

## RESUMO

A Portugal Telecom (PT) protagonizou no País, em 1994, uma viragem no sector das telecomunicações, reunindo, por fusão, os principais activos do Estado no sector e tornando privada a totalidade dos seus capitais no final de 2000. O percurso da PT, que tem sido caracterizado por inovação e determinação, teve na sua história recente um período turbulento que condicionou a sua actividade durante mais de um ano.

O ano de 2006 ficou marcado na história do Grupo Portugal Telecom pela Oferta Pública de Aquisição (OPA) lançada pela Sonaecom no dia 6 de Fevereiro, e que foi considerada hostil, tendo sido apenas encerrada na Assembleia-Geral de Accionistas de 2 de Março de 2007. Não obstante o inevitável efeito negativo que a longa duração da OPA terá tido sobre a vida da empresa, esta respondeu com elevação e superou este problema, registando, no exercício de 2006, um resultado líquido sem precedentes, fruto do positivo desempenho operacional e financeiro.

O presente estudo de caso tem como objecto a OPA realizada pela Sonaecom à PT. Analisam-se as estratégias adoptadas de resposta à oferta hostil, quantifica-se o valor passado aos accionistas na contra oferta da PT (isolando a volatilidade do mercado) e identificam-se e analisam-se os pontos fortes construídos, que vieram a constituir os alicerces de longo prazo da PT, após a OPA.

JEL Classification System – G34 - Mergers; Acquisitions; Restructuring; Corporate Governance.

Palavras-Chave – Portugal Telecom, SGPS, SA, Sonaecom – SGPS, SA, Fusões e Aquisições, Oferta Pública de Aquisição (OPA), Valor Accionista.

## **SHORT DESCRIPTION**

The year of 1994 was recognized as a turning point in the telecommunications sector in Portugal when Portugal Telecom (PT), the public telecommunication company, started its privatization process by merging all the statutory assets and participations in the telecommunication sector and that was finalized with its conversion into a private company in year 2000.

Since the privatization PT always demonstrated to be a dynamic and an innovating company but in the beginning of year 2006 it suffered a turbulent takeover attempt. In fact, the Sonae's takeover bid over PT, announced in 6th February 2006, became a milestone in PT's history as well as in the Portuguese financial community.

The takeover process was considered hostile by the target and only ended with the Shareholders General Meeting held in the 2nd March 2007. Nevertheless the negative impact caused by the long process in the company's life, the reaction of the PT management team was very strong and originated outstanding financial results in 2006.

This case study focuses on the hostile takeover period as well as in the defence strategy of PT and quantify and compare the company's offer to shareholders with the one made by Sonae on the bid. At the end, the principles of the medium and long-term strategy defined by PT during the takeover process are also analysed.

JEL Classification System – G34 - Mergers; Acquisitions; Restructuring; Corporate Governance.

Key Words – Portugal Telecom, SGPS, SA, Sonaecom – SGPS, SA, Mergers e Acquisitions, Takeover Bid, Stockholder Value.

## AGRADECIMENTOS

Começo pelo ISCTE, agradecendo ao meu orientador da tese de mestrado, **Professor Doutor Carlos Gonçalves**, o empenho e interesse que, desde a primeira hora, colocou nesta orientação, as críticas e sugestões que fez e toda a motivação que me soube transmitir.

Não me teria sido possível prosseguir com esta dissertação sem a preciosa ajuda de outros “orientadores externos” ao ISCTE, não oficiais, especialmente da minha família, os quais, embora com distanciamento em termos científicos, mas com a sua experiência e conhecimentos, contribuíram activamente na minha formação de aspirante a mestre, durante todo o período em que desenvolvi este trabalho. Destes, destaco o **Eng. Miguel Geraldès, *Managing Director da MTC*** (Empresa do Grupo PT na Namíbia) que, inclusivamente, me entusiasmou a escolher este tema, a **Dr.<sup>a</sup> Cristina Dias, ex-Responsável de Controlo Interno da ABB** e o **Eng.<sup>o</sup> José Geraldès**. Os três abdicaram de muito do seu tempo livre para me ajudarem neste projecto, transmitindo-me parte dos seus conhecimentos e experiência profissional.

A entrevista que obtive do **Director de Controlo de Gestão e *Corporate Finance da PT, Dr. Pedro Guterres***, no âmbito deste projecto, foi crucial para estruturar o meu raciocínio, e ordenar toda a informação de que dispunha sobre este caso. Agradeço ao Dr. Pedro Guterres o tempo e as informações que, simpaticamente, me concedeu.

## ÍNDICE

1	ENQUADRAMENTO TEÓRICO .....	3
1.1	Definição do objecto de estudo .....	3
1.2	História das Fusões e Aquisições .....	3
1.3	As motivações da empresa Oferente e as estratégias de aquisição .....	5
1.3.1	Crescimento .....	6
1.3.2	Sinergias.....	7
1.3.3	Diversificação .....	7
1.3.4	Integração Horizontal.....	8
1.3.5	Integração Vertical .....	8
1.3.6	<i>Hubris Hypothesis of Takeovers</i> .....	8
1.3.7	Outros motivos.....	10
1.4	Medidas de defesa em aquisições hostis .....	10
1.4.1	<i>Management entrenchment hypothesis vs stockholders interests hypothesis</i> ..	10
1.4.2	Medidas Preventivas <i>Antitakeover</i> .....	11
1.4.3	Medidas Activas <i>Antitakeover</i> .....	14
2	Caracterização do Grupo Portugal Telecom .....	21
3	Descrição do Processo da Oferta Pública de Aquisição. Principais momentos .....	25
3.1	Portugal Telecom – uma empresa atractiva para uma OPA.....	25
3.2	Resultados da Portugal Telecom no ano que antecedeu a OPA .....	26
3.3	Anúncio da Oferta Pública de Aquisição lançada pela Sonaecom à Portugal Telecom.. .....	27
3.3.1	A Contrapartida oferecida .....	29
3.3.2	Projecto Sonaecom/PT .....	30
3.3.3	Financiamento das Ofertas .....	31
3.4	Condição essencial para o sucesso da OPA – A desblindagem dos estatutos da PT ..	31
3.5	Reacção do mercado de capitais após o anúncio da OPA lançada pela Sonaecom à PT .....	33
3.6	Resposta do Conselho de Administração da PT à OPA lançada pela Sonaecom.....	36
3.7	Nova Comissão Executiva da PT eleita em contexto da OPA .....	39
3.8	<i>Spin-off</i> da PT Multimédia e nova proposta de remuneração accionista.....	40
3.9	Decisão da Autoridade da Concorrência .....	41
3.10	Plano de defesa da Portugal Telecom a três meses da Assembleia-Geral.....	42
3.10.1	Proposta de valor para os accionistas.....	45
3.11	Apresentação dos Resultados da PT relativos a 2006 .....	47

3.12	Revisão da Oferta da Sonaecom a poucos dias da Assembleia-Geral.....	49
3.12.1	Proposta de remuneração accionista da Oferente.....	50
3.13	Resposta do Conselho de Administração da PT à nova oferta e revisão do pacote de remuneração accionista .....	51
3.13.1	Revisão do pacote de remuneração accionista .....	51
3.14	A poucos dias da Assembleia-Geral de Accionistas da PT .....	53
3.15	Assembleia-Geral de Accionistas de 2 de Março de 2007 – Rejeição da OPA .....	54
3.15.1	Condições para a alteração dos estatutos .....	54
3.15.2	Decisão dos Accionistas – rejeição da OPA .....	55
3.16	Compromisso com o futuro.....	55
4	quantificação do valor da contra Oferta da PT para os seus accionistas, isolando as variáveis de mercado.....	57
5	A Portugal Telecom depois da OPA .....	63
5.1	Caminho traçado na OPA foi o seguido pela Portugal Telecom. Pacote de remuneração accionista .....	63
5.2	A PT depois de cumpridos os compromissos assumidos .....	65
5.3	Os custos e ganhos decorrentes da OPA .....	66
	SÍNTESE CONCLUSIVA .....	71

## ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Team Largest Acquisitions, 1981-1989 .....	4
Tabela 2 - Objectivos estratégicos da PT .....	45
Tabela 3- Proposta de remuneração accionista da Sonacom.....	50
Tabela 4 - Tabela 4 - Cotação das acções das empresas do PSI-20 (2006 a 2008).....	59

## ÍNDICE DE ILUSTRAÇÕES

Ilustração 1 - Principais activos internacionais .....	22
Ilustração 2 - Estrutura accionista da PT.....	22
Ilustração 3 - Participações qualificadas da PT.....	22
Ilustração 4 - Evolução das cotações das congéneres europeias em 2005 (%) .....	27
Ilustração 5 - Evolução dos principais índices bolsistas em 2005 (%).....	27
Ilustração 6 - Principais etapas do processo da OPA. ....	29
Ilustração 7 - Evolução da cotação da Portugal Telecom na Euronext Lisboa (nos 6 meses anteriores a 6 de Fevereiro de 2006) .....	30
Ilustração 8 - – Evolução da cotação das acções.....	34
Ilustração 9 - Evolução da cotação das acções da Sonaecom desde o anúncio da Oferta.....	36
Ilustração 10 - Performance das acções da PT em 2006 .....	42
Ilustração 11 - Cotação das Acções da Sonaecom desde o Anúncio Preliminar da Oferta.....	43
Ilustração 12 - Evolução da cotação das acções de empresas adquirentes após anúncio de Oferta .....	43
Ilustração 13 - Remuneração total dos accionistas 2006-2008 (mil milhões de euros, excepto valores por acção) .....	45
Ilustração 14 - Rentabilidade total da acção 2006-2008 (%) .....	47
Ilustração 15 - Principais indicadores financeiros da PT de 2006.....	48
Ilustração 16 - Demonstração de Resultados da Vivo em 2006.....	48
Ilustração 17 - Proposta da remuneração accionista da PT .....	52
Ilustração 18 - Rentabilidade total da acção 2006-2009 .....	53

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução da cotação das acções da PT durante o ano de 2006 .....	35
Gráfico 2 - Média da cotação das acções da PT nos seis meses anteriores ao anúncio da Oferta preliminar .....	58
Gráfico 3 - Média da cotação das acções do PSI-20 nos seis meses seguintes ao anúncio da Oferta preliminar e nos últimos seis meses (até Agosto de 2009) .....	58

Gráfico 4 - Média da cotação das acções da PT nos seis meses antes do anúncio da Oferta preliminar e nos últimos seis meses (até Agosto de 2009)..... 60

Gráfico 5 - Cenários dos accionistas nas opções de manter e de vender ..... 60

Gráfico 6 - Dividendos por acção (cêntimos) ..... 64





## SUMÁRIO EXECUTIVO

O presente estudo de caso delimita a sua investigação ao fenómeno das OPA - Ofertas Públicas de Aquisição (*Takeovers*), sendo estudado o caso Sonaecom/PT, que decorreu durante todo o ano de 2006. A OPA lançada pela Sonaecom sobre a PT, se tivesse tido sucesso, teria dado origem ao maior negócio jamais realizado em Portugal, quer pelo avultado nível de financiamento (cerca de dezasseis mil milhões de euros) quer pelas consequências que teria no cenário das telecomunicações nacionais. Estiveram em jogo a coragem da Sonae, desafiando o *status quo da PT*, e a estratégia desta para se defender. Esta “luta” afectou a actividade das duas intervenientes durante mais de um ano, provocou um longo impasse no mercado bolsista em Portugal e originou novos problemas aos Reguladores do Sector e da Concorrência.

Estes factos justificaram a escolha deste acontecimento na vida da empresa como objecto deste estudo de caso, tanto mais que, numa pesquisa efectuada à documentação pública sobre o assunto, se concluiu não haver, ainda, deste caso, nenhum estudo realizado idêntico ao que foi perspectivado.

Tendo por base todo o processo da operação de aquisição por parte da Sonae, pretende-se com este projecto estudar o efeito que uma Oferta Pública de Aquisição considerada hostil pela Portugal Telecom tem na actividade da empresa, e de que forma consegue sair desta operação com uma posição reforçada no mercado. Desta forma, são analisadas as estratégias de defesa da empresa alvo durante o processo da OPA e, depois dos seus accionistas terem derrotado a operação, são identificados os compromissos assumidos na defesa e o seu cumprimento no triénio 2006 a 2009. Ainda que com algumas limitações e isolando os efeitos que a crise sentida a nível mundial teve nos mercados bolsistas, é feita uma quantificação, onde se comparam os cenários com os quais os accionistas se depararam: manter as acções da PT ou vendê-las à Sonae, de forma a quantificar a proposta de valor de ambas as opções estratégicas para os investidores. Por fim, pretendem-se analisar os alicerces de futuro construídos pela PT depois de fechado o ciclo da OPA.

Quanto à estrutura, este estudo de caso é composto por cinco capítulos. No capítulo inicial, é feito um enquadramento teórico suportado em diversa bibliografia especializada, que tem como propósito introduzir o tema de fusões e aquisições que está inerente a todo o caso, relacionando o caso prático com a teoria estudada por diversos investigadores. Neste ponto, são explicados, ainda que de forma sucinta, os motivos que levam uma empresa a optar pela aquisição de outra empresa, as estratégias mais estudadas de ataque e de defesa das empresas alvo, quando é conhecida a intenção de compra, e o impacto que cada estratégia tem no valor para os seus accionistas (impacto nas acções e na saúde financeira da empresa).

No segundo capítulo, faz-se a ponte para o caso prático que se inicia com uma breve caracterização da Portugal Telecom, empresa alvo.

O terceiro capítulo é destinado à descrição de todo o processo da Oferta Pública de Aquisição, onde são registados e analisados os momentos mais importantes, culminando com a decisão dos Accionistas da PT, na rejeição da OPA.

No quarto capítulo é desenhado um cenário quantitativo que pretende diferenciar a proposta de valor para os investidores nas duas opções possíveis: ter mantido as acções da PT ou tê-las vendido à Sonae e reinvestido em novas empresas do PSI-20. Esta análise é feita tendo como horizonte temporal o período que decorreu desde o último semestre de 2005 até ao terceiro trimestre de 2009.

Por fim, no quinto capítulo, faz-se uma análise da PT depois de derrotar a oferta da Sonae. Neste ponto são identificados os custos e os ganhos decorrentes da OPA, a concretização da contra oferta da PT, desenhada para convencer os seus accionistas a aceitarem o projecto da empresa, em detrimento do defendido pela Sonae, e são identificados os alicerces de futuro da empresa, terminado o ciclo da OPA.

Para a realização deste estudo de caso, foi consultada diversa bibliografia científica sobre o tema em análise – fusões e aquisições /Ofertas Públicas de Aquisição – artigos de imprensa portuguesa e estrangeira sobre o caso Sonae/PT, documentos oficiais publicados por ambas as intervenientes, pelo Regulador do Sector e da Concorrência, pela CMVM e foram consultadas entrevistas dadas durante o processo da OPA por diversos analistas e gestores. Por fim, foi também realizada uma entrevista ao Director de Controlo de Gestão e *Corporate Finance* da PT.

## 1 ENQUADRAMENTO TEÓRICO

### 1.1 Definição do objecto de estudo

De forma a enquadrar o caso prático PT, foram realizadas várias pesquisas de artigos científicos sobre o tema. Concretamente sobre as OPA, conhecidas na comunidade científica como *Takeovers*, a maioria da literatura americana e inglesa consultada analisa o seu fenómeno, dentro desta categoria. Por este motivo, a revisão de literatura deste capítulo passa pelas Fusões e Aquisições, as suas motivações e as reacções que despertam nas empresas que são alvo deste tipo de operações, principalmente quando são de natureza hostil.

Segundo Gaughan (2007), “uma fusão é uma combinação entre duas empresas na qual apenas uma sobrevive, desaparecendo do mercado a empresa comprada. (...) Um outro termo que é largamente utilizado para diversos tipos de operações é o de *takeover*. Este termo é mais vago; por vezes refere-se apenas a operações hostis, mas por outras, a fusões amigáveis.”<sup>1</sup>

Concretamente sobre as Oferta Públicas de Aquisição, Lopes, *et al.* (2006) sugerem a seguinte definição, “as OPA consistem em operações de aquisição das acções de uma empresa com o abandono dos anteriores accionistas da adquirida, podendo ainda a sua concretização verificar-se por troca de acções entre a compradora e a empresa alvo.”

### 1.2 História das Fusões e Aquisições

Quando se estuda a actividade das fusões e aquisições, os autores estudados são unânimes quanto à identificação de cinco períodos, conhecidos como “*Merger Waves*”. Estas ondas foram caracterizadas pelos elevados níveis de fusões e aquisições, aos quais se seguiram períodos de fraca actividade, associados a estruturas económicas em declínio, que ocorreram maioritariamente nos Estados Unidos.

As primeiras quatro ondas aconteceram, respectivamente, de 1897 a 1904, 1916 a 1929, 1965 a 1969 e 1984 a 1989. A actividade decaiu nos finais de 1980 mas voltou a crescer no início dos de 1990, provocando a quinta onda de fusões. Gaughan (2007) reúne as principais características de cada *Merger Wave*, sendo a base para a explicação seguinte.

As fusões que caracterizaram a “Primeira Onda” (1897 – 1904) foram maioritariamente fusões horizontais (combinação de duas empresas concorrentes), que resultaram em estruturas de

---

<sup>1</sup> *A merger is a combination of two corporations in which only one corporation survives and the merged corporation goes out of existence. (...) Another term that is broadly used to various types of transactions is takeover. This term is vaguer; sometimes it refers only to hostile transactions, and other times it refers both friendly and unfriendly mergers.*

mercado monopolistas. No final de 1904, o mercado cresceu significativamente em concentração, tendo sido mais evidente na indústria Americana.

O período da “Segunda Onda” (1916-1929), segundo George Stigler, o último Nobel da Economia e Professor na Universidade de Chicago, caracterizou-se pela transição de monopólios para oligopólios. Este período terminou com o *crash* bolsista em Outubro de 1929, conhecido pela “*Black Thursday*”<sup>2</sup>. Em consequência desta queda, as empresas adquiriram uma grande preocupação em garantir a sua solvabilidade em detrimento das suas estratégias de expansão. Também os reguladores de mercado começaram a ganhar mais peso e a ter um intervencionismo maior na altura de decidir a fusão de empresas concorrentes.

A “Terceira Onda” (1965-1969) surgiu com o *boom* que se fez sentir na economia durante esta época, proporcionando um nível histórico na actividade das fusões. Neste período, os conglomerados (união de empresas com sectores de actividade diferentes) dominavam as fusões, onde começava a ser frequente observar empresas com uma dimensão pouco significativa a adquirirem empresas de grande dimensão, ao contrário do que era comum nas primeiras ondas de fusões.

No período da “Quarta Onda” (1984-1989), a característica mais marcante foi a hostilidade nas transacções. Esta hostilidade teve mais ou menos impacto dependendo da reacção do quadro de directores da empresa alvo. Se aprovassem a fusão, a transacção seria considerada amigável; se se opusessem seria considerada hostil ou não amigável.

Uma outra característica desta época é a dimensão e peso que as empresas-alvo, os *targets* têm no mercado. Algumas das maiores empresas de cada País tornaram-se alvos durante a década de 1980. Esta quarta onda foi, sem dúvida, “*the wave of the megamerger*”. (Gaughan, 2007) Algumas das fusões deste período encontram-se representadas na tabela seguinte:

<b>Year</b>	<b>Buyer</b>	<b>Target</b>	<b>Price (\$Billions)</b>
1988	Kohlberg Kravis	RJR Nabisco	25.1
1984	Chevron	Gulf Oil	13.3
1988	Philip Morris	Kraft	13.1
1989	Bristol Myers	Squibb	12.5
1984	Texaco	Getty Oil	10.1
1981	DuPont	Conoco	8.0
1987	British Petroleum	Standard Oil of Ohio	7.8
1981	U.S. Steel	Marathon Oil	6.6
1988	Campeau	Federated Stores	6.5
1986	Kohlberg Kravis	Beatrice	6.2

**Tabela 1 - Team Largest Acquisitions, 1981-1989**

Fonte: “Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings” (Gaughan, P. 2007)

<sup>2</sup> Em, [http://en.wikipedia.org/wiki/Wall\\_Street\\_Crash\\_of\\_1929](http://en.wikipedia.org/wiki/Wall_Street_Crash_of_1929)

A quarta *merger wave* despertou uma grande agressividade nos bancos de investimentos. Fez crescer a sofisticação de estratégias de defesa a tentativas de fusões, levou a um elevado uso da dívida para financiar estas transacções e começaram a proliferar estratégias de internacionalização. Este período de *megamergers* terminou em 1989 com o fim da grande expansão económica, começando uma recessão acentuada no início de 1990.

Durante a “Quinta Onda”, que teve início em 1992, o número de transacções aumentou significativamente, tornando-se um verdadeiro fenómeno não só nos Estados Unidos, como também nos mercados europeus e asiáticos. As características deste período foram muito diferentes das dos períodos anteriores. A maioria das fusões foram de natureza estratégica e envolveram firmas que tinham como objectivo a expansão em novos mercados ou que antecipavam grandes ganhos em sinergias que poderiam usufruir.

Depois de um abrandamento no início de 2000, o mercado das fusões e aquisições voltou a subir e tornou-se verdadeiramente globalizado. Novas empresas, potenciais *targets* e adquirentes, emergiram de mercados resultantes de privatizações, especialmente na Europa de Leste, Ásia, América do Sul e América Central.

### 1.3 As motivações da empresa Oferente e as estratégias de aquisição

São vários os motivos que levam à decisão da compra de uma parte ou da totalidade de uma empresa, quer seja dentro do mercado nacional, quer seja além fronteiras. A Oferente poderá fazer uma proposta de aquisição por reconhecer que determinada empresa está subavaliada pelo mercado. Outra possibilidade diz respeito à detecção de uma gestão ineficiente dos factores produtivos, pela tecnologia existente na empresa alvo e pela percepção de ganhos na eliminação de passivos tangíveis ocultos. Poder-se-á ainda assistir ao facto dos accionistas da empresa Oferente identificarem custos de agência elevados, o que acontece, por exemplo, quando os gestores da empresa alvo promovem interesses pessoais em detrimento dos interesses da empresa. (Lopes, *et. al*, 2006)

A necessidade de diversificar linhas de negócios, é também um motivo para a aquisição. No entanto, as duas estratégias de aquisição mais comuns são, segundo Gaughan (2007): o rápido crescimento e as sinergias percebidas. As sinergias, tanto em economias de escala como de gama, são as mais usuais entre as empresas

Paralelamente aos motivos que levam a uma decisão de aquisição ou fusão, Gaughan, P. no seu livro “*Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*” (2007), em sintonia com vários outros autores de estratégia empresarial, refere que as fusões e aquisições podem ser de três tipos: horizontal, vertical ou conglomerado. O uso de estratégias horizontais (combinação entre

concorrentes) tem-se revelado mais comum, segundo o autor, conduzindo a maiores probabilidades de sucesso pelo crescimento garantido em termos de quota de mercado e pelos ganhos económicos resultantes de sinergias. Quanto às fusões do tipo vertical (combinação de duas empresas que partilham uma relação de comprador – vendedor), o autor defende que se tiverem um bom planeamento, poderão resultar também em benefícios económicos significativos, pelos ganhos decorrentes na aproximação dos agentes da cadeia de distribuição. No caso das fusões que resultam em conglomerados (portfolio diversificado de linhas de negócio) o autor menciona que o seu *track record* não é tão bom como o verificado nas fusões horizontais e verticais, pela ausência de foco no que deveria ser o *core business*.

As estratégias de fusões e aquisições devem, em primeira análise, servir o interesse dos accionistas, mas por vezes assiste-se a estratégias de compra que são levadas a cabo para enaltecer a gestão, não tendo necessariamente uma relação directa com o aumento de valor para os accionistas. Esta estratégia, conhecida como *Hubris hypothesis of takeovers* é defendida por vários autores, tendo sido comprovada em diversos estudos levados a cabo, nomeadamente por Roll (1986).

Apresentam-se, agora, de forma mais pormenorizada as principais estratégias de aquisição.

### 1.3.1 Crescimento

As empresas que pretendam expandir a sua actividade confrontam-se com duas alternativas: expansão interna/ orgânica ou crescimento através de aquisição de outra empresa. Ao optar pela primeira, e tendo como objectivo ganhar mais peso no mercado, o crescimento dá-se pondo em prática uma reestruturação de processos, o que, por vezes, poderá não ter resultados num curto espaço de tempo. Enquanto a empresa passa pelo processo de reestruturação interna, os seus concorrentes poderão responder de forma mais rápida e ganhar quota de mercado. A solução, neste caso, será a de adquirir uma empresa que tenha os recursos necessários para que, de forma mais rápida, a adquirente consiga ter um maior domínio no mercado.

