O jogo das estratégias nas OPA - caso Sonae/Portugal Telecom

Neste trabalho são analisados os pressupostos teóricos que estão na base do lançamento das Ofertas Públicas de Aquisição (OPA) e o comportamento que podem adoptar as empresas alvo das ofertas. À luz daqueles pressupostos, analisa-se o caso da OPA lançada pela Sonaecom sobre a Portugal Telecom SGPS, S.A. (Sonae/PT).

Por Cláudia Teixeira Lopes, Helena Santos de Oliveira e Carlos Alberto da Silva e Cunha

Cláudia Teixeira Lopes
- Mestre em Finanças
- Docente do Ensino Superior

Helena Santos de Oliveira
- Mestre em Finanças
- Docente do Ensino Superior

Carlos Alberto da Silva e Cunha
- Mestre em Contabilidade e Administração
- Docente universitário
- Revisor Oficial de Contas

As operações de OPA têm sido amplamente analisadas na teoria financeira das empresas, pois 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.

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.

A OPA pode ser amigável, quando existe acordo com os accionistas da empresa alvo, ou hostil, no caso de ausência de acordo entre os intervenientes, levando a uma subida da cotação das acções da empresa alvo, sobretudo nesse último caso, como refere Valente (1998).

Contudo, a distinção entre uma compra hostil ou amigável é de difícil percepção como afirma Schwert (2000, pp.2600): «Because public announcements of takeover attempts are part of negotiating strategies, the problem of distinguishing between hostile and friendly transaction is complex.»

De facto, a natureza de um anúncio público, fazendo parte de uma estratégia negociável, torna difícil perceber se se trata, ou não, de uma oferta hostil.

Apesar da distinção entre uma aquisição hostil e amigável não ser muito clara, alguns aspectos ajudam a esclarecer as diferenças. Conforme refere DePamphilis (2005) uma OPA é considerada hostil quando:

- A oferta efectuada implica a transferência do controlo da empresa alvo;
- A forma consiste numa oferta pública;
- Não existe o acordo da estrutura de accionistas da empresa alvo.

Deste modo, o caso Sonae/PT assume as características de uma transacção hostil: a oferta destina-se à aquisição de 50,01 por cento do capital da PT, logo implica a transferência do controlo; o anúncio efectuado foi público e a reacção do conselho de administração da PT consubstanciou-se na discordância com a OPA, tendo sido alegado que não se encontram reunidas as condições para o acordo da actual estrutura de accionistas da PT.

Estratégias subjacentes às OPA - A eficiência de mercado

A eficiência do mercado constitui um elemento-chave para a ocorrência deste tipo de operações. Hay e Morris (1991) referem que se as cotações não reflectirem correctamente o valor da empresa, então estão reunidas as condições para que as aquisições das empresas ocorram, suportadas pela existência de estabilidade política.

Fama (1970) apresenta três condições para a definição de eficiência do mercado, as quais têm sido alvo de inúmeros testes empíricos:

• A primeira assenta na hipótese de que existe uma eficiência forte, ou seja, toda a informação sobre a empresa, pública e privada, interna e externa, está reflectida na cotação das acções, o mercado é eficiente em termos de informação, caracterizando-se pela ausência de informação privilegiada *(inside information)*. Contudo, tem havido consenso da não verificação desta hipótese, a qual serve de ponto de partida para as investigações;

• A segunda formulação centra-se na hipótese de eficiência semi-forte ou moderada do mercado, a qual estabelece que os preços reflectem toda a informação pública, histórica ou previsional. Esta hipótese reúne razoável consenso entre diversos investigadores;

• Finalmente, a terceira formulação incide na hipótese de eficiência fraca, em que os preços dos activos apenas reflectem a informação histórica disponibilizada pela empresa. Existe grande consenso nesta hipótese, a qual dá lugar à análise fundamental, procurando explicar a formação dos preços dadas as imperfeições de mercado.

Fama (1991) reforçou a ideia de que num mercado de forte eficiência, as cotações das acções e o valor fundamental das empresas são coincidentes, já que o valor de mercado da empresa reflecte correctamente o valor potencial dos rendimentos futuros.

