de euros (33,64% do valor de aquisição) durante o mês de Junho de 2005. O aumento de capital foi realizado a dinheiro a um preço de 3,40 euros por acção, valor que representa um desconto de 22,55% face ao valor de cotação na data anterior ao aumento de capital (4,39 euros por acção) e um desconto de 15% sobre o valor médio de cotação das últimas trinta sessões em bolsa. Neste contexto, a operação pressupunha um prémio de emissão de 1,40 euros sobre o valor nominal das acções da Europac (2,00 euros por acção). O número de novas acções emitidas ascendeu a 9.683.559 títulos, fixando o número total de acções da Europac após a operação em 48.417.797 títulos, totalizando o capital social 96.835.594 euros.

Para o financiamento da dívida, a Europac subscreveu um empréstimo bancário inicialmente no valor de 98 milhões de euros. O referido empréstimo, do tipo *bridge loan*, foi posteriormente substituído (após a finalização do processo de aumento de capital) por um empréstimo no valor de 110 milhões de euros e com maturidade a 6 anos e, que serviu também para a reestruturação do passivo da Europac. A taxa de juro contratada associada corresponde à Euribor acrescida de um *spread* que varia em função do rácio Dívida / *Ebitda* da Europac, sem que nunca exceda os 140 pb.

O sindicato bancário era composto pelas seguintes instituições financeiras: Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid ('Banco Agente') e Banco Popular Español S.A..

6.2. SINERGIAS ESTIMADAS

A operação de aquisição para além de reforçar a posição de liderança da Europac na Península Ibérica como segundo produtor de papel para fabrico de cartão com uma capacidade de 540.000 toneladas por ano (quota de mercado de 20%), e quinto produtor de cartão canelado com uma produção de 301 milhões de metros quadrados de cartão, segundo os dados de 2004, implica uma substancial mudança de dimensão e tamanho do seu balanço e da demonstração de resultados face a 2005 ao passar a consolidar por integração global 100% das contas da Gescartão. Assim, de acordo com a Europac, aplicando esta situação aos resultados de 2004, podemos obter os seguintes dados:

- O montante líquido do volume de negócios seria de 275,6 milhões de euros, um valor em 42,8% superior aos 193 milhões de euros obtidos;
- O resultado bruto de exploração (*Ebitda*) seria de 53,4 milhões de euros, um valor em 55% superior aos 34,5 milhões de euros registados;
- O resultado líquido de exploração (*Ebit*) teria sido de 27 milhões de euros, registando um aumento de 69% face aos 18,63 milhões de euros obtidos.

As análises e os estudos efectuados pela Caja Madrid Banca de Negócios estabeleceram uma avaliação dos fundos próprios da Gescartão entre 309,7 milhões de euros (mínimo) e 374,2 milhões de euros (máximo), com um valor médio de 16,46 euros por acção (fundos próprios de 328.953.100 euros), quantia inferior aos 13,57 euros por acção aos quais se efectuou a operação (fundos próprios de 271.196.450 euros).

Para a Europac e do ponto de vista financeiro, a aquisição da Gescartão faz sentido, na medida em que a Europac está a adquirir uma empresa mais rentável e a um preço razoável e com a possibilidade de alcançar sinergias num valor total de 11.023 mil euros (7,76% da capitalização bolsista da Europac a 31 de Dezembro de 2004).

Tabela 6.2 – Comparação Europac / Gescartão

Comparação Europac / Gescartão (2004)	Vendas (milhões de euros)	Ebitda (milhões de euros)	Margem Ebitda (%)
Gescartão			
Embalagens	70,3	9,9	14%
Papel	105,4	28,1	27%
Europac⁵			
Embalagens	56,7	8,0	14%
Papel	46,9	11,9	25%

Fonte: Europac

Tabela 6.3 – Indicadores da Operação de Aquisição

	<i>EV/Sales</i>	<i>EV/Ebitda</i>	<i>EV/Ebit</i>	<i>PER</i>	<i>PBV</i>	<i>PCF</i>
Gescartão @ 13,57 euros	1,60	7,39	17,63	25,51	1,62	8,03

Fonte: Autor

De acordo com a Europac, esta operação proporcionaria sinergias a ambas as sociedades nos seguintes valores e anos em virtude da poupança de custos, optimização dos recursos disponíveis e aplicação de políticas comuns.

Tabela 6.4 – Sinergias da Integração Global da Gescartão

	2005	2006	2007	2008
Sinergias estimadas da operação (000 euros)	853	2.317	3.546	4.307
% sobre capitalização bolsista da Europac (no ano)	0,27%	0,58%	0,76%	1,97%
Sinergias por acção (euros)	0,016	0,044	0,048	0,058
% sobre o <i>Ebitda</i> da Europac (no ano)	1,74%	3,95%	4,33%	6,46%

Fonte: Europac

⁵ Europac, retirando o efeito da consolidação de 50% da Gescartão em 2004.

7. PROJECCÕES FINANCEIRAS EUROPAC

Neste capítulo ir-se-á proceder à apresentação das demonstrações financeira previsionais da Europac para o período de 2011 a 2015 considerando a consolidação global da Gescartão a 100% em resultado da aquisição pela Europac de 50% das acções da sociedade Imocapital.

7.1. ENQUADRAMENTO SECTORIAL

O preço do papel reciclado, que durante os primeiros meses de 2011 manteve-se com tendência positiva, registou um decréscimo de 15 €/tonelada desde Junho ao nível das gramagens mais baixas. Actualmente, os preços encontram-se a níveis de Março e superiores aos verificados no início do presente exercício económico. A pressão exercida pela China durante os primeiros meses do ano, aliado às paragens realizadas para manutenção e investimento de alguns produtores europeus conduziu a uma maior disponibilidade de matéria-prima na Europa (+17,5% face ao período homólogo) e ao efeito registado sobre o preço de venda. (Anexo B.1 – Evolução do Preço do Papel Reciclado e Evolução do *Stock* Europeu de Papel Reciclado)

Durante o primeiro semestre de 2011 a indústria do papel reciclado para cartão ondulado na Europa caracterizou-se por um comportamento estável ao nível da produção. As expedições apresentaram-se sólidas durante o segundo trimestre de 2011 encontrando-se em níveis superiores aos registados em 2010.

Na Europa, os dados publicados pela CEPI reflectem uma evolução positiva ao nível da produção, que registou um crescimento de 2% face ao período homólogo. De salientar, o aumento de 4% na Península Ibérica e de 2% na Alemanha.

De acordo com a CEPI, os níveis europeus de *stock* oscilaram num intervalo reduzido que representa os níveis mínimos operativos, tendo-se verificado uma recuperação no mês de Junho até às 522.305 toneladas (+6,3% face ao período homólogo). (Anexo B.2 – Expedições de Papel Reciclado na Europa e evolução dos Níveis de *Stock* de Papel Reciclado)

Segundo a FOEX, o preço do papel *testliner* registou um aumento de 12% em relação ao exercício de 2010. Em Maio, foram anunciadas subidas de preço para o papel reciclado devido ao aumento do custo associado às matérias-primas e à estabilidade da procura. Embora os preços se situem em níveis máximos é todavia expectável a melhorias das margens associadas.

No que concerne ao papel *kraftliner*, as expedições europeias situaram-se acima da média histórica deste período embora em níveis inferiores aos registados no primeiro semestre de 2010. (Anexo B.3 – Expedições de Papel *Kraftliner* na Europa)

De acordo com o FOEX, os preços de venda de papel *kraftliner* registaram, durante o primeiro semestre de 2011, um aumento de 13% face ao período homólogo, situando-se em 578,99 €/tonelada.

Em relação ao cartão, durante o primeiro semestre de 2011 a produção de cartão ondulado em Espanha registou um aumento de 2% face ao mesmo período de 2010. De acordo com a AFCO, o aumento da produção por sectores de actividade decompõem-se da seguinte forma: aumento de 5% no sector agrícola e aumento de 2% no sector industrial.