Um exemplo das estratégias de crescimento através de aquisições, é o da empresa Johnson & Johnson, que, no período de 1995 a 2005, concretizou mais de cinquenta aquisições. O estudo resumido por Gaughan (2007), mostra que a J&J, avaliada em \$55 biliões, optou por crescer adquirindo outras empresas que tivessem um sucesso comprovado. Assim, segundo o autor, a empresa não perdeu tempo com tentativas de desenvolvimento interno, que poderiam ser mal sucedidas, e atingiu, rapidamente, os objectivos pretendidos, adquirindo empresas que tinham atingido bons resultados na comercialização dos produtos que interessavam à J&J.

Mas o crescimento não se limita apenas ao próprio País. As empresas que têm grande sucesso no mercado doméstico, poderão analisar a compra de organizações no mercado internacional, com o intuito de atingir maiores e mais rápidos resultados. Existe cada vez mais pressão para que as empresas se tornem verdadeiramente globais, mas é imperativo que seja desenhada uma estratégia muito bem delineada para o período pós-aquisição. Um estudo realizado por Shrivastava, em 1986, mostra que trinta por cento de todas as aquisições falham devido a problemas de integração. Michael Porter referiu que a verdadeira vantagem competitiva é o *local environment* (1991).

Segundo Hopkins (2008), as fusões e aquisições fora do âmbito nacional são frequentemente mal sucedidas. É, por isso, fundamental ter em atenção dois elementos cruciais: a **estratégia** e a **integração** no período pós-aquisição.

### 1.3.2 Sinergias

As empresas podem adquirir outras empresas com o objectivo de beneficiar de ganhos económicos pela fusão de duas organizações. Estes ganhos podem surgir através de economias de escala e economias de gama (*scope*).

As economias de escala traduzem-se no aumento da capacidade produtiva da empresa, reduzindo os custos por unidade de produto, muito usual nas fusões horizontais. Sharur analisou 463 fusões horizontais, durante o período de 1987 a 1999, e o retorno para ambas as empresas envolvidas na operação. Concluiu que houve um retorno muito positivo na combinação das duas empresas, acreditando que o mercado reconheceu os ganhos de eficiência desta combinação. Quanto às economias de gama, acontecem quando um negócio aumenta o leque de serviços aos seus clientes base, ganhando, por isso, maior diversificação e maior rentabilidade.

### 1.3.3 Diversificação

A diversificação como forma de crescer noutras áreas de negócio, teve um grande impacto na era dos conglomerados em 1960. Servaes (1996) mostrou que, em 1961, 55 por cento das empresas que analisou operavam numa só linha de negócio, enquanto em 1976 essa percentagem já era, apenas, de 28 por cento. Durante este mesmo período de tempo, as empresas a operar em quatro ou mais segmentos de negócio aumentaram de 8 para 30. A vantagem principal desta estratégia reside nos ganhos que se adquirem para os accionistas com a combinação de vários negócios. (Elgar e Clark, 1983) Comment e Jarell (1995) concluíram, por sua vez, que empresas com grande diversificação de negócios tendem a ser alvos menos atractivos em ofertas públicas de aquisições.

#### 1.3.4 Integração Horizontal

As empresas que optam pela integração horizontal têm como objectivo “eliminar” concorrentes, tentando criar um monopólio, o que lhes confere uma maior capacidade de ditar e manter os preços acima dos níveis competitivos, colocando-os acima dos custos marginais. Nestas fusões, uma das grandes vantagens é o aumento do poder de mercado. Segundo Gaughan (2007), através da integração horizontal a empresa aumenta as probabilidades de ganhar quota de mercado. No entanto, poderão surgir os custos sociais do aumento da concentração. Com a formação de um monopólio, estes custos poderão atingir níveis muito elevados. O resultado final é que num sector competitivo, os preços são mais baixos e os níveis de *outputs* são mais elevados do que na versão monopolista. (Gaughan, 2007)

Concretamente em relação às OPA de natureza horizontal, Lopes et. al, (2006), sugerem que as mesmas “condicionam não só o desempenho das empresas envolvidas mas também as do sector onde se inserem. Pelo paradigma da estrutura, comportamento e performance, as empresas resultantes de um processo de concentração criam condições para tomar determinados comportamentos tendentes a controlar o preço e, por isso, a demonstrarem níveis de desempenho superiores à soma dos desempenhos individuais antes da concentração.”

A grande questão que advém deste tema prende-se com o facto de que as fusões horizontais poderão resultar numa perda de bem-estar da sociedade. Por este motivo, os reguladores dos sectores têm um papel fundamental neste processo de concentração.

#### 1.3.5 Integração Vertical

Como já foi referido, as integrações verticais envolvem a aquisição de empresas que estão próximas da rede de fornecedores ou do consumidor final. Este tipo de integração poderá ser desencadeado por diversos factores, sendo os mais importantes os seguintes:

- Assegurar uma rede de fornecedores, que permita reduzir a dependência, conseguindo-se, assim, a redução dos custos de transacção;
- Necessidade de incorporar na empresa *inputs* especializados. (Gaughan, 2007)

#### 1.3.6 *Hubris Hypothesis of Takeovers*

Roll (1986) desenvolveu uma teoria que poderá ter estado na base de muitas tentativas de aquisições e fusões, maioritariamente hostis. Este investigador defende que, na hipótese de



*hubris*, os gestores procuram adquirir outras empresas por motivos pessoais e que os ganhos económicos, que poderão resultar desta aquisição, não são de todo a sua principal motivação.

Esta hipótese poderá explicar o facto de, muitas vezes, os gestores envolvidos nestes processos de aquisição, pagarem um prémio muito acima da avaliação de mercado, pela empresa alvo.

#### 1.3.6.1 Evidências empíricas sobre esta teoria

Roll defende que se a hipótese de *hubris* está na essência de várias operações de aquisição hostis, então estes cenários podem acontecer:

- O preço das acções da empresa Oferente diminuirá depois de ser anunciada ao mercado a tentativa de compra. Isto acontecerá porque a oferta de aquisição hostil não será do melhor interesse para accionistas e não representará uma alocação eficiente dos seus proveitos;
- O preço das acções da empresa alvo aumentará com a oferta e respectivo prémio de controlo. Isto ocorrerá porque a empresa Oferente pagará certamente um valor acima do valor de mercado da empresa alvo;
- A combinação do efeito do aumento do valor de mercado da empresa alvo e o decréscimo de valor da empresa Oferente, deverá ser negativo, tendo em conta os custos de todo o processo de aquisição hostil.

Um elevado número de estudos mostra que o anúncio de compra da Oferente resulta num declínio do seu valor de mercado. Doddy P.(1980) chegou a resultados significativamente negativos em relação ao retorno para as empresas Oferentes, depois do anúncio de uma aquisição hostil. Esta teoria é ainda mais partilhada na comunidade científica, quanto ao efeito positivo do valor de mercado das empresas *target*, que se seguem aos anúncios de intenção de compra. A natureza hostil das ofertas de aquisição leva a alterações mais positivas no preço das suas acções do que as ofertas de aquisição não hostis.

Um estudo que dá suporte à teoria da hipótese de *hubris*, analisou a compra de empresas dos Estados Unidos por empresas estrangeiras. Numa amostra de 100 transacções entre mercados de diferentes países, durante o período de 1981 e 1990, Seth, Song e Pettit (2000), concluíram que a *hubris* teve uma grande influência nestas transacções. Para além deste factor, as sinergias e o *managerialism* também desempenharam um forte papel.

Roll não quis reduzir ao factor *hubris* todas as operações de aquisição hostis. Na verdade, o que este investigador quis mostrar foi a importância do elemento humano nas negociações para fusões e aquisições. Acrescenta, ainda, que a verdadeira e única motivação dos gestores das

empresas, deve ser maximizar o valor dos seus accionistas. No entanto, outros motivos podem ser considerados neste processo, como, por exemplo, ter a grande ambição de se tornar a “*maior empresa no sector*”. A extensão e importância destes motivos podem variar de transacção para transacção.

### 1.3.7 Outros motivos

#### 1.3.7.1 Melhoria na gestão de processos

Algumas fusões e aquisições são motivadas pela crença que os gestores das Oferentes têm, de que a sua gestão poderá ser muito mais eficiente a gerir os recursos da empresa alvo. Este motivo poderá justificar o facto da empresa Oferente pagar um valor significativamente acima da capitalização bolsista da empresa alvo. (Gaughan, 2007)

Para além disso, a percepção das melhorias na investigação e desenvolvimento (comum no sector farmacêutico), nos canais de distribuição (predominantemente em aquisições verticais) e nos benefícios fiscais, poderão também contribuir para as estratégias de aquisição.

## 1.4 Medidas de defesa em aquisições hostis

A arte das defesas a ofertas de aquisições não solicitadas tem vindo a evoluir significativamente desde 1980, tornando-se cada vez mais num processo extremamente sofisticado. Estas defesas podem ser classificadas em duas grandes categorias: preventivas e activas. As estratégias preventivas são as que a empresa alvo põe em prática antes do anúncio de uma oferta de aquisição, enquanto que as activas são concretizadas depois da Oferente anunciar a intenção de aquisição. (Forjan e Van Ness, 2003)

Existem duas hipóteses muito estudadas sobre o efeito do uso de medidas *antitakeover* por parte das empresas. Estas hipóteses relacionam-se com as consequências que as medidas preventivas e activas poderão ter no valor dos accionistas e que poderão ser positivas ou negativas consoante as medidas adoptadas (Morck *et al.*, 1988)

### 1.4.1 *Management entrenchment hypothesis vs stockholders interests hypothesis*

A hipótese de enaltecimento da gestão sugere que os accionistas têm menores ganhos quando a gestão põe em prática medidas para deter tentativas de compra que levam à mudança do controlo da empresa.

Por outro lado, a hipótese do interesse para os accionistas (também conhecida pela hipótese de convergência de interesses), implica que o valor dos accionistas cresce quando a gestão adopta medidas para prevenir a mudança do controlo da empresa.

Na prática estas duas hipóteses resultam no seguinte:

- Se o uso de medidas preventivas de *antitakeover* resultarem num declínio do valor dos accionistas, então existe suporte para a hipótese de enaltecimento da gestão;
- Se, no entanto, o valor dos accionistas aumentar depois da implementação de medidas *antitakeover*, a hipótese do interesse para o accionista ganha credibilidade.

A gestão poderá, no entanto, defender que não dismantelará a estrutura *antitakeover*, a não ser que receba uma oferta que esteja verdadeiramente de acordo com os interesses dos seus accionistas.

Este tema tem sido muito debatido na comunidade científica. Freeman, *et al.*, (1987) acreditam que a relação de agência que existe entre os gestores e os accionistas deveria ser revista para incluir *stakeholders*.

Importa ressaltar que, todas as medidas *antitakeovers*, tanto preventivas como activas, devem estar de acordo com as leis do País onde a empresa está sediada. (Gaughan, 2007)

#### 1.4.2 Medidas Preventivas *Antitakeover*

As ofertas de aquisição têm tido cada vez mais sucesso e têm alterado drasticamente as estruturas accionistas das empresas. Este número de fusões e aquisições bem sucedidas conduz ao desenvolvimento de um “mercado especializado em *takeovers*” e a uma estrutura de defesa cada vez mais robusta, o que leva à activação de *shark repellents* (estratégias de prevenção contra ofertas de aquisição hostis) de vários tipos. As mais conhecidas são as cápsulas envenenadas (*Poison Pill*), alterações no quadro de gestão (*corporate charter amendments*) e pára-quedas dourado (*Golden Parachutes*). (Forjan e Ness, 2003)

##### 1.4.2.1 Cápsulas envenenadas ou *Poison-Pills*

Forjan e Van Ness (2003) defendem que as empresas que usam garantias de *poison pills* têm dois grandes objectivos: barrar ofertas de aquisição hostis ou obter a maior oferta possível por parte da empresa Oferente.

As *poison pills*, de forma geral, consistem na criação de títulos com direitos especiais, que podem ser exercidos no caso da existência de tentativas hostis de aquisição ou quando haja

conhecimento de que um terceiro já adquiriu uma percentagem relevante de acções, que pode provocar alterações na estrutura da empresa. Esta é considerada como a medida mais efectiva de defesa face às OPA, mas não elimina a possibilidade de ocorrência, levando a que a aquisição da entidade se torne bastante onerosa. (Lopes *et al.*, 2006)

#### 1.4.2.1.1 Limite ao direito de voto dos accionistas (*voting plans*)

A estratégia do limite à participação e direito de voto previne que uma entidade externa à empresa obtenha o poder maioritário de voto na empresa. Neste plano, a empresa emite dividendos ou acções preferenciais. Se alguma entidade externa adquirir uma percentagem substancial de acções da empresa, os detentores de capital ou de acções preferenciais são nomeados como tendo mais direitos de voto (*supervoting rights*). Esta medida previne accionistas que concentrem grandes blocos de acções, que, normalmente, são os compradores hostis. (Gaughan, 2007)

#### 1.4.2.1.2 Impacto das *Poison Pills* no preço das acções

Muitos estudos foram realizados no âmbito do impacto das *poison pills* no valor das acções. Malatesta e Walking (1988), estudaram o efeito do anúncio da adopção de *poison pills* em 132 empresas, entre 1982 e 1986. Concluíram que o uso destes *shark repellents* parece reduzir o valor das acções e que, em média, as empresas que anunciam a activação destas medidas geram retornos accionistas mais baixos, mas estatisticamente significantes (-0.915 por cento), durante os dois dias próximos da data do anúncio. Por outro lado, assim que estas empresas anunciam a extinção do uso destas medidas, invertem os resultados para retornos positivos.

No entanto, apesar de o impacto ser negativo no preço das acções, Ryngaert (1988) realizou um estudo onde concluiu que, em 51,8 por cento das propostas não solicitadas, as empresas protegidas com *poison pills* obtiveram ofertas mais elevadas que as empresas que não tinham activadas estas medidas.

#### 1.4.2.1.3 Impacto das *Poison Pills* nos prémios de aquisições

Segundo Gaughan (2007), dois dos estudos mais citados neste tema foram realizados pela Georgeson and Company, em 1988. Os autores concluíram que as empresas protegidas com *poison pills* receberam prémios 69 por cento mais elevados, quando comparadas com empresas não protegidas. Na amostra recolhida por esta consultora, as empresas com *poison pills* receberam prémios que estavam 78,5 por cento acima do valor das acções que estavam a ser transaccionadas nos seis meses que antecederam o anúncio. A consultora realizou um outro

estudo mais recente, durante o período de 1992 a 1996, onde chega aos mesmos resultados, apenas com a diferença do prémio ser relativamente mais baixo.

O impacto positivo das *poison pills* nos prémios relacionados com ofertas de aquisições hostis é também partilhado pelos investigadores Comment e Swert (1995), num estudo académico levado a cabo em 1995.

Os estudos realizados por Georgeson contradizem a afirmação defendida por alguns investigadores de que as *poison pills* são prejudiciais para os accionistas. Defende que o que poderá causar um declínio no preço das acções é o facto das empresas protegidas por *poison pills* serem mais difíceis de se tornarem alvos de aquisições hostis.

#### 1.4.2.2 Alterações nos Estatutos da empresa (*Corporate charter amendments*)

As alterações dos estatutos, ao contrário dos *poison pills*, requerem aprovação dos accionistas, e, na sua maioria, têm sido bem sucedidas. Existem várias medidas dentro desta categoria, sendo, no entanto, mais comuns as seguintes:

- Modificações alternadas no Conselho de Administração: usado especialmente com o objectivo de prevenir que um comprador que tenha adquirido um controlo maioritário, possa eleger gestores que sigam os seus objectivos para a empresa, como, por exemplo, a venda de activos para compensar a dívida incorrida no processo de aquisição.
- Supermajority Provisions: define que, para determinados assuntos serem aprovados pelos accionistas, como é o caso de fusões, seja necessário mais do que a maioria dos votos que, normalmente, são cerca de 10 por cento e que, com esta medida, passará para 80 por cento ou dois terços de aprovação.

Pound (1987) realizou um estudo com o objectivo de perceber o impacto das *supermajority provisions* na prevenção de ofertas de aquisição. Com duas amostras de 100 empresas, uma com *supermajority provisions* e outra sem o uso destas provisões, concluiu que a frequência de aquisições concretizadas foi de 28 por cento no grupo que tinha *antitakeovers amendments* activas e de 38 por cento no grupo que não as tinha.

- Fair Price Provisions: é uma modificação dos estatutos que obriga o comprador a pagar à minoria dos accionistas, no mínimo, o preço justo de mercado. Pode ser expresso como um múltiplo dos ganhos por acção da empresa. O múltiplo de P/E (*price-earnings*) escolhido é usualmente igual ao rácio P/E histórico da empresa. Estas provisões são, normalmente, activadas quando o comprador faz a oferta.

- *Dual capitalizations*: é uma reestruturação do total de acções, ou da situação líquida, em duas classes de acções com diferentes direitos de votos. Na perspectiva de *antitakeover*, o objectivo desta medida é conceder maiores direitos de voto a um grupo de accionistas que poderá estar alinhado com a gestão da empresa alvo.

#### 1.4.2.3 Pára-quadras dourado (*Golden Parachutes*)

Os *golden parachutes* são cláusulas especiais que consistem em compensações que a empresa dá aos gestores de topo, em caso de ofertas de aquisição. O termo *golden* traduz exactamente a quantia avultada que os executivos poderão receber, ao abrigo deste programa. (Harris, 1990)

Esta medida pode ser usada em antecipação a uma oferta hostil para tornar a empresa menos desejada, mas também pode ser activada no meio de um processo de compra hostil. É importante referir que, principalmente para *takeovers* de grande dimensão, o pagamento de *golden parachute* é uma percentagem muito reduzida no valor total da aquisição.

Jensen (1994) defende que os *golden parachutes* bem planeados poderão resultar na oferta de prémios significativos para os accionistas. O autor acrescenta que “este tipo de contratos são benéficos quando são correctamente implementados, uma vez que ajudam a reduzir o conflito de interesses entre os accionistas e os gestores, [que acontece] em períodos de aquisições e, portanto, torna mais provável a realização dos ganhos de produtividade decorrentes de mudanças de controlo”<sup>3</sup>.

A teoria de Jensen é também partilhada também por Machlin, *et. al.*, (1993). Num estudo realizado com uma amostra de 146 empresas, entre 1975 e 1988, estes investigadores concluíram que o número do múltiplo das ofertas de aquisições foi significativamente melhor nas empresas que adoptaram *golden parachutes* do que nas empresas que não tinham estes acordos. Concluíram também que existe uma relação positiva entre a dimensão do *golden parachute* e a magnitude do prémio oferecido neste tipo de transacções.

Um exemplo muito conhecido de *golden parachutes* foi o de \$165 milhões oferecidos ao CEO da Gillette, James Kilts, depois da sua venda à Procter e Gamble em 2005.

#### 1.4.3 Medidas Activas *Antitakeover*

Ao contrário das medidas de prevenção, as estratégias activas são accionadas pela gestão da empresa alvo depois de ter recebido uma oferta não solicitada, hostil, ou quando se prevê que

<sup>3</sup> *These control related contracts are beneficial when correctly implemented, because they help to reduce the conflict of interest between shareholders and managers at times of takeover and therefore make it more likely that the productive gains stemming from changes in control will be realized.*

seja alvo de uma oferta hostil. A empresa poderá escolher uma das possíveis medidas ou, até, uma combinação, bem estruturada, destas medidas. São exemplos:

- *Greenmail*;
- *Standstill agreements*;
- *White knight e White squire*;
- Alteração na estrutura de capital (*Capital Structure Changes*);
- Alegação de ilegalidades (*Litigation*);
- *Pac-Man defense*.

#### 1.4.3.1 *Greenmail*

Uma definição de *Greenmail* é dada por Freeman e tal (1987). O autor defende que, “*greenmail* é a prática de recomprar acções a um *raider* a um preço mais elevado que o de mercado, de forma a travar uma possível OPA hostil.”<sup>4</sup> Esta estratégia consiste, deste modo, no pagamento, a um preço substancialmente alto, de uma quantidade significativa de acções que estejam na posse de um *raider*, em troca de um acordo em que se compromete a não iniciar uma proposta de adquirir controlo da empresa. O *greenmail* é, portanto, uma forma de recompra de acções da própria empresa.

Freeman *et al.* (1987) fizeram uma distinção entre a condição de ameaça do *greenmail* e a condição de submissão (*compliance condition*). A primeira consiste no facto de que o *greenmailer* ameaça desencadear um processo de aquisição hostil da empresa alvo, a não ser que a equipa de gestão da empresa recompre as suas acções com um prémio implícito (muito acima do valor de mercado). A segunda condição prende-se com o facto da gestão da empresa comprar imediatamente as acções do *greenmailer*.

Será legítimo concluir-se que, ao usar esta estratégia de pagar ao *greenmailer*, a empresa poderá estar a pôr em causa o tratamento justo e equitativo de todos os accionistas. Mas segundo estes investigadores a gestão da empresa tem uma relação de agência com os seus *shareholders* e, como tal, tem a confiança dos mesmos para agir de acordo com o seu principal objectivo – maximização do valor accionista.

Assim, se o *management* considerar que, de facto, esta é a melhor opção para o interesse de todos os accionistas não haverá motivo para não pagar o prémio. Para que este dilema seja

---

<sup>4</sup> *Greenmail is the practice of buying back a raider's shares at a higher market price in order to block a hostile takeover.*

diluído, os autores sugerem a alteração dos estatutos da empresa, de forma a que seja necessário o voto dos accionistas quanto a este tipo de decisão.

No entanto, os efeitos combinados do declínio do volume de aquisições hostis, penalizações fiscais, alterações de estatutos em relação aos *greenmails* e os custos de litigação, levaram a um menor uso desta técnica, a partir de 1990. A transição dos *greenmails* fez-se gradualmente para o uso de *hedge funds*, que contrariamente aos primeiros, resultam num ganho maior para todos os accionistas da empresa.

#### 1.4.3.2 *Standstill Agreements*

Esta medida ocorre quando a empresa alvo consegue um acordo contratual com o potencial comprador, comprometendo-se este a não comprar mais acções, na empresa alvo, durante um período de tempo determinado. Normalmente, estes acordos são acompanhados de *greenmails*.

Um exemplo do uso de *standstill agreements* e *greenmail* passou-se na Gillette. Durante a década de 1980, a Gillette foi alvo de duas tentativas de compra, às quais respondeu, de forma defensiva, levando a cabo estratégias de *greenmail*, com a Revlon Corporation e *standstill agreements* com dez empresas diferentes, entre as quais a Colgate Palmolive e a PepsiCo. A pressão constante a que a Gillette estava submetida acabou por ter efeitos positivos. A Gillette respondeu a várias ameaças de compra reduzindo os seus custos e emagrecendo a sua força de trabalho. Além disso, activou algumas medidas de reestruturação, que incluíram a redução e a extinção de operações menos produtivas dentro da firma. As acções da Gillette acompanharam estes ganhos de eficiência, conseguindo um retorno de 50 por cento em 1989, comparando com os 24 por cento que a empresa tinha obtido, em média, no ano anterior. Em 2004, as vendas anuais do grupo estavam na ordem dos \$10,5 biliões e o resultado líquido à volta de \$1.7 biliões, consequência da liderança da linha de produtos de barbear e das pilhas Duracell. Em 2005, esta nova Gillette, com uma notável performance, foi adquirida pela Procter e Gamble.

#### 1.4.3.3 *White Knights*

Quando uma empresa é alvo de uma oferta não solicitada ou é ameaçada de ser comprada por outra empresa, poderá procurar um *white knight*: outra empresa que seria um comprador mais desejável para a empresa alvo. Este *white knight* fará uma oferta para comprar parte, ou a totalidade, da empresa alvo, mas em condições muito mais favoráveis do que as oferecidas pela Oferente não desejada. Estas condições poderão ser: um preço mais alto por cada acção ou a promessa de que não será alterado o quadro de gestores e de colaboradores da empresa.

No entanto, estudos realizados mostram que as ofertas de *white knights* não são do melhor interesse para os accionistas da empresa. Por exemplo, um estudo de 100 *white knights* entre



1978 e 1987, mostra que os accionistas da *white knight* incorrem em perdas de valor. (Banerjee e Owers, 1992)

A explicação para este efeito negativo prende-se com o facto de que este tipo de transacções não fazer parte da estratégia definida para a empresa *white knight* e não trazer, por isso, benefícios líquidos para os seus accionistas.

