

AS ÚLTIMAS CINCO  
OPERAÇÕES DE  
REPRIVATIZAÇÃO EM  
PORTUGAL

OUTUBRO DE 2006

## ÍNDICE

1. **INTRODUÇÃO**
2. **ENQUADRAMENTO CONCEPTUAL**
  - 2.1 DEFINIÇÃO DE PRIVATIZAÇÃO E DE REPRIVATIZAÇÃO
  - 2.2 ENQUADRAMENTO GERAL JURÍDICO-ECONÓMICO
3. **ANÁLISE DAS OPERAÇÕES DE REPRIVATIZAÇÃO**
  - 3.1 SECTOR DA PASTA E DO PAPEL
    - 3.1.1 **GESCARTÃO, (S.G.P.S), S.A.**
      - 3.1.1.1 IMPACTO DA OPERAÇÃO
    - 3.1.2 **PORTUCEL – EMPRESA PRODUTORA DE PASTA E PAPEL, S.A.**
  - 3.2 SECTOR ENERGÉTICO
    - 3.2.1 **ELECTRICIDADE DOS AÇORES, S.A.**
      - 3.2.1.1 IMPACTO DA OPERAÇÃO
    - 3.2.2 **EDP – ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.**
      - 3.2.2.1 IMPACTO DA OPERAÇÃO
    - 3.2.3 **GALP ENERGIA (S.G.P.S.), S.A**
      - 3.2.3.1 IMPACTO DA OPERAÇÃO
4. **COMENTÁRIOS COMPARATIVOS**
5. **CONCLUSÃO**

## 1. INTRODUÇÃO

No âmbito do Estágio na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), é realizado este relatório, o qual tem como intuito a análise comparativa dos últimos cinco processos de reprivatização em Portugal, numa perspectiva jurídica e económica.

O interesse da presente temática prende-se com o compromisso assumido pelo Estado português em cumprir as metas delineadas no **Programa de Estabilidade e Crescimento 2003-2006**, sobretudo, as *Medidas de Reforma Económica* que visam a redução do peso do Estado na economia, a saber: o prolongamento do Programa de Privatizações (sectores da Pasta de Papel, Água, Energia, Transportes e Turismo) e a abolição da *holding* pública IPE – Investimentos e Participações Empresariais<sup>1</sup>.

Convém salientar que, o nosso estudo se centra, exactamente, no primeiro dos objectivos propostos pelo que iremos examinar as operações de reprivatização segundo uma abordagem sectorial.

Deste modo, numa primeira instância iremos analisar o **Sector da Pasta e do Papel**, em particular, as 2.<sup>a</sup> e 3.<sup>a</sup> fases de reprivatização da *Gescartão SGPS, S.A* que tiveram lugar em Junho de 2003, e a 2.<sup>a</sup> fase da *Portucel – Empresa Produtora de Pasta e Papel*, a qual foi aprovada em Julho de 2006. Em seguida, iremos debruçarmo-nos sobre o **Sector Energético**, mais concretamente, os casos da *EDA – Electricidade dos Açores, S.A*, cuja reprivatização ocorreu em Setembro de 2005; a 6.<sup>a</sup> fase da *EDP – Energias de Portugal, S.A* que ficou concluída em Dezembro de 2005 e, por fim, a que está na ordem do dia, a 4.<sup>a</sup> fase da *Galp Energia SGPS, S.A* que iniciou-se no presente mês de Outubro.

## 2. ENQUADRAMENTO CONCEPTUAL

### 2.1 DEFINIÇÃO DE PRIVATIZAÇÃO E DE REPRIVATIZAÇÃO

---

<sup>1</sup> Fonte: <http://www.dgep.pt/div/progest2003.pdf>

No sentido lato do termo diz-se que existe **Privatização** “quando a propriedade é transmitida, **total ou parcialmente**, do Estado para o sector privado”.<sup>2</sup> A **Reprivatização** pressupõe que este movimento tivesse sido precedido de uma **nacionalização** dos meios de produção por parte da entidade estatal, os quais por esta via regressam às mãos dos privados.

Na ordem jurídica portuguesa actual, não é dada importante relevância jurídica à distinção entre privatização e reprivatização, dado que, a montante, no caso das nacionalizações, como na constituição de uma entidade empresarial pelo Estado, este constitui os seus poderes *ex novo*. Por outro lado, a jusante, os efeitos jurídicos da alienação a privados, não têm dependido, em qualquer aspecto relevante, do facto de a empresa sujeita à alienação ter sido ou não, anteriormente, privada. É, inclusivamente, corrente verificarmos em diplomas oficiais, legislativos ou meramente políticos, que o Estado refere-se indistintamente a reprivatização ou a privatização.

## 2.2 ENQUADRAMENTO GERAL JURÍDICO-ECONÓMICO

A Constituição da República Portuguesa, tal como aprovada pela Assembleia Constituinte de 2 de Abril de 1976, previa no seu artigo 83.º, n.º1 a irreversibilidade das nacionalizações efectuadas depois do 25 de Abril de 1974, e a consequente inconstitucionalidade de qualquer privatização ou reprivatização daquelas entidades, feita sob a vigência dessa norma.

No entanto, ainda sob a vigência desta norma, entrou em vigor o diploma da transformação das empresas públicas em sociedades anónimas, Lei n.º 84/88, de 20 de Julho, que permitia, no seu art. 4.º que o Estado ou qualquer outra entidade pública alienassem acções de que fossem titulares da sociedade anónima resultante da transformação, com os limites previstos no artigo 5.º do mesmo diploma. Entre esses limites estava prevista a nulidade da alienação daquelas acções que implicassem a respectiva aquisição de mais de 10% por cada entidade adquirente não pública e a proibição de alienação a entidades estrangeiras de um total global de mais de 5% das acções a alienar.

---

<sup>2</sup> **Fonte:** Direcção-Geral de Estudos e Previsão (1999), *Privatizações e Regulação – A Experiência Portuguesa*, Ministério das Finanças, Lisboa, p.83.

A norma que permitia a alienação tinha como limite o artigo 2.º do diploma, pelo qual a entidade sujeita manter-se-ia no sector público, não obstante, a alienação de partes sociais a privados.

A norma não permitia a reversibilidade da nacionalização da entidade sujeita, os limites deste poder de alienar asseguravam que a influência determinante do Estado na entidade não estava em risco e, a Comissão Constitucional quando chamada a pronunciar-se sobre a inconstitucionalidade do diploma, assim o julgou. No entanto, pode considerar-se a Lei 84/88 um ensaio à revogação da norma constitucional que proibia a reversibilidade das nacionalizações.