Segundo a FEFCO, na França e na Alemanha, em termos acumulados até Maio de 2011, o volume de negócios de cartão ondulado registou um crescimento, face ao período homólogo, de 20% da Alemanha e de 17% em França, embora, as vendas em termos de metros quadrados tenham registado uma melhoria de 6%, tanto em França como na Alemanha. Este facto explica o ligeiro aumento no preço de venda de 5% em França e de 14% na Alemanha, reflectindo assim a evolução dos preços durante os primeiros 5 meses do ano e a progressiva subida do preço da sua principal matéria-prima – o papel.

Em relação à energia, verificou-se uma estabilidade ao nível dos preços do gás, embora a tarifa eléctrica em Espanha reconheça no segundo trimestre o aumento dos custos registados no primeiro trimestre. (Anexo B.4 – Evolução da Tarifa Eléctrica e Evolução das Principais Variáveis Energéticas)

7.2. VOLUME DE NEGÓCIOS POR ÁREA DE NEGÓCIO

Para calcular o volume de negócios agregado das diferentes áreas de negócio da Europac, assumiu-se que estas são o produto de três variáveis: capacidade de produção, percentagem de utilização/taxa de ocupação e preço unitário. Após o cálculo do volume de negócios agregado, dado o elevado nível de integração do negócio da Europac, aplicou-se uma percentagem referente a autoconsumo em função dos níveis históricos verificados em cada área de negócio, de modo a obter o volume de negócios consolidado.

Neste contexto, os principais pressupostos assumidos são:

- Capacidade instalada (quantificada em toneladas para o papel, em m² para o cartão e em MW para a energia): A capacidade de produção de papel *kraftliner* é de 350.000 toneladas/ano e a qual se mantém constante até 2015 dado não estarem previstos planos de expansão para esta área de negócio. No que respeita ao papel reciclado, em Espanha a capacidade instalada corresponde a 320.000 toneladas/ano e de 275.000 toneladas/ano em França. Para o cartão, assumiu-se uma capacidade de 540.000 Km² e que se prevê constante até 2015. Relativamente á energia, através da incorporação de dois novos ciclos combinados de produção em 2010 (Duenãs e Viana do Castelo) a capacidade energética da Europac passou de 79 MW em 2010 para 153 MW em 2011. Para os anos seguintes não se prevêem incrementos de capacidade.
- Percentagem de utilização/taxa de ocupação: Considerou-se uma taxa de ocupação de 95% para a produção de papel *kraftliner* e de 95% para o papel reciclado.
- Preço unitário: Para o papel *kraftliner* utilizou-se a cotação do papel *kraftliner* no dia 1 de Novembro de 2011 indicado pela FOEX e que corresponde a 559,76 euros/tonelada. Para os anos seguintes (2012 a 2015) estima-se um crescimento anual de 1% para o preço de venda deste tipo de papel. Para a quantificação do preço de venda do papel reciclado assumiram-se as estimativas do “la Caixa” de Março de 2011 que situa o preço de venda do papel reciclado em Espanha em 460 euros/tonelada para 2011 e de 414 euros/tonelada. Para o mercado francês as projecções apontam para 430 euros/tonelada para 2011 e para 439 euros/tonelada para 2012. Para os anos subsequentes, a taxa de crescimento

estimada é de 1% ao ano. No que concerne ao cartão utilizou-se a cotação do papel *testliner 2* no dia 1 de Novembro de 2011 indicado pela FOEX e que corresponde a 470,66 euros/km², tendo-se aplicado uma taxa de crescimento anual de 1% para os anos seguintes. Para a energia, de acordo com o “la Caixa” estima-se um preço de venda em Espanha de 1,11 euros/MW para 2011 e de 1,13 euros/MW para 2012, assumindo-se um crescimento de 2,25% a partir de 2012. Para Portugal, assume-se um preço de venda de 1,11 euros/Mw em 2011 e para os anos seguintes um crescimento anual de 3,30% que corresponde à taxa de crescimento dos custos energéticos estimada pelo Banco de Portugal para 2012.

- Autoconsumo: *Kraftliner* de 28,0%, reciclado de 25,0%, cartão de 6,0% e energia de 40,0%.

Tabela 7.1 – Volume de Negócios por Área de Negócio

Europac (milhões de euros)	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	CAGR 2011-2015
<i>Kraftliner</i> – Portugal	134	135	137	138	139	1,00%
Reciclado – Espanha	105	94	95	96	97	-1,87%
Reciclado – França	84	86	87	88	89	1,27%
Cartão - Espanha, França e Portugal	269	272	275	278	280	1,00%
Energia – Espanha	39	39	40	41	42	2,14%
Energia – Portugal	63	65	68	70	72	3,30%
Total Consolidado	694	692	701	710	720	0,90%
<i>% Variação</i>		-0,27%	1,29%	1,29%	1,30%	

Fonte: Autor

7.3. EBITDA POR ÁREA DE NEGÓCIO

As compras de matéria-prima são o gasto operacional com maior peso na estrutura de custos operacionais da Europac, representando cerca de 50% do total dos custos operacionais. As principais matérias-primas são a madeira, o papel reciclado, outros papéis e o gás. Destacam-se ainda produtos químicos e tintas.

Com o intuito de estimar o custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas assumiu-se que a margem bruta teria a seguinte evolução: 2011E = 55,60%; 2012E = 56,50%; 2013E = 57,30%; 2014E = 57,90% e 2015E = 57,80%.

No que concerne aos custos com pessoal assume-se que em 2011 e 2012 apresentem um crescimento em linha com a taxa de inflação estimada pelo Fundo Monetário Europeu para Espanha e que se situa em 2,90% para 2011 e em 1,50% para 2012. Para 2013 e anos seguintes assume-se a taxa de crescimento de 2012 (1,50%). Os outros custos operacionais foram estimados por diferença entre o valor estimado para a margem bruta e o valor estimado para o *Ebitda*.

Para o cálculo do *Ebitda* assumiu-se que a margem *Ebitda* para 2011 e para os anos seguintes corresponde à margem *Ebitda* registada pela Europac no terceiro trimestre de 2011 por área de negócio. Neste contexto, assume-se um cenário conservador de manutenção de margens projectando a margem *Ebitda* futura aos níveis do terceiro trimestre de 2011.

Tabela 7.2 – Ebitda por Área de Negócio

Europac (milhões de euros)	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	CAGR 2011-2015
<i>Kraftliner</i> – Portugal	31	31	31	31	32	1,00%
Reciclado – Espanha	11	10	10	10	11	-1,87%
Reciclado – França	9	9	9	10	10	1,27%
Cartão - Espanha, França e Portugal	8	8	8	8	8	1,00%
Energia – Espanha	10	10	10	11	11	2,14%
Energia – Portugal	17	17	18	18	19	3,30%
Total Consolidado	86	86	87	89	90	1,26%
Margem Ebitda	12,36%	12,42%	12,46%	12,50%	12,54%	
<i>% Variação</i>		0,19%	1,61%	1,61%	1,62%	

Fonte: Autor

7.4. DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS PREVISIONAL

Estima-se uma taxa de amortização anual de 7,20% sobre o imobilizado corpóreo, custos financeiros anuais de 4,60% sobre a dívida financeira de médio e longo prazo e de curto prazo e uma taxa de imposto de 30%.

Tabela 7.3 – Demonstração de Resultados Previsional

Europac (milhões de euros)	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	CAGR 2011-2015
Volume de Negócios	694	692	701	710	720	0,90%
CMVMC	-308	-301	-299	-299	-304	-0,37%
Margem Bruta	386	391	402	411	416	1,88%
Custos com o Pessoal	-93	-97	-103	-111	-121	6,80%
Outros Custos Operacionais	-207	-208	-212	-212	-205	-0,30%
Ebitda	86	86	87	89	90	1,26%
Amortizações	-48	-47	-45	-43	-42	-3,47%
Ebit	38	39	42	45	48	6,51%
Resultado Financeiro	-19	-17	-9	-7	-4	-31,79%
Resultado Antes de Impostos	19	23	34	39	44	24,20%
Impostos	-6	-7	-10	-12	-13	24,20%
Resultado Líquido do Exercício	13	16	24	27	31	24,20%

Fonte: Autor

7.5. BALANÇO PREVISIONAL

Na construção do balanço previsional da Europac foram tidos em consideração os seguintes pressupostos ao nível do *working capital*, dívida financeira e *capex*.