#### 1.4.3.4 *White Squire Defense*

Esta defesa é similar à *White Knight*, mas com uma diferença: a empresa alvo tenta implementar uma estratégia que preserve a sua independência. A *white squire* é uma empresa que concorda em comprar um largo bloco de acções da empresa alvo que, normalmente, são convertidas em acções preferenciais<sup>5</sup>. O *white squire*, por norma, não tem interesse em adquirir o controlo da empresa alvo. Do ponto de vista da empresa alvo, a grande mais-valia desta defesa é que uma grande percentagem de acções da empresa, com direito de voto, estará nas mãos de uma empresa ou investidor que, garantidamente, não irá vendê-las a um comprador hostil. Em contrapartida, poderá receber um lugar no quadro de direcção ou melhores dividendos.

#### 1.4.3.5 Alterações na estrutura de capital (*Capital Structure Changes*)

Estas medidas são muito comuns nas empresas que se querem defender de operações de aquisição hostis. A empresa alvo inicia várias alterações na sua estrutura de capital para evitar uma tentativa de compra hostil. Dentro desta estratégia, podem ser usadas as seguintes defesas:

- Recapitalização;
- Aumento do nível de endividamento;
- Emissão de mais acções;
- Recompra de acções próprias

##### a) Recapitalização

Um plano de recapitalização consiste no pagamento de dividendos mais altos aos accionistas, financiado, na maioria das vezes, por um passivo considerável. Por este motivo, este tipo de planos é, usualmente, conhecido por *leveraged recapitalizations*. Gaughan (2007) dá a seguinte

---

<sup>5</sup> “classe de acções que paga uma taxa pré-definida de dividendos acima do dividendo atribuído às acções ordinárias, e com preferência sobre estas relativamente ao pagamento de dividendos e à liquidação de activos”, em [http://www.thinkfn.com/wikibolsa/Ac%C3%A7%C3%B5es\\_preferenciais](http://www.thinkfn.com/wikibolsa/Ac%C3%A7%C3%B5es_preferenciais)

definição, “um plano de recapitalização é uma oferta da própria empresa, apresentada aos seus accionistas como alternativa a uma oferta por parte de um comprador hostil.”<sup>6</sup>

Quando a empresa é recapitalizada substitui grande parte da sua situação líquida por passivo, enquanto paga aos seus accionistas uma grande quantia sob a forma de dividendos. Para além deste *stock dividend*, os accionistas poderão receber um certificado de stock, chamado *stubb*, que representa a sua nova acção de posse na empresa.

Um plano de recapitalização poderá ser uma alternativa ao uso de *white knight*. A grande vantagem deste plano prende-se com o facto do elevado nível de endividamento tornar a empresa menos atractiva para o potencial comprador. Para além disso, os accionistas recebem um valor pelas suas acções que, normalmente, é mais elevado que o histórico dos preços das acções e que é planeado para ser superior ao oferecido pelo potencial comprador. (Gaughan, 2007)

b) Aumento do nível de endividamento

Apesar de existir um uso maior de dívida nos planos de recapitalização, a empresa pode contrair mais dívida directamente sem implementar um plano de recapitalização. Um baixo nível de endividamento comparado com a situação líquida poderá tornar a empresa vulnerável a uma oferta de aquisição. O comprador hostil poderá usar a capacidade de dívida da empresa alvo para ajudar a financiar o processo de compra. Por outro lado, um baixo nível de endividamento pode ser atractivo, por reduzir o risco da empresa alvo, tornando-a atractiva da mesma forma. No entanto, se optar por um endividamento adicional poderá torná-la mais arriscada, pelo elevado valor de dívida relativo ao seu *cash flow* que, em última análise, reduziria a probabilidade de ser alvo de compra.

c) Emissão de mais acções

Esta estratégia permite alterar a estrutura de capital, uma vez que aumenta a situação líquida (*equity*) enquanto mantém o nível corrente de endividamento. Ao emitir mais acções, a empresa faz com que seja mais difícil e mais caro, ao potencial comprador hostil, adquirir uma percentagem muito considerável de acções.

d) Recompra de acções (*buyback shares*)

---

<sup>6</sup> *The recapitalization plan is the company's own offer, which is presented to stockholders as an alternative to a hostile raider's offer.*

Uma forma da empresa alvo prevenir uma oferta de aquisição hostil consiste na recompra de acções que estejam disponíveis no mercado. Esta estratégia tem diversas vantagens:

- A recompra de acções pode limitar o acesso das mesmas a um comprador hostil. Uma vez adquiridas pela empresa, as acções deixam de estar disponíveis no mercado;
- A recompra de acções pode permitir à empresa esgotar os seus próprios recursos. O potencial comprador poderá usar estes recursos para financiar a compra da empresa. Por exemplo, se a empresa alvo utilizar uma parte do valor das suas reservas, para adquirir acções próprias, o potencial comprador não poderá usar esse dinheiro para liquidar a dívida incorrida no processo de aquisição;
- Ao incorrer num empréstimo para a recompra de acções, a empresa aumenta o seu valor de dívida, desmotivando potenciais compradores que planeassem usar um elevado nível de endividamento para o processo de aquisição.
- Ao diminuir o número de acções disponíveis no mercado, o valor das mesmas tende a aumentar.

Quanto à *targeted share repurchases*, variante da recompra de acções, esta retira as acções do controlo dos accionistas que mais provavelmente venderiam as suas acções a um comprador hostil. A empresa pode implementar um plano de recompra de acções de três formas diferentes:

- *General nontargeted purchases*: quando se recompra um determinado número de acções, sem ter em conta a sua propriedade;
- *Targeted share repurchases*: quando se planeia a recompra aos accionistas que poderão vende-las a um potencial comprador hostil;
- *Self-tender offer*: quando a empresa alvo faz uma proposta de compra às suas próprias *securities*<sup>7</sup>, mas respeitando a *Securities and Exchange Act of 1934*.

#### 1.4.3.6 Alegação de ilegalidades

Neste caso, a empresa alvo poderá desenvolver uma estratégia de ataque à Oferente hostil, com base nas leis anti-concorrência ou alegando práticas fraudulentas por parte da empresa Oferente, recorrendo ao tribunal, com o objectivo último de ganhar tempo atrasando todo o processo e, nesse espaço de tempo, desenhar uma estratégia de defesa eficaz, de forma a conseguir um valor

<sup>7</sup> A *security* is a fungible, negotiable instrument representing financial value. *Securities* are broadly categorized into debt securities (such as banknotes, bonds and debentures); equity securities, e.g., common stocks; and derivative contracts, such as forwards, futures, options and swaps, em [http://en.wikipedia.org/wiki/Security\\_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Security_(finance))

mais alto para as suas acções ou tentar convencer os seus accionistas de que a oferta não irá ao encontro dos seus interesses. (Lopes *et al.*)

#### 1.4.3.7 Defesa de *Pac-Man*

Nesta estratégia, a empresa alvo antecipa-se e faz uma oferta à potencial compradora hostil. Esta estratégia é raramente utilizada e poderá ser mutuamente destrutiva pelos elevados montantes de endividamento que provocariam com a concretização da operação.

## 2 CARACTERIZAÇÃO DO GRUPO PORTUGAL TELECOM

Quando se pesquisa sobre a Portugal Telecom, é-se conduzido muitas vezes para o seguinte comentário, “A história da PT confunde-se com a história das Telecomunicações em Portugal”<sup>8</sup> O ano de 1994 assinalou a fusão das principais participações do Estado no sector, detidas pela holding Comunicações Nacionais (CN) e reuniu numa só empresa os Telefones de Lisboa e Porto, a Telecom Portugal e a Teledifusora de Portugal. A Marconi, que assegurava na altura o tráfego intercontinental, integrou posteriormente a holding.

A Portugal Telecom, SGPS, SA, passou por cinco fases de privatização, no seguimento da aprovação da lei de delimitação dos sectores, fazendo com que o Estado detivesse menos de 51 por cento do capital da Empresa. As diversas tranches de privatização decorreram entre 1994 e 2000, culminando com a quase totalidade do capital da PT privatizado e com a alteração do objecto social da empresa de Portugal Telecom, SA para Portugal Telecom, SGPS, SA (PT). Desde então que o Grupo se tem assumido como um operador global de telecomunicações, líder a nível nacional, em todos os sectores em que actua.

O crescimento da PT tem vindo a consolidar-se através do desenvolvimento de novos negócios em áreas de rápido crescimento, como serviços móveis de voz, de dados e acessos de banda larga à Internet. Desta forma, a PT defende a sua contribuição para o desenvolvimento da Sociedade de Informação.

### **Grupo PT**

A PT está agrupada em unidades organizacionais: Negócio Fixo em Portugal, Negócio Móvel em Portugal, Negócios Internacionais e Empresas Instrumentais, das quais fazem parte a PT SI, a PT Inovação, a PT PRO, a PT Compras, a PT Contact e a Previsão (Gestão de fundos de pensões). Estas unidades são coordenadas pela empresa holding, liderada pela sua Comissão Executiva, com o apoio do centro corporativo.

A nível internacional, a presença da Portugal Telecom estende-se a Cabo Verde, Moçambique, Timor, Angola, Quénia, China, São Tomé e Príncipe e Namíbia, tendo recentemente vendido a sua participação na Meditel em Marrocos. O Brasil representa para a PT uma forte aposta em termos de internacionalização, onde participa em parceria com a Telefónica, em *joint-venture*, na maior empresa de telecomunicações da América do Sul, a Vivo. Na tabela seguinte encontram-se representados em termos de valor os principais activos internacionais da PT.

---

<sup>8</sup> [www.telecom.pt](http://www.telecom.pt)

Principais activos internacionais		recalças (milhões de euros)
Vivo 31,78%	> Brasil	> Móvel 6,080
Médi Télécom 32,18% <sup>(1)</sup>	> Marrocos	> Móvel 453
Unitel 25% <sup>(1)(2)</sup>	> Angola	> Móvel 863
CTM 28% <sup>(1)</sup>	> Macau	> Fixo e móvel 207
MTC 34% <sup>(2)</sup>	> Namibia	> Móvel 106
CVT 40% <sup>(2)</sup>	> Cabo Verde	> Fixo e móvel 73
CST 51% <sup>(2)</sup>	> São Tomé e Príncipe	> Fixo e móvel 9
UOL 29% <sup>(2)</sup>	> Brasil	> ISP, conteúdos e internet 197
Dedic 100%	> Brasil	> Call center 124
Timor Telecom 41,12%	> Timor	> Fixo e móvel 26

(1) Estes investimentos são contabilizados pelo método de equivalência patrimonial. (2) Estas participações são detidas pela Africatel, a qual é controlada em 75% pela PT. (3) À data deste relatório, a UOL ainda não tinha divulgado os seus resultados anuais de 2008.

## Ilustração 1 - Principais activos internacionais

Fonte: Relatório e Contas de 2008 da Portugal Telecom

## Estrutura accionista do Grupo PT

A estrutura accionista da PT é diversificada, sendo dois terços do capital detidos por accionistas internacionais, que estão essencialmente repartidos entre os Estados Unidos e a Europa. O mercado português tem vindo a aumentar o seu peso no capital da PT e representa já 35 por cento da base accionista, enquanto que a Europa Continental e os EUA têm uma representação de, aproximadamente 22 por cento e 24 por cento, respectivamente, do capital da empresa.

Estrutura accionista

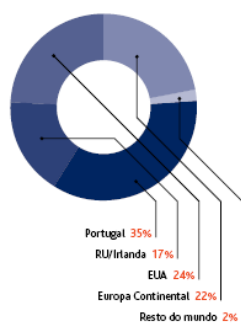


Ilustração 2 - Estrutura accionista da PT

Participações qualificadas

Data	Instituições	Nº de acções	% de capital	% direito de voto
17-Dez-08	Telefónica	89.651.250	10,00%	10,00%
31-Dez-08	Brandes Investments Partners	84.975.020	9,48%	7,52%
31-Dez-08	Grupo Espírito Santo	83.694.971	9,34%	9,34%
31-Dez-08	Grupo Caixa Geral de Depósitos	65.298.917	7,28%	7,28%
12-Mar-07	Ongoing Strategy Investments <sup>(1)</sup>	60.404.969	5,35%	5,35%
15-Dez-08	Grupo Barclays <sup>(2)</sup>	23.924.243	2,54%	2,54%
26-Dez-08	BBVA <sup>(3)</sup>	23.089.754	2,58%	2,58%
05-Jun-07	GrupoViseira <sup>(1)</sup>	22.667.473	2,01%	2,01%
04-Abr-08	Controlinvest Comunicações <sup>(4)</sup>	20.421.247	2,17%	2,17%
10-Abr-08	Taube Hodson Stonex Partners <sup>(4)</sup>	19.401.182	2,06%	2,06%
30-Dez-08	Ontario Teachers' Pension Plan Board	17.938.889	2,00%	2,00%

(1) Informação reportada antes das reduções de capital ocorridas a 20 de Dezembro de 2007, 24 de Março de 2008 e 10 de Dezembro de 2008. (2) Informação relativa à participação existente em 5 de Dezembro de 2008, i.e., antes da redução de capital ocorrida a 10 de Dezembro de 2008. (3) Em Janeiro de 2009, o BBVA reduziu a sua participação para 0,76% do capital social e correspondentes direitos de voto na PT. (4) Informação reportada antes da redução de capital ocorrida a 10 de Dezembro de 2008.

Ilustração 3 - Participações qualificadas da PT

Fonte: Relatório e Contas consolidadas 2005, Portugal Telecom

## Apostas da PT no mercado

Caracterizada por fortes ambições, a PT reforça o objectivo de liderar todos os mercados onde actua e de ser uma referência no sector das telecomunicações, a nível nacional e internacional. Em 2008, suportada pelo sucesso do Meo, a PT conseguiu inverter a tendência de perda de

clientes na rede fixa. No mercado doméstico, a empresa reforçou a liderança com a aposta na banda larga móvel e no segmento PMEs, através da oferta de soluções inovadoras e convergentes, como o “Office Box”. No mercado internacional a empresa obteve os melhores resultados dos últimos anos, representando 50 por cento do total das receitas da PT.

No mercado móvel, a TMN tem investido em *targets core*, zonas geográficas críticas e reforço de atributos base. Resultado de linhas de comunicação fortes, com humor e notoriedade, a TMN foi a marca mais recordada pelos portugueses, segundo o estudo Publivaga, da Marktest. Através da “Dream Team TMN”, um projecto de valorização de promessas do desporto nacional, a marca tem levado os nomes e valores nacionais além fronteiras. Com um forte contributo na educação, a TMN foi o primeiro operador a lançar o “Magalhães”, para o mercado de consumo em geral, que contribuiu para a sua liderança no programa *e-escola*.

Quanto à Sapo ADSL, a marca, 100 por cento portuguesa e pioneira na internet em Portugal, foi eleita pelos portugueses como “Marca de Confiança” pelo oitavo ano consecutivo, na categoria de internet. No ano em que celebrou 13 anos de liderança, o maior portal português internacionalizou-se, com o nascimento do SAPO em Cabo Verde e Angola. Para proporcionar uma experiência semelhante à navegação nos conteúdos do portal e superar as expectativas dos clientes foi lançado o SAPO no Meo, potenciando, desta forma o seu serviço em multiplataforma e na sua internacionalização.





### 3 DESCRIÇÃO DO PROCESSO DA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO. PRINCIPAIS MOMENTOS

#### 3.1 Portugal Telecom – uma empresa atractiva para uma OPA

A Portugal Telecom iniciou o ano de 2006 com uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) lançada pela sua rival, Sonaecom. Tanto da parte dos líderes da empresa visada, como da de analistas e da dos próprios accionistas, foram apontadas algumas razões que justificariam a altura exacta e, segundo alguns, bem pensada estrategicamente, para a Sonaecom lançar uma oferta à gigante das telecomunicações em Portugal.

Henrique Granadeiro, nomeado Presidente Executivo da PT no mês seguinte ao anúncio da OPA, referiu numa entrevista que a Portugal Telecom tinha “algumas fugas e algumas depressões. A empresa historicamente foi criada a partir de um conglomerado de empresas, havia diferenças culturais significativas entre vários sectores, havia ilhas de isolamento que afectavam a coesão.” (Especial éPT, 2007)

A PT tinha problemas que, segundo Henrique Granadeiro, não se podiam escamotear. “O último semestre de 2005 não tinha tido um crescimento, como era desejado, nem resultados brilhantes e o primeiro semestre de 2006, com a mudança das equipas de Gestão, também não tinha contribuído para a estabilidade do Grupo. A empresa tinha de facto problemas”.<sup>9</sup>

Para além das dificuldades de natureza interna do grupo, existiam também indicadores externos que não abonavam a favor da PT. Zeinal Bava, então Vice-Presidente do Grupo PT, numa entrevista concedida à SIC Notícias, acrescentou, aos argumentos de Granadeiro, que o *timing* escolhido no anúncio da oferta, pelo Eng. Belmiro de Azevedo, foi o ideal, elogiando, desta forma, a sua rival. Adicionalmente, referiu que, nos primeiros meses de 2006, o sector das telecomunicações, a nível mundial, estava a ser massacrado pelo mercado e que, conseqüentemente, os investidores queriam desinvestir neste sector. Por último, a nível macroeconómico, Portugal não estava particularmente bem no primeiro semestre de 2006.

Para além de Henrique Granadeiro e Zeinal Bava, alguns accionistas da maior empresa de telecomunicações portuguesa, haviam alertado para o facto de a conjuntura, onde se inseria a PT, a tornar demasiado vulnerável a uma OPA. Isto porque um regulador demasiado agressivo e um excessivo intervencionismo do Estado, tornavam as regras pouco claras, segundo esses principais accionistas. Estes defendiam que a operadora deveria encontrar outro accionista de referência nacional, uma vez que parecia evidente que a Telefónica, ao deter quase 10 por cento da PT, se estava a preparar para avançar com uma proposta de aquisição. Apesar da empresa, em Portugal, ter uma grande dimensão, em termos europeus tornava-se uma empresa acessível

<sup>9</sup> Revista da Portugal Telecom, “Especial éPT”, 2007

em valor. No entanto, foi de dentro que a ameaça se concretizou, com a intenção da conglomerada Sonae em adquirir o controlo da Portugal Telecom, através de uma oferta que poderia ter resultado no maior negócio alguma vez realizado em Portugal.

### 3.2 Resultados da Portugal Telecom no ano que antecedeu a OPA

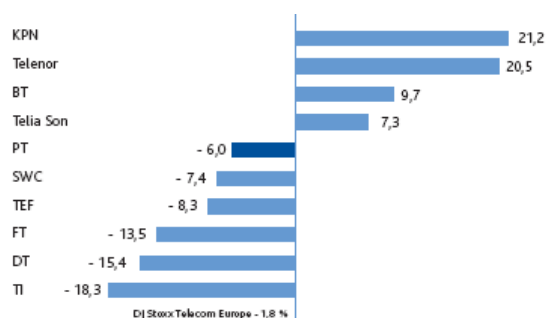
Em linha com o plano de inovação, a Portugal Telecom lançou em 2005 novos produtos e serviços, que incluíram um operador móvel de baixo custo (UZO), um *instant messaging* com serviços de VoIP e vídeo e um serviço de TV digital.

Em 2005 a PT gerou um resultado líquido na ordem dos 654 milhões de euros, um *cash flow* operacional de 1,6 mil milhões de euros e um nível de *free cash flow* superior a mil milhões de euros. O EBITDA (Resultados Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortizações) registou um aumento de 5,6 por cento face a 2004, para 2.496 milhões de euros, equivalente a uma margem de EBITDA de 39,1 por cento, devido, essencialmente, às medidas de racionalização de custos na rede fixa e na multimédia.

A dívida líquida consolidada da PT situou-se em 3.673 milhões de euros, aumentando 2,8 por cento, resultando em grande parte pela contribuição extraordinária de 300 milhões de euros para financiar responsabilidades com cuidados de saúde após a idade da reforma, dos fluxos relacionados com a remuneração accionista (dividendos e *share buybacks*) e do pagamento de dividendos efectuado pela PTM a accionistas maioritários.

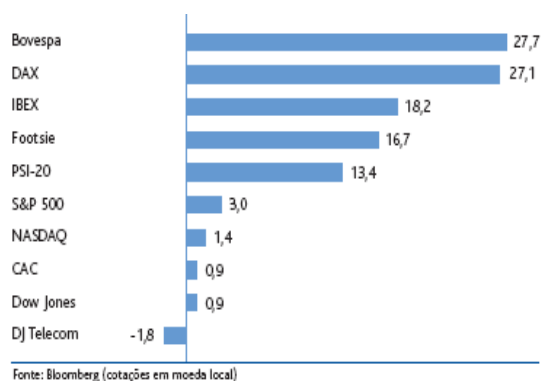
O custo médio da dívida foi, em 2005, de 6,6 por cento, tendo sido a sua maturidade de 10,2 anos.

Quanto ao desempenho bolsista, as acções da PT registaram uma evolução menos favorável, reflectindo o movimento descendente do sector das telecomunicações europeias. A cotação das acções registou, em 2005, uma descida de 6,0 por cento face ao ano anterior, tendo fechado o ano a 8,55 euros. O índice *DJ Stoxx Telecom Europe* observou um decréscimo de 1,8 por cento em 2005, enquanto que o índice PSI-20 apresentou um comportamento positivo, com uma subida de 13,4 por cento no mesmo período, como se pode ver nos seguintes gráficos:



**Ilustração 4 - Evolução das cotações das congéneres europeias em 2005 (%)**

Fonte: Relatório e Contas consolidadas 2005, Portugal Telecom

**Ilustração 5 - Evolução dos principais índices bolsistas em 2005 (%)**

Fonte: Relatório e Contas consolidadas 2005, Portugal Telecom

A PT foi, mais uma vez, a empresa líder no mercado português, em 2005, em termos de liquidez e capitalização bolsista, com um total de 1,178 milhões de acções, equivalente a uma média diária de 5 milhões de acções, tendo o volume de transacções representado cerca de 31 por cento do valor global negociado na *Eurolist by Euronext*. À data do relatório e contas de 2005, a PT era a empresa com maior capitalização bolsista em Portugal, com aproximadamente 11 mil milhões de euros.

Quanto à remuneração accionista, traduziu-se numa distribuição de um dividendo ordinário de 0,475 euros por acção, no seguimento da política de incremento progressivo de dividendos e na remuneração extraordinária aos accionistas, através do programa de *share buyback*, dividendos ou uma combinação das duas modalidades.

**3.3 Anúncio da Oferta Pública de Aquisição lançada pela Sonaecom à Portugal Telecom**

Foi com surpresa que no dia 6 de Fevereiro de 2006, o mercado de capitais reagiu ao anúncio da Sonae SGPS, um dos mais importantes grupos económicos portugueses com uma capitalização bolsista de 1,2 mil milhões de euros<sup>10</sup>, referente ao lançamento de uma Oferta Pública Geral de Aquisição de acções representativas do capital social da Portugal Telecom, SGPS, S.A. (PT). O processo deu entrada na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) com o envio, por parte da Sonae, Oferente, do documento de anúncio preliminar da oferta. A Sonae deu ainda a conhecer uma nova oferta, desta vez à PT- Multimédia, Serviços de Telecomunicações, S.A. (PTM), no dia seguinte, 7 de Fevereiro.

<sup>10</sup> Relatório e Contas 2006 da Sonaecom

A oferta lançada pela Sonaecom à PT correspondeu às acções representativas do capital social (acções) e às obrigações convertíveis emitidas. A contrapartida oferecida fixou-se nos 9,50 euros por cada acção e 5 mil euros por cada Obrigação convertível. No entanto, para que a oferta sobre a PT fosse bem sucedida, deveria realizar-se, até ao termo da oferta, uma Assembleia-Geral de Accionistas da PT em que fossem aprovadas as seguintes deliberações:

- Autorização para que a Sonae adquirisse uma participação superior a 10 por cento do capital social da PT (art. 9.º dos respectivos estatutos);
- Alteração dos estatutos da PT de modo a que não subsistisse qualquer limite à contagem de votos quando exercidos por um só accionista;
- Alteração dos estatutos da PT no sentido:
  - da eliminação dos privilégios inerentes às acções do Estado (*golden share*), ou
  - da sua restrição, de modo a que não fossem invocáveis contra a realização dos actos e operações de implementação do plano de reestruturação da PT, constantes nos documentos definitivos da oferta.