Hay e Morris (1991) definiram três condições para se verificar a eficiência de mercado:

• Inexistência de custos de agência, em que os gestores apenas promovem os interesses dos accionistas, sem que seja necessária a sua monitorização;

• A existência de gestores eficientes que conseguem obter os proveitos com os menores custos, dada a tecnologia existente;

• Mercado de capitais eficiente na acepção forte definida por Fama (1970), em que toda a informação está disponível.

Caso não se verifique uma ou mais destas condições, a cotação não reflecte o valor da empresa, surgindo então a possibilidade de ocorrerem operações de aquisição.

As motivações da empresa oferente

Os factores que levam uma empresa a lançar uma OPA sobre outra empresa decorrem da não verificação dos pressupostos de um mercado eficiente. Assim, o oferente faz uma proposta de aquisição porque reconhece que determinada empresa está subavaliada pelo mercado. Outra possibilidade diz respeito à detecção de uma ineficiente gestão dos factores produtivos, dada a tecnologia existente, e elevados passivos intangíveis ocultos que podem ser eliminados no futuro. E também quando os accionistas da empresa oferente identificam custos de agência elevados, na medida em que os gestores da empresa alvo promovem os interesses pessoais em detrimento dos interesses da empresa.

Adicionalmente, mesmo num mercado eficiente, pode haver lugar a operações de aquisição se forem detectadas sinergias como refere Lopes (2000). Estas sinergias podem ser identificadas em seis áreas da empresa:

• **Financeira** – visando uma estrutura de capitais mais favorável, nomeadamente maior capacidade de endividamento, menor custo de acesso a capital. As empresas com baixo nível de endividamento tornam-se por isso mais vulneráveis;

• **Distribuição** – com o objectivo de conseguir uma presença mais forte no mercado, aproveitando a carteira de clientes para oferecer os seus próprios produtos;

• **Operacional** – para obter economias de escala e de gama, permitindo ganhos efectivos na utilização dos factores produtivos pelo melhor aproveitamento da estrutura existente (tanto ao nível da dimensão como da diversidade dos negócios) e não tão só uma operação de *downsizing*. Nestes casos, as empresas menos eficientes apresentam maior susceptibilidade de serem alvo face às de maior eficiência;

• ***Marketing*** – procura de uma melhor imagem com uma redução efectiva das despesas com publicidade;

• **Estratégica** – relacionada com o crescimento da empresa por via externa, alternativamente à via orgânica ou interna, tendo ainda em conta as potencialidades de crescimento da empresa a adquirir;
• **Fiscal** – com o objectivo de diminuir o lucro tributável, quando a empresa a adquirir apresenta prejuízos.

Finalmente, a OPA pode resultar da intenção de aumentar o poder de mercado, onde para além dos potenciais ganhos de eficiência na utilização dos factores produtivos pode estar em causa a perda de eficiência social devido à eventual manipulação dos preços. A Sonae alega ineficiência de gestão por parte da administração da PT, uma das condições essenciais para a existência de OPA segundo Hay e Morris (1991), para além de alegar a falta de concorrência na rede fixa e de cabo.

Contudo, também podemos pensar que, ao juntar as duas empresas do telefone móvel, assume uma posição dominante no mercado, sendo, contudo, de referir que também vivemos até agora em regime de monopólio na rede fixa, o que, provavelmente, irá terminar, quer haja sucesso ou não na operação lançada.

Características da empresa alvo

Quanto às características das empresas alvo de uma OPA hostil, Schwert (2000) analisa o desempenho económico recorrendo às DF relativas ao ano fiscal anterior à OPA. O autor recolhe evidência que permite conduzir que as empresas de grande dimensão, medida em termos de capitalização bolsista, tornam-se mais propensas a serem alvo, podendo reflectir a maior vontade de resistir por parte dos gestores. O mesmo autor também observa que as empresas com menor crescimento das vendas também tendem a ser alvo face às restantes empresas do sector, pois um fraco crescimento das vendas indica uma provável má utilização dos activos.