No que concerne ao *working capital* foram assumidos os seguintes pressupostos a partir de 2011 e para os anos seguintes: permanência média das mercadorias em armazém de 90 dias; prazo médio de recebimentos de 30 dias e prazo médio de pagamentos de 250 dias. Estes pressupostos foram estimados com base nos indicadores verificados no exercício económico de 2010 onde se registaram os seguintes valores: permanência

média das mercadorias em armazém de 97,50 dias; prazo médio de recebimentos de 32,86 dias e prazo médio de pagamentos de 247,32 dias.

No que respeita à dívida financeira é de salientar que a Europac apresenta um elevado nível de endividamento (Dívida Financeira / *Ebitda* de 4,26x em 2010) em virtude dos investimentos realizados ao longo dos últimos anos, tanto em crescimento orgânico (aumento da capacidade de produção), como em crescimento inorgânico (aquisição de empresas). Neste sentido, a evolução da dívida financeira foi estimada em função do plano de reembolso previsto pela Europac a 31 de Dezembro de 2010 e o qual apresenta o seguinte perfil de amortização de capital:

Tabela 7.4 – Plano de Reembolso da Dívida Financeira

Europac (milhões de euros)	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E
Amortização de Capital	0,000	52,632	177,641	99,034	0,404	33,281

Fonte: Europac R&C 2010

Relativamente ao *capex* e de acordo com as projecções da “Banesto Bolsa” estimou-se um *capex* corrente de 17 milhões de euros/ano entre 2011 e 2015 e um *capex* de expansão (crescimento orgânico) de 18 milhões de euros em 2011 relativo ao incremento de capacidade. Não são estimados investimentos em crescimento inorgânico.

Tabela 7.5 – Capex

Europac (milhões de euros)	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
<i>Capex</i> corrente	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
<i>Capex</i> de expansão	18,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fonte: Banesto Bolsa

Tabela 7.6 – Balanço Previsional

Europac (milhões de euros)	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
Activo Não Corrente	823	799	777	755	734
Activos Intangíveis	99	99	99	99	99
<i>Goodwill</i>	88	88	88	88	88
Outros activos intangíveis	12	12	12	12	12
Imobilizado corpóreo	671	648	625	603	582
Investimentos imobiliários	4	4	4	4	4
Investimentos contabilizados pelo MEP	1	1	1	1	1
Activos financeiros não correntes	3	3	3	3	3
Activos por impostos diferidos	43	43	43	43	43
Outros activos não correntes	2	2	2	2	2
Activo Corrente	277	258	134	135	137
Existências	76	74	74	74	75
Devedores comerciais e outras contas a receber	57	57	58	58	59
Outros activos financeiros correntes	3	3	3	3	3
Caixa e equivalentes	141	124	0	0	0
Total do Activo	1.099	1.057	911	890	871
Capital Próprio	300	316	340	367	398
Passivo Não Corrente	476	424	246	147	147
Subsídios	2	2	2	2	2
Provisões não correntes	13	13	13	13	13
Passivos financeiros não correntes	363	310	133	34	33
Outros passivos não correntes	47	47	47	47	47
Passivos por impostos diferidos	51	51	51	51	51
Passivo Corrente	323	318	325	376	327
Provisões correntes	9	9	9	9	9
Passivos financeiros correntes	49	49	58	109	56
Credores comerciais	211	206	205	205	208
Outras contas a pagar	54	54	54	54	54
Passivos por impostos s/ rendimentos correntes	0	0	0	0	0
Total do Capital Próprio e Passivo	1.099	1.057	911	890	871

Fonte: Autor

7.6. CASH FLOW PREVISIONAL

Dado o plano de amortização da dívida financeira da Europac conduzir a um saldo de caixa negativo no final do exercício económico de 2013 e de 2014 assume-se a realização de um novo empréstimo de curto prazo no valor de 8 milhões de euros em 2013 e de 60 milhões de euros em 2014 (por exemplo: papel comercial a 6 meses) para saldar as necessidades de tesouraria estimadas. Este financiamento com carácter de curto prazo seria reembolsado em 2015 e 2016.

Tabela 7.7 – Cash Flow Previsional

Europac (milhões de euros)	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
Resultado Líquido do Exercício	13	16	24	27	31
Amortizações	48	47	45	43	42
Investimento em <i>Working Capital</i>	-14	3	1	1	-1
Cash Flow das Actividades Operacionais	76	59	67	70	74
<i>Capex</i>	-42	-23	-23	-22	-21
Cash Flow das Actividades de Investimento	-42	-23	-23	-22	-21
Aumento / Diminuição da Dívida Financeira de MLP	0	-53	-178	-99	0
Aumento / Diminuição da Dívida Financeira de CP	0	0	0	-8	-60
Cash Flow das Actividades de Financiamento	0	-53	-178	-108	-60
Cash Flow Antes de Necessidades Financeiras	34	-16	-133	-60	-7
Necessidades Financeiras	0	0	8	60	7
Cash Flow Após Necessidades Financeiras	34	-16	-124	0	0
Caixa e Equivalentes no Início do Período	107	141	124	0	0

Fonte: Autor

8. AVALIAÇÃO DA EUROPAC

Neste capítulo ir-se-á proceder à avaliação da Europac pelo Método dos *DCF*, considerando a consolidação global da Gescartão a 100%.

8.1. FREE CASH FLOW TO THE FIRM

Estima-se que o *FCFF* da Europac se apresente positivo e com uma tendência crescente entre 2011 e 2015. Prevê-se que em 2015, o *FCFF* se situe em 56 milhões de euros, valor que representa uma *CAGR* (2015-2011) de 4,6%.

Tabela 8.1 – Free Cash Flow to the Firm

Europac (milhões de euros)	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
<i>Ebit</i>	38	39	42	45	48
Impostos	-11	-12	-13	-14	-14
<i>Ebit</i> (1-T)	26	28	30	32	34
Amortizações	48	47	45	43	42
Investimento em <i>Working Capital</i>	14	-3	-1	-1	1
<i>Capex</i>	-42	-23	-23	-22	-21
<i>Free Cash Flow to the Firm</i>	47	48	51	53	56

Fonte: Autor

8.2. WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL

A taxa de desconto aplicada sobre o *FCFF* estimado corresponde à *WACC*.

A *Re* foi estimada através da seguinte expressão: $Re = Rf + \beta l \times (Rm - Rf)$. A *Rf* considerada corresponde à rendibilidade das obrigações de tesouro espanholas a 10 anos em 8 de Novembro de 2011 e que se situava em 5,58%. O prémio de risco do mercado ($Rm - Rf$) assumido situou-se em 4,00% e corresponde às estimativas do “la Caixa”. O βl assumido na presente projecção financeira é de 0,89461 e corresponde à estimativa de Damodaran.

Neste contexto, foi estimada uma *Re* de 9,16% para o período em análise.

O custo da dívida assumido é de 4,60% e corresponde ao custo estimado pela “la Caixa”. De salientar que a Europac detém derivados de cobertura, nomeadamente, *Vanilla Collar* (*cap* 6,4% e *floor* 4,3%) e *Swap* (Euribor 1 mês e Euribor a 6 meses + 345 *b.p.* e 4,4%).