A alienação aí permitida devia ser, por força do artigo 6.º, n.º 1 do diploma, realizada por transacção em bolsa de valores. E previa que fossem reservadas, em cada operação de alienação, participações a pequenos subscritores, trabalhadores e emigrantes.

A irreversibilidade das nacionalizações tinha sobrevivido à primeira revisão constitucional operada pela Lei Constitucional 1/82, de 30 de Setembro, mas não à segunda revisão constitucional publicada a 8 de Julho de 1989, que revogou a irreversibilidade das nacionalizações e previu a reprivatização da titularidade ou do direito de exploração de meios de produção e de outros bens nacionalizados depois do 25 de Abril de 1974, regulada por Lei-Quadro especial. No novo n.º2 previu-se a reprivatização das pequenas e médias empresas, indirectamente nacionalizadas após o 25 de Abril de 1974, por lei ordinária.

Em desenvolvimento do preceituado neste artigo 85.º, n.º1 foi aditado à Constituição o artigo 296.º, posteriormente, revisto pela Lei Constitucional 1/97 e renumerado com a revisão constitucional de 2004, para art. 293.º.

A Lei-Quadro das Privatizações, Lei n.º 11/90, publicada a 5 de Abril de 1990<sup>3</sup>, denunciava a ambição do Estado português em promover o desenvolvimento do

---

<sup>3</sup> A Lei 102/2003, revogou o n.º3 do artigo 13.º da Lei-Quadro, assim como o Decreto-Lei 380/93, de 15 de Novembro e o Decreto-Lei 65/94, de 28 de Fevereiro. Esta Lei 102/2003, desperta curiosidade por dois aspectos invulgares: primeiro, temos uma Lei ordinária, a revogar uma Lei de valor reforçado – só não haverá inconstitucionalidade se a Lei 102/2003, tiver sido aprovada segundo a maioria exigida à aprovação da Lei-Quadro; segundo, pelo facto das normas revogadas pela Lei 102/2003 terem sido objecto do processo C-367/98 no Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias, acção por incumprimento, movida pela Comissão Europeia contra Portugal pela adopção na sua ordem jurídica de normas que colidiam com o direito comunitário no que respeitava a um dos princípios fundamentais de

mercado de capitais, em apelar ao envolvimento dos cidadãos e estimular a modernização do sector empresarial português.

Não obstante a pertinência dos fins a que se destina, na realidade, o que justifica o recurso às reprivatizações são razões de ordem económica, nomeadamente, a urgência de obter receitas para fazer face a défices estruturais, decorrentes de sucessivas necessidades de financiamento da nossa economia e, por esta via, contribuir para a amortização do rácio da dívida pública no PIB.

Neste contexto, o Programa de Privatizações, aprovado pela Resolução do Conselho de Ministros 24/2006, de 28 de Fevereiro, merece uma atenção especial, na medida em que visa, simultaneamente, alcançar dois propósitos: por um lado, fomentar a **eficiência** na utilização dos recursos económicos, normalmente, associada à gestão privada e, por conseguinte, modernizar as unidades económicas e estimular a sua **competitividade**; por outro lado, viabilizar a **sustentabilidade das finanças públicas** através das receitas geradas pela alienação das participações e, sobretudo, pela contenção das despesas públicas<sup>4</sup>.

Ao mesmo tempo, com a prossecução do referido Programa, o Estado almeja restringir a sua participação na actividade económica, através de processos de **reestruturação sectorial e empresarial**, intervindo apenas para corrigir falhas de mercado e evitar situações que lesem o interesse público, *máxime*, os consumidores.

A compressão do sector empresarial do Estado emerge, assim, como um passo incontornável mas selectivo, donde, as áreas objecto de privatização são consideradas estratégicas do ponto de vista da competitividade nacional, pelo que o fim dos monopólios naturais das chamadas *Utilities* acaba por ser um sinal dos tempos e uma consequência inevitável da Globalização e da crescente integração dos mercados.

A tendência para que o mercado da energia eléctrica e do gás seja concorrencial, passou a vincular todos os Estados-membros da União Europeia, por força do artigo 3.º, n.º1 das Directivas 96/92/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, aprovada a 19 de Dezembro de 1996,<sup>5</sup> relativa à adopção de regras comuns para o mercado interno da

---

direito comunitário, o da liberdade de capitais entre os Estados-membros, actualmente prevista no artigo 56.º, n.º1 do Tratado da Comunidade Europeia, no qual o Estado português foi condenado.

<sup>4</sup> **Fonte:** [http://www.portugal.gov.pt/NR/ronlyres/150E3A59-F532-41E7-ACD1-323E94DFA2CD/0/Res\\_Programa\\_Privatizacoes\\_2006\\_7.pdf](http://www.portugal.gov.pt/NR/ronlyres/150E3A59-F532-41E7-ACD1-323E94DFA2CD/0/Res_Programa_Privatizacoes_2006_7.pdf).

<sup>5</sup> Revogada pela Directiva 2003/54/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Junho.

electricidade e do artigo 3.º, n.º1 das Directivas 98/30/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, aprovada a 22 de Junho de 1998, relativa à adopção de regras comuns para o mercado do gás natural.

A senda de liberalização impulsionou a reprivatização das empresas públicas dos sectores em liberalização, donde emergiu a necessidade de regulação e regulamentação da actividade privada nos mesmos. Assim, assistimos, por exemplo, à criação da Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos, em Abril de 2002.

A Lei 11/90, de 05 de Abril, (Lei-Quadro das Reprivatizações) recebeu os princípios previstos na Constituição desde a revisão de 1989, de que o processo de reprivatização deve ser, em regra e preferencialmente, o concurso público, ou oferta na bolsa de valores ou, ainda, a subscrição pública<sup>6</sup>; de que aos trabalhadores das empresas objecto de reprivatização deve ser conferido direito preferencial de subscrever uma percentagem do capital social da respectiva entidade; e o princípio da avaliação prévia dos bens a reprivatizar, por mais de uma entidade idónea e independente<sup>7</sup>.

No regime das privatizações e reprivatizações há, ainda, a ter em consideração o regime geral – de certa forma, supletivo – previsto na Lei 71/88, de 24 de Maio, que estabelece o regime de alienação das participações sociais detidas pelos entes públicos. Este diploma, regulamentado pelo Decreto-lei n.º 328/88, de 27 de Setembro, prevê que as alienações das participações dos entes públicos tal como definidos pelo art. 1.º, n.º2, e) da Lei 71/88, em conjugação com o Decreto-Lei 558/99, de 17 de Dezembro, devem ser prosseguidas, necessariamente, por concurso público, por transacção de bolsa ou por negociação particular.

