

GOLDEN SHARE

Vivo ou morto. Recompensa em dinheiro.

A Telefonica SA (Telefonica) fez uma oferta de aquisição de 50,00% do capital da Brasilcel N.V. detido pela Portugal Telecom SGPS, SA (PT), com uma contrapartida em dinheiro no valor de 7,15 mil milhões de Euros (Oferta).

A Brasilcel detém o controlo da Vivo Participações (VIVO), com uma participação de 63,54% do capital social.

A Brasilcel é detida em 50,00% pela Telefonica e 50,00% pela PT (49,99% na PT Móveis SGPS SA e 0,01% na Portugal Telecom SPGS SA).

A oferta da Telefonica tem em vista controlar a Vivo, que é uma participação estratégica para ambas as empresas (Telefonica e Portugal Telecom) no Brasil ao nível dos *cash flows* gerados e, eventual, do *cross selling* de produtos.

Esta observação não é nada que não se saiba, mas é de sublinhar que a Telefonica e a Portugal Telecom têm igual participação na Brasilcel, portanto igual poder na Vivo. Ou seja, nenhuma das duas é mais dona que a outra neste negócio no Brasil. O que significa que um desentendimento entre estes dois parceiros poderá resultar em prejuízo para ambos, com a agravante que sendo a Portugal Telecom o elo mais fraco desta ligação, pela sua (muito) inferior dimensão face à Telefonica, carrega uma maior pressão para o operador português que poderá ter dificuldade em combater determinadas decisões da operadora espanhola, caso esta parceria resulte numa guerra de poder, como é de esperar, se a Oferta referida não for concluída com êxito.

Assim, à partida, a falta de entendimento entre os dois parceiros é prejudicial para ambos, talvez mais para a Portugal Telecom.

O Governo português defende que a participação numa empresa de telecomunicações brasileira, a operar no Brasil e que não é uma fonte directa de emprego em Portugal ou tão pouco presta serviços neste país, é estratégica para o interesse da nação. Essa ideia de que a Vivo é estratégica para Portugal assenta no pressuposto que é uma posição financeira importante para a Portugal Telecom e, por isso, o que é bom para a Portugal Telecom, é bom para o país. Atendendo ao discurso do Governo português, dúvidas também não podem existir que o valor estratégico é um valor meramente financeiro, pois outra coisa não está (nem pode estar) em causa, a menos que se considere que o orgulho ferido ou vaidade despeitada do Governo tem importância capital para o país.

No entanto, os accionistas da PT, na maioria dentro de uma matriz portuguesa, acham que a Oferta é boa para a empresa ao aprovar a proposta da Telefonica com uma esmagadora maioria de 74% dos votos, pois certamente consideraram todas as variáveis desta Oferta (não solicitada), nomeadamente as eventuais consequências de um desentendimento com a Telefónica no controlo da Vivo.

Quem terá razão no que é melhor para a PT? Os accionistas ou o Governo? Sabendo o que é melhor para a PT, ficamos a saber o que é melhor para o país também, já que pelas palavras do Governo, assim é e é assim que deve ser.

A decisão de aceitar ou rejeitar a proposta da Telefónica era uma decisão que podia caber única e exclusivamente ao Conselho de Administração da PT e no qual o Estado não teria direito de veto, mas a

administração da PT, por boa *corporate governance* no sentido da transparência, da ética, da credibilidade e do respeito, ou por mero xadrez político-estratégico com o intuito de elevar o valor da contrapartida, deixou a decisão directamente nas mãos dos accionistas. O que, em última análise, significa que confiaram nos accionistas como sendo capazes de escolher o melhor para eles.

Zeina Bava é um carismático e brilhante gestor e a sua estratégia de defender que a proposta não reflectia o valor estratégico da Vivo transmitia dois avisos claros à Telefonica: O primeiro, é que a participação da PT na Vivo tinha um preço, o segundo é que o preço oferecido era ainda insuficiente. Numa frase, dizia: “subam o preço para um valor que seja irrecusável”. Zeinal Bava, sendo possivelmente um dos gestores mais lúcidos e brilhantes da nossa praça, sabia, como qualquer pessoa com dois dedos de testa, que há um valor que invalida a não-aceitação de uma proposta, pelo que o jogo, só podia ser feito no tabuleiro de vender, mas o mais caro possível. Esqueceu-se, apenas, do tabuleiro da política, esse mais difícil de gerir, porque envolve todo o tipo de irracionalidades que um gestor inteligente e capaz tem dificuldade em compreender e acompanhar.