Em função dos pressupostos enumerados a WACC estimada para o período de 2011 a 2015 é a seguinte:

Tabela 8.2 – Weighted Average Cost of Capital

WACC	
Rendibilidade Exigida pelos Accionistas (<i>Re</i>)	9,16%
Taxa de Juro sem Risco (<i>Rf</i>)	5,58%
<i>Unlevered</i> Beta	0,3122
Beta da Dívida	0,0000
<i>Levered</i> Beta	0,8946
Rendibilidade do Mercado (<i>Rm</i>)	9,58%
Prémio de Risco do Mercado (<i>Rm - Rf</i>)	4,00%
Custo da Dívida (<i>Rd</i>)	4,60%
<i>Equity</i>	65,00%
<i>Debt</i>	35,00%
Taxa de Imposto	30,00%
Weighted Average Cost of Capital	7,08%

Fonte: Autor

Em resultado da exposição da Europac a Espanha optou-se pelo incremento da WACC estimada para o período em 1% (ponderado pelo peso que Espanha apresenta nas vendas da Europac no final do terceiro trimestre de 2011).

Tabela 8.3 – Weighted Average Cost of Capital Ajustada

WACC Ajustada	
Weighted Average Cost of Capital	7,08%
Exposição a Espanha	
Peso de Espanha nas vendas da Europac (3T de 2011)	25,64%
Incremento pela exposição a Espanha	1,00%
Incremento ponderado pela exposição a Espanha	0,26%
Weighted Average Cost of Capital Ajustada	7,34%

Fonte: Autor

8.3. VALOR DE CONTINUIDADE

Para efeitos de avaliação da Europac estimou-se o valor atribuído ao período posterior ao horizonte temporal de avaliação (2015) – valor de continuidade. O valor de continuidade assumido corresponde a uma perpetuidade do *FCFF* estimado para 2015 acrescido de uma taxa de crescimento de longo prazo constante (*g*). A taxa de crescimento de longo prazo constante assumida situa-se em 1,0% ($g=1,0\%$).

Neste contexto, estimou-se um valor de continuidade de 893 milhões de euros o que corresponde a um valor de 673 milhões de euros a 31 de Dezembro de 2011.

8.4. EQUITY VALUE

De acordo com a avaliação realizada situa-se o preço objectivo 2011 E da Europac em 7,18 euros/acção, valor que supõe um potencial de valorização de 153% face à cotação actual da Europac que se situa em 2,8350 euros/acção. Os múltiplos implícitos na valorização efectuada são: *EV/Vendas*: 1,29x; *EV/Ebitda*: 10,40x e *EV/Ebit*: 23,79x.

Tabela 8.4 – Equity Value

Europac (milhões de euros)	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
<i>Ebit</i>	38	39	42	45	48
Impostos	-11	-12	-13	-14	-14
<i>Ebit (1-T)</i>	26	28	30	32	34
Amortizações	48	47	45	43	42
Investimento em <i>Working Capital</i>	14	-3	-1	-1	1
<i>Capex</i>	-42	-23	-23	-22	-21
<i>Free Cash Flow to the Firm</i>	47	48	51	53	56
<i>Enterprise Value até 2015 E</i>	220				
Valor de Continuidade	673				
<i>Enterprise Value</i>	893				
Valor de Mercado dos Activos Extra-Exploração	0				
<i>Firm Value</i>	893				
Valor de Mercado da Dívida Financeira Líquida	271				
<i>Equity Value</i>	622				
Valor por Acção	7,18				

Fonte: Autor

8.5. ANÁLISE DE SENSIBILIDADE DA EUROPAC SEGUNDO A WACC E A TAXA DE CRESCIMENTO DE LONGO PRAZO

Em função do elevado nível de endividamento da Europac (Dívida Financeira Líquida / *Ebitda*: 3,16x 2011E) foram simulados diversos cenários de evolução da WACC e da taxa de crescimento de longo prazo constante (g).

O valor por acção da Europac varia significativamente consoante a oscilação da WACC e da taxa de crescimento de longo prazo constante (g). No cenário mais pessimista (WACC = 8,09% e g = 0,50%) o *Equity Value* fixa-se em 490 milhões de euros (5,66 euros/acção), enquanto que no cenário mais optimista (WACC = 6,59% e g = 1,50%) o *Equity Value* fixa-se em 818 milhões de euros (9,45 euros/acção).

Tabela 8.5 – Análise de Sensibilidade

Europac	Equity Value (milhões de Euros)			Valor por Acção (euros)		
	0,50%	1,00%	1,50%	0,50%	1,00%	1,50%
WACC / g						
6,59%	669	737	818	7,73	8,51	9,45
6,84%	633	695	769	7,31	8,03	8,88
7,09%	600	657	724	6,93	7,59	8,36
7,34%	569	622	683	6,58	7,18	7,89
7,59%	541	589	645	6,25	6,81	7,45
7,84%	514	559	611	5,94	6,46	7,05
8,09%	490	531	579	5,66	6,13	6,68

Fonte: Autor

9. AVALIAÇÃO DA EUROPAC PELO MÉTODO DOS MÚLTIPLOS DE MERCADO

Com o intuito de comparar o *EV* estimado para a Europac com o valor de empresas comparáveis procedeu-se á avaliação da Europac através da metodologia dos múltiplos de mercado.

Os múltiplos de mercado seleccionados para a presente avaliação foram *EV/Vendas* e *EV/Ebitda*. As empresas comparáveis e os respectivos múltiplos são as seguintes:

Tabela 9.1 – Múltiplos de Mercado das Empresas Comparáveis

Empresa	<i>EV/Vendas 2011E</i>	<i>EV/Ebitda 2011E</i>
Smurfit Kappa Group plc	0,85 x	4,92 x
Mondi plc	0,58 x	4,16 x
Svenska Cellulosa AB	0,75 x	4,30 x
DS Smith PLC	0,97 x	6,92 x
Billerud AB	0,54 x	5,39 x
VPK Packaging Group N.V.	0,60 x	3,38 x
International Paper Co.	0,45 x	4,88 x
Média	0,68 x	4,87 x
Mediana	0,65 x	4,90 x

Fonte: Bloomberg

Assumindo o múltiplo *EV/Vendas* médio estimado para 2011 (0,68x) o *EV* da Europac situar-se-ia em 473 milhões de euros o que equivale a um *Equity Value* de 201 milhões de euros (2,33 euros por acção).

Através do múltiplo *EV/Ebitda* médio estimado para 2011 (4,87x) o *EV* da Europac situar-se-ia em 418 milhões de euros o que equivale a um *Equity Value* de 147 milhões de euros (1,70 euros por acção).

Tabela 9.2 – Avaliação da Europac pelo Método dos Múltiplos de Mercado

Europac – Avaliação pelos Múltiplos de Mercado	Média do Sector	<i>EV</i> (milhões de euros)	Valor por Acção (euros)
<i>EV / Vendas 2011 E</i>	0,68 x	473	2,33
<i>EV / Ebitda 2011 E</i>	4,87 x	418	1,70

Fonte: Autor

10. AVALIAÇÃO DA EUROPAC SEM A AQUISIÇÃO DE 50% DAS ACÇÕES DA IMOCAPITAL

Neste capítulo ir-se-á proceder à avaliação da Europac pelo Método dos *DCF* considerando a não realização da aquisição pela Europac de 50% das acções da sociedade Imocapital. Neste contexto, para efeitos de avaliação da Europac considera-se a consolidação proporcional da Gescartão a 50%.

10.1. PROJECCÕES FINANCEIRAS

Assumindo a não aquisição pela Europac de 50% das acções da sociedade Imocapital torna-se necessário estimar as projecções financeiras da Europac considerando os seguintes pressupostos:

- Volume de negócios: Considera-se apenas 50% do volume de negócios gerado pelas vendas de papel *kraftliner* em Portugal, 50% do volume de negócios gerado pelas vendas de papel reciclado em Portugal e 50% do volume de negócios gerado pelas vendas de energia em Portugal.
- *Ebitda*: Assume-se que a margem *Ebitda* para 2011 e anos seguintes corresponde à margem *Ebitda* registada pela Europac no terceiro trimestre de 2011, por área de negócio.
- Amortizações do exercício: No exercício económico de 2004 (ano anterior à operação de aquisição) as amortizações do exercício da Europac fixaram-se em 18 milhões de euros, valor que representa 53% do *Ebitda* de 2004. Neste sentido, estima-se que as amortizações do exercício para o período compreendido entre 2011 e 2015 correspondam a 53% do *Ebitda* estimado anualmente.
- Investimento em *working capital* e *capex*: Considera-se que o investimento em *working capital* e *capex* mantém-se nos valores anteriores estimados aquando da elaboração da projecção financeira da Europac considerando a consolidação global da Gescartão a 100%.