As reprivatizações prosseguidas por oferta pública - *transacção de bolsa* - devem respeitar o previsto no Decreto-lei 486/99, de 13 de Novembro, que aprovou o Código dos Valores Mobiliários<sup>8</sup>, para as ofertas públicas de distribuição.

---

<sup>6</sup>A venda de acções a uma entidade pública com a obrigação desta emitir «obrigações de reprivatização», sob a forma de obrigações convertíveis em acções ou com direito a subscrição de acções, prevista pela Lei-Quadro, são um processo válido de reprivatização, desde que estejam salvaguardadas as suas exigências e que seja adequado esse processo de reprivatização em preterição dos indicados preferencialmente pela Constituição à protecção dos valores axiológicos recebidos pela Constituição. O mesmo acontece com o processo de reprivatização por venda sem precedência de concurso público, também previsto pela Lei-Quadro.

<sup>7</sup> A Lei-Quadro, 11/90, prevê no seu artigo 5.º, n.º1 que seja feita por duas entidades independentes escolhidas de entre as pré-qualificadas em concurso realizado para o efeito.

<sup>8</sup> Última alteração ao diploma pelo Decreto-lei 52/2006, de 15 de Março, rectificado pela Declaração de Rectificação 21/2006, de 30 de Março.

A existência de direitos especiais do Estado, a sua manutenção e exercício, sobre a administração das empresas reprivatizadas, que a Lei-Quadro prevê, só são permitidos à luz do direito comunitário se, cumulativamente, forem suficientemente precisos e objectivos, fundamentados em interesse geral relevante à luz do direito comunitário, adequados, necessários e não excessivos face aos interesses gerais relevantes que assim o Estado visa prosseguir<sup>9</sup>. As chamadas *Golden Shares*, são susceptíveis de consubstanciar violações, por parte do Estado, da liberdade fundamental de livre circulação de capitais no território dos Estados-membros.

A Lei-Quadro das Privatizações, prevê no seu artigo 13.º, n.º1 que por decreto-lei, sejam estabelecidos os processos de privatização ou reprivatização a adoptar, as modalidades de cada operação de reprivatização ou de privatização, as condições especiais de aquisição de acções e o devido período de indisponibilidade, por Resolução do Conselho de Ministros, as condições finais e concretas das operações a realizar em cada processo de privatização ou de reprivatização.

A referida Lei-Quadro das Privatizações é pressuposto normativo dos diplomas respectivos a cada uma das cinco operações de reprivatização que, passamos a analisar de seguida. A sua violação por estes Decretos-Leis e Resoluções constitui uma inconstitucionalidade indirecta por violação de lei de valor reforçado. As Resoluções do conselho de ministros que serão indicadas devem respeitar o Decreto-Lei que desenvolvem e, na medida em que, não se conformem àquele devem ser consideradas ilegais e, nessa medida, sem eficácia.

### **3. ANÁLISE DAS OPERAÇÕES DE REPRIVATIZAÇÃO**

#### **3.1 SECTOR DA PASTA E DO PAPEL**

Após a elaboração de estudos de reestruturação sectorial, o Estado concluiu que não existia uma fundamentação razoável para a presença do Estado no sector da pasta e do papel. Dessa presença do Estado, não se concluía um benefício claro, em termos de *excedente do consumidor*. Assim, o intuito é deixar, dentro de certos limites, o sector ao sabor do livre funcionamento das forças de mercado.

---

<sup>9</sup> Processos do Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias, C-148/91, C-416/93, C367/98, C-483/99, C-503/99, C-463/00, entre outros.



### 3.1.1. GESCARTÃO, SGPS, S.A. – 2.ª E 3.ª FASES DE REPRIVATIZAÇÃO Junho/2003

De acordo com a Classificação das Actividades Económicas (CAE – rev2.1) a *Gescartão* é considerada uma *Sociedade Gestora de Participações Sociais* (subclasse 74150),<sup>10</sup> uma vez que, a sua actividade principal é a gestão das empresas do Grupo produtoras de papéis industriais, incluindo a produção de cartão canelado e de embalagens, isto é, pertencentes ao designado ‘sector castanho’.

No que concerne à sua dimensão, conforme o critério proposto pela Comissão Europeia, na Recomendação de 6 de Maio de 2003,<sup>11</sup> podemos classificar a *Gescartão* como sendo uma *Grande Empresa*, visto que o seu número médio de trabalhadores em 2003, ascendeu aos 892 e o volume de negócios atingiu os 179,2 milhões de euros<sup>12</sup>.

Na Oferta Pública de Venda (OPV) referente à segunda e à terceira fases de reprivatização da *Gescartão, SGPS, S.A.*, a entidade oferente foi a *PORTUCEL – Empresa de Celulose e Papel de Portugal, (S.G.P.S.), S.A.*, detentora de 35% do total do capital social da *Gescartão*, a qual é detida, integralmente, pela *Parpública – Participações Públicas (S.G.P.S.), S.A.*, entidade que pertence, na sua totalidade ao Estado Português.

A 2.ª fase de reprivatização poderia ser prosseguida por OPV dirigida ao Público em Geral ou mediante o exercício da opção de venda prevista a favor do adquirente do bloco de acções da primeira fase. O objecto da 2.ª fase foi constituído por um lote de 4.996.250 acções, representativas de 25% da totalidade do capital social.

Já a 3.ª fase de reprivatização foi executada mediante OPV, reservada a trabalhadores, pequenos subscritores e emigrantes, conforme o previsto no Decreto-Lei 364/99, de 17 de Setembro, sendo o seu objecto um bloco de 1.998.500 acções, equivalentes a 10% da totalidade do capital social da *Gescartão*.

Os resultados oficiais destas operações encontram-se sintetizados no QUADRO 2 DO ANEXO. Deste modo, o Público em Geral emitiu 498 ordens de compra relativas a 25.664.340 acções, contudo, o volume efectivamente adquirido foi muito inferior, (6.994.750) avaliado em 43.001.465€. Analogamente, na 3.ª fase, do total das acções que foram colocadas à venda (1.998.500), apenas 379.140 constituíram procura válida

---

<sup>10</sup> Vide em Anexo: Quadro 1.

<sup>11</sup> **Fonte:** Muito embora este critério não fosse vinculativo à data da privatização, era o mais actualizado e entrou em vigor, efectivamente, a partir de 1 de Janeiro de 2005.

<sup>12</sup> **Fonte:** *Gescartão*, (2003), Relatório e Contas.

por parte dos Trabalhadores, Pequenos Subscritores e Emigrantes, ou seja, 18,97% do lote. Esta última transacção gerou um montante financeiro de 2.290.143,00 euros.