Sem dúvida que alguns dos principais accionistas não querem “magoar” a PT, seja porque são grandes accionistas de longo prazo (com muito dinheiro investido na participação da empresa por questões estratégicas), seja porque também são *stakeholders* que fazem grandes e milionários negócios com a PT ao vender-lhe participações, serviços, etc. Estes accionistas não são meros “especuladores” financeiros como muitos dirigentes políticos tentam apelidar no seu tom mais depreciativo, mas sim accionistas essenciais à estabilidade societária da empresa.

Já o Governo, num acto paternalista, decidiu tomar o papel de CEO, de Chairman e de accionista ao mesmo tempo e decidir pelos pobres coitados (grandes e pequenos accionistas) que não sabem escolher o melhor para eles. Fê-lo sem reservas, sem dinheiro e sem vergonha.

Afinal, quem sabe melhor o que é melhor para a empresa?

Serão os accionistas estratégicos, de longo prazo, altamente envolvidos na gestão e profundos conhecedores do que diga respeito à administração da empresa, ou o Governo que parece que lá está por um acaso, em resultado de uma privatização onde, por via de um direito especial, tentou acomodar confortavelmente os opositores às privatizações?

Serão aqueles que lá têm o seu dinheiro investido e a quem uma má decisão afecta directamente o bolso, ou um Governo onde o maior impacto da decisão é a nível partidário, nas eleições que se avizinham, sabendo que é popular defender Portugal contra a invasão do capital espanhol, hasteando a bandeira de um qualquer e mal explicado interesse nacional assim a jeito de pá de padeira de Aljubarrota?

Pois bem, decida o leitor.

A única coisa que sei, é que o governo sustentou o seu veto com motivos estratégicos, sendo esses, obviamente, meramente financeiros (tudo se resume, directa ou indirectamente, a dinheiro, pois é isso que a PT, em última análise, tira da Vivo) até porque a Vivo não tem presença em Portugal. Para além disso, excluindo motivos de ordem concorrencial, sociais, de providenciar serviços públicos essenciais, que devem ser acautelados por regulação e não por ingerência do Estado em decisões de gestão de empresas privadas, qualquer interesse estratégico tem sempre associado um valor, seja esse qual for. Diga-se isso, quer porque há sempre um valor que pode superar o custo de substituição (ex. criar um negócio igual) e/ou um valor a partir do qual esse interesse deixa de ser válido, na medida em que o valor

oferecido traduz um ganho para empresa (e para o país) muito superior à soma de todos os benefícios presentes e futuros que o ganho estratégico possa permitir.

Se há um interesse estratégico, o Governo deveria quantificá-lo, porque se a sua intenção é que o Povo viva melhor no futuro, vai haver sempre um valor que traduz mais benefício para o Povo do que o interesse estratégico e por isso invalida a não-aceitação de uma proposta para o terminar.

Claro que sempre podemos ter um governo afectado por uma santanice tola, que acha que nem uma oferta 10x superior à da Telefonica ultrapassaria o valor estratégico da Vivo no Brasil e não invalidaria a sua não aceitação. Até porque 10x a oferta superior à da Telefonica, são uns meros 71,5 mil milhões de euros, que é nada mais nada menos que 24 BCPs ou 51% da dívida directa do Estado (Maio de 2010). Mas diga-se que, a bem da verdade, apesar deste paternalismo abusador do Estado e da mania do actual Governo em comportar-se como os privados, intervindo em decisões que dizem apenas respeito ao mercado, podemos confiar que o executivo ainda está muito longe deste tipo de delírios, felizmente.

Por fim, façamos alguns cálculos para saber quanto vale a empresa viva e quanto vale o negócio morto.

Recompensa em dinheiro

VIVO

Se o negócio ficar vivo, quer isto dizer, se a PT acabar por aceitar a oferta da Telefonica, a recompensa são 7,15 mil milhões de euros, nada mais, nada menos do que o montante da contrapartida oferecida pela Brasicel que controla a Vivo.

MORTO

Se o negócio morrer, que é o mesmo que a PT não conseguir concretizar um entendimento com a Telefonica e aceitar a Oferta, podemos dizer que a recompensa é o valor actual (ao valor presente) da empresa, considerando a soma de todos os *free cash flows* futuros que se estime que a empresa seja capaz de libertar.