Tabela 10.1 – Projecções Financeiras

Europac (milhões de euros)	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	CAGR 2011-2015
Volume de Negócios	549	545	551	558	565	0,73%
<i>Ebitda</i>	61	61	62	62	63	1,04%
Amortizações	-33	-32	-33	-33	-34	1,04%
<i>Ebit</i>	28	28	29	29	30	1,04%
Investimento em <i>Working Capital</i>	14	-3	-1	-1	1	-45,60%
<i>Capex</i>	-42	-23	-23	-22	-21	-16,02%

Fonte: Autor

10.2. FREE CASH FLOW TO THE FIRM

Estima-se que o *FCFF* da Europac se apresente positivo e com uma tendência crescente entre 2011 e 2015. Prevê-se que em 2015, o *FCFF* se situe em 39 milhões de euros, valor que representa um *CAGR* (2015-2011) de -6,31%.

Tabela 10.2 – Free Cash Flow to the Firm

Europac (milhões de euros)	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
<i>Ebit</i>	28	28	29	29	30
Impostos	-8	-8	-9	-9	-9
<i>Ebit (1-T)</i>	20	20	20	20	21
Amortizações	33	32	33	33	34
Investimento em <i>Working Capital</i>	14	-3	-1	-1	1
<i>Capex</i>	-16	-16	-16	-17	-17
<i>Free Cash Flow to the Firm</i>	50	33	35	36	39

Fonte: Autor

10.3. WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL

A taxa de desconto aplicada sobre o *FCFF* estimado corresponde à *WACC* corrigida em 1% em função da exposição da Europac a Espanha (ponderado pelo peso que Espanha apresenta nas vendas da Europac no final do terceiro trimestre de 2011 e considerando a consolidação proporcional da Gescartão a 50%).

Tabela 10.3 – Weighted Average Cost of Capital Ajustada

WACC Ajustada	
Weighted Average Cost of Capital	7,08%
Exposição a Espanha	
Peso de Espanha nas vendas da Europac (3T de 2011)	32,80%
Incremento pela exposição a Espanha	1,00%
Incremento ponderado pela exposição a Espanha	0,33%
Weighted Average Cost of Capital Ajustada	7,41%

Fonte: Autor

10.4. VALOR DE CONTINUIDADE

Para efeitos de avaliação da Europac estimou-se o valor atribuído ao período posterior ao horizonte temporal de avaliação (2015) – valor de continuidade. O valor de continuidade assumido corresponde a uma perpetuidade do *FCFF* estimado para 2015 acrescido de uma taxa de crescimento de longo prazo constante (*g*). A taxa de crescimento de longo prazo constante (*g*) assumida situa-se em 1,00% ($g=1,0\%$). Neste contexto, estimou-se um valor de continuidade de 613 milhões de euros o que corresponde a um valor de 461 milhões de euros a 31 de Dezembro de 2011.

10.5. EQUITY VALUE

De acordo com a avaliação realizada, o *Equity Value* da Europac fixa-se em 362 milhões de euros, situando-se o preço objectivo 2011 E da Europac em 5,36 euros/acção.

Para o cálculo do valor por acção considerou-se o efeito da ampliação de capital realizada pela Europac para a aquisição de 50% das acções da sociedade Imocapital e o efeito da ampliação de capital realizada a 26 de Janeiro de 2007 para dar resposta à contraprestação da OPA sobre 15,3% das acções da Gescartão que ainda não possuía, através da troca de 3,5 acções da primeira por cada acção da segunda.

À permuta foram consideradas 2.650.328 acções de Gescartão, resultando num aumento de capital na Europac de 9.276.141 novas acções com um valor nominal de 2 euros de e 4,13 euros de prémio de emissão.

Adicionalmente, de salientar que para efeitos de cálculo à dívida financeira líquida da Europac (263 milhões de euros) subtraiu-se 50% da dívida financeira estimada para 31 de Dezembro de 2011 e referente à Gescartão.

Os múltiplos implícitos na valorização efectuada são: *EV/Vendas*: 1,15x; *EV/Ebitda*: 10,36x e *EV/Ebit*: 22,26x.

10.6. ANÁLISE DE SENSIBILIDADE DA EUROPAC SEGUNDO A WACC E A TAXA DE CRESCIMENTO DE LONGO PRAZO

Em função do elevado nível de endividamento da Europac (*Dívida Financeira Líquida / Ebitda*: 4,40x 2011E) foram simulados diversos cenários de evolução da *WACC* e da taxa de crescimento de longo prazo constante (*g*).

O valor por acção da Europac varia significativamente em função da oscilação da *WACC* e da taxa de crescimento de longo prazo constante (*g*).

No cenário mais pessimista (*WACC* = 8,16% e *g* = 0,50%) o *Equity Value* fixa-se em 273 milhões de euros (4,03 euros/acção), enquanto que no cenário mais optimista (*WACC* = 6,66% e *g* = 1,50%) o *Equity Value* fixa-se em 495 milhões de euros (7,33 euros/acção).

Tabela 10.4 – Análise de Sensibilidade

Europac	<i>Equity Value</i> (milhões de Euros)			Valor por Acção (euros)		
	0,50%	1,00%	1,50%	0,50%	1,00%	1,50%
WACC / g						
6,66%	394	440	495	5,83	6,51	7,33
6,91%	370	412	462	5,48	6,10	6,83
7,16%	348	386	432	5,14	5,71	6,38
7,41%	327	362	404	4,84	5,36	5,97
7,66%	308	340	378	4,55	5,03	5,60
7,91%	290	320	355	4,28	4,73	5,25
8,16%	273	301	333	4,03	4,45	4,93

Fonte: Autor

11. CRIAÇÃO DA VALOR DA OPERAÇÃO DE AQUISIÇÃO

De modo a estimar o valor criado para os accionistas da Europac com a operação de aquisição realizada a 14 de Fevereiro de 2005 torna-se necessário analisar a OPA sobre 15,3% das acções da Gescartão realizada em Dezembro de 2006.

11.1. OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO

Durante o mês de Dezembro de 2006, a Assembleia Geral de Accionistas da Europac aprovou um aumento de capital para dar resposta à contraprestação da OPA sobre 15,3% das acções da Gescartão que ainda não possuía, através da troca de 3,5 acções da primeira por cada acção da segunda. Como consequência desta operação e do posterior processo de *squeeze out*, a Europac atingiu durante o exercício de 2007 uma participação directa e indirecta na Gescartão de 100%.

11.2. VALOR CRIADO PARA OS ACCIONISTAS

Para atingir uma participação (directa e indirecta) de 100% na Gescartão, a Europac reforçou, em 14 de Fevereiro de 2005, a sua participação na Gescartão pelo valor de 97.866.760 euros e em 23 de Janeiro de 2007 (data final do período da OPA) pelo valor de 56.862.787 euros (21,455 euros por acção sobre um total de a 2.650.328 acções sujeitas a troca).

O valor criado para os accionistas da Europac poderá ser estimado através do VAL Incremental ou da TIR Implícita da operação.

11.3. VAL INCREMENTAL

Através do VAL Incremental realiza-se a comparação do valor actual dos *cash flows* gerados pela operação de aquisição com o investimento realizado pelos accionistas da Europac.

Os *cash flows* gerados pela operação de aquisição correspondem à diferença entre o valor dos capitais próprios da Europac considerando a consolidação global a 100% da Gescartão e o valor dos capitais próprios da Europac considerando a consolidação proporcional de 50% da Gescartão.