### 3.1.1.1. IMPACTO DA OPERAÇÃO

No sentido de compreender o impacto da reprivatização na estrutura interna da empresa, desde logo, torna-se peremptório, verificar as alterações sofridas na estrutura accionista da empresa. Assim, a 31 de Maio de 1993, aquando da sua constituição, o capital da *Gescartão* fixou-se nos 19.985 mil contos e foi, integralmente, subscrito e realizado pela *Portucel SGPS*, mediante entradas em espécie respeitantes à transferência de participações de 35% na *Portucel Viana*, de 65% na *Portucel Recicla* e 100% na *Portucel Embalagem*. Desde então, até ao ano 2000, ocorreram diversas modificações na estrutura accionista da empresa que, nesse ano, iniciou o seu processo de reprivatização. Na primeira fase de reprivatização destacou-se a *Imocapital, (S.G.P.S), S.A*<sup>13</sup> que, nos termos do mencionado Decreto-lei e da Resolução do Conselho de Ministros n.º 6/2000, de 22 de Fevereiro, comprou 12.990.250 acções da *Gescartão*, correspondentes a 65% de acções representativas do capital social.

A parcela sobrança da 1.ª fase de reprivatização, na titularidade da *Portucel*, foi objecto de Oferta Pública de Venda no âmbito das 2.ª e 3ª fases de reprivatização, da qual resultou a Lista dos Titulares de Participações Qualificadas<sup>14</sup>, na qual passaram a figurar a *Papeles Y Cartones Europa, S.A* com 2,64% e a *Resoflex – Mobiliário e Equipamento de Gestão, S.A* com 2,58% do capital.

Desde que foram admitidas à negociação, no Mercado de Cotações Oficiais da *Euronext Lisbon*, a 17 de Julho de 2003, as 9.413.510 acções da *Gescartão*, representativas de 41,7% do capital social da empresa, por um preço de 6,5 euros valorizaram-se cerca de 19%, ou seja, fecharam o ano com uma cotação de 7,72 euros. Cumpre evidenciar que este padrão de evolução superou mesmo a cotação do PSI<sub>20</sub> (16%), vide Gráfico 1.

No ano seguinte, a quantidade destas acções admitidas à negociação foi de 379.140, equivalente a 1,9% do capital social. De notar que, o título *Gescartão* passou a ser integrado no Índice de Referência e teve uma *performance* ainda mais assinalável, registando uma valorização na ordem dos 37,3% enquanto que o PSI<sub>20</sub> se ficou pelos

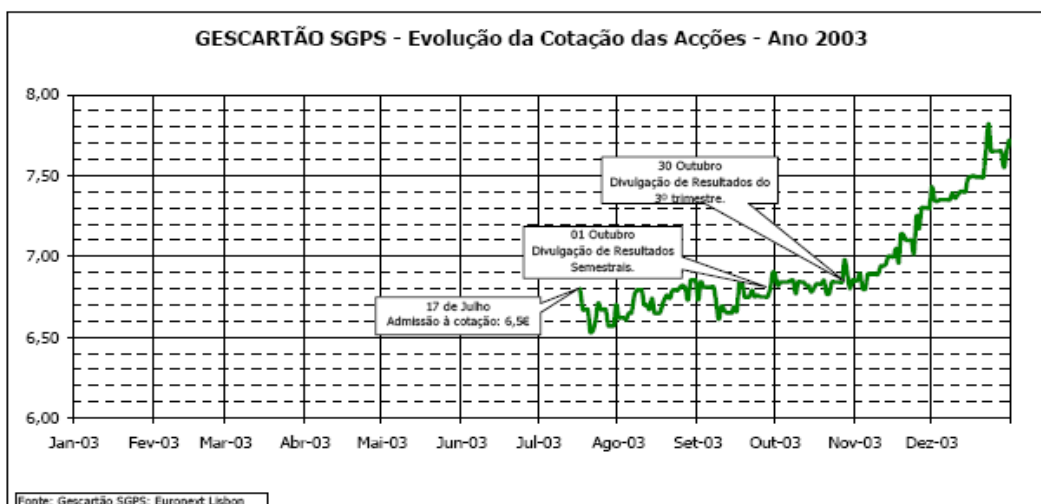
---

<sup>13</sup> O artigo 2.º, n.º3 do Decreto-Lei 364/99 prevê a obrigação da IMOCAPITAL – SGPS, S.A., vencedora do concurso relativo à 1.ª fase de reprivatização, de adquirir as acções eventualmente sobranças da OPV do bloco de acções da 2.ª fase.

<sup>14</sup> Vide em ANEXO: QUADRO 3.

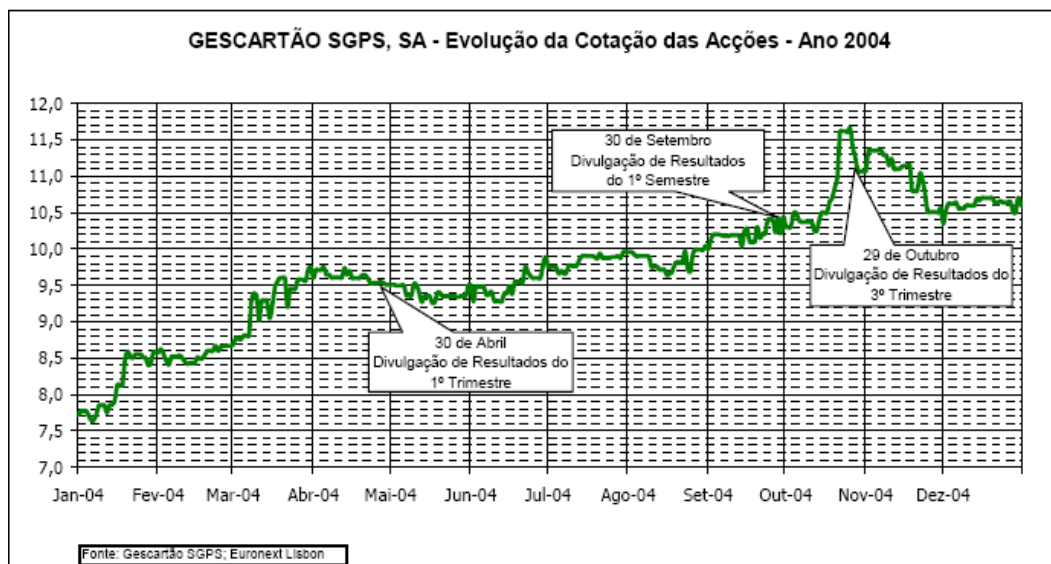
12,2%. O volume transaccionado atingiu as 4.696.175 acções e a cotação fechou o ano em 10,6 euros, como é visível no Gráfico 2.