Segundo a CMVM, se estas condições fossem aprovadas pela maioria dos accionistas, dar-se-ia o passo seguinte de aprovar a aquisição pela Oferente, de um número de Acções que, adicionadas às já detidas por si e por sociedades com ela em relação de domínio ou de grupo, representassem, pelo menos, 50,01 por cento do capital social da PT.

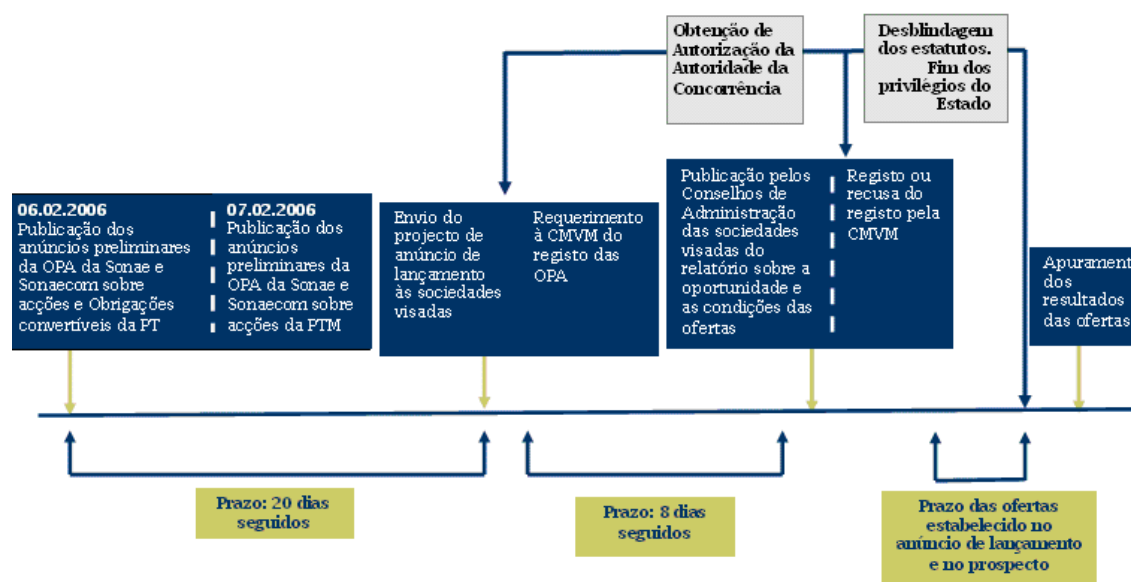
No entanto, pela existência de uma *golden share* na PT que pertencia ao Estado, as aprovações de todas as deliberações da Assembleia-Geral, acima referidas, dependiam da não oposição do Estado.

A segunda oferta lançada pela Sonae teve como alvo a PTM e consistia numa contrapartida oferecida de 9,03 euros por cada acção. Esta oferta estava sujeita às seguintes condições:

- Ser lançada a Oferta Pública de Aquisição sobre as acções representativas do capital social da Portugal Telecom, SGPS, S.A, no seguimento do anúncio preliminar publicado pela Sonae, SGPS, S. A. e pela Sonaecom, SGPS de 6 de Fevereiro de 2006, a verificarem-se todas as condições a que essa oferta ficasse sujeita e que, por via disso, passassem a ser imputáveis à Sonae SGPS e/ou à Sonaecom mais de 50 por cento dos votos inerentes ao capital social da PTM.

Para além do cumprimento da entrega de informação que era exigida pela CMVM, para o sucesso da OPA, a Oferente ficaria ainda dependente da não oposição da entidade reguladora das regras da concorrência em Portugal, a Autoridade da Concorrência (AdC). As principais

etapas do processo de Oferta Pública de Aquisição lançada pela Sonae, encontram-se esquematizados no seguinte diagrama:



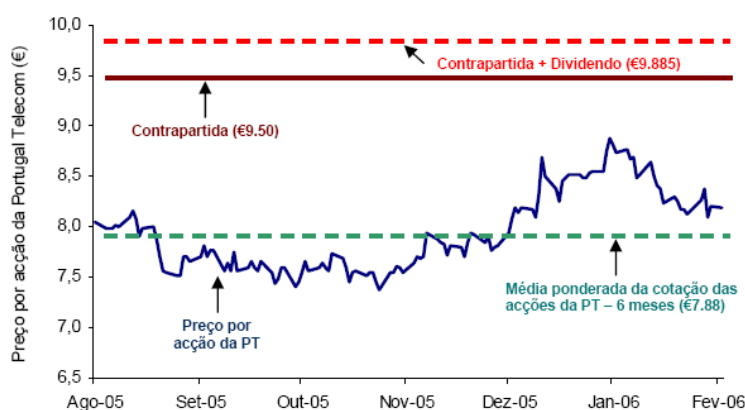
**Ilustração 6 - Principais etapas do processo da OPA.**

Fonte: CMVM

### 3.3.1 A Contrapartida oferecida

Belmiro de Azevedo, então CEO da Sonae, que considerou esta operação como a maior operação da sua vida, justificou que a contrapartida oferecida na oferta representava um prémio de aproximadamente 16,1 por cento sobre a cotação de fecho das acções da PT na *Euronext Lisbon*, que tinha sido de 8,18 euros no dia do anúncio preliminar, 6 de Fevereiro de 2006.

A Sonae acrescentou, ainda, através do documento do pedido de registo à CMVM das ofertas lançadas, que se fosse adicionado o dividendo distribuído aos accionistas da PT à contrapartida oferecida, o prémio recebido pelos accionistas da empresa alvo seria de aproximadamente 20,8 por cento, em relação à cotação de fecho das acções da PT no dia do anúncio preliminar. Os valores de fecho mais elevado e de fecho mais baixo das acções nos seis meses anteriores à data do anúncio preliminar, inclusive, foram respectivamente de 8,87 euros e 7,38 euros, como se pode observar no gráfico seguinte:



Fonte: Bloomberg

### Ilustração 7 - Evolução da cotação da Portugal Telecom na Euronext Lisboa (nos 6 meses anteriores a 6 de Fevereiro de 2006)

Fonte: Facto Relevante: Justificação da contrapartida e objetivos da aquisição tal como referido no projecto de prospecto de oferta pública geral de aquisição da Portugal Telecom,SGPS, SA

A Oferente referiu que, apesar da oferta não ser uma Oferta Pública de Aquisição obrigatória, a contrapartida oferecida respeitava os critérios enunciados no artigo 188.º do CVM, nomeadamente para efeitos do disposto na alínea a) do n.º 1 do artigo 189.º do CVM, onde teria que ser superior à cotação média ponderada das Acções (7,88 euros) durante os seis meses anteriores à Data do Anúncio Preliminar.

#### 3.3.2 Projecto Sonaecom/PT

Ao adquirir uma quantidade de ações que representassem 50,01 por cento do capital da PT, conseguindo desta forma uma posição accionista de controlo na empresa alvo, a Sonae iria promover a alteração do Conselho de Administração da PT, de forma a que, pelo menos, a maioria dos seus membros fossem designados pela Sonaecom.

A Oferente elencou um conjunto de pilares em que iria basear a fusão das duas empresas: competitividade mais concorrencial, uma reorientação da estratégia de crescimento internacional na área móvel, parcerias internacionais e tecnológicas e uma instituição de uma liderança accionista forte.

Segundo a Oferente, o facto de não existir uma verdadeira concorrência no mercado das telecomunicações fixas em Portugal, acarretou, por muitos anos, custos significativos para o sector. De forma a colmatar este problema, a Sonae definiu, como grande objectivo, a separação, através de alienação, de uma das redes fixas detidas pela PT – a escolher pela Sonaecom/PT – de que iria resultar um operador alternativo de telecomunicações fixas. No documento apresentado pela Oferente, ficou, ainda definida a intenção de aposta competitiva no

fixo, com uma estratégia de *triple-play*, e no móvel, ganhando uma dimensão e rentabilidade notáveis, com a fusão da TMN e Optimus.

Quanto à aposta nos mercados internacionais, a Sonae referiu que “a detenção de acções em empresas não controláveis ou em controlo conjunto com outros operadores de telecomunicações (...) seria repensada. O princípio a seguir deveria ser o do controlo de todas as operações internacionais em que participasse. A Sonaecom começaria por avaliar as possibilidades de conseguir controlar as operações em que o Grupo PT era accionista, especialmente no caso de Brasil e Marrocos.”<sup>11</sup>

### 3.3.3 Financiamento das Ofertas

Para o financiamento desta mega operação, a Oferente assegurou a disponibilidade do montante potencial máximo dos fundos necessários à aquisição da totalidade das Acções, AD's e Obrigações Convertíveis, cerca de 11,1 mil milhões de euros. A concepção do plano de financiamento contemplou a exigência de um compromisso firme por parte do banco financiador, para as responsabilidades totais, e alguma flexibilidade que permitisse considerar os diferentes cenários possíveis em caso de sucesso da oferta, bem como, as condicionantes que as autoridades competentes viessem a impor. Para além disso, a Sonae garantiu que se encontravam assegurados os meios financeiros para garantir o financiamento do passivo da PT, até ao montante de 4 mil milhões de euros, caso viesse ser exigido pela existência de cláusulas de vencimento antecipado ou que, por razões de gestão, se mostrasse conveniente substituir.

## 3.4 Condição essencial para o sucesso da OPA – A desblindagem dos estatutos da PT

Os estatutos da Portugal Telecom relativamente à estrutura accionista e à participação e direito de voto, continham duas particularidades que seriam susceptíveis de tentativa de alteração por parte de um possível Oferente, numa Oferta Pública de Aquisição – a *golden share* do Estado Português e a restrição do direito de voto a 10 por cento do capital, mesmo que um accionista tivesse uma percentagem de capital superior a esse valor (chamada blindagem dos estatutos), de acordo com os números 10 e 12 do Art. 13º dos estatutos, que não sofreram alterações desde 2006:

---

<sup>11</sup> Facto Relevante: Justificação da contrapartida e objectivos da aquisição tal como referido no projecto de prospecto de Oferta pública geral de aquisição da Portugal Telecom- SGPS, SA

## ARTIGO DÉCIMO TERCEIRO

### Participação e Direito de Voto

(...)

10. Não serão contados votos emitidos por um Accionista titular de acções ordinárias, por si ou através de representante, em nome próprio ou como representante de outro accionista que excedam dez por cento da totalidade dos votos correspondentes ao capital social.

(...)

12. A limitação constante do número dez é aplicável a todas as deliberações, mesmo àquelas que exijam maioria qualificada.

Fonte: Portugal Telecom, SGPS S.A., Estatutos da Sociedade 2009

Seria esta especificidade nos estatutos da PT entendida como uma medida de prevenção a uma OPA hostil, dificultando o acesso a uma obtenção de controlo? Segundo o Director de Controlo de Gestão e *Corporate Finance* da PT, estas condições estatutárias eram, e continuam a ser, uma protecção para os accionistas minoritários para garantir que não seria possível a um accionista começar a adquirir participações relevantes e poder vir a ter um controlo efectivo, sem ter a obrigatoriedade de ter de, numa Assembleia-Geral, alterar os estatutos com a maioria e poder lançar uma OPA. A lógica implícita neste ponto dos estatutos (restrição de voto), segundo o Director, é que ninguém deverá ter controlo por si só, a não ser que seja deliberado, por maioria, com o voto favorável dos accionistas.

Para este efeito, e conhecendo estas condições, a Sonae afirmou no dia do anúncio preliminar da OPA lançada à PT que, para que esta se concretizasse, teria que obter a maioria das acções da empresa, ou seja, 50,01 por cento e, devido à especificidade dos estatutos da PT, alterar alguns artigos, nomeadamente, o que se referia à participação e direito de voto dos accionistas. Ora, caso contrário, mesmo que a Sonae obtivesse a maioria das acções da PT, não teria mais do que 10 por cento de direito de voto e, por consequência, a sua actuação estaria bastante condicionada.

Para que estas alterações se concretizassem, os accionistas da PT deveriam votar favoravelmente a alteração dos estatutos, em Assembleia-Geral, convocada especificamente para esse efeito.

A questão da desblindagem dos estatutos tornou-se, portanto, uma expressão muito falada e comentada nos meios de comunicação social. Seria esta alteração um dos factores que iria conduzir ao sucesso ou insucesso desta “mega-operação”.



Porém, o sucesso desta oferta não seria apenas determinado pela alteração dos estatutos da PT. Ao serem desbloqueados, a OPA da Sonaecom ficaria com uma forte probabilidade de ser concretizada mas não seria garantido que assim fosse. O passo seguinte ao desbloqueio dos estatutos seria a sessão especial em bolsa, no dia 12 de Março, onde se iriam dar ordens de venda da OPA, que deveriam superar os 50 por cento do capital se esta se viesse a concretizar. Nesta fase, seriam necessários 50,01 por cento do capital para que a OPA vingasse, enquanto que na Assembleia-Geral apenas dois terços do capital representado, portanto 66 por cento, seriam suficientes para bloquear os estatutos e, por consequência, derrotar a OPA. Isto significa que 40 a 44 por cento seria suficiente para a desblindagem mas insuficiente para a OPA, ficando a faltar 6 a 10 por cento do capital. A Sonaecom teria de comprar essa percentagem em bolsa (antes do prazo final para a OPA) ou convencer os accionistas, que não tivessem estado presentes ou representados na Assembleia-Geral, a venderem as suas acções na OPA.

Até esse momento, quer o Conselho de Administração da Portugal Telecom, quer a Administração da Oferente, teriam um longo percurso para convencer os accionistas da PT de que uma das ofertas seria melhor, em detrimento da outra e, como tal, convencer ou não os accionistas a votarem a desblindagem dos estatutos.

### **3.5 Reacção do mercado de capitais após o anúncio da OPA lançada pela Sonaecom à PT**

Pela importância que as OPA têm na reestruturação do tecido empresarial, torna-se interessante analisar o impacto que as mesmas produzem na riqueza dos accionistas da empresa alvo e das empresas que as lançam.

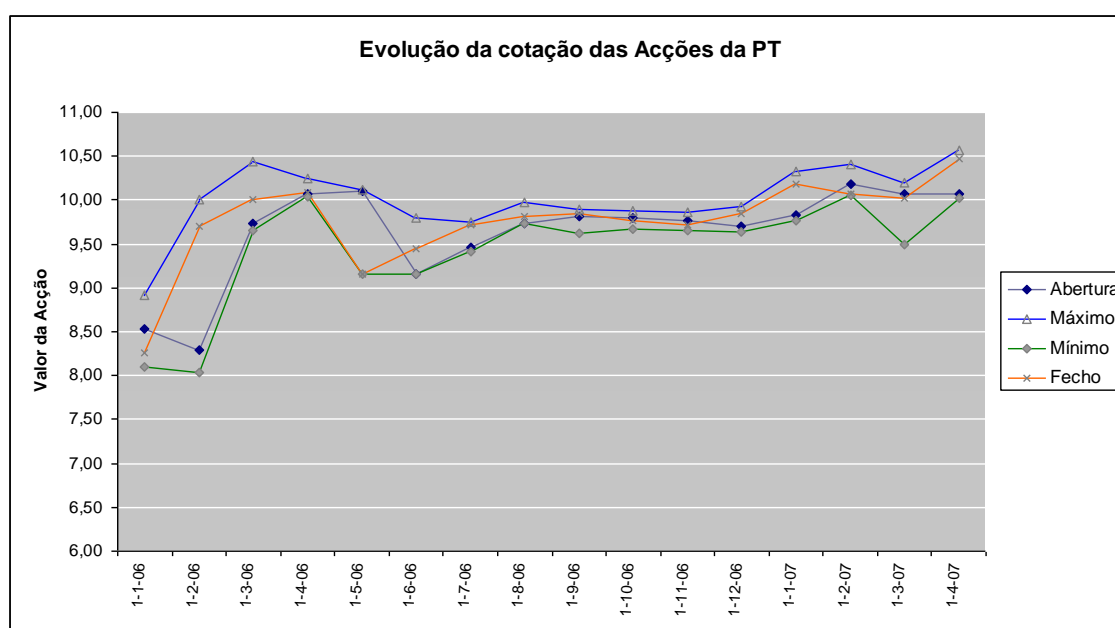
No dia seguinte ao anúncio da OPA, as cotações registadas no PSI-20, principal índice da *Euronext* Lisboa, apresentavam os melhores valores dos meses anteriores. O PSI-20 estava a ganhar 3,8 por cento, a PT valorizava 18,4 por cento, a PTM, também alvo da OPA, ganhou 2,9 por cento, e a Oferente Sonae SGPS e a Sonaecom valorizavam também 3,3 por cento. As variações das cotações das empresas envolvidas no processo da OPA encontram-se no quadro seguinte:

Valor da cotação de cada acção	SONAE, SGPS (€)	SONAE/COM (€)	PTM (€)	PT, SGPS (€)	PSI-20
31 de Dezembro de 2004	1,07	3,80	18,49	9,10	7,60
31 de Agosto de 2005	1,27	3,28	7,90	7,70	7,81
30 de Setembro de 2005	1,42	3,57	8,80	7,60	8,08
31 de Outubro de 2005	1,35	3,51	8,92	7,54	7,83
30 de Novembro de 2005	1,45	3,79	9,70	7,77	8,11
30 de Dezembro de 2005	1,18	3,66	9,65	8,55	8,61
31 de Janeiro de 2006	1,18	3,50	9,69	8,26	8,76
6 de Fevereiro de 2006	1,18	3,53	9,62	8,18	8,85
7 de Fevereiro de 2006	1,22	3,65	9,90	9,69	9,19
8 de Fevereiro de 2006	1,23	3,56	9,93	9,70	9,24
9 de Fevereiro de 2006	1,23	3,59	9,96	9,58	9,24
10 de Fevereiro de 2006	1,22	3,60	9,88	9,61	9,27
13 de Fevereiro de 2006	1,30	3,74	9,90	9,57	9,30
27 de Fevereiro de 2006	1,32	4,26	10,31	9,75	9,58
28 de Fevereiro de 2006	1,30	4,22	10,17	9,70	9,47
2 de Março de 2006	1,30	4,22	10,17	9,70	9,50
3 de Março de 2006	1,31	4,17	10,35	9,74	9,49
6 de Março de 2006	1,31	4,04	10,60	9,88	9,62
7 de Março de 2006	1,30	4,10	10,54	9,84	9,58
8 de Março de 2006	1,33	4,14	10,40	9,86	9,57
9 de Março de 2006	1,36	4,10	10,36	9,81	9,61
10 de Março de 2006	1,34	4,02	10,35	9,87	9,67
13 de Março de 2006	1,34	3,90	10,51	10,06	9,86
14 de Março de 2006	1,33	3,87	10,44	10,03	9,93
15 de Março de 2006	1,35	3,95	10,41	10,07	10,14
16 de Março de 2006	1,35	3,95	10,48	10,08	10,07
17 de Março de 2006	1,35	3,94	10,42	10,06	10,06
20 de Março de 2006	1,34	3,95	10,40	10,10	10,07
21 de Março de 2006	1,35	4,02	10,20	10,15	10,09
22 de Março de 2006	1,35	3,98	10,17	10,29	10,11
23 de Março de 2006	1,35	4,04	10,20	10,22	10,12
24 de Março de 2006	1,38	4,05	10,20	10,18	10,14
27 de Março de 2006	1,38	4,10	10,15	10,21	10,15
28 de Março de 2006	1,37	4,06	10,09	10,11	10,12
29 de Março de 2006	1,37	4,08	10,07	10,12	10,18
30 de Março de 2006	1,37	4,07	9,95	10,07	10,29
31 de Março de 2006	1,35	4,21	10,10	10,01	10,26

### Ilustração 8 - – Evolução da cotação das acções

Fonte: Revista CTOC, edição Maio de 2006

A tendência positiva de aumento da cotação das acções e do volume de transacções efectuadas em bolsa continuou nos dias seguintes ao anúncio preliminar da oferta. Este aumento, no valor das acções das empresas envolvidas neste processo, teve a influência das notícias publicadas na imprensa sobre rumores que apresentariam soluções, de possíveis estratégias a levar a cabo, para fazer frente à OPA Sonaecom/ PT.



**Gráfico 1 - Evolução da cotação das acções da PT durante o ano de 2006**

Fonte: [www.telecom.pt](http://www.telecom.pt)

Como se pode observar no gráfico, as acções da PT, no início do ano de 2006, estavam a transaccionar abaixo dos 9,0 euros por acção, sendo bem visível o efeito que o anúncio da oferta teve nas suas cotações. Imediatamente, após o anúncio por parte da Sonaecom, as acções da empresa alvo dispararam, tendo inclusive chegado aos 10,50 euros. O efeito registado é normal em transacções desta natureza, pelo principal motivo de que, em OPA consideradas hostis, o prémio pago pela Oferente para adquirir o controlo da visada ser, na maioria das vezes, significativamente elevado.

Na praça de Nova Iorque (a PT é cotada também na *New York Stock Exchange*), os títulos da PT ganharam 17,62 por cento, tendo-se fixado nos 11,55 dólares, depois de se conhecer o lançamento da Oferta Pública de Aquisição por parte da Sonae.<sup>12</sup>

A Agência Lusa noticiava, a 8 de Fevereiro, que o custo de endividamento da PT teria aumentado nos dias anteriores, com o mercado a considerar que a OPA, lançada pela Sonae, aumentava o risco da empresa de telecomunicações portuguesa. Por sua vez, as rentabilidades das obrigações<sup>13</sup> da PT subiram entre 74 e 147 pontos base, nos títulos com maturidades entre 2009 e 2017, de 6 para 8 de Fevereiro.

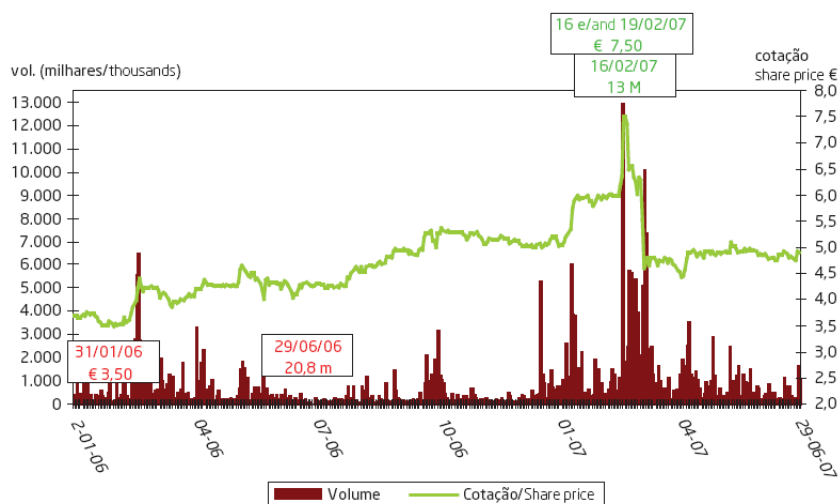
A Standard e Poor's considerava provável que a operação de financiamento da OPA tivesse características de *Leveraged Buy Out* (LBO), com parte do negócio a ser pago com dinheiro da

<sup>12</sup> Agência Lusa , 6 de Fevereiro de 2006

<sup>13</sup> “Obrigação é um título de crédito, que confere ao seu titular o direito de receber periodicamente juros, e numa determinada data, o reembolso do capital mutuado. Tem como elemento principal a taxa d juro, o valor nominal, o preço de emissão, o valor do reembolso e o método de amortização.”, em [http://pt.wikipedia.org/wiki/Obriga%C3%A7%C3%A3o\\_\(economia\)](http://pt.wikipedia.org/wiki/Obriga%C3%A7%C3%A3o_(economia))

própria PT, após a possível aquisição, uma vez que, a esta data, a Sonae ainda não tinha informado o mercado sobre o modo de financiamento deste negócio.

Quanto ao impacto do anúncio na cotação da Oferente, através do gráfico disponibilizado pela ANACOM, é possível perceber que houve uma evolução positiva nas acções da Sonaecom, que estavam a transaccionar antes de Fevereiro de 2006 a 3,50 euros por acção, passando para cerca de 4,50 euros após a notícia da OPA.



### Ilustração 9 - Evolução da cotação das acções da Sonaecom desde o anúncio da Oferta

Fonte: ANACOM

Este facto não corresponde à teoria de que as empresas que lançam OPA de natureza hostil são, por norma, afectadas de forma negativa no valor das suas acções. A Oferente, conseguiu registar uma evolução positiva, depois do anúncio do lançamento da oferta.