Tabela 11.1 – VAL Incremental

VAL Incremental (valores em euros)	<i>Cash Flow</i>	Factor de Capitalização (<i>Re</i>)	<i>Cash Flow</i> Actualizado
Aquisição de 36,08% da Gescartão	- 97.866.760	1,692	-165.569.041
Aquisição de 15,30% da Gescartão	- 56.862.787	1,420	-80.734.178
<i>Equity Value</i> Incremental	259.338.872	1,000	259.338.872
VAL Incremental			13.035.653

Fonte: Autor

O VAL Incremental estimado corresponde a 13.035.653 euros o que significa que o investimento realizado com a aquisição de participações na Gescartão permitiu remunerar os capitais investidos pela Europac à taxa de 9,16% (*Re*) e ainda gerou um excedente de cerca de 13 milhões de euros.

11.4. TIR IMPLÍCITA

Segundo a TIR Implícita estima-se a taxa máxima a que os accionistas da Europac puderam remunerar os capitais investidos na aquisição das participações na Gescartão.

Tabela 11.2 – TIR Implícita

TIR Implícita (valores em euros)	<i>Cash Flow</i>	Factor de Capitalização (TIR Implícita)	<i>Cash Flow</i> Actualizado
Aquisição de 36,08% da Gescartão	- 97.866.760	1,793	-175.430.093
Aquisição de 15,3% da Gescartão	- 56.862.787	1,476	-83.908.779
<i>Equity Value</i> Incremental	259.338.872	1,000	259.338.872
VAL Incremental			0

Fonte: Autor

A TIR Implícita estimada corresponde a 10,22% o que significa que o investimento na Gescartão foi economicamente viável, tendo remunerado o investimento accionista a uma taxa superior á taxa exigida pelos accionistas (10,22% > *Re*).

De acordo com as estimativas realizadas verifica-se que as operações de aquisição realizadas representam um valor económico de 13 milhões de euros demonstrando que

os valores pagos na aquisição da Gescartão representaram um impacto positivo no processo de criação de valor para os accionistas da Europac.

11.5. EVOLUÇÃO DAS ACÇÕES DA EUROPAC

De forma a avaliar a reacção do mercado às operações de aquisição efectuadas pela Europac sobre o capital da Gescartão torna-se necessário analisar a evolução da cotação das acções da Europac na data de anúncio (14 de Fevereiro de 2005 e 3 de Janeiro de 2007) e nos dias posteriores às referidas operações.

Tabela 11.3 – Evolução da Cotação das Acções da Europac

Evolução da Cotação das Acções	Europac	% Variação	Ibex 35	% Variação
11 de Fevereiro de 2005	4,47		9.588,30	
14 de Fevereiro de 2005	4,17	-6,71%	9.585,00	-0,03%
15 de Fevereiro de 2005	4,30	3,12%	9.634,30	0,51%
02 de Janeiro de 2007	7,60		14.364,40	
03 de Janeiro de 2007 ⁶	7,57	-0,39%	14.375,10	0,07%
22 de Janeiro de 2007	7,72		14.359,70	
23 de Janeiro de 2007 ⁷	7,89	2,20%	14.368,30	0,06%

Fonte: Autor

A quantificação da reacção do mercado às referidas operações deverá ser avaliada em função do Beta do Mercado (1) e do Beta *Levered* da Europac (0,89461). Neste sentido, verifica-se que na data de anúncio da operação (14 de Fevereiro de 2005) as acções da Europac registaram uma desvalorização de 6,71% face à cotação do dia anterior, sendo que 0,0268% da desvalorização é explicada pela variação do mercado e os restantes 6,6832% pelo anúncio da operação de aquisição, pelo que o mercado reagiu negativamente ao anúncio da operação de aquisição.

Na data de início da OPA verifica-se que a cotação da Europac desvalorizou-se em 0,39%, sendo 0,0626% da desvalorização explicada pelo mercado e os restantes - 0,4526% pela OPA.

⁶ Corresponde à data de início do período da Oferta Pública de Aquisição.

⁷ Corresponde à data de fim do período da Oferta Pública de Aquisição.

Tabela 11.4 – Variação da Cotação das Acções da Europac

Varição da Cotação (%)	Varição Total	Varição do Mercado	Varição Explicada pelo Mercado	Varição Explicada pelo Anúncio da Operação
14 de Fevereiro de 2005	-6,71%	-0,03%	-0,0268%	-6,6832%
03 de Janeiro de 2007	-0,39%	0,07%	0,0626%	-0,4526%

Fonte: Autor

12. CONCLUSÃO

A aquisição pela Europac de 50% das acções da sociedade Imocapital, bem como dos direitos de crédito que a Sonae possuía perante a referida sociedade e uma participação directa de 3,58% na Gescartão corresponde a uma concentração simples ou horizontal de empresas, na medida em que as empresas envolvidas (Europac e indirectamente a Gescartão) operavam e competiam no mesmo sector de actividade.

Para o financiamento da operação de aquisição a Europac definiu uma estrutura combinada, entre recursos próprios (32,92 milhões de euros) e financiamento bancário (64,95 milhões de euros). Esta decisão vai de encontro ao defendido por Myers (1984) na “*Pecking Order Theory*” de que as empresas priorizam as formas de financiamento, preferindo a contracção de empréstimos e de seguida a emissão de novas acções.

O racional da presente aquisição vai ao encontro do racional definido por Domingos Ferreira (2002) de que uma operação de F&A assenta na criação de sinergias operacionais, no aumento de poder no mercado e crescimento. Com esta operação a Europac reforçou a sua posição na Península Ibérica como segundo produtor de papel para fabrico de cartão (quota de mercado de 20%), e quinto produtor de cartão canelado.

Na vertente operacional, a operação proporcionou sinergias, em virtude da poupança de custos, optimização dos recursos disponíveis e aplicação de políticas comuns. De um ponto de vista financeiro, o racional da operação assenta na aquisição de uma empresa mais rentável e a um preço razoável.

De acordo com as estimativas realizadas verifica-se que as operações de aquisição realizadas representam um valor económico de 13 milhões de euros demonstrando que os valores pagos na aquisição da Gescartão representaram um impacto positivo no processo de criação de valor para os accionistas da Europac. Neste contexto, a TIR Implícita estimada na operação corresponde a 10,22%, uma taxa superior á taxa exigida pelos accionistas.

Os resultados obtidos vão de acordo com o que Lang e Stulz (1994) defendem de que a proximidade da actividade das empresas, nomeadamente, a presença no mesmo sector

de actividade, tem um impacto positivo na criação de valor em processos de F&A. Esta conclusão contraria a teoria de Bruner (2001) de que o retorno anormal que deriva das operações de F&A para a empresa oferente é essencialmente zero.

De salientar ainda que na data de anúncio da operação (14 de Fevereiro de 2005) as acções da Europac registaram uma desvalorização de 6,71% face à cotação do dia anterior (0,0268% da desvalorização é explicada pela variação do mercado e os restantes 6,6832% pelo anúncio da operação de aquisição), pelo que o mercado reagiu negativamente ao anúncio da operação de aquisição.

Adicionalmente, à data de início da OPA verifica-se que a cotação da Europac desvalorizou-se em 0,39%, sendo 0,0626% da desvalorização explicada pelo mercado e os restantes -0,4526% pela OPA. Este facto atesta a teoria de Smith (1986) de que uma transacção envolvendo uma OPA tipicamente implica um retorno negativo para os accionistas da data de anúncio da operação.

De referir que o presente estudo tem subjacente algumas limitações as quais poderiam ser suplantadas através de novos estudos. Como principal limitação é de referir o enquadramento económico-financeiro actual que assente em níveis de volatilidade elevados limita a definição de pressupostos económico-financeiros com maior grau de precisão.

Deste modo, para uma investigação futura seria relevante analisar a aquisição da Gescartão pela Europac numa conjuntura económico-financeira com menor volatilidade e suportada por uma avaliação em separado das duas operações de aquisição.

13. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agrawal, Anup e Jaffe, Jeffrey F. (2003), Do Takeover Targets Underperform? Evidence from Operating and Stock Returns, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 721-744.
- Agrawal, Anup, Jaffe, Jeffrey F. e Mandelker, Gershon N. (1992), The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly, *The Journal of Finance*, 1605-1620.
- Bradley, Michael, Desai, Anand e Kim E. Han (1988), Synergistic Gains From Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms, *Journal of Financial Economics*, 3-40.
- Bruner, Robert F. (2001), Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker, *Batten Institute*, 1-15.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores, Ofertas públicas de adquisición de otros valores,
<http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A34158824&division=1&page=20>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores, Transmisiones y adquisiciones de participaciones societárias,
<http://www.cnmv.es/Portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A34158824&division=1&page=30>
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, Prospecto relativo à Oferta Pública de Aquisição voluntária lançada pela Europac sobre as acções da Gescartão - SGPS, SA,
<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd11549.pdf>
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, Resultado da Oferta,
<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd11585.pdf>
- Damodaran, Aswath (2002), *Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (2ª Edição)*. New York: John Wiley & Sons (Wiley Frontiers in Finance).
- Farinha, Jorge e Miranda, Francisco (2003), Run-up, Toeholds, and Agency Effects in Mergers and Acquisitions: Evidence from an Emerging Market, *CETE - Centro de Estudos de Economia Industrial, do Trabalho e da Empresa*, 1-52.
- Ferreira, Domingos (2002), *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas – Volume I*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Ferreira, Domingos (2002), *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas – Volume II*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Goergen, Marc e Rennboog, Luc (2002), Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids, *United Nations University*, 1-42.

Grossman, Sanford J. e Hart, Oliver D. (1980), Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation, *The Bell Journal of Economics*, 42-64.

Jensen, M. e Ruback, R. (1983), The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics*, 21-56.

Jensen, Michael C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, 323-329.

Jensen, Michael C. (1988), Takeovers: Their Causes and Consequences, *Journal of Economic Perspectives*, 21-48.

Lang, Larry H. P. e Stulz, René M. (1994), Tobin's q , Corporate Diversification, and Firm Performance, *Journal of Political Economy*, 1248-1280.

Mota, António Gomes, Nunes, João Pedro e Ferreira, Miguel Almeida (2004), *Finanças Empresariais – Teoria e Prática*. Lisboa: Publisher Team.

Mushidzhi, TB e Ward, M. (2004), Abnormal Returns for Cash vs Share Funded Acquisitions, *Investment Analysts Journal*, 17-31.

Myers, Stewart C., Majluf, Nicholas S. (1984), Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 187-221.

Ocaña, Carlos, Peña, J. Ignacio, Dolores, Robles (1997), Preliminary Evidence on Takeover Target Returns in Spain: A Note, *Journal of Business Finance and Accounting*, 145-153.

Pop, Diana (2006), M&A Market for Transition Economies: Evidence from Romania, *Emerging Markets Review*, 1-18.

Roll, Richard (1986), The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, *The Journal of Business*, 197-216.

Schwert, G. William (1996), Markup Pricing in Mergers and Acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 1-40.

Shleifer, Andrei e Vishny, Robert W. (1986), Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 461-488.

Shleifer, Andrei e Vishny, Robert W. (1988), Value Maximization and the Acquisition Process, *Journal of Economic Perspectives*, 7-20.

Shleifer, Andrei e Vishny, Robert W. (1997), A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, 737-783.

Stulz, René M., Walking, Ralph A. e Song, Moon H. (1990), The Distribution of Target Ownership and the Division of Gains in Successful Takeovers, *The Journal of Finance*, 817-833.

Sudarsanam, S., Holl, P. e Salami, A. (1996), Shareholder Wealth Gains in Mergers: Effect of Synergy and Ownership Structure, *Journal of Business Finance and Accounting*, 673-698.

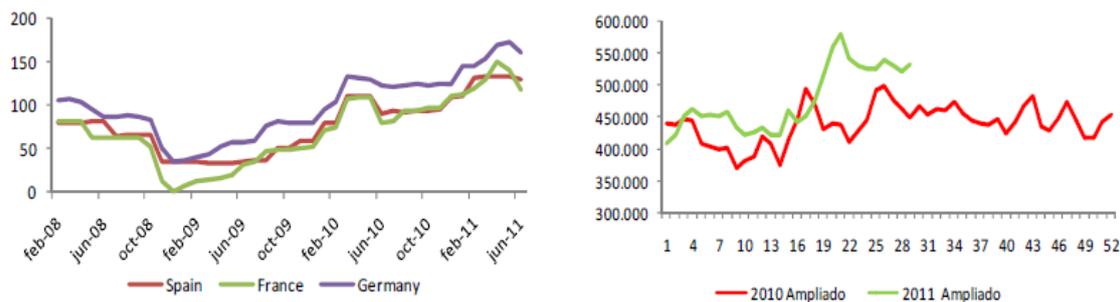
Weston, J. Fred, Mitchell, Mark L. e Mulherin, J. Harold (2003), *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance (4ª Edição)*. New Jersey: Pearson Prentice Hall.

14. ANEXOS

ANEXO A – PRODUTOS FABRICADOS PELA EUROPAC

Produtos	Tipos	Descrição	Mercado
<i>Kraftliners</i>	Portoliner	Designação comercial do <i>kraftliner</i> , papel castanho à base de fibra virgem, destinado à indústria da embalagem e catão.	Agrícola e alimentos frescos.
<i>Testliners</i> Branco	TB-PAC	<i>Testliner</i> branco com uma camada colada superior branca. Lado inferior castanho.	Agrícola e mercado industrial de alta qualidade.
	Blanpac Colado	Biclasse branco de grande qualidade. Lado superior branco e colado. Lado inferior castanho.	Industrial, incluindo em câmaras frigoríficas devido à colagem da sua camada superior.
	Blanpac Castilla	Biclasse branco de características inferiores ao Blanpac Colado.	Mesmo mercado que o Blanpac Colado, mas com requisitos técnicos inferiores.
<i>Testliners</i> Castanhos	Linerpac	<i>Liner</i> de grande resistência e lados castanhos e com a camada superior colada.	Agrícola e industrial que exige elevadas características.
	Interpac	<i>Liner</i> castanho, em linha com os requisitos do mercado no que se refere a características e limpeza.	Todo o tipo de aplicação industrial.
Papel para Canelar	Quimipac	Papel de elevadas características para a formação de papel canelado.	Agrícola e alimentação.
	Iberpac	Papel <i>standard</i> para a formação de papel canelado.	Industrial que exige elevadas características.
	Iberpac Castilla	Papel <i>standard</i> para a formação de papel canelado com resistência inferior ao Iberpac.	Industrial.

ANEXO B.1 – EVOLUÇÃO DO PREÇO DO PAPEL RECICLADO (€/TON.) E EVOLUÇÃO DO STOCK EUROPEU DE PAPEL RECICLADO (TON.)