Gráfico 1: Evolução das Cotações da *Gescartão (S.G.P.S)* – Ano 2003



Fonte: Gescartão (S.G.P.S) – Relatório e Contas 2003.

Gráfico 2: Evolução das Cotações da *Gescartão (S.G.P.S)* – Ano 2004

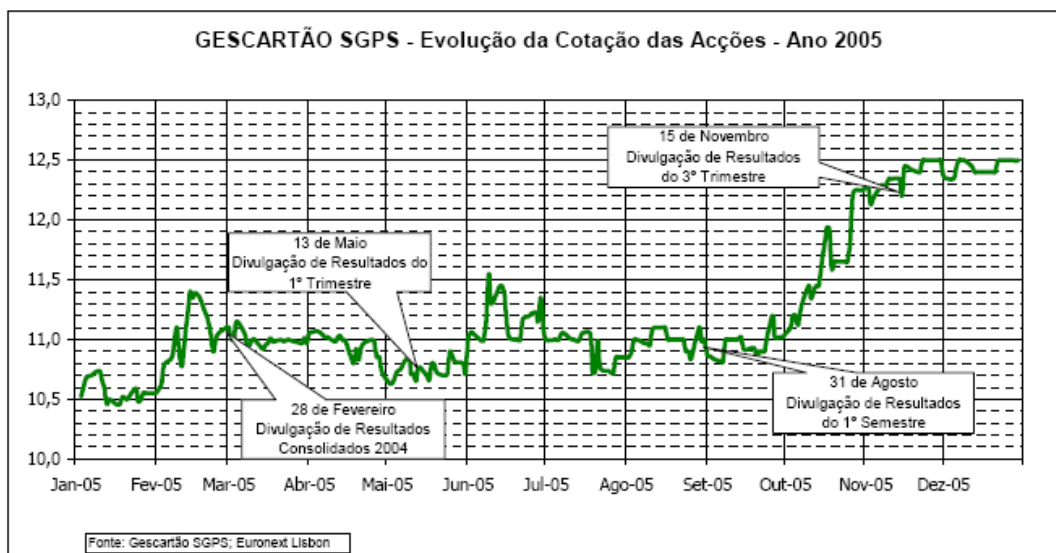


Fonte: Gescartão (S.G.P.S) – Relatório e Contas 2004.

Finalmente, no fim de 2005, o título *Gescartão* obteve uma valorização de 17,9% continuando a superar o PSI<sub>20</sub> (13,8%), embora o volume transaccionado tenha

registado um decréscimo da ordem dos 37% face ao ano anterior, ou seja, cifrou-se nas 3.123.804 acções (Gráfico 3)<sup>15</sup>.

Gráfico 3: Evolução das Cotações da *Gescartão (S.G.P.S)* – Ano 2005



Fonte: Gescartão (S.G.P.S) – Relatório e Contas 2005.

### **3.1.2. PORTUCEL – EMPRESA PRODUTORA DE PASTA E PAPEL, S.A.**

#### **3.ª FASE DE REPRIVATIZAÇÃO**

*Julho/2006*

A partir da *Portucel – Empresa de Celulose e Papel de Portugal, S.A.*, por determinação do Decreto-Lei 39/93, de 17 de Fevereiro, foi constituído um grupo industrial, detido por aquela, que integrou as várias empresas que dela foram autonomizadas com o objectivo de melhorar a exploração das diferentes áreas de negócios em que actuava. Esta reorganização permitiu a reprivatização faseada, por áreas de negócio, de cada uma das empresas do grupo.

Segundo a CAE-rev2.1, a *Portucel – Empresa Produtora de Pasta e Papel, S.A.*, até à data da 3.ª fase de reprivatização, pertencia à secção da Indústria Transformadora, mais precisamente, ao Grupo da Fabricação de Pasta, de Papel e Cartão (excepto canelado), ou seja, era classificada com o código 211, tal como está expresso no QUADRO 4 DO ANEXO. Dada a indisponibilidade de dados desagregados para classificar

<sup>15</sup>Fontes: *Gescartão* (2003), Relatório e Contas; *Gescartão* (2004), Relatório e Contas e *Gescartão* (2005), Relatório e Contas.

a presente empresa quanto à sua dimensão, utilizamos em alternativa, os referentes ao *Grupo Portucel Soporcel*, do qual a citada empresa é parte integrante. Este é considerado como uma *Grande Empresa*, pois empregava em 2005, um total de 1986 trabalhadores e o seu Volume de Negócios cifrou-se nos 1.029 milhões de euros, de acordo com o critério definido pela Comissão Europeia, já citado anteriormente<sup>16</sup>.

A 1.<sup>a</sup> fase de reprivatização da *Portucel – Empresa Produtora de Pasta e Papel, S.A.*, foi aprovada pelo Decreto-Lei 56/95, de 31 de Março, quando a empresa adoptava a firma de *Portucel Industrial – Empresa Produtora de Celulose, S.A.*, por via de uma OPV de 40% das acções representativas do capital social da altura, reservando-se 50% deste lote para aquisição por trabalhadores, pequenos subscritores e emigrantes.

A 2.<sup>a</sup> fase de reprivatização, começa por ocorrer por determinação do Decreto-lei 166/2001, de 25 de Maio, mas só é prosseguida dois anos depois com a aprovação do Decreto-Lei 6/2003, de 15 de Janeiro, por meio de: a) subscrição de aumento de capital por entidade escolhida mediante concurso público, de um valor não superior a 25% das acções representativas do capital social (calculado após o aumento de capital) e b) por meio de venda directa de até 115.120.000 acções a instituições financeiras que ao adquiri-las, vinculam-se a proceder à dispersão destas acções junto de investidores institucionais.

A 31 de Dezembro de 2004, a estrutura accionista da empresa era a descrita no QUADRO 5 DO ANEXO. Ao observarmos o referido quadro percebe-se que *SEMAPA – Sociedade de Investimento e Gestão, (S.G.P.S), S.A* detém uma posição dominante (67,096%) enquanto que a *Portucel (S.G.P.S), S.A* e o *Santander Pensões – Sociedade Gestora de Fundos de Pensões, S.A*, repartem entre si o remanescente capital, na medida de, 25,724% e 4,065%, respectivamente.

A 3.<sup>a</sup> fase de reprivatização foi aprovada pelo Decreto-Lei 143/2006. A Resolução do Conselho de Ministros n.º 112/2006, de 12 de Setembro, não a desenvolve suficientemente e prevê a publicação de nova resolução do Conselho de Ministros sobre esta fase e determina a alienação de um máximo de 197.432.769 acções representativas de, aproximadamente, 25,72% do capital social.<sup>17</sup>

Sem prejuízo de que seja adoptado, por meio da nova resolução do conselho de ministros, outro procedimento dos permitidos no Decreto-Lei para a prossecução da 3.<sup>a</sup>

---

<sup>16</sup> Fonte: *Grupo Portucel Soporcel* (2005), Relatório e Contas.