Outros resultados a que chegou, os quais são, todavia, inconsistentes com o esperado, indicam que as empresas alvo apresentam tendencialmente as seguintes características, face às suas pares:

• Endividamento inferior, dado pelo rácio entre os empréstimos obtidos e o valor contabilístico dos capitais próprios (*debt/equity*);
• Valor de mercado face ao valor contabilístico mais baixo, medido pelo rácio entre o valor de mercado das acções ordinárias e valor contabilístico do capital próprio (*market/book*), que tem sido referido como a má utilização dos activos;
• Rendibilidade dos capitais próprios mais elevada, a qual resulta do quociente entre o resultado líquido e o valor contabilístico dos capitais próprios (*return on equity*);
• Rácio das cotações/resultados inferior, obtido através da divisão da cotação do fim do ano e dos resultados por acção (*price/earnings*).

Jogo de risco – comportamento da empresa alvo

Quando uma empresa lança uma OPA sobre outra não sabe qual irá ser a reacção da empresa alvo. Esta incerteza relativa ao sucesso da sua oferta constitui um jogo com diferentes cenários possíveis, tendo em conta a reacção de outras empresas que identifiquem interesses potenciais e também dos accionistas apanhados pela OPA.

Tratando-se de uma OPA amigável, a operação ocorre com benefício para ambas as partes intervenientes. Por um lado, os accionistas da empresa alvo ganham com a inerente subida da cotação das suas acções, por outro lado, a empresa oferente, ao concretizar as suas estratégias para aumento do valor da empresa adquirida, está também a aumentar o seu valor.

Sendo uma OPA hostil, existe sempre a possibilidade de surgir uma OPA concorrente, onde uma terceira entidade efectua uma OPA alternativa à inicial, podendo esta ser mais próxima dos interesses dos accionistas da empresa alvo, designada essa entidade por *white knight*. Outro cenário possível corresponde a uma contra-OPA, em que os accionistas da empresa alvo lançam uma OPA alternativa à da oferente no sentido de ser mantida a estrutura accionista. Pode ainda dar-se o caso de OPA sobre a oferente.

No caso Sonae/PT ainda surgiram rumores de OPA concorrentes como a da espanhola

Telefónica, um dos principais accionistas da PT com 9,96 por cento (3 de Março de 2006), mas nenhuma chegou a ser concretizada. No entanto, o facto da empresa espanhola Telefónica, uma das maiores operadores de telecomunicações do mundo e parceira da PT na *joint-venture* para os negócios móveis no Brasil, ter negociado a britânica O2 deixou a PT mais fragilizada.

Quanto à incerteza da OPA em ser bem sucedida, a empresa alvo dispõe de diversas alternativas para contrariar o sucesso da mesma. Todavia, parece consensual que os seus accionistas procurem tirar o maior proveito possível de tal operação, ainda que pareçam defender o interesse da empresa que representam (Christie e Zimmerman, 1994). Apesar de se verificar sempre um aumento das cotações reflectindo o prémio que a empresa oferente está disposta a pagar para conseguir comprar as acções da empresa alvo, este prémio tende a ser maior no caso de se tratar de uma OPA hostil. Este facto revela-se coerente na medida em que numa OPA hostil a oferente pretende assumir o controlo da empresa, sendo que o poder de controlo, implicando mais de 50 por cento do capital tem um custo superior (Damodaran, 2005).

Uma das características protectoras dos accionistas da empresa alvo consiste na estrutura piramidal. Esta é uma estrutura complexa da propriedade de uma empresa, a qual permite uma maior protecção aos seus accionistas como indica Mota (2003, pp.50): «This type of ownership structure allows stable control over both small and large companies, with few control changes, especially avoiding hostile takeovers.»

Adicionalmente, a empresa alvo dispõe de diversas estratégias defensivas, as quais podem ser agrupadas em pré-anúncio *(prebid defenses)* e pós-anúncio (*postbid defenses*), como refere DePamphilis (2005). No primeiro grupo surgem as estratégias adoptadas pela empresa antes de esta sofrer uma OPA. Destas, destacam-se as seguintes:

• **Pára-quedas dourado *(Golden parachutes)*** – traduzem-se em cláusulas que beneficiam apenas alguns dos trabalhadores da empresa alvo, designadamente através da definição de avultadas quantias a receber, em caso de ofertas de aquisição;