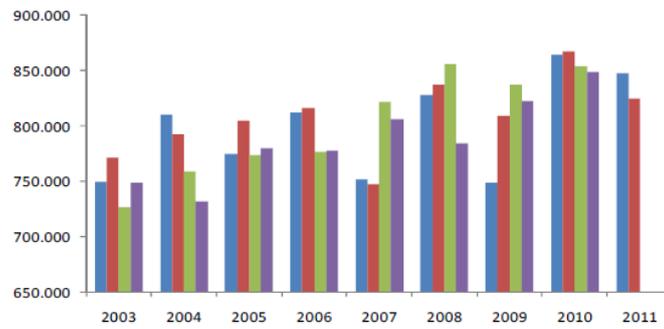
Fonte: Europac

ANEXO B.2 – EXPEDIÇÕES DE PAPEL RECICLADO NA EUROPA E EVOLUÇÃO DOS NÍVEIS DE STOCK DE PAPEL RECICLADO



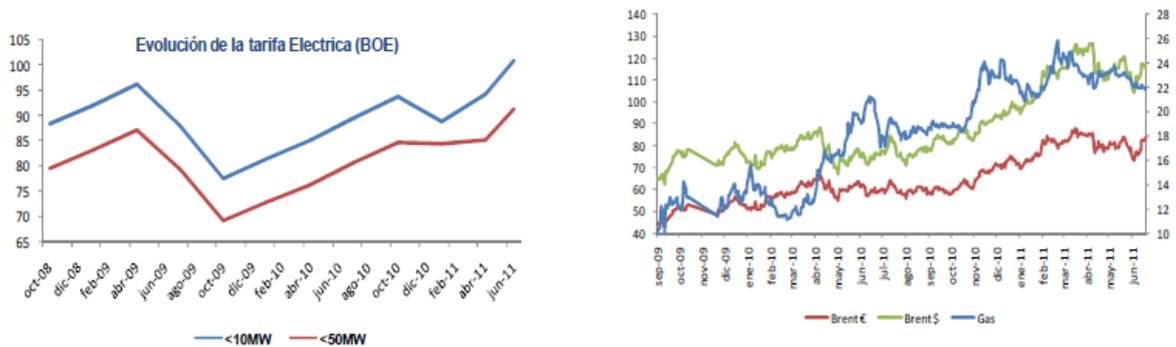
Fonte: Europac

ANEXO B.3 – EXPEDIÇÕES DE PAPEL KRAFTLINER NA EUROPA



Fonte: Europac

ANEXO B.4 – EVOLUÇÃO DA TARIFA ELÉCTRICA E EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS VARIÁVEIS ENERGÉTICAS



Fonte: Europac

ANEXO C – DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS CONSOLIDADOS DA EUROPAC

(milhares de euros)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Volume de negócios	284.713	343.258	384.664	424.662	433.855	616.013
Variação de existências	226	(1.586)	2.760	10.049	(15.714)	3.974
Trabalhos para a própria empresa	0	0	3.283	7.608	6.363	7.536
CMVMC	(118.918)	(150.243)	(173.026)	(208.662)	(179.636)	(290.296)
Outros proveitos operacionais	10.190	15.697	2.030	4.770	6.216	5.166
Custos com o pessoal	(51.494)	(57.633)	(55.253)	(62.106)	(79.535)	(90.355)
Outros custos operacionais	(75.833)	(90.844)	(86.319)	(117.752)	(141.361)	(164.054)
Amortizações	(27.057)	(29.761)	(31.258)	(36.532)	(40.970)	(40.512)
Subsídios ao imobilizado não financeiro	0	0	723	9.606	5.974	7.013
Imparidade e resultados da alienação de imobilizado	0	0	3.067	(1.488)	(3.038)	280
Outros resultados	0	0	0	0	0	0
Resultado Operacional	21.827	28.888	50.671	30.155	(7.846)	54.765
Proveitos financeiros	768	1.590	3.628	3.808	1.184	323
Custos financeiros	(7.536)	(12.803)	(15.546)	(19.927)	(19.958)	(20.481)
Variação do justo valor de instrumentos financeiros	(1.200)	(2.567)	3.451	(1.761)	1.424	412
Diferenças de câmbio	0	0	0	(181)	(182)	(57)
Imparidade e resultados da alienação de instrumentos financeiros	(4.442)	0	1.077	272	0	(8)
Resultado Financeiros	(12.410)	(13.780)	(7.390)	(17.789)	(17.532)	(19.811)
Resultados de entidades contabilizadas pelo método da equivalência patrimonial	0	0	74	(162)	60	194
Resultado Antes de Impostos	9.417	15.108	43.355	12.204	(25.318)	35.148
Imposto sobre o rendimento	(1.758)	(1.721)	(11.554)	(3.380)	8.824	(8.898)
Resultado do Exercício Proced. de Actividades Continuadas	7.659	13.387	31.801	8.824	(16.494)	26.250
Resultado do exercício procedente de operações interrompidas líquido de imposto	127	0	0	0	0	0
Resultado Consolidado do Exercício	7.786	13.387	31.801	8.824	(16.494)	26.250
Resultado atribuído à entidade dominante	5.364	11.048	31.978	9.193	(15.899)	26.420
Resultado atribuído a interesses minoritários	2.422	2.339	(177)	(369)	(595)	(170)

Fonte: Europac R&C

ANEXO D – BALANÇO CONSOLIDADOS DA EUROPAC

(milhares de euros)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ACTIVO NÃO CORRENTE						
Activos Intangíveis	52.615	61.564	82.730	90.663	97.878	99.330
Goodwill	39.446	43.525	73.881	84.244	87.692	87.692
Outros activos intangíveis	13.169	18.039	8.849	6.419	10.186	11.638
Imobilizado corpóreo	362.815	389.677	423.608	579.422	642.385	677.012
Investimentos imobiliários	0	0	0	0	4.114	4.114
Investimentos contabilizados pelo método da equivalência patrimonial	1.964	1.218	3.396	538	598	767
Activos financeiros não correntes	3.002	4.901	2.215	2.453	2.930	3.135
Activos por impostos diferidos	0	0	11.350	25.599	40.063	42.747
Outros activos não correntes	694	64	0	2.497	1.889	1.705
TOTAL ACTIVO NÃO CORRENTE	421.090	457.425	523.299	701.172	789.857	828.810
ACTIVO CORRENTE						
Existências	48.077	45.773	51.696	73.398	61.132	77.547
Devedores comerciais e outras contas a receber	61.416	68.111	66.620	43.527	48.846	55.464
Outros activos financeiros correntes	0	681	836	1.371	1.306	2.744
Caixa e equivalentes	32.454	65.760	98.228	124.816	77.346	107.381
TOTAL ACTIVO CORRENTE	141.946	180.326	217.380	243.112	188.630	243.136
TOTAL ACTIVO	563.036	637.751	740.679	944.284	978.487	1.071.946

Fonte: Europac R&C

(milhares de euros)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PASSIVO E CAPITAL PRÓPRIO						
CAPITAL PRÓPRIO						
Capital e Reservas	178.904	196.047	283.443	284.775	266.837	294.497
Capital	104.905	105.753	147.511	147.511	159.803	173.120
Prémio de emissão	5.487	5.112	31.024	25.170	12.877	0
Reservas	69.926	86.157	78.096	108.099	115.005	100.025
Acções próprias	-398	-974	-5.166	-2.985	-4.949	-5.068
Resultado do exercício atribuído à entidade dominante	0	0	31.978	9.193	-15.899	26.420
Dividendos antecipados	-1.017	0	0	-2.213	0	0
Ajustamentos por alteração de valor	0	0	-2.155	-9.908	-10.212	-7.739
Operações de cobertura	0	0	-2.155	-9.908	-10.212	-7.739
Capital próprio atribuído à entidade dominante	178.904	196.047	281.288	274.867	256.625	286.758
Interesses minoritários	43.144	35.561	1.455	1.489	429	258
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO	222.048	231.608	282.743	276.356	257.054	287.016
PASSIVOS NÃO CORRENTES	206.357	263.916	313.821	439.342	501.150	476.431
Subsídios	0	0	1.779	1.354	1.304	1.795
Provisões não correntes	9.566	10.719	9.657	12.917	13.580	13.232
Passivos financeiros não correntes	160.903	226.044	274.203	376.379	435.780	410.161
Outros passivos não correntes	3.700	2.013	0	0	0	0
Passivos por impostos diferidos	32.186	25.141	28.182	48.692	50.486	51.243
PASSIVOS CORRENTES	134.632	142.227	144.115	228.586	220.283	308.499
Provisões correntes	6.497	9.491	3.172	8.831	7.554	8.796
Passivos financeiros correntes	36.538	36.832	45.320	90.804	75.401	102.998
Credores comerciais e outras contas a pagar	91.509	90.783	95.623	128.951	137.328	196.705
Passivos por impostos sobre os rendimentos correntes	88	5.121	0	0	0	0
TOTAL PASSIVO E CAPITAL PRÓPRIO	563.036	637.751	740.679	944.284	978.487	1.071.946

Fonte: Europac R&C