<sup>17</sup> A 12 de Outubro de 2006, foi aprovada a segunda Resolução do Conselho de Ministros que não determina o processo de reprivatização e as respectivas quantidades pelo que se prevê que seja aprovada uma terceira resolução.

fase de reprivatização, prevê-se que a alienação seja realizada por: a) venda directa a um conjunto de instituições financeiras que ficam obrigadas à subsequente dispersão destas acções; b) venda directa à *Parpública – Participações Públicas, (S.G.P.S.), S.A.* que fica obrigada à subsequente emissão de obrigações susceptíveis de permuta ou de reembolso cujo activo subjacente sejam as acções; c) OPV obrigatória das acções que não constituam objecto dos processos precedentes, nesta deve ser reservado um lote a trabalhadores e pequenos subscritores.

À data da aprovação desta fase ainda não estava concretizado o 2.º segmento previsto para a 2.ª fase de reprivatização, pelo que o Decreto-Lei inclui-o nesta fase.

O objectivo global que se espera atingir nesta fase de reprivatização é o incremento da liquidez da sua negociação em mercado.

### 3.2. SECTOR ENERGÉTICO

A liberalização do sector energético continua a ser uma das prioridades na agenda de privatizações do Estado português, muito por força das suas obrigações no âmbito da União Europeia.

É um processo complexo, onde o interesse público tem de ser ponderado com a protecção dos seus interesses patrimoniais e com os ganhos de eficiência da abertura do mercado – espera-se que, verificando-se transparência no mercado, a maior pressão competitiva se traduza na redução do preço para o consumidor.

#### 3.2.1. ELECTRICIDADE DOS AÇORES, S.A. – 2.ª FASE DE REPRIVATIZAÇÃO

*Setembro/2005*

A entidade emitente, a *Electricidade dos Açores, S.A.*, era detida, aquando desta fase de reprivatização, em 56,085%, pela *Região Autónoma dos Açores*; em 33,915%, pela *ESA – Energia e Serviços dos Açores*; e nos remanescentes 10% pela *EDP (S.G.P.S.), S.A.*

A EDA dedica-se à produção, transporte e distribuição de electricidade, donde lhe é atribuído o código 401 da CAE rev2.1, vide em ANEXO QUADRO 6. No que diz respeito à sua dimensão, também, esta é uma *Grande Empresa*, em virtude do seu

número de trabalhadores totalizar os 746 e o seu Volume de Negócios ascender aos 121,925 milhões de euros, no ano de 2005<sup>18</sup>.

Esta reprivatização foi aprovada pelo Decreto-Lei n.º 243/2004, de 31 de Dezembro e é regulada, especialmente, por este diploma e pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 1/2005, de 03 de Janeiro.

Segundo o Decreto-lei e a Resolução do Conselho de Ministros respectiva, a 1.ª fase de reprivatização foi efectuada por meio de alienação da participação da *Região Autónoma dos Açores*, correspondente a um lote indivisível de 4.748.100 acções, representativas de 33,92% do capital social da EDA, por via de concurso público limitado por prévia qualificação que resultou num encaixe financeiro de 32,7 milhões de Euros<sup>19</sup>.

Após a realização do concurso, decorreu a 2.ª fase de reprivatização por OPV de 837.900 acções, na titularidade da *Região Autónoma dos Açores*, representativas de 5,98% do capital social da EDA. Esta operação gerou uma receita pública de 4,2 milhões de euros<sup>20</sup>.

#### 3.2.1.1. IMPACTO DA OPERAÇÃO

A reprivatização de 39,9% do capital social que a presente entidade sofreu em Setembro de 2005, alterou significativamente, a sua estrutura accionista. Actualmente, a nova configuração accionista é a seguinte: *Região Autónoma dos Açores* (50,1%), *Pequenos Accionistas e Emigrantes* (5,985%), *ESA – Energia e Serviços dos Açores, (S.G.P.S.)* (33,015%) e *EDP Participações (S.G.P.S.)* (10%)<sup>21</sup>.

A implementação das duas fases de reprivatização, não implicava, tal como foi aprovada pelo Decreto-Lei e concretizada na Resolução do Conselho de Ministros, a perda da posição de sócio maioritário na EDA, da entidade pública, *Região Autónoma dos Açores*.

Em virtude desta empresa não ser cotada em Bolsa não é possível estudar a evolução no mercado de capitais e ver de que forma a reprivatização a terá influenciado.

---

<sup>18</sup> Fonte: EDA (2005), Relatório e Contas.

<sup>19</sup> O vencedor deste concurso ficou obrigado a adquirir as acções eventualmente sobranes da operação da 3.ª fase de reprivatização.

<sup>20</sup> Fonte: [http://www.portugal.gov.pt/NR/rdonlyres/9A280778-A87C-4325-84B9-419A73746613/0/Relatorio\\_SEE\\_2006.pdf](http://www.portugal.gov.pt/NR/rdonlyres/9A280778-A87C-4325-84B9-419A73746613/0/Relatorio_SEE_2006.pdf)

<sup>21</sup> Fonte: <http://www.eda.pt/accionistas.php>



### **3.2.2. EDP – ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A. – 6.ª FASE DE REPRIVATIZAÇÃO**

*Dezembro/2005*

O presente grupo económico, tal como o anterior, tem como actividade principal a produção, o transporte e a distribuição de electricidade, embora tenha uma presença não negligenciável na distribuição e comercialização de gás. Decorre do exposto que, esta empresa é catalogada, igualmente, com o código 401 da CAE-rev2.1, vide em ANEXO QUADRO 6.

Quanto à dimensão, mais uma vez estamos na presença de uma *Grande Empresa*. Empregava, no ano de 2005, 14.235 trabalhadores e evidenciava um Volume de Negócios na ordem dos 9.677 milhões de euros<sup>22</sup>.

As cinco fases de reprivatização da EDP, ocorridas desde Junho de 1997, resultaram na titularidade de entidades privadas de, aproximadamente, 74% de acções representativas do capital social da EDP.

A sexta fase de reprivatização, consistiu na venda directa de um máximo de 5% de acções representativas do capital social da EDP, à *Parpública – Participações Públicas (SGPS), S.A.*, que nos termos do Decreto-Lei 209-A/2005, de 2 de Dezembro e da Resolução do Conselho de Ministros n.º 186-A/2005, pioneiros no recurso a este processo de reprivatização em Portugal, vincula esta adquirente à emissão de obrigações convertíveis em acções, susceptíveis de permuta ou de reembolso, que tenham como activo subjacente acções representativas do capital social da EDP, mediante oferta particular dirigida a investidores nacionais ou estrangeiros.