• **Repelente de tubarões *(Shark repellants)*** – consiste na definição de regulamentação sobre aspectos fundamentais da empresa como a sua denominação, objecto social e órgãos sociais, limitando a actuação dos accionistas. Assim, as orientações são dadas pelos fundadores da empresa o que desmotiva a sua aquisição;

• **Cápsulas envenenadas *(Poisson pills)*** – consiste na criação de títulos com direitos especiais que podem ser exercidos no caso de existência de tentativas hostis de aquisição ou quando se conhecer que um terceiro já adquiriu uma percentagem relevante de acções que pode provocar alterações na vida actual da entidade. 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;

• **Acção dourada *(Golden share)*** – acção que confere ao seu detentor o direito ao veto.

No segundo grupo englobam-se as estratégias passíveis de serem utilizadas pela empresa após ter conhecimento de que foi alvo de uma OPA. Destas, evidenciam-se as seguintes:

• **Defesa de *pacman*** – quando a empresa alvo da OPA faz uma oferta sobre o capital da empresa oferente. Esta é uma estratégia raramente usada e pode ser mutuamente destrutiva por causa dos elevados montantes de endividamento para implementar a operação;

• **Cavaleiro branco *(White knight)*** – quando a empresa alvo procura ser adquirida por outra, por se encarar que é mais adequada aos interesses da empresa do que no caso da oferente. Naturalmente que esta outra empresa terá de fazer uma proposta da aquisição mais favorável, mas exigirá medidas de protecção face a uma eventual contra -OPA da oferente;

• **Reestruturação da empresa** – através da venda de activos atractivos e com esse dinheiro conseguir implementar uma medida defensiva, como recompra de acções. Em limite, a empresa alvo pode solicitar a sua liquidação;

• **Alegação de ilegalidades** – relacionadas com as leis anti-concorrência ou com práticas fraudulentas por parte da empresa oferente recorrendo ao tribunal e pelo menos atrasar o processo;
• **Utilização do excesso de liquidez** – para pagamento de dividendos para desencorajar os actuais accionistas de venderem as acções ou o oferente ter de elevar ainda mais o preço;
• **Aumento do endividamento** – de forma substancial para pagamento de dividendos ou compra de acções próprias. Assim, esta torna-se menos atractiva para a empresa oferente uma vez que reduz a sua capacidade de endividamento, a qual poderá já estar reduzida devido ao financiamento da OPA.

No caso em análise, identificamos uma medida defensiva pré-anúncio que consiste na *golden share* detida pelo Estado português sobre a PT, que terá de abdicar desse direito, condição exigida pela Sonae. A *golden share* permite ao Estado português:
• Eleger um terço do número total de administradores, incluindo o Presidente do Conselho de Administração;
• Autorizar a distribuição de dividendos superiores a 40 por cento dos lucros anuais distribuíveis;
• Aumentar o capital e outras alterações aos Estatutos;
• Emitir obrigações e outros títulos de crédito;
• Autorizar para que um accionista exerça, directa ou indirectamente, uma actividade concorrente da PT possa ser titular de acções ordinárias representativas de mais de 10 por cento do capital social da PT;
• Alterar os objectivos gerais e os princípios fundamentais das políticas e opções estratégicas da PT, nomeadamente relativos à tecnologia a adoptar, desenvolvimento de redes e prestação de serviços;
Definir os princípios gerais de política de participação em sociedades, incluindo a autorização de aquisições e alienações.

No entanto, não se conhece, neste momento, a posição do Estado, que poderá vetar, ou não, a OPA na Assembleia geral da PT a realizar em Abril próximo, *in* http://jn.sapo.pt/2006/02/12/economia. Convém referir que o Governo português se encontra pressionado por Bruxelas a fim de abdicar da *golden share* detida na PT, tendo a Comissão Europeia elaborado um relatório onde sublinha os custos decorrentes da falta de concorrência no sector das telecomunicações em Portugal.

Porém, a Comissão de Trabalhadores (CT) da PT defende a manutenção pelo Governo da *golden share* na empresa. Em comunicado ao Jornal de Notícias (JN), a CT afirma que «só a garantia de que o Governo pode supervisionar e intervir, através de prerrogativas especiais, é possível contrariar decisões que não defendam os interesses de Portugal, a empresa, os clientes e os trabalhadores", *in* http://jn.sapo.pt/2006/02/14/economia.