### 3.6 Resposta do Conselho de Administração da PT à OPA lançada pela Sonaecom

O Conselho de Administração da Portugal Telecom deu a conhecer aos seus accionistas e ao mercado, no dia seguinte ao anúncio da oferta da Sonaecom, a sua posição relativamente à mesma. No documento “facto relevante” da PT, o C.A. da empresa visada informava que, depois de analisados os termos da Oferta Pública de Aquisição não solicitada, portanto hostil, o valor actual e futuro da PT seria muito superior ao preço por acção avançado pela Sonaecom, recomendando por isso aos seus accionistas que aguardassem as suas recomendações em detalhe sobre esta oferta, que seriam publicadas mais tarde.

O C.A. da PT considerou a OPA, lançada pela Sonaecom, como não tendo estratégia a longo prazo, elevado grau de incerteza, falta de informação sobre o financiamento de uma operação

que poderia implicar o desmantelamento do Grupo, para além da limitação à flexibilidade da gestão da PT.<sup>14</sup>

O documento detalhado sobre a posição da PT em relação à oferta lançada pela Sonaecom, viria a público um mês depois do anúncio. Na “Carta aos Accionistas da Portugal Telecom”, a 6 de Março de 2006, o C.A. recomendou aos Accionistas que rejeitassem a oferta<sup>15</sup>, tendo na base da sua argumentação o facto do valor oferecido ser, na sua perspectiva, demasiado baixo. Mais concretamente, a Portugal Telecom consubstanciou a sua defesa nos seguintes pontos:

a) A Oferta da Sonaecom subavaliava significativamente a PT

A PT analisou o prémio oferecido pela Sonaecom e fez uma análise comparativa às suas congéneres Europeias, quanto ao prémio pago em transacções anteriores. O valor da oferta que a Sonaecom oferecia à PT, 9,50 euros, representava um prémio de 16 por cento face à cotação de fecho anterior ao anúncio preliminar da oferta, enquanto que, segundo os dados apresentados pela PT, a média dos prémios pagos na Europa estava entre 40 a 45 por cento. A PT chamou ainda a atenção para a descida do sector das telecomunicações, quatro semanas antes da oferta, com o caso da France Telecom, em que o seu *profit warning* tinha provocado uma queda acentuada das acções das empresas europeias de telecomunicações, justificando que este motivo teve uma forte influência na queda das acções das empresas de telecomunicações na Europa.

b) Análise dos Múltiplos de Transacções Anteriores

De acordo com os estudos apresentados pela PT, o múltiplo do EBITDA médio em transacções que envolveram a mudança de controlo, ocorridas no sector Europeu de telecomunicações, situava-se em 7,5 vezes, enquanto que a Sonaecom valorizava apenas em 6,3 vezes o EBITDA. Esta diferença, referiu a PT seria justificada pelo desconto implícito na oferta e que estaria a desvalorizar significativamente a empresa.

c) O *Cash Flow* da PT pertencia aos Accionistas e não deveria ser utilizado para financiar a Oferta da Sonaecom

A oferta da Sonaecom iria endividar fortemente o balanço da PT, como forma de financiar a oferta de 16,3 mil milhões de euros (que incluíam a dívida líquida da PT). Segundo o C.A. da PT, mesmo com o aumento de capital que a Sonae iria fazer, mais de 90 por cento do valor da

<sup>14</sup> Portugal Telecom, Facto relevante, 5 de Fevereiro de 2006

<sup>15</sup> Portugal Telecom, Relatório do Conselho de Administração sobre a Oferta Pública de Aquisição preliminarmente anunciada pela Sonaecom, 6 de Março de 2006

transacção seria financiado com recurso a empréstimo bancário, hipotecando, dessa forma, os activos da PT e os seus *cash flows*. A empresa visada reforçava a ideia de que, ao aceitarem a oferta, os accionistas estariam a abdicar do valor que poderia ser realizado pela empresa de forma independente, com um risco menor de execução.

Ao assumir estes elevados níveis de financiamento, nomeadamente ao ter de reembolsar 50 por cento do financiamento da oferta no final do segundo ano após a conclusão da transacção, poderia ser comprometida a capacidade futura da PT para:

- Investir no crescimento do negócio;
- Investir na modernização da sociedade portuguesa de informação;
- Continuar a realizar contribuições para o fundo de pensões;
- Manter uma tendência de tarifas atractivas para os consumidores.

d) A Oferta da Sonaecom estaria ainda condicionada à aprovação regulatória de uma Concentração sem precedentes

A oferta teria como pressuposto a aceitação, por parte da Autoridade da Concorrência, de um nível de concentração de mercado sem precedentes, segundo o C.A. da PT. No móvel, por exemplo, a combinação da Optimus e da TMN criaria um operador móvel de grande dimensão, num mercado de duopólio, com uma quota de mercado de clientes estimada em mais de 65 por cento, quando a mediana do número de operadores remanescentes na Europa se situava nos 4, que correspondiam a uma quota de mercado de clientes entre 22 a 50 por cento.

A PT referiu que, apesar das intenções declaradas pela Oferente de desinvestir numa das redes fixas que seriam agregadas em resultado da transacção, os obstáculos regulatórios seriam de tal forma relevantes que uma eventual aprovação seria um facto sem precedentes.

No mesmo documento de resposta, o C.A. da PT fez referência ao facto do historial de desempenho da Sonaecom no sector das telecomunicações não ser extraordinário e de, até à data, a Oferente não ter apresentado informação relevante em relação novo projecto “PT-Sonaecom”, no que se referia a investimentos futuros, activos que seriam alienados e parcerias internacionais.

A PT apelou aos seus accionistas para que reflectissem na performance operacional e financeira da PT, nos três anos que antecederam a oferta da Sonaecom (tendo crescido o EBITDA 17 por cento), no portfólio de Activos internacionais em relação ao seu potencial de crescimento e cristalização de valor (realização dos activos em dinheiro) e no histórico de distribuição de valor accionista, tendo sido o retorno accionista em 36 por cento, durante o período de 2003 a 2005.

Em relação ao projecto de futuro, o Conselho de Administração da Portugal Telecom apresentou um plano, que poderia ser entendido como a “contra-oferta” que se propunha a seguir caso a oferta da Sonaecom fosse rejeitada:

- Poupança anual de custos na ordem dos 150 milhões de euros, através da simplificação operacional e de 100 milhões de optimização no *capex* e investimento em fundo de maneiio, que seria realizado progressivamente até 2008;
- Crescimento do EBITDA de 3,0 a 5,0 por cento e 5 a 5,5 mil milhões de euros de *free cash flow* operacional, nos três anos seguintes;
- Optimização da estrutura de capital e manutenção do *rating investment grade*, com um compromisso total aos accionistas num montante superior a 3 mil milhões de euros, entre 2006 e 2008 (equivalente a 2,66 euros por acção), que seria realizada através de:
  - Distribuição de um dividendo ordinário de 0,475 euros por acção do ano de 2005;
  - Continuação da politica progressiva de distribuição de dividendos aos accionistas no futuro;
  - Remuneração extraordinária, via programa de *share buyback*, distribuição de dividendos, ou a combinação das duas modalidades, que seriam implementadas nos 12 meses seguintes à rejeição da oferta.

O Conselho de Administração da PT terminou o documento de resposta afirmando que “está firmemente convicto que a oferta é inadequada e recomenda fortemente aos Accionistas que rejeitem a oferta”.<sup>16</sup>

### 3.7 Nova Comissão Executiva da PT eleita em contexto da OPA

Passados menos de dois meses do anúncio da Sonaecom de adquirir o controlo da PT, a PT SGPS elegeu, a 21 de Abril, em Assembleia-Geral, os novos corpos sociais para o triénio 2006/2008. Henrique Granadeiro foi eleito o novo Presidente do Conselho de Administração da empresa, cargo que acumulava com o de Presidente Executivo do Grupo Portugal Telecom, sucedendo a Horta e Costa. Zeinal Bava e Rodrigo Costa, foram eleitos Vice- Presidentes do Conselho de Administração.

---

<sup>16</sup> Portugal Telecom. “Relatório do Conselho de Administração sobre a Oferta publica de aquisição preliminarmente anunciada pela Sonaecom”, 6 de Março de 2006

### 3.8 *Spin-off* da PT Multimédia e nova proposta de remuneração accionista

Ainda sem um parecer da AdC, em relação à oferta da Sonaecom, a 3 de Agosto de 2006, a Administração da PT anunciou o *spin-off*<sup>17</sup> da PT Multimédia – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A. (PTM), detida em 58,43 por cento pela PT.<sup>18</sup> Esta medida traduziu-se, em primeira análise, na intenção de separação do cabo e, numa segunda análise, num aumento da proposta da remuneração accionista, para o período de 2006-2008, dos já anunciados 3 mil milhões para 3,5 mil milhões de euros, pelo acréscimo da distribuição de acções da PTM. Ainda assim, esta proposta estaria sujeita à aprovação, pelos accionistas, em Assembleia-Geral.

O Conselho de Administração da PT justificou que a separação da PT Multimédia, da Portugal Telecom, iria contribuir positivamente para o desenvolvimento do sector das telecomunicações em Portugal, permitindo, assim, aos operadores no mercado a possibilidade de oferecer aos seus clientes serviços mais inovadores e convergentes. A estrutura do mercado resultante iria diminuir a pressão regulatória a que o negócio de rede fixa estava sujeito, enquanto que a PTM poderia prosseguir uma estratégia concorrencial própria, em Portugal e no estrangeiro. A PT defendeu que esta estratégia seria passível de criar mais valor accionista no futuro ao permitir que cada empresa se concentrasse nas suas competências-chave. Esta separação foi ao encontro dos objectivos, a longo prazo, dos reguladores nacionais.

Desta forma, o C.A. da PT estudou e aprovou um pacote de benefícios para os seus accionistas se estes rejeitassem a oferta da Sonae. Este pacote consistia na distribuição da participação que a PT tinha na PTM, a todos os accionistas da PT sob a forma de um dividendo em espécie. Isto significava que, cada accionista da PT iria receber 4 acções da PTM por cada 25 acções detidas da PT o que, tendo por referência o preço de fecho de 2 de Agosto de 2006 da PTM, representaria 1,47 euros por acção da PT.

Assim sendo, o C.A. da PT aprovou o aumento da proposta de remuneração accionista para o período de 2006-2008, já anunciado, de 3 mil milhões de euros para 3,5 mil milhões de euros (incluindo dividendo pago em Maio de 536 milhões de euros), consistindo numa remuneração extraordinária em dinheiro de 1,9 mil milhões de euros, ou 1,75 euros por acção, nos 12 meses seguintes e no compromisso de continuar a executar uma política de dividendos progressiva. Para além destas duas medidas, o C.A. anunciou que pretendia reduzir o prazo de financiamento do défice com benefícios de reforma de 14 para 6 anos, através da contribuição extraordinária de 1,0 mil milhões de euros, durante o período de 2006-2008, mediante a obtenção de um quadro de relações laborais mais favoráveis.

<sup>17</sup> “The creation of an independent company through the sale or distribution of new shares of an existing business/division of a parent company. A spinoff is a type of divestiture.”, em <http://www.investopedia.com/terms/s/spinoff.asp>

<sup>18</sup> Comunicado da PT, 3 de Agosto de 2006



A PT quis, ainda, garantir que o financiamento da remuneração accionista extraordinária, de 1,75 euros por acção, e o acréscimo de financiamento dos benefícios de reforma, não iriam afectar a capacidade da empresa. A implementação destas medidas, segundo a PT, não iria pôr em causa a flexibilidade financeira necessária para executar o seu plano de negócios, bem como o *rating investment-grade*.

O C.A. da PT reforçava ainda que, apesar deste aumento na remuneração accionista, os mesmos continuariam a beneficiar adicionalmente da exposição de um operador com uma posição de liderança nos mercados de telecomunicações em Portugal, no Brasil e em algumas regiões de África.

Ao ser questionado se a PTM seria o preço que a PT teve que pagar pela OPA, Henrique Granadeiro respondeu que “o regulador tentou várias vezes impor a separação da PTM e o Governo também fez disso um objectivo ao dizer que era extremamente necessário a separação das redes, daí haver a ideia de que teria havido uma negociação ou uma composição de interesses”<sup>19</sup>. Admitiu que a PT não foi indiferente a tudo isso, tendo salientado, no entanto, que decisão de fazer o *spin-off* da PTM foi exclusiva da PT e tomada no momento em que consideraram apropriado. Acrescenta que não poderia ter sido antes, uma vez que o Grupo não estava apetrechado para fazer a oferta de voz sobre o cabo e ainda estariam muito longe de fazer uma oferta de IPTV.

E, desta forma, estava lançada a contra-oferta do Conselho de Administração da PT para os seus Accionistas, resultando num pacote de remuneração accionista de 3,5 mil milhões de euros, incluindo o desinvestimento na PTM, aumentando desta forma o montante de dividendos a distribuir.

### 3.9 Decisão da Autoridade da Concorrência

A notificação da operação de concentração pela Sonaecom junto da Autoridade da Concorrência (AdC) deu entrada a 20 de Fevereiro de 2006. Depois de uma primeira análise, decidiu esta, a 9 de Junho de 2006, passar o processo para a fase de investigação aprofundada, por considerar que a oferta da Sonaecom, tal como lhe foi apresentada inicialmente, poderia levar à criação ou reforço de posição dominante, da qual poderiam resultar entraves significativos à concorrência efectiva em vários mercados de telecomunicações, de média e de conteúdos em Portugal.

Muito questionada sobre a possível fusão da TMN e da Optimus, a AdC defendia que “uma quota elevada não equivale necessariamente à constituição de uma posição dominante” e que, “a existência de ganhos de eficiência obtidos através da fusão dos dois operadores móveis, que

<sup>19</sup> Revista da Portugal Telecom, “Especial éPT”, 8 de Março de 2007

conjugado com novas condições de contestabilidade introduzidas, permitirá assegurar que esses ganhos de eficiência sejam, em parte, transmitidos aos consumidores finais através das ofertas e preços praticados”.<sup>20</sup>

No dia 22 de Dezembro de 2006, a AdC deliberou “não se opor à concentração da PT/Sonaecom, através da Oferta Pública de Aquisição lançada pela Sonaecom”, mas “acompanhada da imposição de condições e obrigações destinadas a garantir o cumprimento de compromissos assumidos pelos autores da notificação, com vista a assegurar a manutenção de uma concorrência efectiva”.

A AdC salientou que, dos compromissos assumidos, os principais se relacionavam com a separação estrutural das redes, na facilitação ao acesso dos operadores concorrentes nas redes fixas (cabo e cobre), até aí detidas pelo incumbente, no desinvestimento da Sonacom de diversos activos do Grupo PT, nomeadamente nas áreas de Media e Conteúdos, e na introdução de contestabilidade no mercado de comunicações móveis, criando condições para o aparecimento de novos operadores.

### 3.10 Plano de defesa da Portugal Telecom a três meses da Assembleia-Geral

Passado quase um ano do anúncio preliminar da Sonaecom e do conhecimento da decisão da AdC, de não oposição à possível fusão entre as duas empresas, o Conselho de Administração da PT reforçou a sua posição relativamente à oferta. No relatório que deu a conhecer ao mercado, a 12 de Janeiro de 2007, enfatizando a rejeição 9,5 euros por acção, oferecidos pela Oferente, ganhou força a tese de que o valor era demasiado baixo, justificando-a com dois argumentos:



- As acções da Portugal Telecom, estiveram o ano de 2006 a negociar acima dos 9,5 euros por acção, como se observa no gráfico à esquerda;
- O índice do sector das telecomunicações recuperou a

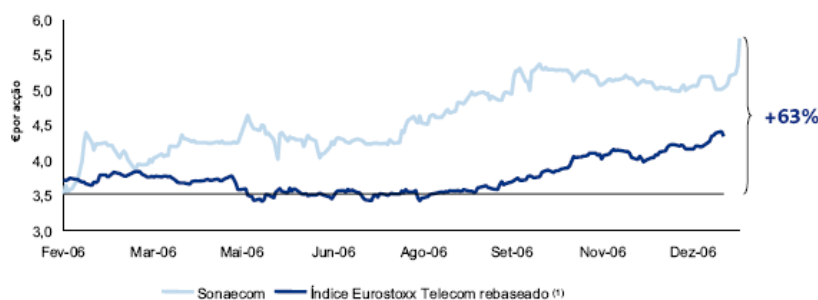
tendência de crescimento, aumentando 23 por cento, desde o anúncio da oferta da Sonacom.

Ilustração 10 - Performance das acções da PT em 2006

Fonte: Relatório do C.A.da PT, 12 Janeiro de 2007

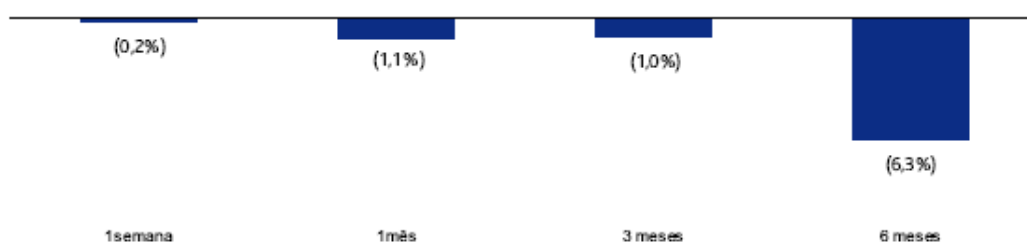
<sup>20</sup> Autoridade da Concorrência, “ Perguntas e Respostas .Operação de Concentração Sonaecom/PT “

No seguimento da defesa do valor oferecido, o C.A. da PT chamou a atenção para a evolução muito positiva registada nas acções da Sonaecom, desde o anúncio da oferta, quando na maioria dos casos, segundo a PT, a evolução da cotação das acções de empresas adquirentes em transacções anteriores tinha sido negativa.



### Ilustração 11 - Cotação das Acções da Sonaecom desde o Anúncio Preliminar da Oferta

Fonte: Relatório do Conselho de Administração da PT, 12 Janeiro de 2007



### Ilustração 12 - Evolução da cotação das acções de empresas adquirentes após anúncio de Oferta

Fonte: Relatório do Conselho de Administração da PT, 12 Janeiro de 2007

Com esta tendência, a PT quis mostrar que poderia estar a assistir-se a uma transferência de valor para os accionistas da Sonaecom, decorrente do efeito que a oferta teve no mercado bolsista.

O C.A. da PT fez ainda referência às performances financeira e operacional conseguidas durante o ano de 2006 e que estariam a ir ao encontro dos objectivos traçados pouco depois do anúncio da oferta. Anunciaram uma poupança conseguida nos primeiros nove meses de 2006 de 32 milhões de euros, enquadrada no objectivo traçado no início do ano, que definia uma meta de 150 milhões de euros de poupança em três anos (até final 2008). Para este objectivo contribuíram:

- ✓ Programa de redução de efectivos implementado em todas as empresas do grupo;
- ✓ Rebalanceamento dos canais de distribuição;
- ✓ Renegociação com os fornecedores de serviços de manutenção;

- ✓ Redução dos custos de distribuição;
- ✓ Monitorização do *credit scoring*;
- ✓ Redução dos *fringe benefits* e custos de programas de saúde

Ao nível do *capex* e do investimento em fundo de maneio, outros dos objectivos inicialmente traçados, a PT mencionou a poupança conseguida no final do terceiro trimestre de 2006, na ordem dos 140 milhões de euros, tendo contribuído:

- ✓ Gestão eficiente das existências;
- ✓ Optimização do *capex*;
- ✓ Renegociação dos prazos médios de pagamentos a fornecedores.

O C.A. da PT fez referência ao facto de as contribuições para o fundo de pensões permitirem obter múltiplos benefícios operacionais, que se traduziriam em benefícios significativos no *cash flow*.

Quanto à estratégia de futuro, o C.A. da PT afirmou que iria oferecer um valor superior aos seus accionistas através de uma melhor estratégia de crescimento e execução, quando comparada com a da Sonaecom:

<b>Fixo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Separação das redes através do <i>spin-off</i> da PTM;</li> <li>➤ Autonomização da área grossista do retalho (“PT rede Aberta”);</li> <li>➤ A abrir caminho para a oferta de serviços de <i>triple play</i> em Portugal;</li> <li>➤ Continuar com a política de controlo de custos.</li> </ul>
<b>Móvel</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Oferta do serviço convergente fixo-móvel: lançamento da “Casa T”;</li> <li>➤ Empenho no lançamento rápido de serviços 3G e adopção de novas tecnologias (WiFi, WiMax, HSDPA);</li> <li>➤ Aumento da quota de mercado: ganhos recentes nos segmentos empresarial e jovem;</li> <li>➤ Disponibilidade para considerar a partilha de redes e o outsourcing de operações deverá resultar em poupanças operacionais.</li> </ul>
<b>Internacional</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Continuar a apostar no Brasil e em África;</li> <li>➤ Enfoque na criação de valor na Vivo e na melhoria da performance operacional;</li> <li>➤ Cristalização de valor dos Activos em África;</li> <li>➤ Considerar de modo selectivo as oportunidades criadoras de valor</li> </ul>

	<p>de forma a complementar o portfolio nas geografias “naturais” da PT;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Parcerias internacionais definidas de forma clara;</li> <li>➤ A PT já tem 36 milhões de subscritores móveis internacionais.</li> </ul>
<b>Outros</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Compromisso para o desenvolvimento da sociedade de informação em Portugal;</li> <li>➤ Contribuição extraordinária de 1 mil milhões de euros para o fundo de pensões no período e 2006-2008;</li> <li>➤ Alienação de Activos não estratégicos.</li> </ul>

**Tabela 2 - Objectivos estratégicos da PT**

Fonte: Relatório do Conselho de Administração da PT, 12 Janeiro de 2007

### 3.10.1 Proposta de valor para os accionistas

O C.A. da PT desenhou um pacote de remuneração para os seus accionistas, que permitia manter o *rating investment grade*, sem fragilizar, significativamente, a flexibilidade financeira do Grupo. Assim, o pacote de remuneração accionista era suportado nos valores apresentados no gráfico seguinte, disponibilizado pela PT:



**Ilustração 13 - Remuneração total dos accionistas 2006-2008 (mil milhões de euros, excepto valores por acção)**

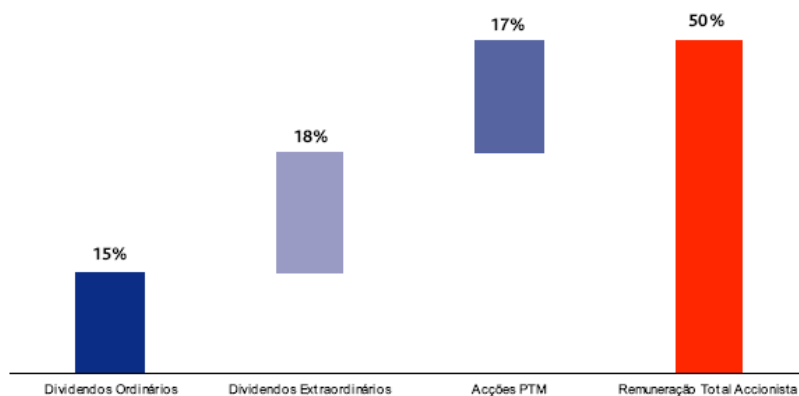
Fonte: Relatório do Conselho de Administração da PT, 12 Janeiro de 2007

Ora, fazendo a análise do gráfico, os 4,8 euros por cada acção, oferecidos aos accionistas caso rejeitassem o Projecto Sonaecom/PT, consistiam no somatório de duas componentes: ganhos decorrentes do desinvestimento na PTM e distribuição em dinheiro:

- ✓ No **spin-off da PT Multimédia**, iria proceder-se à distribuição das acções aos accionistas da PT, de acordo com o rácio de 4 acções PTM por cada 25 acções da PT, que equivaleria a 1,8 mil milhões de euros de distribuição de valor, de acordo com a cotação da PTM à data de 10 de Janeiro de 2007 (9,86 euros). Ao nível da regulação no sector, esta estratégia iria permitir a criação de um grupo nacional forte e autónomo, resultando numa estrutura de mercado que iria de encontro às preocupações concorrenciais na rede fixa e, segundo a PT, deveria diminuir a pressão regulatória a que a restante actividade da PT estava sujeita. O processo de *spin-off* da PTM iria oferecer a cada accionista da PT 1,6 euros por cada acção da PT.
- ✓ Na componente de **remuneração em dinheiro**, o C.A. da PT comprometeu-se com uma remuneração total aos seus accionistas de 3,5 mil milhões de euros durante o período de 2006 a 2008 (incluindo os dividendos de 536 milhões de euros pagos durante 2006). Para este valor contribuiria um dividendo extraordinário de €1,9 mil milhões (ou 1,75 euros por cada acção da PT), um dividendo anual por acção de 0,475 euros, traduzindo um *dividend yield* (rendimento da acção) de 7,7 por cento<sup>21</sup> e a 3,2 euros por cada acção da PT.