A 9 de Dezembro de 2005, a Parpública comunicou ao mercado a emissão destas obrigações no valor global de 572.800.000€ colocada junto de investidores nacionais e estrangeiros pela Citigroup Global Markets Limited e pela Caixa Geral de Depósitos

A Lei-Quadro prevê este processo de reprivatização e permiti-o desde que sejam salvaguardadas as suas exigências, nomeadamente, as reservas para os pequenos subscritores e trabalhadores da empresa objecto de reprivatização e, desde que seja justificado, por interesse público relevante com fundamentação em valor constitucional, o recurso ao processo de reprivatização por venda directa conjugada com a obrigação de emissão de obrigações convertíveis em acções da EDP.

---

<sup>22</sup> Fonte: EDP (2005) Relatório e Contas.

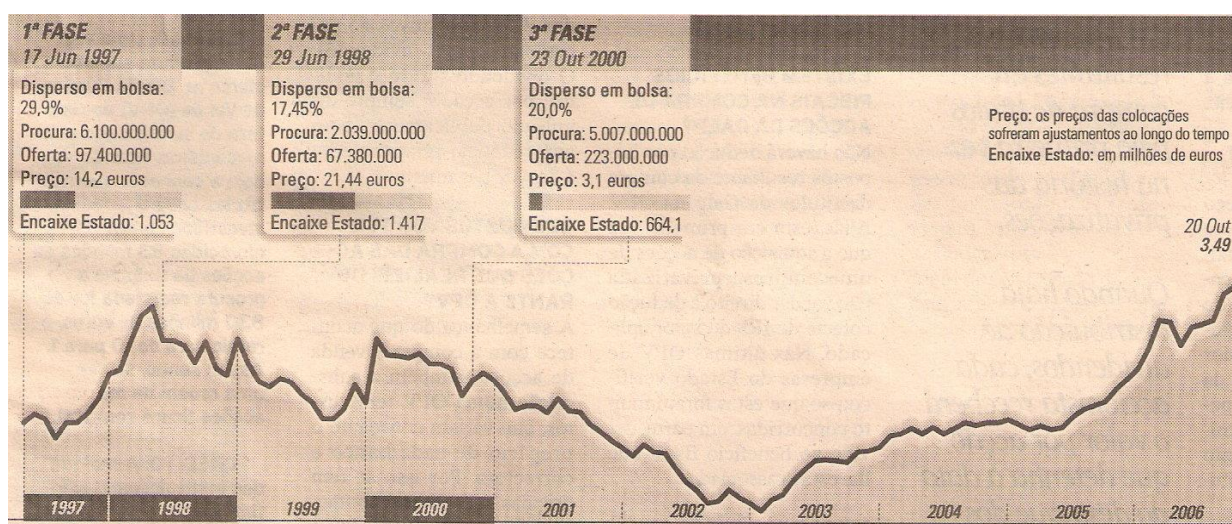
A presente operação gerou uma receita para o Estado na ordem dos 572,8 milhões de euros<sup>23</sup>.

### 3.2.2.1. IMPACTO DA OPERAÇÃO

As alterações na titularidade do capital tiveram repercussões directas na estrutura accionista da empresa. A mais recente é apresentada no QUADRO 7 DO ANEXO. Desta evidencia-se a titularidade de 20,49% a favor da *PARPÚBLICA, Participações Públicas, (S.G.P.S), S.A*; 9,50%, a parcela detida pela *Iberdrola, Participações (S.G.P.S), S.A*; e a percentagem da *Caja de Ahorros das Astúrias* que é de 5,53%. De referir, ainda que, as acções próprias da EDP representam, apenas, 0,20% do capital social.

A evolução da cotação das acções da EDP tem sido irregular pois, se na primeira fase de privatização, esta gerou expectativas muito positivas, o facto é que nas fases posteriores registou quebras muito acentuadas. Assim sendo, persiste uma grande incerteza quanto aos impactos líquidos da reprivatização sobre o comportamento do mercado de capitais. Tal pode ser comprovado através da visualização do Gráfico 4, relativo às cotações da EDP.

Gráfico 4: Evolução das Cotações da *EDP – Energias de Portugal, S.A* – Ano 2006



Fonte: Diário Económico (23/10/2006)

<sup>23</sup> Fonte: [http://www.portugal.gov.pt/NR/rdonlyres/150E3A59-F532-41E7-ACD1-323E94DFA2CD/0/Res\\_Programa\\_Privatizacoes\\_2006\\_7.pdf](http://www.portugal.gov.pt/NR/rdonlyres/150E3A59-F532-41E7-ACD1-323E94DFA2CD/0/Res_Programa_Privatizacoes_2006_7.pdf).

O Estado mantém direitos especiais, *Golden Shares*, sobre a administração da EDP, previstos no artigo 13.º do Decreto-Lei 141/2000, de 15 de Julho que aprovou a 4.ª fase de reprivatização.

### **3.2.3. GALP ENERGIA, (S.G.P.S.), S.A. – 4.ª FASE DE REPRIVATIZAÇÃO**

*Outubro/2006*

O mais recente processo de reprivatização é o da *Galp Energia (S.G.P.S.), S.A.* e pode ser considerado como um produto do designado plano de reestruturação do sector energético. Este projecto é encarado pelo Estado português como um avanço fundamental rumo à maturidade do mercado de capitais nacional, privilegiando o acesso aos pequenos accionistas para que o mercado de capitais seja, cada vez mais, uma opção para a afectação das suas poupanças.

A presente empresa é uma *Sociedade Gestora de Participações Sociais*, dado que a sua actividade é gerir as empresas do Grupo que se inserem no sector Petrolífero (*Petrogal*) e do Gás Natural (*GDP*). Portanto, esta é codificada com o número 74150 pela CAE-rev2.1<sup>24</sup>. A sua actividade tem-se expandido e, actualmente, também, já tem um contributo relevante na produção e fornecimento de energia eléctrica.

No que respeita à dimensão, esta é uma *Grande Empresa*, pois congregava 5.909 trabalhadores efectivos e exibia um Volume de Negócios de 11.126,563 Milhões de Euros, no final do ano de 2005<sup>25</sup>. Na realidade, esta era a última grande empresa portuguesa que até àquela data não era cotada na Bolsa.