Excluindo custos de *holding* (que irão diminuir o valor da avaliação) e custos de uma eventual luta com a Telefonica pelo controlo da gestão da Vivo (considerando que ambos os operadores tem igual poder na gestão da Brasicel), podemos tentar encontrar o valor justo da Vivo através do modelo de fluxos de caixa descontados¹.

Pelo Modelo de Fluxos de Caixa Descontados, a Vivo vale hoje 11,5 mil milhões de dólares americanos, o equivalente a aproximadamente 9,1 mil milhões de euros.

Se 100% da Vivo vale 9,1 mil milhões de euros, então 63.54% vale 5,8 mil milhões de euros. Pelo que os 50.00% da PT na Brasicel (excluindo custos de Holding), que representam 31.77% da Vivo, valem 2,9 mil milhões de euros.

¹ O modelo de fluxos de caixa descontados baseia-se na permissa que o valor de negócio pode ser apurado a partir do *cash flow* que a empresa consegue libertar (*free cash flow*), descontado ao valor presente por uma taxa de desconto apropriada, que reflecta os custos/risco de financiamento (dos *shareholders* e dos *debtholders*). Considerando a continuação da actividade da empresa (princípio da continuidade), o valor apurado considera a estimativa de fluxos de caixa livre infinitos e a crescer na perpetuidade.

Posto isto, a diferença entre o negócio Vivo e Morto, são 4,25 mil milhões de euros só a título de prémio de controlo² (sem considerar o valor de descolar o risco – incerteza - de ter a participação).

Resumindo, a Oferta da Telefonica é obscena e por isso um bom negócio para a Portugal Telecom, capaz de incorporar e substituir qualquer valor estratégico-tático que a empresa possa representar para a operadora portuguesa. Mas a Telefonica tem ainda espaço para subir a Oferta e fazer com que todos os intervenientes saiam deste negócio de cara lavada, sejam accionistas, a administração da PT e até mesmo o Governo.

A Telefonica poderá subir a Oferta?

Se a Portugal Telecom tem a perder com este divórcio, mais ainda tem a Telefonica, que fica com mais uma derrota no curriculum a somar aos dois recentes ataques falhados, um à Telecom Italia e outro à brasileira GVT. Pelo que a via do diálogo teria de ser aberta pela Telefonica, o diálogo aceite pela Portugal Telecom e incentivado pelo Governo, como aconteceu.

Falta saber o que daqui irá resultar.

Os accionistas da PT querem cristalizar imediatamente um ganho obsceno.

O Governo quer sair da embrulhada em que se meteu, arrastando para si, em época de eleições, não apenas os gregos, mas também os troianos. Isto é o mesmo que dizer que tem de convencer o Povo que “malhar” nos espanhóis é que é bom e convencer os accionistas da PT que só os está a ajudar, como o pai que deseja o melhor para o filho.

A Administração da PT quer agradar a ambos: accionistas e Estado.

A Telefonica quer a Vivo e apresentar, depois de duas derrotas, uma vitória aos seus accionistas, nem que paguem bem por ela.

Os primeiros reclamam, com a legitimidade que 74% dos direitos de voto em Assembleia Geral lhe dão, a venda da Vivo à Telefonica. Dificilmente aceitarão, de boa vontade, uma proposta que não reflecta igual ou superior valor.

O Governo quer encontrar um acordo que lhe permita um discurso populista que não implique um recuo na sua decisão, mas sim um avanço e uma decisão que se traduza em ganho para todos. Um género de escrever certo por linhas tortas, é o que o Governo, eventualmente, está à espera de poder anunciar.

Os accionistas já disseram que vendiam por este preço, pelo que a um preço superior melhor ainda. Assunto arrumado.

A Telefonica não pode perder e possivelmente terá de pagar um pouco mais para mudar a configuração do negócio e permitir ao Governo encontrar a desculpa para “levantar o Veto”.

O Governo, apesar de por vezes parecer mal assessorado, tem nos seus quadros alguns, poucos é certo, mas bons e sérios ministros, que ainda que não com a pasta da “Portugal Telecom”, poderão iluminar o caminho dos seus colegas para uma saída airosa, vitoriosa e popularucha. Serrasqueiro é, eventualmente, um dos ministros capazes de desbloquear este impasse ainda que um pouco fora do

² A contrapartida deve incluir um prémio de controlo, pela partilha de ganhos futuros que se estimam que venham a ser obtidos pelo Oferente com a Oferta – os quais têm de existir, se não a Oferta não teria sentido económico.