No total, o C.A. da PT desenhou a sua contra-oferta aos accionistas da PT, com uma distribuição total de 4,8 euros por cada acção da PT.

Se fosse analisado em termos de rentabilidade da proposta da PT versus a proposta a Sonaecom, ter-se-ia o seguinte gráfico:



Nota: Rentabilidade Total da Acção 2006-2008 com base no preço de €9,50 por acção.

<sup>21</sup> A PT tinha, à data de 30 de Setembro de 2006, 1.128.856.500 acções

**Ilustração 14 - Rentabilidade total da acção 2006-2008 (%)**

Fonte: Relatório do Conselho de Administração da PT, 12 Janeiro de 2007

Na análise deste gráfico, o C.A. da PT conseguiu mostrar que, com a oferta que desenhou para os seus accionistas, estaria a oferecer aproximadamente metade do valor da oferta da Sonaecom (calculando o peso do valor oferecido pela PT sobre o valor oferecido pela Sonaecom para cada barra do gráfico) e, acima de tudo, sem recorrer a bancos financiadores, para concretizar esta oferta.

**3.11 Apresentação dos Resultados da PT relativos a 2006**

Segundo Henrique Granadeiro “a decisão do C.A. de divulgar as contas de 2006 é a prova de fogo de uma atitude de transparência e de cooperação institucional que temos mantido ao longo de todo o processo (...) os resultados do 4º trimestre vieram acentuar e consolidar essa retoma” (Henrique Granadeiro, 08/02/07). A PT antecipou, assim, a apresentação de resultados relativos a 2006, de forma a conseguir reforçar a posição do Conselho de Administração que defendia firmemente a rejeição da oferta da Sonae, por avaliar a PT em apenas 11,1 mil milhões de euros.

De acordo com o C.A. da PT, a empresa “continua a demonstrar uma boa dinâmica operacional em todos os negócios: os resultados de 2006 foram os mais elevados de sempre da história do grupo”, que encerrou o ano com 867 milhões de euros, 33 por cento acima do registado em 2005.

Na apresentação de resultados, a 8 de Fevereiro de 2007, a Administração destacou a dinâmica operacional nos negócios domésticos, a confirmação da recuperação da Vivo (*turnarund*), a par da performance registada nos restantes activos internacionais.

Salientou, ainda, o progresso ao nível do fundo de pensões, em que uma contribuição extraordinária de 300 milhões de euros originou uma diminuição do défice em cerca de mil milhões de euros, no espaço de um ano, tendo, o C.A. da PT mantido o compromisso de financiar o seu remanescente, num prazo de seis anos, contrapondo ao prazo definido pela Sonaecom, que seria até 2017.

Henrique Granadeiro referiu que “apesar da OPA ter tido um efeito negativo na vida da empresa, os resultados de 2006 denotavam uma saudável situação financeira e reforçavam um bom momento operacional dos vários negócios da PT”.<sup>22</sup>

Da apresentação dos resultados consolidados do Grupo PT, destacaram-se os seguintes indicadores:

<sup>22</sup> Revista da Portugal Telecom, “Especial éPT”, 8 de Março de 2007

	2006	y.o.y
> Receitas operacionais	6.343	-0,7%
> EBITDA	2.423	-2,9%
> Resultado líquido	867	+32,5%
> Free cash flow operacional	1.599	+22,5%
> Dívida líquida	3,757	+2.3%
> Défice benefícios de reforma	1,216	-36.4%

### Ilustração 15 - Principais indicadores financeiros da PT de 2006

Fonte: Portugal Telecom, Apresentação de Resultados anuais de 2006 (não auditados)

Quanto ao Activo Internacional mais questionado pela Oferente, a Vivo, não se sabendo se iria desinvestir ou tentar adquirir o controlo total e, para isso, comprar a parte da Telefónica, foi destacada na apresentação dos Resultados de 2006. Conseguiu fazer, finalmente, o seu *turnaround* e iniciar um processo de crescimento, esperado há muito tempo pelas parceiras na *joint-venture* PT e Telefónica. A inversão desta tendência é mais visível no último semestre de 2006, face aos resultados obtidos no primeiro semestre do ano:

Tabela 12 _ Demonstração de Resultados • Móvel Brasil <sup>(1)</sup>						milhões de reais
	4T06	4T05	Δ 06/05	2006	2005	Δ 06/05
<b>Receitas operacionais</b>	<b>2.970,3</b>	<b>3.425,9</b>	<b>(13,3%)</b>	<b>11.498,0</b>	<b>12.387,0</b>	<b>(7,2%)</b>
Prestação de serviços	2.657,7	2.752,2	(3,4%)	9.777,5	10.567,8	(7,5%)
Vendas	260,5	486,1	(46,4%)	1.391,7	1.422,0	(2,1%)
Outras receitas operacionais	52,1	187,6	(72,2%)	328,9	397,2	(17,2%)
<b>Custos operacionais, excluindo amortizações</b>	<b>2.084,0</b>	<b>2.764,3</b>	<b>(24,6%)</b>	<b>8.787,3</b>	<b>9.301,3</b>	<b>(5,5%)</b>
Custos com pessoal	162,1	166,8	(2,8%)	631,0	627,3	0,6%
Custos directos de serviços prestados	437,6	384,0	14,0%	1.359,6	1.310,0	3,8%
Custos comerciais	745,4	1.101,5	(32,3%)	3.277,1	3.913,6	(16,3%)
Outros custos operacionais	738,9	1.112,0	(33,5%)	3.519,5	3.450,4	2,0%
<b>EBITDA</b>	<b>886,4</b>	<b>661,6</b>	<b>34,0%</b>	<b>2.710,8</b>	<b>3.085,7</b>	<b>(12,1%)</b>
Amortizações	664,6	764,6	(13,1%)	2.763,4	2.761,9	0,1%
<b>Resultado operacional</b>	<b>221,8</b>	<b>(103,0)</b>	<b>n.s.</b>	<b>(52,7)</b>	<b>323,8</b>	<b>n.s.</b>
Margem EBITDA	29,8%	19,3%	10,5pp	23,6%	24,9%	(1,3pp)
Capex	1.050,8	856,2	22,7%	2.113,0	2.195,1	(3,7%)
Capex em % das receitas operacionais	35,4%	25,0%	10,4pp	18,4%	17,7%	0,7pp
EBITDA menos Capex	(164,4)	(194,6)	(15,5%)	597,7	890,6	(32,9%)

(1) Informação preparada de acordo com os IFRS.

### Ilustração 16 - Demonstração de Resultados da Vivo em 2006

Fonte: Comunicado, Resultados anuais de 2006 (não auditados), Portugal Telecom

De realçar o EBITDA, que aumentou 34 por cento no último trimestre de 2006, face ao período homólogo de 2005, para 886 milhões de reais. Na consequência do complexo processo de reestruturação que estava em curso, a Vivo continuou a implementar medidas para aumentar as suas receitas e reduzir os seus custos, com o objectivo de melhorar a sua performance operacional. A integração de várias empresas operacionais da Vivo terá levado a uma redução



dos custos com pessoal em 2,8 por cento. Quanto ao marketing relacional, os custos de aquisição e retenção registaram também uma descida de 16 por cento no quarto trimestre de 2006, face ao período homólogo de 2005.

Destacou-se também o decréscimo nas dívidas de cobrança duvidosa, as provisões a registarem um declínio de 87,7 por cento no 4T06, face ao 4T05. O *capex* aumentou 22,7 por cento no 4T06, face ao 4T05, para 1,051 milhões de reais, equivalente a 35,4 por cento das receitas operacionais. O valor do *capex* no último trimestre foi essencialmente direccionado para a implementação da rede GSM/EDGE e para a consolidação e racionalização dos sistemas de facturação, CRM E ERP.

### 3.12 Revisão da Oferta da Sonaecom a poucos dias da Assembleia-Geral

Durante largos meses a Sonaecom e o seu accionista principal, a Sonae SGPS defenderam com veemência a adequação do preço de 9,5 euros por acção, indicado desde o anúncio preliminar da oferta sobre a Portugal Telecom, SGPS, S.A. No entanto, uma semana depois da apresentação dos resultados de 2006 da PT e a menos de um mês da Assembleia-Geral de Accionistas da PT, na qual se iria decidir o desbloqueio dos estatutos, a Oferente lançou um novo valor pelos activos da empresa alvo.

A 15 de Fevereiro de 2007, a Sonaecom anunciou ao mercado um “compromisso de política de remuneração accionista equivalente ou superior à proposta pela administração da PT”<sup>23</sup>

Neste comunicado, a Soneacom reviu a sua oferta em alta, fixando-se nos 10,50 euros por acção. A Oferente justificou que, “apesar de, na sua perspectiva, nada de essencial se ter alterado quanto ao valor dos activos da PT SGPS (...), dispôs-se, (...), a aumentar a contrapartida para os 10,05 euros por acção (...)”, depois de ter defendido por várias vezes, que só pagaria mais de 9,5 euros por cada acção da PT se encontrasse um “poço de petróleo na PT”. No entanto, o preço de 10,5 euros representaria o limite e seria o preço a pagar pela paz, segundo a Oferente.

A Oferente apelou aos accionistas da PT que considerassem a comparação entre o valor da PT *stand alone* e os 10,5 euros por acção oferecidos em *cash*. A opção de rejeitar “é sempre prejudicial aos destinatários da mesma, por mais ambicioso que seja o programa de remuneração anunciado para o caso de insucesso da operação (o qual [...] traduzindo-se na mera distribuição de bens, evidentemente não cria qualquer valor adicional, apenas entrega aos accionistas aquilo em que se reduz o património social e o conseqüente valor das acções).”

<sup>23</sup> Sonaecom SGPS, S.A Comunicado, 27 de Fevereiro de 2007

A Sonae lembrou que a as acções da PT, num cenário *stand alone*, ao valerem na data 8,58 euros (mediana do valor justo da PT, não afectado pela oferta, apresentado pelos analistas de mercado), esse valor manter-se-ia inalterado independentemente de a PT se comprometer a distribuir nos três anos seguintes o montante de 3, 4, ou 5 euros por acção. A soma do valor actualizado dessas distribuições com o valor actualizado das acções, após a ocorrência das referidas distribuições, não poderia, por definição, ser outro que não os referidos 8,58 euros, segundo a Oferente.

A Sonae projectou vários cenários de resposta dos accionistas da PT que poderiam não votar favoravelmente, isto é, rejeitassem a hipótese da OPA, por três razões:

- a) Por preferirem uma remuneração do seu investimento que não implicasse uma alienação das suas acções, mesmo que isso pudesse reduzir o valor das mesmas;
- b) Por entenderem que a oferta da Oferente não representava uma partilha adequada das sinergias decorrentes da operação (segundo a estimativa apresentada pela PT em 2,6 e 2,9 mil milhões de euros);
- c) Por o valor oferecido poder ser irrelevante para os accionistas da PT, uma vez que o sucesso da oferta poderia comprometer “vantagens que extraem da existência de relações especiais estabelecidas com a PT”.

Mas mais importante do que a intenção de aceitar ou rejeitar a OPA, a Sonae, num comunicado, apelou aos accionistas que pretendessem permanecer accionistas da PT, que não inviabilizassem a livre decisão dos demais accionistas, votando favoravelmente a alteração dos estatutos, o que iria permitir a escolha da maioria dos accionistas quanto a vender ou não as suas acções.

### 3.12.1 Proposta de remuneração accionista da Oferente

Neste comunicado, a Sonaecom avançou ainda com uma proposta de que, caso a OPA vencesse, votaria favoravelmente o pagamento aos accionistas da PT, que optassem por conservar as suas acções, dividendos anuais e reservas nos seguintes montantes (valores mínimos):

	2007	2008	2009	2010	Total 2007/2010
Montantes totais (€bn)	1.8	2.1	0.7	1.0	5.7
Por acção (€)	1.6	1.9	0.7	0.9	5.1

**Tabela 3- Proposta de remuneração accionista da Sonacom**

Fonte: Sonaecom SGPS, S.A, Comunicado, 27 de Fevereiro de 2007

De acordo com os dados apresentados pela Oferente, o pacote de remuneração accionista consistia em 5,7 mil milhões de euros até 2010, equivalente a 5,1 euros por acção. Este valor seria entregue em várias parcelas, sendo a primeira de 1,8 mil milhões de euros, a segunda de 2,1 mil milhões de euros, a terceira de 700 milhões de euros e, em 2010, os restantes 1000 milhões de euros.

Estes valores partiam do pressuposto que a cotação base da PT seria equivalente ao preço da oferta da Sonaecom, 10,50 por acção, estimando-se que a remuneração acima descrita poderia ter um impacto negativo de 3,66 euros por acção na cotação da PT, devido a distribuições extraordinárias, consideradas durante o período 2007-2010.

### **3.13 Resposta do Conselho de Administração da PT à nova oferta e revisão do pacote de remuneração accionista**

A 20 de Fevereiro de 2007 o C.A. da PT, no seu documento de resposta, tendo analisado a nova oferta da Sonaecom, reafirmou que a oferta revista continuava a ser inadequada, uma vez que não oferecia aos seus accionistas um valor justo pelas suas acções, nem partilhava o valor justo das sinergias resultantes da operação de concentração proposta e já autorizada pela AdC.

Com o aumento de um euro por acção proposto pela Oferente, o C.A. da PT ganha força em defender que, afinal, a PT conseguiria ser alvo de uma oferta mais alta e que o valor inicialmente oferecido era baixo. Se assim não fosse, segundo o C.A. da PT, a Sonaecom não teria revisto em alta a sua proposta. O valor da PT aumentaria assim cerca de 1,0 mil milhões, desde a oferta inicial.

A resposta da PT foi sustentada, acima de tudo, no crescimento significativo dos seus resultados no último semestre de 2006, onde mostrou ao mercado uma performance operacional efectiva da equipa de gestão da PT, com especial destaque para os resultados das operações internacionais, com significativas melhorias ao nível do EBITDA ajustado e da geração de *free cash flow*.

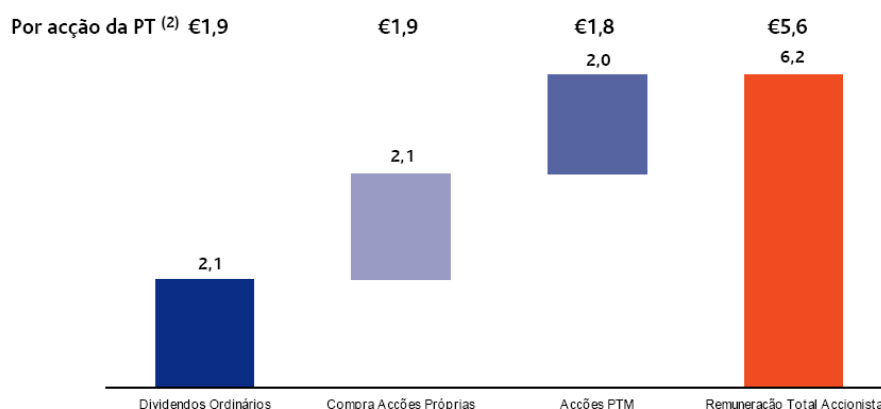
#### **3.13.1 Revisão do pacote de remuneração accionista**

A equipa de gestão da PT reforçou o pacote de remuneração accionista, redesenhando a seguinte contra-oferta para os seus Accionistas:

- **Spin-off da PTM** – consistiu numa distribuição de 180 milhões de acções PTM aos accionistas da PT que, de acordo com a cotação da Multimédia à data do relatório (10,85 euros), seria equivalente a uma distribuição de 2,0 mil milhões de euros. O

*spin-off* da PTM daria, assim, aos accionistas da PT, um valor de 1,8 euros por acção da PT.

- **Remuneração em dinheiro** – o C.A. da PT reviu a oferta para uma aquisição de acções próprias (*share buyback*) até 16,5 por cento do capital social da PT, com o limite de 11,50 euros por acção, que se traduzia num retorno accionista até 2,1 mil milhões de euros em dinheiro.<sup>24</sup> A este programa acrescentou-se, ainda, um dividendo anual, por acção, de 0,5705 euros até 2009, após a compra de acções próprias, equivalente a um *dividend yield* de 6,9 por cento (após *spin-off* da PTM) a um preço de 10,50 euros. No total, os accionistas da PT iriam receber uma remuneração total em dinheiro de 4,2 mil milhões de euros, o que equivaleria a 3,8 euros por acção, durante o período de 2006 a 2009.<sup>25</sup>



### Ilustração 17 - Proposta da remuneração accionista da PT

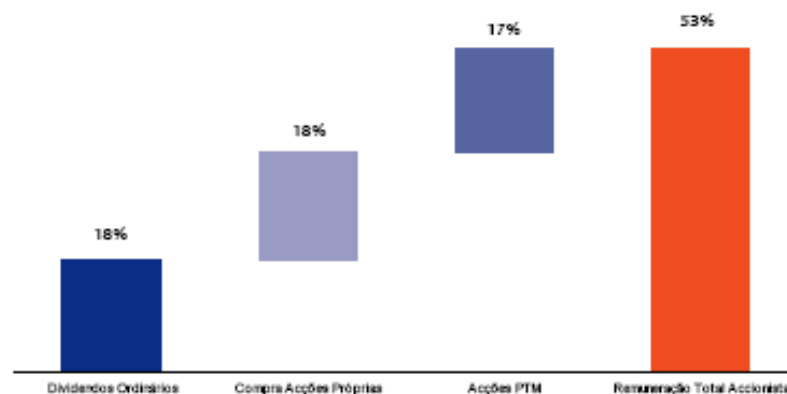
Fonte: Relatório do Conselho de Administração da PT, 20 de Fevereiro de 2007

Assim, ao abrigo deste pacote e de acordo com o gráfico acima, a PT oferecia uma remuneração total aos seus accionistas, no período de 2006-2009 de 6,2 mil milhões de euros, equivalente a 5,6 euros por acção, ou seja, mais de metade da oferta revista da Sonaecom. O C.A. da PT relembra, ainda, aos seus accionistas que iriam usufruir de uma oportunidade significativa de criação de valor disponível na PT, mantendo a totalidade da sua participação na Empresa.

Quanto à rentabilidade do pacote de remuneração accionista, tal como se pode observar no gráfico disponibilizado pelo C.A. da PT, a PT comprometeu-se a distribuir mais de metade da oferta da Sonaecom até 2009:

<sup>24</sup> A Administração da PT fez uma nota em que se reservava no direito de otimizar a estrutura de *share buyback*, após o insucesso da Oferta da Sonaecom.

<sup>25</sup> Incluía dividendo de €47,50 cêntimos por acção pago em 2006, com o mesmo valor a ser pago em 2007. Em 2008 e 2009 seria pago um dividendo de €57,50 cêntimos.

**Rentabilidade Total da Acção 2006–2009 (%) (1) (2)**

Nota: Rentabilidade Total da Acção 2006–2009 com base no preço de €10,50 por acção.

(1) Dado que a oferta da Sonaecom foi anunciada a 6 de Fevereiro, o dividendo de 47,50 céntimos de euro pago em Maio de 2006 foi incluído na análise.

(2) Com base no número actual de acções ajustado de forma a excluir as acções do equity swap da PT sobre acções próprias.

**Ilustração 18 - Rentabilidade total da acção 2006-2009**

Fonte: Relatório do Conselho de Administração da PT, 20 de Fevereiro de 2007

Mesmo com a valorização da oferta da Sonaecom, o C.A. da PT continuou a defender a sua posição, referindo que “a oferta revista continua a ser inadequada, uma vez que continua a não oferecer aos accionistas um valor justo pelas suas acções, nem partilha o valor justo das sinergias resultantes da operação de concentração proposta e, desde modo, não é no melhor interesse dos accionistas da PT. (...) O Conselho de Administração recomenda veemente aos accionistas que rejeitem a oferta e não vendam as suas acções”.<sup>26</sup>

**3.14 A poucos dias da Assembleia-Geral de Accionistas da PT**

Na conferência de imprensa que o Conselho de Administração da PT deu no seguimento da resposta à nova oferta da Sonaecom, o Vice-Presidente da PT, Zeinal Bava, afirmou que a compra de acções próprias, até 16,5 por cento do capital social da PT, ia ser financiada por duas vias: 1,9 mil milhões de euros teriam origem na provisão para dividendos extraordinários, o restante seria com recurso ao crédito.

Segundo Henrique Granadeiro, o objectivo da recompra de acções não era o de trocar dividendos extraordinários por acções próprias, mas sim, uma medida que pretendia reforçar o núcleo accionista da PT e dar-lhe mais estabilidade, acrescentado Zeinal Bava que, este programa de recompra de acções seria orientado para os accionistas de curto-prazo, de forma a transformar a base accionista da PT.<sup>27</sup>

<sup>26</sup> Henrique Granadeiro, Relatório do Conselho de Administração da PT, 20 de Fevereiro de 2007.

<sup>27</sup> Agência Lusa, “OPA PT: Compra de acções próprias vai ser feita com recurso a dividendos e crédito”, 21 Fevereiro de 2007.

Zeinal Bava, numa entrevista à Reuters, mostrava-se muito confiante em relação ao insucesso da OPA, tendo presente as opiniões dos investidores com quem o C.A. esteve reunido durante o *roadshow*. Bava fez a comparação entre a proposta accionista da Sonaecom e da PT referindo que, quanto à proposta da PT, se fossem excluídos os dividendos pagos em 2006, seria 5,1 euros por acção nos três anos seguintes, com mais de 80 por cento desse montante a ser pago em 2007, equivalente a 1,9 euros por acção e o *spin-off* da PT Multimédia. Já a Sonaecom, referiu Bava, propôs-se a pagar 5,1 euros em quatro anos, sendo que apenas 30 por cento desse valor seria pago em 2007.

Nos dias que antecederam a Assembleia-Geral, alguns dos grandes accionistas da PT, como foi o caso do Banco Espírito Santo, segundo maior accionista, detendo 8,0 por cento do capital, anunciava a intenção de votar contra a desblindagem dos estatutos, mesmo com a revisão da oferta em alta para os 10,50 euros.

Enquanto o C.A. da PT tentava convencer os seus accionistas a votarem favoravelmente o projecto da PT, a Sonaecom tentava convencer os accionistas da empresa alvo de que esta “oferece aos accionistas da PT um preço “cheio” e a certeza de dinheiro hoje”, garantindo que terá efectuado a sua melhor e última oferta, oferecendo o valor total das acções aos accionistas da PT.<sup>28</sup>

### 3.15 Assembleia-Geral de Accionistas de 2 de Março de 2007 – Rejeição da OPA

#### 3.15.1 Condições para a alteração dos estatutos

Para a aprovação da alteração dos estatutos da PT era fundamental que se encontrassem presentes, ou representados, na Assembleia-Geral um total de accionistas que detivessem acções correspondentes a, pelo menos, um terço do capital social, devendo a deliberação ser aprovada por uma maioria de pelo menos dois terços dos votos emitidos.

A Assembleia-Geral da PT, a 2 de Março de 2007, iria deliberar o fim dos 10 por cento de limite de votos de cada accionista, condição esta *sine qua non* para o sucesso da OPA, tendo a Sonaecom que assegurar dois terços dos votos favoráveis ao seu projecto.

A alteração dos estatutos da PT, como já foi referido, era uma condição essencial para o sucesso da oferta lançada pela Sonaecom. Se esta alteração não fosse aprovada por uma maioria de pelo menos dois terços dos votos emitidos na Assembleia-Geral, a oferta lançada cessaria por não verificação da condição a que estava sujeita. Para além destes pontos, se os accionistas da PT

<sup>28</sup> “Sonaecom - SGPS, SA informa sobre revisão da contrapartida relativa à Oferta Pública de Aquisição da Portugal Telecom, 15 de Fevereiro de 2007.”, em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt).

aprovassem a alteração dos estatutos mas a Sonaecom não alcançasse um nível de aceitação da oferta superior a 50 por cento do capital social, a oferta cessaria e a deliberação da Assembleia-Geral tornar-se-ia conseqüentemente ineficaz, mantendo-se inalterada a versão original dos estatutos e permanecendo a limitação de 10 por cento dos direitos de voto.