Quanto a medidas pós-anúncio, observamos no dia 6 de Março a utilização do excesso de liquidez para pagamento de dividendos aos actuais accionistas e assim desencorajar a venda das acções, pelo menos ao preço oferecido.

Caso Sonae/PT - Motivos anunciados pela Sonae

Uma das razões apontadas pelos administradores da Sonae refere-se ao aproveitamento de sinergias operacionais, nomeadamente com o aumento da dimensão surgem ganhos potenciais na utilização mais eficiente dos factores produtivos através do melhor aproveitamento das estruturas existentes. Por outro lado, a Sonae refere ainda uma gestão ineficiente dos recursos, alegando ser possível obter maior rendimento dos factores produtivos, dada a tecnologia existente, o que significa ter que mexer nos passivos intangíveis ocultos, que anulam parcialmente os activos intangíveis.

De acordo com o documento apresentado na Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), no passado dia 27 de Fevereiro, para efeitos de registo da referida OPA, a Sonaecom, SGPS, SA, apresenta como motivos estratégicos e de desenvolvimento:
• Reforçar a capacidade de competir da Sonaecom/PT no quadro de um mercado português de telecomunicações mais concor-

rencial e num sector cada vez mais global reorientando a estratégia de crescimento internacional na área móvel para participações em empresas controladas e que assegurem um ganho efectivo de escala e vantagens competitivas para o conjunto;
• Definir uma estratégia clara de parcerias internacionais, comerciais e tecnológicas;
• Instituir uma forte liderança accionista.
Neste sentido, o grupo Sonaecom propõe adquirir uma posição accionista de controlo da PT, de forma a assegurar uma base accionista portuguesa estável e sólida para este importante activo estratégico nacional.
O grupo Sonaecom propõe dinamizar a Sonaecom/PT através da sua experiência e competência na indústria das telecomunicações, da sua capacidade para prosseguir uma estratégia de internacionalização e de crescimento e de uma gestão mais eficiente no quadro de uma concorrência cada vez mais global, com os consequentes benefícios para todos os *stakeholders*, incluindo accionistas, trabalhadores e clientes da Sonaecom/PT, bem como para os interesses estratégicos nacionais.
Assim, a conjugação dos negócios do grupo Sonaecom e da PT determinará um fortalecimento e um reforço das capacidades competitivas das respectivas empresas, no quadro de um mercado português de telecomunicações mais concorrencial, dinâmico, eficaz, eficiente e exigente.
No entanto, para que o negócio seja possível, a Sonae admite proceder à venda de alguns activos, como seja a rede fixa e a participação no Brasil, após a compra da PT, para fazer face ao serviço da dívida, relativo ao financiamento garantido pelo grupo Santander, reestruturando o grupo e dando-lhe eficácia, dado o novo enquadramento.
No que diz respeito à experiência no ramo das telecomunicações a PT é a empresa que iniciou a actividade dentro do sector e que dispõe do quadro com maior experiência. Mas, por outro lado, a Sonaecom também já adquiriu experiência no sector e tem juventude para investir o que permite adivinhar algum sucesso.

Análise estatística: indicadores económicos

Nesta secção temos dois objectivos: tendo em conta o que se disse anteriormente, a empresa menos eficiente será a empresa alvo. Assim, é objectivo verificar se, neste caso, a empresa menos eficiente é de facto a empresa alvo da oferta de aquisição. Assim, vamos analisar se a Sonaecom apresenta melhores desempenhos do que a PT. Com base nos relatórios e contas das duas empresas são analisados alguns indicadores no sentido de examinar qual das empresas apresenta os melhores desempenhos;
De acordo com o estudo referido no ponto 2.3, as empresas que são alvo de uma OPA exibem piores desempenhos do que restantes do mesmo sector. Assim, o outro objectivo que definimos é verificar se tal acontece, para o que iremos analisar o desempenho avaliado pelo mercado e também o resultante das medidas contabilísticas.
Com os propósitos atrás referidos, recorremos à informação contabilística divulgada nas DF relativas ao exercício de 2004 (31 de Dezembro) para as empresas do sector das comunicações:

Painel A	Oferente Sonaecom	Alvo PT
Total do activo	1 058 milhões de euros	12 963 milhões de euros
Dívida líquida	256 milhões de euros	3 123 milhões de euros
Total do capital próprio	440 milhões de euros	2 705 milhões de euros
Passivo	618 milhões de euros	9 677 milhões de euros
Interesses minoritários	183 milhões de euros	581 milhões de euros
Empréstimos de médio/longo prazo	305 milhões de euros	3 666 milhões de euros
Empréstimos de curto prazo	2 milhões de euros	1 396 milhões de euros
Resultado líquido	18 milhões de euros	500 milhões de euros
Número de acções	226 250 000	1 166 485 050
Dimensão (capitalização bolsita em 31/Dezembro/2004)	859 milhões de euros	10 615 milhões de euros
Endividamento (debt/equity)	0,70	1,54
Número de trabalhadores	2 309	8.311
ROA (Resultado/Activo)	1,7 %	3,9 %

Continua na página seguinte

Início na página anterior

Painel A	Oferente Sonaecom	Alvo PT
EV/EBITDA[1]	3,46	2,76
Total EBITDA	201 milhões de euros	2 325,9 milhões de euros
Margem EBITDA	23 %	38,6 %
EBITDA por segmento de negócio:		
- Rede fixa	n.d.	902,4 milhões de euros
- Móvel Portugal	n.d.	746,7 milhões de euros
- Móvel Brasil	n.d.	496,3 milhões de euros
- Outros	n.d.	363,3 milhões de euros
Crescimento das vendas	5 %	4,5 %
Proveitos	887 milhões de euros	6 195 milhões de euros
Custos pessoal /volume de negócios	11,5 %	10,3 %
FSE /volume de negócios	54,2 %	33,5 %
Quota de mercado total	12 %	80 %
PER[2]	24,41	5,41
Valor Contabilístico de cada acção em 31 de Dezembro de 2004	1,95 euros	2,81 euros
Valor Contabilístico de cada acção em 30 de Setembro de 2005	1,98 euros	3,20 euros

Painel B	Oferente Sonaecom	Outras empresas Vodafone[3]
Total do activo	1 058 milhões de euros	1 250 milhões de euros
Total do capital próprio	440 milhões de euros	824 milhões de euros
Passivo	618 milhões de euros	426 milhões de euros
Interesses minoritários	183 milhões de euros	-----
Empréstimos de médio/longo prazo	305 milhões de euros	-----
Empréstimos de curto prazo	2 milhões de euros	16 milhões de euros
Resultado líquido	18 milhões de euros	131 milhões de euros
Número de trabalhadores	2 309	1 787
ROA (Resultado/Activo)	1,7 %	11 %
Total EBITDA	201 milhões de euros	352 milhões de euros
Margem EBITDA	23 %	30,3 %
Crescimento das vendas	5 %	12 %
Proveitos	887 milhões de euros	1 294 milhões de euros
Custos pessoal /Volume de negócios	11,5 %	6 %
FSE /Volume de negócios	54,2 %	61 %
PER	24,41	6,26

A dimensão, a taxa de crescimento, o equilíbrio competitivo e as margens de rendibilidade de uma entidade face ao mercado são alguns dos principais pontos a ter em conta na análise da sua atractividade.

De acordo com Schwert (2000) verificamos que a PT apresenta uma maior dimensão face à Sonaecom e um crescimento de mercado inferior à média do sector (4,7 por cento), o que indica uma maior propensão a ser alvo de uma OPA mas também uma maior capacidade de resistência por parte dos gestores. Relativamente ao crescimento das vendas face ao sector indica uma provável má utilização dos activos, porém os rácios económicos apresentam melhores desempenhos.

No que diz respeito à selecção da PT pela Sonae para lançar a OPA, tem a ver com o facto de ser a maior empresa do sector das telecomunicações e ser nacional, tendo ainda como incentivo o facto de não ter uma liderança forte e os accionistas disporem de posições que não excedem os 10 por cento. Relativamente aos outros operadores de telecomunicações a operar em Portugal, temos a Vodafone, empresa a actuar no mercado mundial em que o seu capital social é detido por dois accionistas principais, o que complicaria a negociação para lançar uma OPA, e a ONI que é detida pelo grupo EDP, deixando assim a PT mais vulnerável a este tipo de operações.