âmbito das suas competências. Para isso basta transformar uma oferta superior, em algo obscenamente irrecusável (e fácil de demonstrar), juntando à mesma a ideia de injeção de capital na economia portuguesa que muito precisa e até conseguir que o Governo encaixe já algum dinheiro com a operação directamente no seus cofres ao exigir que parte do dinheiro da venda seja distribuído aos accionistas na forma de dividendos, entrando assim os dividendos para o cofre estatal via CGD e os impostos desses dividendos encaixado via finanças. A juntar ao ramalhete, pode ser o anúncio de que a PT já tem alternativas no Brasil para criar outro caso de “sucesso” como “foi” a Vivo, e que em termos comerciais, de serviços, concorrência e defesa, a Oferta nesses moldes faz sentido.

Zeinal Bava só tem de se dirigir aos espanhóis e dar-lhes os parabéns pelo merecido título de campeão mundial de futebol e pedir-lhes mais qualquer coisinha pela Vivo, que é como quem diz mais ou menos 5% sobre a contrapartida de 7,15 milhões de euros que esta actualmente em cima da mesa, com a garantia de distribuir um dividendo de aproximadamente 50% do encaixe financeiro com a venda da Vivo, o que permitirá à Telefonica encaixar em dividendos da Portugal Telecom (pelos 10% detidos na operador, ainda que maioritariamente via *Equity Swaps*) perto de 375 milhões de euros brutos. Pelo meio, como 375 milhões de euros são *peanuts* numa oferta destas, deve ainda negociar um acordo parassocial ou algo semelhante e preferencialmente confuso, só para que o Governo possa justificar melhor o valor que teve o seu “veto”.

Claro que a Telefonica, pelo meio, pode acabar irritada e avançar com uma OPA à PT, acabando de vez com a conversa. Desenganem-se aqueles que acham que a Golden Share pode impedir a OPA, pois não pode, considerando que essa é uma decisão que cabe a cada accionista individualmente aceitar ou não aceitar. A única limitação, como foi para Belmiro de Azevedo quando com a sua minúscula Sonaecom tentou abocanhar a Portugal Telecom, é a desblindagem dos Estatutos, isso sim, possível de impedir à custa da Golden Share. Em todo o caso, mesmo o uso da Golden Share é agora algo difícil de acontecer, tendo em conta a decisão do Tribunal de Justiça Europeu.

Se a Telefonica vai avançar com uma OPA ou aceitar rever a proposta actual pela Vivo, bom, isso é um resultado para já difícil de prever e talvez só à altura do polvo Paul, que acertou na vitória espanhola sobre a Holanda, entre outros acertos que fez ao longo deste campeonato. Talvez seja melhor a gestão da PT fazer uma visita ao Sea Life em Obershausen e esperar que ele lhes indique o resultado final deste negócio em antecipação.

Porto, 12 de Julho de 2010

Octávio Viana

Presidente da Associação de Investidores e Analistas Técnicos do Mercado de Capitais
Licenciado em Gestão de Empresas e Finanças
Doutorando em Gestão de Empresas

Avaliação da VIVO pelo modelo de Fluxos de Caixa Descontados

LEIA O DISCLAIMER NO FINAL DO ESTUDO

Company	Symbol	Market Cap (\$ mn)	Price (\$)	Beta	EV (\$ mn)	EV/EBITDA	Book per Share	PriceTo-Book
Vivo Participações S.A.	VIV:NYSE	10.59	26.50	0.95	12.91	4.26	13.34	2.01
Portugal Telecom SGPS	PT:NYSE	9.42	10.33	0.70	16.75	5.43	2.15	4.89
Telefonica, S.A.	TEF:NYSE	91.97	60.68	0.85	154.58	5.53	17.74	3.48

Source: Company data, Yahoo! Finance – 12-07-2010, 15h51

A Telefonica SA (Telefonica) fez uma oferta de aquisição de 50,00% do capital da Brasilcel N.V. detido pela Portugal Telecom SGPS, SA (PT), com uma contrapartida em dinheiro no valor de 7,15 mil milhões de Euros (Oferta).

A Brasilcel detém o controlo da Vivo Participações (VIVO), com uma participação de 63,54% do capital social.