### 3.15.2 Decisão dos Accionistas – rejeição da OPA

Dos cerca de 800 accionistas da PT presentes ou representados na Assembleia-Geral, 52 por cento, maioria absoluta, rejeitaram o ponto 3 da agenda de trabalhos, correspondente à proposta de desblindagem dos estatutos. De acordo com o entendimento da CMVM, os efeitos de ambas as ofertas (incluindo a da PTM) consideraram-se extintos, a partir do momento em que os accionistas decidiram no sentido da não desblindagem dos estatutos. Em virtude desta decisão dos accionistas da PT, o ponto 4 foi retirado da agenda, uma vez que não fazia sentido discutir esta questão, depois da rejeição da alteração estatutária.

Decorrente da vitória do projecto defendido pelo Conselho de Administração da PT, Henrique Granadeiro, centrou a sua primeira comunicação no futuro, referindo que “O projecto da PT venceu!”. Henrique Granadeiro e Zeinal Bava, agradeceram a todos os colaboradores e aos accionistas o seu apoio ao projecto de longo prazo delineado para a PT. Zeinal Bava confidenciava aos jornalistas que, “quem ganhou hoje foi essencialmente o país, com um projecto ambicioso que visa trazer mais concorrência em Portugal”. Em relação ao *spin-off* da PTM, os responsáveis da PT deixaram claro que “a reestruturação do mercado das telecomunicações em Portugal e a evolução para uma estratégia de soluções convergentes em “*triple-play*” seria uma realidade para 2007.

### 3.16 Compromisso com o futuro

Com o insucesso da Oferta Pública de Aquisição, decidida pela maioria dos Accionistas na Assembleia-Geral de 2 de Março de 2007, a PT teria que cumprir os compromissos assumidos na defesa contra OPA, que consistiam em:

- Programa de aquisição de acções próprias de 16,5 por cento do capital social da PT, até ao valor de 11,50 euros por acção da PT, equivalente a um retorno accionista de 2,1 mil milhões de euros;
- Distribuição de acções da PTM aos accionistas da PT, equivalente a 2 mil milhões de euros de distribuição de valor;

- Compromisso de um dividendo anual por acção de 57,50 cêntimos, até 2009, após o término de acções próprias;

A remuneração accionista total da PT de 2006 a 2009 equivaleria a 6,2 mil milhões de euros, o que corresponderia a 5,60 euros por acção. O Conselho de Administração teria que fazer cumprir estes compromissos até final de 2009, mantendo, no entanto, o *rating investment grade* que permitisse investir no negócio em Portugal e no estrangeiro e não fragilizasse, significativamente, a estrutura de dívida do Grupo.



#### 4 QUANTIFICAÇÃO DO VALOR DA CONTRA OFERTA DA PT PARA OS SEUS ACCIONISTAS, ISOLANDO AS VARIÁVEIS DE MERCADO

Depois de analisado todo o processo, de forma qualitativa, que culminou numa decisão de rejeição da OPA, propõe-se, agora, a análise numa óptica quantitativa, da tomada de decisão com a qual os accionistas da PT se confrontaram: manter as acções da PT ou vender à Sonaecom e reinvestir numa carteira de títulos do PSI-20.

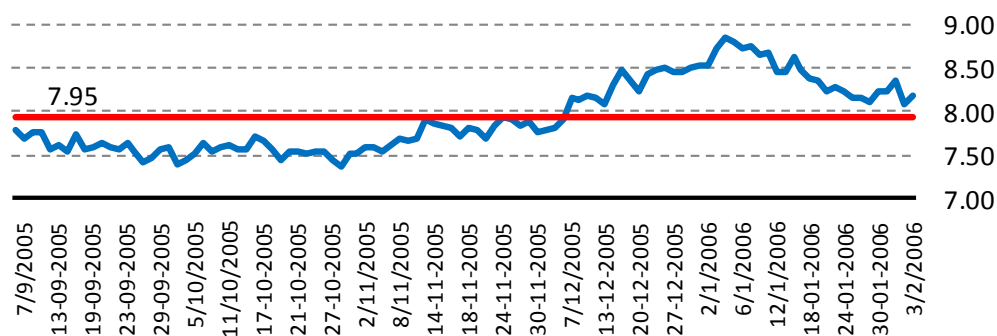
Nesta análise, não se tem em conta as consequências que a recessão económica teve nas praças mundiais e, conseqüentemente, no caso em estudo, porque a consideração deste factor exige um nível de especialização financeira que não se enquadra nos objectivos deste estudo de caso. Considerar-se-á que se manterão constantes os factores dos pressupostos da análise e esta será focada nos indicadores dados pelo PSI-20 e pelas empresas que o constituem.

É desenhada a visão de um investidor que tenta perceber, passado todo o ciclo da OPA, se a sua decisão como o accionista da PT, de não vender as suas acções, quando comparada com a de ter vendido e guardado o diferencial obtido entre o valor das acções da PT e o preço oferecido pela Sonae, reinvestindo apenas o valor das acções numa carteira composta por títulos do PSI-20, maximizou o seu valor. Para esta quantificação, será tomado para análise o período entre Agosto de 2006 a Agosto de 2009.

Para se poder quantificar o diferencial entre o valor da acção do accionista da PT e o valor pelo qual poderia vender as suas acções à Sonae, ter-se-ia que conhecer o preço a que estavam avaliadas as acções no dia em que se realizaria a venda. Como se desconhece essa informação, pela não concretização da OPA, é analisada a média do valor das acções, nos seis meses anteriores à data do Anúncio Preliminar (6 de Fevereiro de 2006). O valor dado pelo histórico de acções da PT está representado no gráfico seguinte, sendo de 7,95 euros<sup>29</sup>. A amplitude do valor das acções varia desde o valor mínimo, de 7,38 euros (registado no dia 28 de Out. de 2005), até ao valor máximo de 8,87 euros (assinalado no dia 4 de Jan. de 2007). Parte-se do pressuposto de que os preços do mercado reflectem, com exactidão, o valor fundamental dos activos, isto é, incorporando, a cada momento, a avaliação rigorosa de variáveis fundamentais, como o lucro, os dividendos, a estrutura financeira, as perspectivas de mercado e a qualidade de gestão, tendo por base a teoria do mercado eficiente. Mais se acrescenta, que o valor médio apresentado, foi o valor de referência que serviu de base de negociação às partes envolvidas, sendo por estas circunstâncias o valor considerado para a análise.

<sup>29</sup> [www.telecom.pt](http://www.telecom.pt).

A mediana verificada no conjunto de ocorrências é de 7,8 euros e a moda é de 7,71 euros.

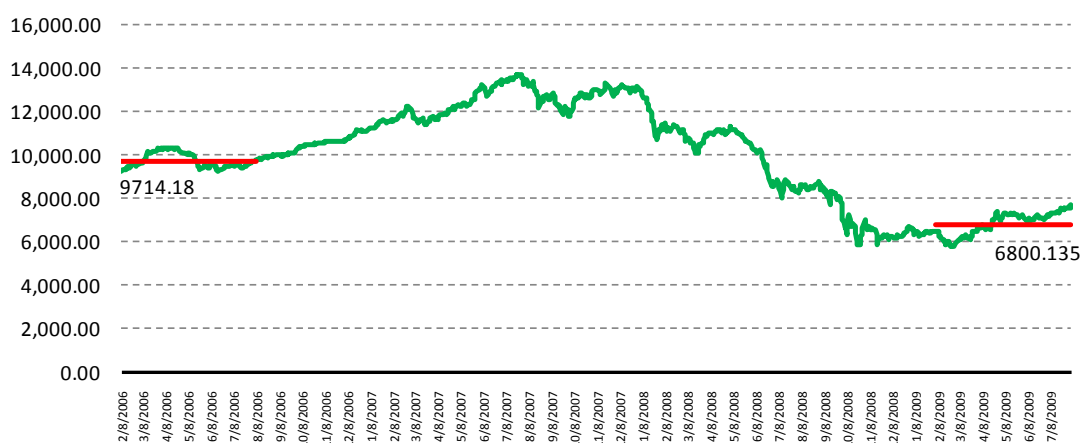


**Gráfico 2 - Média da cotação das ações da PT nos seis meses anteriores ao anúncio da Oferta preliminar**

Fonte: [www.telecom.pt](http://www.telecom.pt)

Como se apresentaria, para o investidor, o cenário baseado na estratégia de venda das suas ações à Sonae?

Assumindo que 7,95 euros era o valor médio da ação da PT antes do anúncio da oferta, portanto a base de referência para o accionista, se este vendesse à Sonae com pelos 10,50 euros no dia da decisão da OPA, teria um ganho de 2,55 euros (saliente-se que se está a usar o valor médio da cotação das ações da PT para este cálculo e que a venda se concretizou). Ao reinvestir os 7,95 euros, valor médio aplicado anteriormente na PT, numa carteira de ações que reflectisse o PSI-20 e que se mantém até Agosto de 2009, obtém-se a evolução do índice desse activo, através do gráfico seguinte:



**Gráfico 3 - Média da cotação das ações do PSI-20 nos seis meses seguintes ao anúncio da Oferta preliminar e nos últimos seis meses (até Agosto de 2009)**

Fonte: Web sites das empresas cotadas do actual PSI-20

Como se observa no gráfico 3, o PSI-20 desvalorizou 29,9 por cento, resultado da queda do índice, calculada entre a média dos seis meses após o anúncio da oferta (9.714,18 euros)<sup>30</sup> e a média do índice nos últimos seis meses de análise (6.800,15).

Assim sendo, o valor médio (base de referência para o investidor) de 7,95 euros, representa à data, aplicada a devida variação do PSI-20, 5,57 euros. Se a este valor se adicionar o potencial ganho de 2,55 euros (já explicado anteriormente), ter-se-ia um activo de 8,12 euros. A este valor acrescenta-se o montante médio dos dividendos recebidos pela carteira de títulos, representativa do PSI-20, que foi calculado com base nos dividendos pagos pelas empresas constituintes do PSI-20, e que é 0,74 euros.<sup>31</sup> O valor total do activo era, portanto, 8,86 euros<sup>32</sup>.

Titulo	Cotacao	Quantidade	Volume (cotacao*volume)	Volume % (vol./%volume)	Div 06	Div 07	Div 08	Div Total Σ(cot06..08)	Ponderado Div Total * Vol%
MOTA ENGIL	4.35	358,766	1,558,838	1.7%	0.00	0.88	0.09	0.97	0.02
SEMAPA	8.38	126,450	1,059,525	1.2%	0.37	0.20	0.23	0.80	0.01
ALTRI SGPS	4.08	606,537	2,474,671	2.8%	0.04	0.04	0.04	0.12	0.00
BANCO BPI	2.47	460,797	1,138,169	1.3%	0.14	0.17	0.06	0.37	0.00
SONAE IND.SGPS	2.80	1,492,678	4,178,006	4.7%	0.00	0.25	0.00	0.25	0.01
BRISA	7.13	194,265	1,384,138	1.5%	0.25	0.27	0.25	0.77	0.01
B.ESPIRITO SANTO	5.21	1,942,483	10,112,566	11.3%	0.35	0.43	0.14	0.92	0.10
TEIXEIRA DUARTE	1.12	281,783	314,188	0.4%	0.35	0.43	0.14	0.92	0.00
B.COM.PORTUGUES	1.03	9,212,993	9,526,235	10.7%	0.08	0.03	0.09	0.20	0.02
P. TELECOM	7.83	1,487,081	11,643,844	13.0%	0.38	1.75	0.46	2.59	0.34
GALP ENERGIA-NOM	12.08	964,283	11,648,539	13.0%	0.30	0.28	0.28	0.87	0.11
ZON MULTIMEDIA	4.88	200,750	978,857	1.1%					0.00
PORTUCEL	2.08	501,795	1,044,235	1.2%	0.07	0.09	0.08	0.25	0.00
EDP RENOVAVEIS	7.45	221,674	1,650,806	1.8%					0.00
CIMPOR,SGPS	5.63	167,858	945,041	1.1%	0.19	0.20	0.16	0.56	0.01
REN	2.99	128,868	384,929	0.4%		0.13	0.13	0.26	0.00
EDP	3.14	6,546,041	20,548,023	23.0%	0.10	0.10	0.11	0.31	0.07
SONAE	0.97	5,206,197	5,023,980	5.6%	0.02	0.02	0.02	0.07	0.00
SONAECOM,SGPS	2.06	252,231	519,596	0.6%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
J.MARTINS,SGPS	6.10	518,845	3,166,511	3.5%	0.39	0.09	0.10	0.57	0.02
			89,300,696	100.0%					0.74

**Tabela 4 - Tabela 4 - Cotação das acções das empresas do PSI-20 (2006 a 2008)**

Fonte: Web sites das empresas cotadas do actual PSI-20

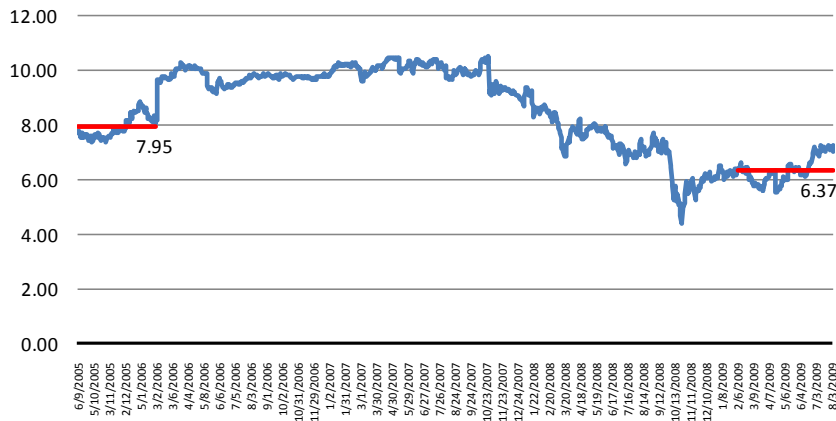
E como se apresentaria o cenário baseado na estratégia de manter as acções da PT?

Neste cenário, compara-se o valor inicial, que é assumido como o valor médio, das acções da PT (7,95 euros), com o valor das mesmas no fim do período e que é representado no gráfico seguinte:

<sup>30</sup> www.euronext.com

<sup>31</sup> Web sites das empresas cotadas do actual PSI-20

<sup>32</sup> (5,57 + 2,55 + 0,74)



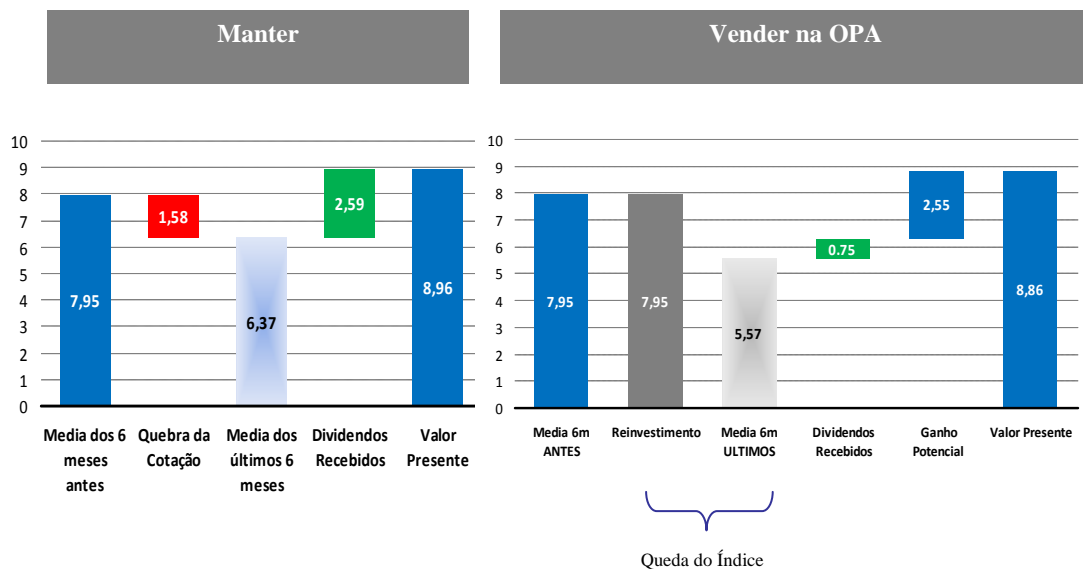
**Gráfico 4 - Média da cotação das ações da PT nos seis meses antes do anúncio da Oferta preliminar e nos últimos seis meses (até Agosto de 2009)**

Fonte: www.telecom.pt

Através da média da cotação das ações da PT dos últimos seis meses, que foi de 6,37 euros, é possível concluir que existe uma perda potencial de 1,58 euros por ação. No entanto, deverá ser contabilizado, ainda, o pagamento de dividendos sobrevalorizados desde 2006 e que, até à data, totalizaram 2,593 euros recebidos por ação. No total, o valor do activo hoje é de 8,963 euros (note-se que mais uma vez se usam valores médios como base de referência, para a análise em questão).

Comparando as duas opções estratégicas apresentadas – vender ou manter – conclui-se que a opção de manter conduziu a resultados muito próximos da que seria a de vender.

Em síntese:



**Gráfico 5 - Cenários dos accionistas nas opções de manter e de vender**

Apesar do carácter simplista da quantificação, dadas as limitações de não se ter podido utilizar as cotações do índice PSI-20 nos seis meses antes da OPA, de não se ter conseguido aplicar o cálculo do CAPM (*Capital asset pricing model*), uma vez que, dos três indicadores que o compõem – OT (taxa das obrigações do Tesouro), Beta e a taxa de retorno esperada para o mercado – apenas se conhecem os dois primeiros, e não terem sido contemplados os custos de transacção (comissões de bolsa) a que o accionista estaria sujeito na gestão dinâmica da sua carteira, pode concluir-se que as diferenças entre as duas opções estratégicas não são significativas, no que diz respeito ao dividendo acumulado pago e ao valor da acção à data de Agosto de 2009.

Se for feita a análise tendo em conta o Beta (ou risco sistemático da acção) da PT, que mede a resposta do título aos movimentos do mercado, dada pela *bloomberg* no período em análise, de 0,859, significa que sendo positivo e inferior a 1, a PT seguiu a tendência do mercado (neste caso considere-se o PSI-20) mas com menor intensidade. A descida do preço das acções da PT será menor que a do PSI-20, representando assim um risco menor para o investidor. Estas estimativas do risco sistemático têm por base os índices financeiros de cada empresa, que variam à medida que vão sofrendo alterações e reflectem de maneira precisa a estimativa mais recente elaborada pelo mercado para o risco da acção. (Copeland, T. *et al.*, 2000)



## 5 A PORTUGAL TELECOM DEPOIS DA OPA

### 5.1 Caminho traçado na OPA foi o seguido pela Portugal Telecom. Pacote de remuneração accionista

A PT lançou em Fevereiro de 2007, a sua última oferta aos accionistas para que não vendessem as suas acções à Sonaecom, arriscando numa proposta de remuneração accionista significativamente elevada. Propôs a cisão da PT Multimédia, oferecendo aos seus accionistas as 180,6 milhões de acções que detinha, o pagamento de dividendos avultados (dividendo anual de €47,50 cêntimos por acção pagos em 2006 e 2007 e um dividendo anual de €57,50 cêntimos a serem pagos em 2008 e 2009) e compra de acções próprias (*share buyback*) por 2,1 mil milhões de euros. No total, a PT ofereceu aos seus accionistas 6,2 mil milhões de euros, ou €5,6 euros por acção.

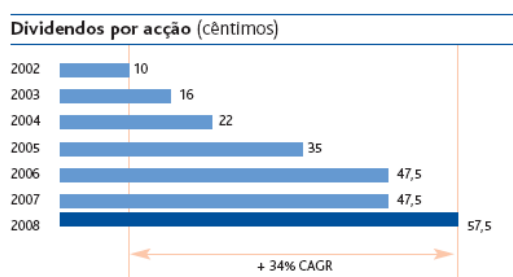
Passado o período conturbado da OPA e tendo o projecto da PT ganho com o voto favorável dos seus accionistas, analisar-se-á se os compromissos assumidos na defesa contra a OPA foram ou não cumpridos pela Administração da PT.

No relatório e contas de 2007, quanto à remuneração accionista, a PT comunicou que distribuiu aproximadamente 3,4 mil milhões de euros aos seus accionistas, repartidos da seguinte forma:

- ✓ No âmbito do programa de *share buyback*, foram distribuídos 1,185 milhões de euros. A PT extinguiu, a 20 de Dezembro de 2007, 103.056.500 acções próprias, equivalentes a 9,13 por cento do seu capital social, tendo-o reduzido de 33.865.695 euros para 30.774.000 euros. Em 31 de Dezembro, a PT detinha contratos de situação líquida swap sobre acções próprias no montante de 135 milhões de euros;
- ✓ Distribuição de 180 milhões de acções da PT Multimédia aos accionistas da PT num valor de 1,7 mil milhões de euros, tendo por referência a cotação média ponderada das acções da PT Multimédia na *Euronext Lisbon* do dia 6 de Novembro de 2007 (9,18 euros por acção);
- ✓ Remuneração de 517 milhões de euros, correspondente ao pagamento em Maio de 2007, dos dividendos relativos ao exercício de 2006, no montante de 47,5 cêntimos por acção.

Assim, em termos acumulados, considerando a remuneração de 2006 com o pagamento de dividendos no montante de 526 milhões de euros, a PT distribuiu aos seus accionistas, à data do relatório, cerca de 66 por cento do pacote remuneratório aprovado para o período de 2006 a 2009, correspondendo aproximadamente a 3,9 mil milhões de euros.

De acordo com os compromissos assumidos para com os accionistas, e como se pode observar



no gráfico disponibilizado pela PT, esta manteve uma política de remuneração accionista “atractiva”, privilegiando o crescimento dos dividendos, que tiveram um acréscimo de 21 por cento face a 2006.

### Gráfico 6 - Dividendos por acção (cêntimos)

Fonte: Relatório e Contas de 2007, Portugal Telecom

No ano seguinte, a PT comunicou ao mercado, através do R&C de 2008, a distribuição de aproximadamente 1.438 milhões de euros aos seus accionistas que foram repartidos da seguinte forma:

- Compra de acções próprias no valor de 905 milhões de euros, tendo sido completado o programa de 2,1 mil milhões de euros, iniciado em Março de 2007. No âmbito deste programa, a PT cancelou 83.204.823 acções próprias a 24 de Março de 2008 e 46.082.677 acções próprias a 10 de Dezembro de 2008, reduzindo o seu capital social de 30.774.000 euros para 26.895.375 euros;
- Dividendos relativos ao exercício de 2007, no montante de 57,5 cêntimos de euros por acção, pagos em Abril de 2008 e correspondentes a um montante total de 533 milhões de euros.

A PT concluiu desta forma o programa de compra de acções, completando 92 por cento do pacote remuneratório proposto aos seus accionistas para o período de 2006-2009, que correspondeu aproximadamente a 5,3 mil milhões de euros.

A 6 de Abril de 2009, a PT comunicou o pagamento de dividendos em relação ao exercício de 2008, no montante de 57,5 cêntimos por acção. Na Assembleia-Geral de Accionistas de 27 de Março de 2009, o *Chairman* da PT, Henrique Granadeiro, referiu que “os compromissos assumidos no quadro da proposta do Conselho de Administração da rentabilização dos activos como alternativa à proposta da OPA foram integralmente cumpridos e cumpridos a tempo, sem quebra da classificação de *rating de investment grade* e sem por em causa a capacidade de investir no desenvolvimento do negócio e na expansão das actividades da empresa.”



## 5.2 A PT depois de cumpridos os compromissos assumidos

Na Assembleia-Geral de Accionistas, no dia 27 de Março de 2009, o Conselho de Administração terminou o mandato que lhe tinha sido conferido em 21 de Abril de 2006. Este mandato foi exercido em condições particularmente difíceis, primeiro pela turbulência de uma OPA, prolongada pelas hesitações dos Reguladores e, depois, pela crise global declarada há mais de um ano.

Segundo o actual *Chairman* da PT, Henrique Granadeiro, os compromissos assumidos no quadro da proposta do Conselho de Administração da rentabilização dos activos como alternativa à OPA foram, no início deste ano, integralmente cumpridos, sem prejudicar a classificação de *rating investment grade* e sem pôr em causa a capacidade de investir no desenvolvimento do negócio e na sua expansão.

Em termos de resultados atingidos neste triénio que finda, o actual CEO da PT, Zeinal Bava, focou na Assembleia-Geral os resultados de 2008 em todos os negócios, a inversão da tendência nas adições líquidas dos acessos totais e das receitas domésticas no negócio fixo impulsionadas pelo forte crescimento da TV. Nas contribuições internacionais, o CEO destacou claramente a consolidação do *turnaround* da Vivo. O Brasil representa 90 por cento do negócio internacional.

