

ATM – Associação de Investidores e Analistas Técnicos
do Mercado de Capitais

Comunicado Público

[DIR-CP-2010.02]

[Direcção]
25 de Junho de 2010



Concordia res parvae crescent



associação de investidores
e analistas técnicos
do mercado de capitais

Oferta da Telefónica sobre 50 por cento da Brasilcel

Aos accionistas interessa-lhes, essencialmente, retirar os máximos dividendos (nas suas múltiplas formas) da actividade da sociedade. Nesse sentido, não pode haver um distanciamento entre o capital e a gestão, onde esta última esvazie os poderes da Assembleia Geral no que concerne a decisões de gestão relevantes e de elevado impacto na actividade e dividendos da sociedade.

Nesta óptica, a decisão do Conselho de Administração da Portugal Telecom em deixar aos accionistas a decisão soberana de deliberar sobre a proposta da Telefónica relativa à aquisição de 50 por cento do capital social da Brasilcel, N.V. detida por sociedades do Grupo Portugal Telecom, é de aplaudir; na medida em que trata de promover a boa *corporate governance* no sentido da transparência, da ética, da credibilidade e do respeito.

Entendemos também que a informação prestada pela gestão da Portugal Telecom é suficiente, clara, objectiva e licita para que os accionistas e demais *stakeholders* possam fazer um juízo fundamentado sobre a proposta apresentada, independentemente do mérito das conclusões que encerre.

No entanto, há que sublinhar o preço oferecido pelos 50 por cento do capital social da Brasilcel, num total de 6,5 mi milhões de euros, representa 85 por cento da capitalização bolsista da própria Portugal Telecom, ao preço de fecho de dia 24 de Junho de 2010, e mais de 100 por cento da sua capitalização bolsista se considerarmos o preço mais baixo registado no mês p.p. pelas acções da Portugal Telecom .

Se considerarmos que o mercado está a negociar a Portugal Telecom ao seu justo valor, já mesmo depois de incorporado um eventual sucesso da oferta da Telefónica, então, para esse mesmo mercado, todo o universo do Grupo Portugal Telecom, excluindo a participação que a Telefónica agora se propõe a adquirir, tem um preço de pouco mais de mil milhões de euros. Por outro lado, a menos que exista valor (estratégico) escondido e a Portugal Telecom acredite conseguir criar ainda mais valor (descontado ao presente) de forma orgânica do que o implícito no preço, hoje, da oferta da Telefónica, a contrapartida oferecida pelos 50 por cento da Brasilcel é, para o mercado, simplesmente irrecusável. Outra possível conclusão a retirar do preço da Portugal Telecom em bolsa *versus* o preço a que a Telefónica avalia os 50 por cento da Brasilcel detidos, directa ou indirectamente, pelo grupo Portugal Telecom, é a atribuição pelo mercado de baixa probabilidade de sucesso à oferta, e isso, a assim ser, poderá resultar numa subida significativa da cotação da Portugal Telecom em bolsa, caso a Oferta seja aprovada na próxima Assembleia Geral da Portugal Telecom.

Num exercício teórico, os 6,5 mil milhões de euros, permitiriam comprar as capitalizações bolsistas do Banco Comercial Português, do Banco Português de Investimento e do Banif em conjunto e ainda sobraría mais de 1,5 mil milhões de euros.

Perante isto, a racionalidade económica implícita na operação, leva a crer que os accionistas possam aprovar a oferta da Telefónica, quer pelo preço oferecido pelo valor da Brasilcel, quer pela transferência do risco da posição para a Telefónica.



No entanto, considerando o valor estratégico-tático, ganhos de competitividade e as eventuais sinergias que a Telefónica poderá tirar desta operação no Brasil, é nossa opinião que o preço poderia ser o preço da paz, e isso obrigaria uma revisão em alta do mesmo.

Por sua vez, a gestão deve ter capacidade de gerar e proteger o valor da empresa, tal passa, entre outras coisas, por gerir os seus relacionamentos corporativos, principalmente em momentos de verdade. Este é um momento de verdade para a Portugal Telecom e, particularmente, para a Telefónica.

Quanto à redução da participação qualificada na Portugal Telecom efectuada pela Telefónica, onde esta passou a deter apenas 2,02 por cento do capital social e dos respectivos direitos de voto, é, pela configuração da operação, pelo *timing* e pelo que se encontra em jogo, ser susceptível de conduzir a interpretações legítimas de se tratar de um “parqueamento” dessa posição de forma a evitar a perda substancial de direitos de voto na Portugal Telecom, por via de uma possível inibição imposta à Telefónica. Mas é também legítimo argumentar que a estratégia envolvida na operação de venda dessa posição, consistiu em pulverizar esses votos por outros accionistas/investidores apostando na racionalidade económica da operação e na esperança de mais accionistas votarem a favor da proposta da Telefónica. Não podemos é ser ingénuos ao ponto de pensar que, numa operação montada por entidades experientes e com a relevância que tem, mesmo que se tratasse do primeiro cenário, isso seria fácil de descortinar e que, não se tratando do segundo, esse seria fácil de provar.

Neste sentido, não obstante uma análise detalhada aos contratos de “*equity swaps*”* por parte do regulador, onde podem existir “*final terms & conditions*”*, para os activos subjacentes trocados à data termino do contrato (“*underlying shares crossing on termination date*”)*, acreditamos ser difícil inibir qualquer participação detida na Portugal Telecom caso esta se encontre pulverizada por accionistas não identificáveis como estando relacionados com a Telefónica. Por isso resta confiar na “investigação” do regulador até ao ponto onde os seus poderes sejam consumidos.

* Para outras definições mais completas consultar o ["2002 ISDA Equity Derivates Definitions"](#)

Sobre a ATM

Fundada em 1998, a ATM tem intervenção directa ao nível da formação e esclarecimento juntos dos investidores e analistas e na representação institucional dos pequenos investidores junto dos reguladores de mercado, dos decisores políticos e demais instituições relacionadas, procurando sensibilizá-los para as contingências e necessidades específicas dos pequenos investidores.

É ainda associada de prestigiadas entidades a nível internacional, tais como a *EuroShareholders* e a *World Federation of Investor*.

Vários membros dos órgãos sociais da ATM integram o “*EU Investor Experts Directory*”