A Brasilcel é detida em 50,00% pela Telefonica e 50,00% pela PT (49,99% na PT Móveis SGPS SA e 0,01% na Portugal Telecom SPGS SA).

CUSTO MÉDIO PONDERADO DO CAPITAL

Risk Free Rate (Government Bond) %	3,45%
Country Risk Premium ³ %	3,27%
Equity Risk Premium %	6,00%
Total Equity Risk Premium %	9,27%
Beta (levered) ⁴ or Equity Beta	1,22
Cost of Equity %	14,76%
Cost of Debt (prior tax effect) %	8,00%
Corporate Tax Rate (Brazil)	34,00%
Cost of Debt (after tax effect) %	5,28%
Capital Structure Funded by Equity %	75,00%
Capital Structure Funded by Debt %	25,00%
WACC	12,39%

Source: Company data, Yahoo! Finance, Octávio Viana estimates

³ Country Risk Premium = Credit Default Swap Spread on a government bond(Brazil CDS USD 10Y)*(σEquity Index/σCountry Bond).

⁴ Beta (unlevered) 0.95; Beta (levered) 1.22 (Hamada formula).

FAIR VALUE – DISCOUNTED CASH FLOW MODEL

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2018E	2019E	2020E	CAGR(Y20/Y08)
	EBIT	\$1.100	\$1.100	\$1.265	\$1.673	\$1.924	\$2.212	\$2.544	\$2.926	\$2.926	\$2.212	\$2.246	6.70%
(+)	Depreciation	\$1.500	\$1.500	\$1.575	\$1.736	\$1.823	\$1.914	\$2.010	\$2.111	\$2.216	\$2.010	\$2.111	3.15%
(+)	Amortization	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	N/A
(=)	EBITDA	\$2.600	\$2.600	\$2.840	\$3.409	\$3.747	\$4.127	\$4.555	\$5.037	\$5.142	\$4.222	\$4.356	4.80%
(+)	(CapEx)	(\$1.630)	(\$1.115)	(\$1.300)	(\$1.433)	(\$1.505)	(\$1.580)	(\$1.659)	(\$1.742)	(\$1.829)	(\$1.921)	(\$2.017)	1.95%
(-)	Δ Working Capital	\$400	\$200	\$50	\$1	\$1	\$1	\$1	\$1	\$1	\$0	\$0	-100.00%
(+)	Investment Subsidies	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	N/A
	Statutory Tax Rate	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	0.00%
(-)	EBIT*Statutory Tax	\$374	\$374	\$430	\$569	\$654	\$752	\$865	\$995	\$995	\$752	\$764	6.70%
(=)	Free Cash Flow	196	911	1,060	1,406	1,587	1,794	2,029	2,299	2,317	1,550	1,576	20.86%

Weight Average Cost of Capital % 12.39%

Assumed Perpetual Growth % 2.00%

Undiscounted Terminal Value \$15.168

Net Present Value of Free Cash Flow to Enterprise \$13.613

[Net Debt] (\$2.400)

\$0

\$0

\$0

\$0

\$250

Equity Value \$11.463

399

FAIR VALUE per share \$28.73

DCF SENSITIVITY

Assumed Perpetual Growth %

WACC% 1.50% 2.00% 2.50%

11.39% \$31.53 \$32.25 \$33.06

12.39% \$28.19 **\$28.73** \$29.33

13.39% \$25.39 \$25.80 \$26.26

AVISO DE CONFLITO DE INTERESSES

O estudo financeiro à Vivo Participações S.A. presente neste artigo de opinião deve ser entendido como um mero exercício de opinião com o objectivo de promover o estudo e a formação financeira. Qualquer uso do presente estudo é feito sem nenhum tipo de garantia.

O utilizador deste estudo assume o risco completo por qualquer uso que faça deste. Em nenhuma circunstância o Autor ou a ATM serão responsáveis por danos directos ou indirectos causados pela utilização deste documento, incluindo, sem limitação, qualquer tipo de perdas (efectivas ou de oportunidade) ou outro qualquer incidente ou dano em consequência do uso deste estudo.

Existem riscos de que o Estudo efectuada não traduza a melhor opinião sobre o valor dos valores mobiliários em análise e seja mesmo susceptível de alteração em face da evolução do meio envolvente da empresa analisada ou de uma alteração das previsões, pressupostos e métodos utilizados.