Um outro factor determinante é a tendência existente no sector das telecomunicações, devido a mudanças e inovações relevantes, efectuadas através de parcerias para oferecer serviços e produtos, para além das chamadas locais e de longa distância, como por exemplo a banda larga, a comunicação interactiva da *Internet*, a televisão por cabo, entre outras. Sendo a PT pioneira e líder no lançamento das diferentes áreas de negócio

através de parcerias, também a deixou mais "apetecível" a uma potencial OPA.
Também verificamos que a PT é a única empresa do sector das telecomunicações a apresentar o EBITDA por áreas de negócio, no seu relatório de gestão, e analisamos que em qualquer área de negócio o seu EBITDA é superior ao EBITDA total de qualquer uma das empresas concorrentes no sector.

Reacção do mercado

Atendendo à importância que as OPA desempenham na reestruturação do tecido empresarial e à sua frequência, é interessante analisar o impacto que elas produzem sobre a riqueza dos accionistas da empresa alvo e das empresas que as lançam. Para isso vamos analisar a evolução da cotação das acções das empresas do sector:

Valor da cotação de cada acção	SONAE, SGPS (€)	SONAECOM (€)	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

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

As cotações do dia 7 de Fevereiro, dia seguinte ao anúncio da OPA da Sonae sobre a PT, apresentaram os melhores valores dos últimos meses. O PSI-20, principal índice da Euronext Lisboa, ganhou 3,8 por cento, a PT valorizou 18,4 por cento e a PT Multimedia, também alvo de OPA, valorizou 2,9 por cento, a Sonae, SGPS e a Sonaecom valorizaram 3,3 por cento.

Tal como ocorreu com outras ofertas no período de Janeiro de 1991 a Abril de 1996, voltou a verificar-se que os anúncios preliminares das OPA criam impacto no comportamento bolsista dos títulos das empresas intervenientes – oferentes e visadas, o que está de acordo com o estudo efectuado por Oliveira *et al.* em 1997.

Assim, verificamos que nos dias seguintes ao anúncio preliminar da OPA Sonae/PT manteve-se a tendência positiva de aumento da cotação das acções e do volume de transacções efectuados em bolsa, o que provocou um aumento do índice PSI-20.

Também concorreram para a melhoria da cotação das acções e do volume de transacções as notícias publicadas na imprensa sobre rumores que apresentariam soluções de potenciais estratégias a levar a cabo para fazer frente à OPA Sonaecom/PT.

De acordo com Brandão (2002), mesmo em caso de insucesso das OPA, a cotação das acções da empresa alvo permanece alta nos meses seguintes à OPA. A permanência da cotação elevada da empresa alvo é justificada pelos seguintes motivos:

• A OPA é reveladora de que existe assimetria de informação entre dirigentes da empresa alvo e os seus accionistas;

• Os dirigentes da empresa alvo alteram as suas políticas e estratégias fazendo com que os seus accionistas vejam os seus pontos de vista melhor representados e o mercado reaja positivamente, aumentando a cotação bolsista;

• A probabilidade de ocorrer uma nova OPA, pelo que o mercado antecipa essa hipótese mantendo a cotação bolsista elevada.

Conforme verificamos na década anterior aos sucessivos anúncios de OPA, que movimentaram o mercado de capitais e que tinham como objectivo a privatização das empresas e sua concentração, neste momento estamos a assistir novamente a esse tipo estratégias, mas com objectivos diferentes, isto é, de forma a garantir a concentração de capitais num determinado grupo de empresas. Veja-se também o caso BCP/BPI, para tornar o BCP no maior banco nacional, limitando a capacidade de concorrência por parte de outras instituições financeiras e também actuar sobre o problema geográfico (Norte/Sul).

Conclusões

A OPA da Sonae sobre a PT é mais um passo decisivo no acelerado processo de recomposição do poder empresarial em Portugal, que tem estado repartido em três grandes categorias de protagonistas: os grupos financeiros privados, as grandes companhias nacionalizadas com sede em Lisboa e os grupos económicos nortenhos, *in* http://online.expresso.clix.pt/.