No ano de 2008 a PT viu cumprido o objectivo de crescer em número de clientes, contando já com cerca de 70 milhões de clientes no mundo. Este número traduz, em termos de resultados financeiros, um aumento de receitas, tendo o EBITDA crescido 8,6 por cento. Com a forte aposta no fixo e tendo conseguido inverter a tendência de perda de linhas, a PT espera, nos próximos anos, conseguir traduzir, também ao nível do EBITDA, o sucesso que está a conseguir com a televisão.

O Conselho de Administração salientou ainda os marcos estratégicos do ano 2008. No mercado doméstico, o Grupo reestruturou as áreas comercial e operacional que resultou na fusão entre os segmentos Fixo e Móvel e assistiu-se a uma inflexão histórica das tendências de RGUs no retalho e nas receitas da rede fixa, resultante do sucesso do MEO. O MEO, foi a grande aposta da PT Comunicações para o mercado doméstico conseguindo níveis constantes de elevada notoriedade desde o seu lançamento nacional. A base de clientes de televisão aumentou quinze vezes e o MEO tem já 312 mil clientes e cerca de 14 por cento de quota de mercado de televisão.

Quanto ao mercado empresarial, a PT tornou-se o fornecedor preferencial neste segmento de mercado. Houve um sólido crescimento do negócio móvel, apoiado no crescimento da banda larga móvel e do pós-pago, consolidando a liderança de mercado neste segmento. A PT apostou na crescente diferenciação no mercado, alavancando capacidades da convergência Fixo-Móvel, como é o exemplo do *OfficeBox*. No mercado Brasileiro, que sempre foi defendido pelo Grupo

como um mercado de grande escala, consolidou o *turnaround* da Vivo, através de um crescente enfoque no serviço ao cliente, reflectido em resultados sólidos no período. As apostas do Grupo em África beneficiaram de um crescimento sustentado na liderança de mercado, com elevadas rentabilidades e enfoque na eficiência e produtividade em todas as operações, especialmente no aumento da penetração do móvel.

Em termos bolsistas, a PT reflecte um bom desempenho no sector das telecomunicações, num contexto em que os mercados de capitais são pressionados pela crise e em que o sector *Telecom* tem melhor desempenho que a generalidade dos mercados accionistas, devido às suas características defensivas. O desempenho da PT em 2008, com base no retorno total ao accionista, é de menos 26 por cento, sendo melhor que o sector (menos 32 por cento). A PT faz *outperformance* ao PSI20 em 2009, devido, não só à performance de preço, mas também ao seu *dividend yield* mais atractivo.

Quanto à situação financeira, o CEO da PT fez referência ao aumento da dívida do Grupo (4.381,8 milhões de euros) resultando, essencialmente, do cumprimento dos compromissos assumidos pela OPA, nomeadamente, na recompra de acções, contrapondo com a maturidade da dívida, que ascende a cinco anos e, ainda, ao seu custo, que se situa abaixo dos cinco por cento. Segundo o actual Presidente da Comissão Executiva, Zeinal Bava, a PT tem uma “grande flexibilidade financeira que permite encarar o futuro com muita confiança.”

### 5.3 Os custos e ganhos decorrentes da OPA

O maior grupo de telecomunicações português foi o alvo de uma Oferta Pública de Aquisição pela conglomerada Sonae, no início de 2006. Durante mais de 300 dias, as duas intervenientes desenharam estratégias para, por um lado, conseguir convencer os reguladores de mercado e do sector de que seria uma operação muito positiva para o sector das telecomunicações e para os consumidores finais e, por outro lado, para convencer os accionistas de que o preço que estava em causa na transacção não reflectia o real e potencial valor da empresa. No ano de uma das OPA que mais impacto teve no mercado português, tanto a Sonaecom como a PT, concentraram as suas estratégias no sucesso e no fracasso desta operação.

Decorrido quase um ano do anúncio preliminar de oferta por parte da Sonae, a Autoridade da Concorrência decidiu pela não oposição da possível concentração das duas operadoras de telecomunicações. A Sonaecom teve o aval da AdC, ainda que com remédios, da CMVM, que aceitou o registo da operação e não teve o veto do Estado Português que detinha (e continua a deter) a *golden share*.

A Portugal Telecom, resistindo ao que parecia uma aceitação global do mercado àquela operação, teve que mostrar aos seus accionistas que conseguia melhores resultados operacionais. Segundo o Director de Controlo de Gestão e *Corporate Finance* da PT, numa entrevista concedida para este projecto, havia uma equipa financeira dedicada a esta operação, que ocupou muito tempo da gestão e exigiu muito das equipas operacionais na obtenção de resultados. As equipas, segundo o Director, estavam altamente motivadas e unidas para conseguirem o crescimento, em cada uma das áreas de negócio, como, aliás, foi conseguido no último trimestre de 2006. Para este resultado contribuiu também o activo estratégico da PT no Brasil que, depois de dois anos difíceis, devido a uma opção tecnológica que não terá resultado, a Vivo fez o seu *turnaround* no final do ano. O Director de *Corporate Finance* sublinhou que, “se a performance tivesse sido má durante a OPA, colocaria uma pressão adicional e poderia fazer com que uma oferta com um valor que não era bom, pudesse eventualmente ser mais atraente ou ter a hipótese de ganhar”.

O ano da OPA para a PT foi particularmente negativo. Os custos associados à defesa desta operação manifestaram-se de duas formas: no bloqueio das actividades estratégicas do Grupo e no compromisso assumido pelo Conselho de Administração em relação ao pacote de remuneração accionista. O pacote remuneratório, de acordo com a PT, foi desenhado tendo em conta o que seria mais atractivo possível para os accionistas, garantindo, no entanto, que a flexibilidade financeira e estratégica da PT, a longo prazo, não fosse comprometida, mantendo a restrição exigida do *rating investment grade*. A consequência deste pacote atractivo foi, segundo o Director de *Corporate Finance*, a utilização de uma parte do balanço forte que a PT tinha conseguido criar ao longo dos últimos anos, para dar uma remuneração accionista mais atractiva, tendo, por isso aumentado o rácio de endividamento em relação às congéneres europeias, o que trouxe, sem dúvida, limitações ao nível estratégico. Existe hoje um nível de endividamento maior, um custo financeiro mais alto e um balanço ligeiramente mais alavancado. Mas mesmo com estas condicionantes, o Director de *Corporate Finance*, garante que o balanço da PT continua a ter uma performance que permite manter o *rating investment grade* e garantir a flexibilidade financeira e estratégica da PT, no longo prazo.

A OPA da Sonaecom, mesmo não tendo sido concretizada, incrementou visivelmente o rendimento e a execução da administração da PT, levando a que esta optasse por uma atitude de informação mais aberta ao mercado e por uma política de maior distribuição de lucros. A OPA, segundo muitos críticos, levou a que fossem tomadas decisões de gestão com maiores benefícios para os accionistas e para os consumidores que, de outra forma, não teriam surgido. Este cenário vantajoso para os accionistas só é possível na iminência de um controlo eficaz por parte da Oferente, com a constante ameaça da perda de controlo societário.

Quanto ao papel do Estado no desfecho da OPA, é possível fazer duas análises contraditórias. Por um lado, a Sonaecom defendeu a tese de que o detentor da *golden share* terá tomado partido através do accionista Caixa Geral de Depósitos, que votou desfavoravelmente à alteração dos Estatutos, tendo sido contrariado o princípio de um mercado liberalizado e eficiente, onde a ingerência do Estado pôs em causa as expectativas democráticas legítimas, pluralismo e a liberdade de decisão dos agentes económicos e terá levado a situações de satisfação dos interesses políticos. Por outro lado, segundo Henrique Granadeiro, Zeinal Bava e alguns grandes accionistas, o Estado absteve-se na votação, não querendo influenciar a decisão dos restantes accionistas quanto à alteração dos estatutos. O Ministro das Obras Públicas, Mário Lino, referiu numa entrevista após o desfecho da OPA que, “se os accionistas tivessem optado pelo projecto da Sonaecom, o Estado não ia vetar esse projecto”.<sup>33</sup>

Analisando, agora, o papel da regulação, a Autoridade da Concorrência avaliou e decidiu quanto à operação de concentração depois de quase um ano em fase de análise aprofundada, acabando por paralisar a actividade das intervenientes neste processo durante todo esse período. O mercado presenciou desentendimentos entre a AdC e a ANACOM, que não foram muito positivos. É desejável que o caso tenha servido para melhorar, no futuro, a actuação dos Reguladores, que deverão ter um papel melhor definido e com prazos para intervenção simultâneos e reduzidos ao mínimo possível.

Com todas as condicionantes a PT conseguiu, no entanto, ganhar em algumas frentes. O *spin-off* da PT Multimédia, questionado por ter acontecido apenas como defesa à OPA, segundo o Director de *Corporate Finance*, “a liberalização da PTM teve mais de positivo do que de negativo para a PT”. A PT esteve sob pressão durante muito tempo para desinvestir no cabo e quando, finalmente, teve condições para o fazer beneficiou de um ambiente regulatório mais favorável para o fixo poder competir. Apesar das sinergias que se terão perdido entre o cabo e o fixo, nomeadamente, a contratação de conteúdos (que eram os mesmos), a PT conseguiu uma regulamentação segmentada e uma abertura na liberdade de *pricing* de ADSL mais voz, nas zonas concorrenciais, que era necessário para a competitividade do fixo e que não seriam concedidas se não houvesse o desinvestimento no cabo. Esta segmentação regulamentada permite hoje à PT, através da PT Comunicações, ter preços competitivos no ADSL e possibilita-lhe oferecer aos consumidores um serviço a menor preço.

O Director de *Corporate Finance*, sublinha também a inversão da tendência do fixo na perda de linhas fixas, apesar da entrada do cabo na voz, serviço adquirido pela ZON (ex-PTM e principal concorrente da PTC). A performance operacional da PTC tem dado razão a esta opção estratégica no fixo, que se pretende posicionar na liderança no *triple-play* e em TV, dentro de

---

<sup>33</sup>Mário Lino, Entrevista ao Diário Económico, 5 de Março de 2007

pouco tempo. O MEO lançado pela PT é, segundo a PT, um verdadeiro *case-study* ao nível do mercado europeu, tanto pelo desenvolvimento tecnológico, como pela performance de RGU's (*Revenue Generating Unit*) e pela inversão que proporcionou no *top line* de receitas. Em suma, segundo o Director de *Corporate Finance*, a estratégia levada a cabo no fixo e a perda/ ganho com o novo concorrente por parte do cabo (ZON), mostrou que não houve um domínio avassalador do cabo ou uma consequência muito negativa no fixo. Foi possível à PT ter uma estratégia vencedora na linha fixa sem a PT Multimédia.

A cisão da PTM é um dos pontos positivos que os operadores alternativos atribuem à oferta não solicitada da Sonaecom. Xavier Rodriguez, CEO da Oni, referiu que “a cisão do Grupo PT e o surgimento da Zon Multimédia foi uma das consequências positivas da OPA para as telecomunicações em Portugal”, acrescentando que, com a OPA, a Sonae conseguiu “demonstrar que é possível desafiar o ‘status quo’ com audácia e coragem”. A Vodafone Portugal, por sua vez, defendeu que “existe efectivamente um potencial de ganho relacionado com a separação funcional do cobre e cabo, que a OPA ajudou a acontecer e que era há muito reclamada pela Vodafone (...)”.<sup>34</sup>

A Portugal Telecom ficou, segundo muitos analistas, fortalecida com a vitória no processo da OPA, votado na Assembleia-Geral pelos seus accionistas. Passados dois anos do desfecho da oferta da Sonaecom, a PT está em linha com os objectivos definidos, tendo conseguido construir alicerces de longo prazo.

Neste cenário, estaria a PT preparada para dar resposta a uma nova OPA? O Director de *Corporate Finance* responde que a empresa, estando cotada em Portugal e em Nova Iorque, está sempre sujeita a ser alvo de uma oferta. Porém, existem dois factores que são determinantes para uma empresa fazer uma OPA: a sua capacidade de levantamento de dívida nos mercados de capital e a tolerância que os mercados têm para determinados níveis de endividamento. Ora, num ano em que os mercados de capitais estão particularmente em baixa, em todo o mundo, seria mais difícil uma empresa reunir estas condições para lançar uma OPA à PT.

O que o Director de *Corporate Finance* garante é que, “as coisas correram extraordinariamente bem à PT, a nível do que foi a performance operacional e em bolsa do período pós-OPA, apesar das consequências desta”.

---

<sup>34</sup> Jornal de Negócios, “Dois anos depois da Oferta hostil”, 6 de Fevereiro de 2008



## SÍNTESE CONCLUSIVA

O Conselho de Administração da Sonaecom justificou o lançamento da sua oferta pelas limitadas possibilidades de crescimento orgânico. A alternativa mais viável de crescimento seria, pois, a aquisição de uma outra empresa. Com a aquisição, perspectivava um valor significativo de sinergias e, desta forma, uma presença maioritária no mercado.

No sector das telecomunicações em Portugal, as opções de compra limitavam-se a três *players*: Vodafone Portugal, ONI e Portugal Telecom. Uma OPA sobre a Vodafone poderia não ter êxito, uma vez que a empresa era detida, com maioria qualificada, por dois accionistas. Em relação à ONI, também não seria fácil por ser detida pelo Grupo EDP. Restava a PT, detentora da maior quota de mercado na rede móvel e fixa, com uma estrutura accionista muito diversificada, onde nenhum accionista detinha mais de 10 por cento do capital social da empresa, estando, assim, ao alcance de quem detivesse capital e capacidade de gestão.

Apesar do crescimento através da internacionalização, a PT era, portanto, uma empresa vulnerável a uma OPA. Tinha, porém, um ponto forte nos Estatutos que, ao não permitirem que um accionista detenha mais de 10 por cento do direito de voto, eram uma forte defesa contra um comprador hostil. A Sonaecom, para ter sucesso na OPA, teria que obter o voto dos accionistas ao desbloqueio destes estatutos, o que acabou por não conseguir.

O problema considerado neste estudo de caso prendeu-se com a análise do efeito que uma OPA teve na actividade da PT. Nesta dissertação é possível retirar várias conclusões, que se relacionam com as estratégias adoptadas pela empresa na defesa do que seria o melhor interesse para os seus accionistas. Neste caso, perante as condições apresentadas, o melhor interesse para os accionistas da PT seria o de não vender as suas acções à Sonaecom.

Neste sentido, o C.A. da Portugal Telecom, agindo na defesa dos seus accionistas, estabeleceu uma estratégia com dois objectivos: por um lado, criar pressão sobre a Oferente para que esta aumentasse o valor da oferta, por outro lado, convencer os seus accionistas de que, continuando na PT, teriam maior retorno a longo prazo. Desta forma, o CA teve que assumir uma liderança forte e uma exigência na obtenção de resultados

Durante mais de um ano, o C.A. da empresa alvo, representado pelo Dr. Henrique Granadeiro e pelo Eng.º Zeinal Bava, responderam de forma imperativa, desde o primeiro dia, defendendo que o valor oferecido pela Oferente subavaliava a PT e que, o valor deste financiamento poderia pôr em risco o futuro do Grupo PT.

A estratégia de defesa consubstanciou-se numa reestruturação de capital, aumentando significativamente o valor dos dividendos e implementando um programa de *share byback*, para

o triénio de 2006 a 2009. Para além disso, o Grupo concretizou o *spin-off* da PT Multimédia para, por um lado, contribuir para uma maior liberalização no sector e, por outro lado, para reforçar o pacote de remuneração accionista na distribuição de 180 milhões de acções da PTM. Esta estratégia de defesa consistiu num pacote accionista de 5,901 mil milhões de euros no triénio que findou no início de 2009, comparado com 2,322 milhões de euros, distribuídos no triénio anterior. Os accionistas reconheceram a proposta de valor da PT e votaram contra a desblindagem dos estatutos, na Assembleia-Geral de dia 2 de Março de 2007.

Passados dois anos do desfecho da OPA lançada à PT, conclui-se que, apesar de todas as dificuldades sentidas internamente na obtenção de excelentes resultados operacionais, como os registados em 2006, a PT conseguiu oferecer aos seus accionistas uma distribuição de dividendos mais atractiva, não comprometendo o *rating investment grade* nem a sua performance bolsista. Mas para esta defesa, a PT teve que sacrificar o seu “Balanço forte”, segundo o Dr. Pedro Guterres, assumindo num nível de endividamento superior ao que tinha antes da OPA.

Esta operação provocou, assim, uma profunda alteração na PT e no próprio sector em Portugal. A PT, empresa histórica e acomodada no mercado português, alterou radicalmente a sua postura, promoveu uma profunda reorganização. Desinvestiu no cabo, reestruturou os seus processos, simplificou as estruturas, ofereceu mais valor aos seus accionistas e, acima de tudo, conseguiu mostrar que consegue resistir, mostrando bons resultados.

O Sector das telecomunicações fica marcado pela cisão do cabo pela PT, proporcionando a entrada de um novo concorrente, a ZON, desmantelando, desta forma, o monopólio até então detido pelo Grupo PT, ficando o ambiente mais favorável para o fixo competir.

A presente dissertação poderá contribuir de forma positiva para os estudos relacionados com este tipo de operações em Portugal, dado que, como já foi referido no capítulo introdutório, a pesquisa realizada para este efeito, não conduziu a nenhum projecto de investigação sobre o tema em análise, com os objectivos perspectivados.

### **Limitações e sugestões de análise para projectos futuros**

As conclusões que se extraem deste estudo de caso estão limitadas por algumas condicionantes, quer ao nível da informação disponível, quer ao nível de especialização financeira, que poderia proporcionar análises interessantes sobre o efeito da OPA lançada à PT sob diversos indicadores. No entanto, o objecto de estudo e os objectivos



definidos para este estudo de caso, não contemplam este nível de análise. Quanto às limitações relacionadas com a informação disponível, importa referir que o estudo foi desenvolvido com base na informação que se conseguiu obter na pesquisa efectuada. Não se exclui, porém, a possibilidade de existência de informação que, se à data fosse disponível, permitiria, eventualmente, obter diferentes conclusões.

Ainda dentro deste tema, é importante fazer uma ressalva em relação ao papel do Estado nesta operação. No estudo, é pressuposto que o Estado, não interveio na decisão e que, portanto, a CGD terá votado contra o desbloqueio dos estatutos, na convicção de que essa era a melhor decisão para os seus accionistas. Mas, poderá não ter sido exactamente assim.



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRAFIA

### ARTIGOS CIENTÍFICOS

- Banerjee, A. e Owers, E., J. (1992). Wealth Reduction in White Knight Bids, *Financial Management*, 24: 42-57 em Gaughan, P., (2007) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Quarta Edição, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey
- Comment, R. e Schwert, W., G. (1995). Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures. *Journal of Financial Economics*, 39: 3-43 em Gaughan, P., (2007) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Quarta Edição, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey
- Comment, R. e Jarrell, G. (1995). Corporate Focus and Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 37(1): 67-87 em Gaughan, P., (2007) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Quarta Edição, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey
- Dodd, P. (1980). Merger Proposals, Managerial Discretion and Stockholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, 105-138 em Gaughan, P., (2007) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Quarta Edição, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey
- Elgers, P., T. e Clarck, J., J. (1980). Merger Types and Shareholder Returns: Additional Evidence. *Financial Management*, 9 (2): 66-72 em Gaughan, P., (2007) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Quarta Edição, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey
- Freeman, R., E., Gilbert, D., R., e Jacobson, C. (1987). The Ethics of Greenmail. *Journal of Business Ethics*, 165-178, em Meade, N., L.; Davidson, D- (1993). The use of ‘shark repellents’ to prevent corporate takeovers. *Journal of Business Ethics*, 12,2; ABI/INFORM Global, pg 83
- Forjan, J. e Ness V., B. (2003) An investigation of poison pill securities, long-term debt, and the wealth of... *Mid- American Journal of Business*, 18 (2): pg. 17, ABI/INFORM Global
- Ken, H. (1992) Hostile Takeovers and Methods of Defense: A Stakeholder Analysis. *Journal of Business Ethics*, 11, 12: pg. 895, ABI/INFORM Global
- Harris, E., G. (1990). Antitakeover Measures, Golden Parachutes, and Target Firm Shareholder Welfare. *The RAND Journal of Economics*, 21: 614-625

- Hopkins, H., D. (2008) Cross-Border Merger and Acquisitions: Do Strategy or Post-Merger Integration... *International Management Review* ,4,1: pg.5 ABI/INFORM Global
- Jensen, M. (1994). Takeovers: Causes and Consequences, in. Gaughan A P., ed., *Readings in Mergers and Acquisitions*, 15-43 em Gaughan, P., (2007) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Quarta Edição, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey
- Lopes, C. Oliveira, H. e Cunha, C. (2006). O jogo das estratégias nas OPA – Caso Sonae/Portugal Telecom. *Revista CTOC*, 5
- Machlin, J., Choe, H. e Miles, J. (1993) The Effects of Golden Parachutes on Shareholders Wealth ant Takeover Activities. *Journal of Law and Economics*, 36(2): 861-876 em Gaughan, P., (2007) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Quarta Edição, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey
- Malatesta P., H. e Walking, R., A. (1988) Poison Pills Securities: Stockholder Wealth, Profitability and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 20(1/2): 347-376 em Gaughan, P., (2007) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Quarta Edição, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey
- Meade, N., L. e Davidson, D. (1993) The use of ‘shark repellents’ to prevent corporate takeovers. *Journal of Business Ethics*, (12), 2: pg.83, ABI/INFORM Global
- Morck, R., Shleifer, A. e Vishny, R., W. (1988). Management Ownership and Market Valuation: Na Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1/2): 293-315 em Gaughan, P., (2007) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Quarta Edição, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey
- Pound, J. (1987). The Effectiveness of Antitakeover Amendments on Takeover Activity. *Journal of Law and Economics*, 30: 353-367 em Gaughan, P., (2007) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Quarta Edição, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey
- Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business*, 59 (2): 197-216 em Gaughan, P., (2007) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Quarta Edição, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey
- Ryngaert, M. (1988). The Effects of Poison Pill Securities on Stockholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, 14: 377-417 em Gaughan, P., (2007) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Quarta Edição, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey

- Saerves, H. (1996). The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave. *Journal of Finance*, 51(4): 1201-1225 em Gaughan, P., (2007) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Quarta Edição, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey
- Seth, A., Song, K., P. e Pettit, R. (2000). Synergy, Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives of Foreign Acquisitions of U.S Firms. *Journal of International Business Studies*, 31(3): 387-40 em Gaughan, P., (2007) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Quarta Edição, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey
- Shahrur, H. (2005). Industry Structure and Horizontal Takeovers: Analysis of Wealth Effects on Rivals, Suppliers and Corporate Customers. *Journal of Financial Economics*, 76: 61-98 em Gaughan, P., (2007) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Quarta Edição, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey
- Shrivastava, P. (1986). Post-Merger Integration. *Journal of Business Strategy*, 7(1): 65-76 em Gaughan, P., (2007) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Quarta Edição, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey

#### LIVROS

- Copeland, T., Koller, T. e Murrin, J. (2000). *Avaliação de Empresas “Valuation”. Calculando e gerenciando o valor das empresas*. McKinsey & Company. Makron Books do Brasil Editora Ltd. São Paulo – SP.
- Gaughan, P., (2007) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Quarta Edição, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey.

#### RELATÓRIOS E COMUNICADOS

- Banco de Portugal. “Relatório e Contas de 2006”- [www.bportugal.pt/publish/relatorio/rel\\_06\\_p.pdf](http://www.bportugal.pt/publish/relatorio/rel_06_p.pdf)
- CMVM. CMVM Webpage. [www.cmvm.pt/NR/exeres/A017ACA9-6D55-4F0E-BEFB-FEC6F25E7739.htm](http://www.cmvm.pt/NR/exeres/A017ACA9-6D55-4F0E-BEFB-FEC6F25E7739.htm)
- Euronext.. Euronext Webpage. [www.euronext.com/index-2166-PT.html](http://www.euronext.com/index-2166-PT.html)
- Portugal Telecom. Portugal Telecom Webpage. [www.telecom.pt](http://www.telecom.pt)
- Sapo Vídeos – [videos.sapo.pt](http://videos.sapo.pt)
- Share buyback – [www.thinkfn.com/wikibolsa/Share\\_buyback](http://www.thinkfn.com/wikibolsa/Share_buyback)
- Share buyback - [www.en.wikipedia.org/wiki/Share\\_buyback](http://www.en.wikipedia.org/wiki/Share_buyback)

- Sonaecom. *Sonaecom Webpage*. [www.sonaecom.pt/](http://www.sonaecom.pt/)