Apesar do conceito de recomendação de investimento poder abranger não só os tradicionais relatórios de análise financeira que incluam, directa ou indirectamente, uma recomendação, como também toda e qualquer informação que encerre uma recomendação de investimento/desinvestimento ou uma mera sugestão indirecta de investimento/desinvestimento, o presente Estudo não deve ser entendido como uma recomendação de compra, venda ou manutenção dos valores mobiliários objecto de estudo e, nem tão pouco, uma recomendação de aceitação ou rejeição da Oferta Pública de Aquisição que pende sobre as acções representativas do Capital Social da empresa em Estudo ou das empresas, directamente ou indirectamente relacionadas com a operação em causa.

O autor do estudo detém acções da Sociedade Portugal Telecom. Essas acções não ultrapassam os dois por cento dos direitos de voto na Portugal Telecom. Tal situação pode constituir conflito de interesses real, aparente ou possível, com respeito ao envolvimento do titular das acções e a sua participação, directa ou indirecta, no presente estudo.

Entende-se como conflito de interesses qualquer situação em que Autor deste Estudo, tenham um interesse de natureza financeira ou de outra natureza que possa influir de forma indevida na opinião ou posição tomada com relação ao presente Estudo. Um conflito de interesses possível existe nas situações em que qualquer pessoa relacionada com o assunto ou utentes da informação possa ter dúvidas se o conflito existe.

(Página propositadamente deixada em branco)

CONSIDERAÇÕES GERAIS

Considerações gerais

O presente estudo tem como objectivo encontrar o *Fair Value* dos valores mobiliários que constituem o Capital Social da Vivo Participações, S.A. com vista a suportar um artigo de opinião no âmbito da Oferta da Telefónica sobre 50% da Brasilcel detida pela Portugal Telecom.

A menos que seja mencionado, todos os dados recolhidos das demonstrações financeiras reportam a 31 de Dezembro de 2009 (com necessários ajustamentos quando seja o caso) e os factos e outras informações são os últimos possíveis de obter à data do Estudo.

Suposições:

Durante todo estudo, os cálculos foram feitos baseados na informação disponibilizada pelas empresas observadas e as estimativas calculadas pelo livre juízo do autor do estudo de acordo com a sua melhor opinião.

Assumiu-se: (1) a continuação da actividade da empresa (2) não se considerou a presente crise económica e financeira com um eventual aumento do *spread* dos financiamentos e manutenção das taxas directoras (3) o racional económico por trás de qualquer Oferta (4) o racional económico por trás de qualquer investimento (5) o risco do país para o apuramento do custo médio ponderado do capital, tendo em consideração a não diversificação do investimento na Vivo na óptica de uma aquisição de controlo (6) uso do *DFCM* a dez anos considerou-se um crescimento anual do EBIT de 15% até ao sétimo ano, uma estagnação no oitavo ano e um crescimento de 1,5% para o último ano, tendo em conta a entrada em velocidade cruzeiro do EBIT (7) riscos de mercado, nomeadamente sistemáticos, e não foram considerados riscos específicos.

Fontes:

O estudo foi baseado em informação pública disponibilizada pela empresa e nos websites da Yahoo! Finance, Reuters e Bloomberg. Toda a informação relacionada directamente com a empresa foi revista em confronto com dados obtidos no *website* da CMVM, CVM (Brasil), na SEC (EUA) e nas demonstrações financeiras.

Incerteza:

Os dados recolhidos são considerados como altamente fidedignos. No entanto, não nos foi possível efectuar uma auditoria à empresa, nomeadamente procurando apurar o justo valor dos seus activos em separado a preços de mercado ou outras circunstâncias que possam afectar a geração de *cash flow* futuro.

FACTORES DE RISCO

Factores de risco

Numa decisão de investimento e na formulação de um juízo sobre o valor dos títulos mobiliários que constituem o alvo do investimento, os accionistas actuais e potenciais, deverão ponderar o risco associado a esse mesmo investimento.

Os riscos identificáveis na actividade da Vivo, prendem-se essencialmente com:

- **risco sistemático**; traduzido no risco geral de mercado em todo o seu conjunto, como por exemplo aspectos políticos, sociais ou económicos do mundo, do país ou do sector, ou ainda outros riscos que alterem o comportamento da maioria dos investidores e demais *stakeholders*. Sublinhando que a VIVO quer pelo sector onde opera, quer pela própria actividade, organização e distribuição geográfica, está sujeita a riscos derivados:
 - da regulação do mercado de telecomunicações;
 - de câmbios desfavoráveis;
 - de subida das taxas de juro;
 - do comportamento do mercado em todo o seu conjunto.