Neste sentido, podemos concluir que apesar do crescimento através da internacionalização, a PT mostrou ser uma empresa vulnerável e presa fácil e que o facto de o governo português deter uma *golden share* não serviu de barreira a potenciais compradores.

No que diz respeito à Sonaecom relativamente à estratégia encetada, verificamos que dada a sua pequena dimensão dentro do sector das telecomunicações apresenta problemas no que respeita à sua competitividade, pelo que lhe resta, co-

mo saída, uma estratégia de abandono através da sua venda/liquidação ou uma estratégia ofensiva para ganhar quota de mercado e assim tornar-se competitiva.
Após a análise do sector das telecomunicações verificamos que uma OPA sobre a Vodafone não teria êxito, uma vez que esta empresa é detida com maioria qualificada por dois accionistas, e sobre a ONI também não teria êxito por esta ser detida pelo grupo EDP. Estas empresas, tal como a Sonaecom, actuam principalmente no mercado das comunicações móveis. Assim, restava a PT, detentora da maior quota de mercado na rede móvel e fixa e em que nenhum accionista detém mais de 10 por cento do capital social da empresa, estando, assim, ao alcance de quem disponha de capital e capacidade de gestão.
Porém, o desfecho desta operação ainda é incerto e teremos de esperar para saber qual o seu resultado, não obstante se saber o interesse dos intervenientes, tanto do lado da oferente como do lado do visado, sendo certo que será, ou deverá ser, o mercado a decidir. ★

(Texto recebido pela CTOC em Maio de 2006)

Bibliografia

Brandão, Elísio (2002), *Finanças*, Porto Editora, cap. VII.

Christie, Andrew A. and Zimmerman, Jerold L (1994), *Efficient and Opportunistic Choices of Accounting Procedures: Corporate Control Contes*", Accounting Review, vol. 69, no. 4.

Damodaran, Aswath (2005), *The Value of Control: Implications for Control Premia, Minority Discounts and Voting Share Differentials*, Stern School Business.

DePamphilis, Donald (2005), *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*, 3.ª edição, Academic Press Advanced Finance Service.

Fama, Eugene F. (1970), *Efficient capital market: a review of theory and empirical work*, Journal of Finance, vol. 25, pp. 383-417.

Fama, Eugene F. (1991), *Efficient capital market II*, Journal of Finance, vol. 46, pp. 1575-1614.

Hay, Donald e Morris, Derak (1991), *Take-overs, mergers and the stock ma*rket, em *Industrial Economic and Organization - Theory and evidence*, cap. 14, pp.496-531, Oxford University Press (2.ª ed.).

Lopes, Cláudia P., (2000), *A concentração no sector bancário português na década de 90 – os efeitos sobre a eficiência*, Tese de Mestrado Faculdade de Economia do Porto.

Mota, Nuno M., (2003), *Ownership structure and firm performance: The Portuguese evidence*, Tese de Mestrado Faculdade de Economia do Porto.

Oliveira, Helena M. S., Moutinho, Victor M. F. (1997), *OPA's – Evidência no Mercado Português*, Trabalho apresentado em Corporate Finance, Universidade Portucalense Infante D. Henrique, Porto.

Valente, Hélder (1998), *Fusões e aquisições: Contributos teóricos para uma nova abordagem*, Comunicação para o 7.º Encontro Nacional de Economia Industrial, UTAD.

www.cmvm.pt/
www.sonae.com/
www.anacom.pt/
www.telecom.pt/
www.euronext.pt/
www.cgd.pt/
http://jn.sapo.pt/2006/02/14/economia
http://jn.sapo.pt/2006/02/12/economia
http://online.expresso.clix.pt/

(1) EV – Entreprise Value (Equity Value + Dívida Líquida + Interesses Minoritários) / EBITDA (Resultado Operacional + Amortizações + Provisões).
(2) *Equity value* / Resultado líquido.
(3) Os dados da Vodafone referem-se a 31 de Março de 2005, uma vez que o grupo adopta o ano económico de 1 de Abril de n a 31 de Março de n+1.