- **risco específico**; traduzido no risco individual da própria Vivo, relacionado com a sua situação económico-financeira, em específico com os relacionados com os aspectos que possam condicionar as perspectivas de resultados futuros. Dos quais destacamos:
 - forte competição (perda de clientes, redução de margens);
 - eventual incapacidade para executar a estratégia empresarial e planos de investimento anunciados;
 - risco de litígio;
 - risco de incapacidade de financiamento e falta de liquidez;
 - risco tecnológicos e operacionais;
 - risco de incapacidade de *R&D*

Para além dos riscos acima identificados os investidores devem também considerar a possibilidade de outros riscos e incertezas actualmente desconhecidos ou de momento considerados materialmente irrelevantes em termos de efeito negativo na actividade, situação financeira ou resultados operacionais da Vivo

DISCLAIMER

1. Termo de não responsabilidade

Este estudo deve ser entendido como um artigo de opinião, com o objectivo de promover o estudo e a formação financeira. Qualquer uso do presente estudo é feito sem nenhum tipo de garantia.

O utilizador deste estudo assume o risco completo por qualquer uso que faça deste. Em nenhuma circunstância o autor ou a ATM serão responsáveis por danos directos ou indirectos causados pela utilização deste documento, incluindo, sem limitação, qualquer tipo de perdas (efectivas ou de oportunidade) ou outro qualquer incidente ou dano em consequência do uso deste estudo.

Este estudo não encerra nenhuma recomendação de compra ou venda, mas apenas uma interpretação e opinião sobre o passado, presente e futuro da empresa observada e é feito sem nenhum tipo de garantias. Esta opinião não deve ser usada por ninguém como decisão de investimento. O(s) autor(es) e a ATM não aceitam a responsabilidade por qualquer perda ou dano que possa ser originado pelo uso desta opinião.

2. Conflito de Interesses

Para além do aviso sobre conflito de interesses presente neste estudo, esclarece-se, nos termos do artigo 12.º-C do Cód.V.M., sobre “recomendações de investimento e divulgação de conflito de interesses”, o seguinte:

A pessoa singular, supra identificada como autora da análise, assim como seus familiares, detêm directa ou indirectamente acções na Portugal Telecom, adquiridas no dia 29 de Junho de 2010 ao preço de EUR8,30, participação essa que no seu conjunto é inferior a dois por cento do Capital Social e dos Direitos de Voto da Portugal Telecom.

Tal situação pode constituir conflito de interesses real, aparente ou possível, com respeito ao envolvimento dos titulares das acções e a sua participação, directa ou indirecta, no presente Estudo.

3. Grupo de trabalho

Nos termos do n.º 1 do artigo 12.º-D do Cód.V.M., sobre a “divulgação de recomendações de investimento elaboradas por terceiros”, informa-se o seguinte:

3.1. Pessoa Colectiva Autora do Estudo

ATM | Associação de Investidores e Analistas Técnicos do Mercado de Capitais publica o estudo no seu website mas não pode ser considerada como autora do Estudo, uma vez que o mesmo é da inteira e única responsabilidade do autor abaixo indentificado.

3.2. Pessoa Singular Autora da Análise

Octávio Viana, Presidente da Direcção da ATM

3.3. Relator

Octávio Viana, Presidente da Direcção da ATM

4. Conteúdo da recomendação

Nos termos do n.º 1 do artigo 12.º-E do Cód.V.M., sobre o “divulgação através de remissão” e porque a inclusão de toda a informação usada no presente Estudo, nomeadamente as Demonstrações Financeiras, os comunicados sobre factos relevantes da Sociedade estudada, mostra-se notoriamente desproporcional em relação à sua extensão, atendendo que é bastante extensa e facilmente acessível a qualquer pessoa através do sítio da internet da CMVM, a pedido dirigido directamente à CMVM, no sítio da internet da Sociedade Estudada, a pedido dirigido directamente ao gabinete de relações com o investidor da Sociedade Estudada, remetemos todos os interessados nessa informação para pedido feito às entidades e sociedades referenciadas que serão obrigados a facultar a mesma ou a pedido que nos pode ser feito através do correio electrónico ou por carta abaixo identificados.