A 1.ª fase de reprivatização ocorreu por aumento de capital integralmente reservado aos accionistas da *Petróleos de Portugal – Petrogal, S.A.* e da *Transgás – Sociedade Portuguesa de Gás Natural, S.A.*, nos termos do Decreto-Lei 261-A/99, de 07 de Julho, e das Resoluções do Conselho de Ministros 119/99, de 12 de Outubro e 140-A/99, de 20 de Novembro.

A 2.ª etapa revestiu a modalidade de venda directa a entidades do sector energético que assumissem obrigações de parceria estratégica para com a *Galp*, segundo o Decreto-Lei 21/2000, de 01 de Março. Estas entidades foram determinadas, individualmente, pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 10-A/2000, de 16 de

---

<sup>24</sup>Vide em Anexo: Quadro 1.

<sup>25</sup>Fonte: Galp (2005) Relatório e Contas.

Março, que resolveu alienar 11% a entidades italianas que posteriormente foram incorporadas na actual *ENI, S.p.A.*, e 4% à espanhola *Iberdrola, S.A.*

A 3.<sup>a</sup> fase de reprivatização ocorreu por força do cumprimento dos objectivos para o sector energético aprovados pelas Resoluções do Conselho de Ministros 63/2003, de 28 de Abril e 68/2003, de 10 de Maio.<sup>26</sup> Foi aprovada pelo Decreto-Lei 124/2003, de 20 de Junho e pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 193-A/2003, de 26 de Dezembro e consistiu na venda directa de 18,3% de acções representativas do capital social da *GALP à REN – Rede Eléctrica Nacional, S.A.*

A presente fase foi aprovada pelo Decreto-Lei 166/2006, de 14 de Agosto e pelas Resoluções do Conselho de Ministros n.º 111/2006, de 12 de Setembro e 129/2006, de 13 de Outubro, e constituiu a alienação pela *PARPÚBLICA – Participações Públicas, (S.G.P.S.), S.A.* de: a) 82.925.000 acções representativas do capital social da *GALP*, mediante OPV, na qual foi reservado um lote de acções, dividido a princípio em duas sub-reservas, uma de 44.146.000 acções para aquisição por trabalhadores e outra de 53.901.000 acções para pequenos subscritores e emigrantes e, b) venda directa de, inicialmente, 90.463.769 acções a que pode juntar-se, nos termos dos diplomas enunciados, um lote suplementar de 17.338.877 acções, dirigidas a um conjunto de instituições financeiras que ficam obrigadas à dispersão das acções adquiridas, em mercados nacionais e internacionais.

À data do prospecto, 8 de Outubro de 2006, a estrutura accionista da empresa era a que figura no QUADRO 8 DO ANEXO. A partir da sua observação constata-se que, os principais accionistas eram a *ENI, empresa participada da ENI S.p.A.*, com uma participação de 33,340%; a *Amorim Energia, B.V* titular de 31,612% do capital e o Estado, directa (5%) e indirectamente através da *PARPÚBLICA* (25%) e *Iberdrola* (4%).

### 3.2.3.1. IMPACTO DA OPERAÇÃO

O período de subscrição das acções foi marcado pela euforia, de tal forma que, “a procura superou a oferta em 17 vezes”, segundo os dados do Diário Económico e da própria *PARPÚBLICA*. Ora, este optimismo dos investidores reflectiu-se na negociação

---

<sup>26</sup>Estas Resoluções foram revogadas pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 169/2005, de 24 de Outubro. Esta foi, posteriormente, pormenorizada nos Decretos-Leis 29/2006, 30/2006 e 31/2006, todos de 15 de Fevereiro e respeitantes, respectivamente, aos subsectores eléctrico, do gás natural e petrolífero.

e, tal como era previsível, as acções da Galp valorizaram-se, logo no primeiro dia de cotação com um ganho de 3,79%. Uma das explicações avançadas para este acontecimento prende-se com a expectativa associada ao facto do título da *Galp* vir a integrar o PSI<sub>20</sub>, no dia 30 de Outubro.

Não obstante, parecem estar a confirmar-se as suspeitas dos analistas de que o preço base, 5,81 euros, era demasiado elevado<sup>27</sup>. Com efeito, desde então, o preço das acções continua a crescer, mas a um ritmo mais lento, pelo que parece estar a ajustar a sua trajectória e a convergir para um nível mais *justo*, tal como é visível no GRÁFICO 5.

Após a OPV, 23% da participação da *PARPÚBLICA* foi dispersa pelo público, donde esta passou a deter apenas 2% do capital social da *Galp Energia*. O Estado encaixou com esta operação 1,1 mil milhões de euros<sup>28</sup>.

#### 4. COMENTÁRIOS COMPARATIVOS

Para as operações de reprivatização aqui analisadas recorreu-se, em todas, em algumas totalmente, noutras apenas em parte das acções a alienar pela parte pública, à Oferta Pública de Venda, em mercado regulamentado, esta opção contribui para o reforço dos investidores no mercado de capitais nacionais, no entanto, o recurso à venda directa sem precedência de concurso público que permite uma estrutura accionista mais sólida mas que não alcança os interesses valorizados constitucionalmente com o elenco dos processos regra e preferenciais de reprivatização, é o processo pelo qual foi reprivatizado a maior parte dos capitais a reprivatizar.

O recurso à alienação a entidades financeiras que ficam obrigadas a dispersar as acções adquiridas no mercado nacional, assegurando-se de que, também, em mercados estrangeiros, verificou-se nas acções representativas de capital social de Grandes Empresas do sector energético.

As reprivatizações tenderam em quase todas em avançado processo de reprivatização a que os capitais públicos constituíssem menos de 30% do capital social da empresa objecto da reprivatização – na EDA, em princípio de reprivatização e dadas as especificidades regionais, tal ainda não se verificou. No entanto a parte pública não quis perder o maior controlo que exercia sobre a Administração das empresas sujeitas a reprivatização, mantendo poderes especiais, Golden Shares, instituídos para o efeito.

---

<sup>27</sup> Fonte: Ibidem.

<sup>28</sup> Fonte: [http://www.euronews.net/create\\_html.php?page=detail\\_eco&article=387209&lng=6](http://www.euronews.net/create_html.php?page=detail_eco&article=387209&lng=6)

Todas as fases de reprivatização foram assistidas por intermediários financeiros privados que não são apresentados como especializados em operações de reprivatização, normalmente bancos.

## **5. CONCLUSÕES**

Para as operações de reprivatização aqui analisadas recorreu-se, em todas, em algumas totalmente, noutras apenas em parte das acções a alienar pela parte pública, à Oferta Pública de Venda, em mercado regulamentado, esta opção contribui para o reforço dos investidores no mercado de capitais nacionais, no entanto, o recurso à venda directa sem precedência de concurso público que permite uma estrutura accionista mais sólida mas que não alcança os interesses valorizados constitucionalmente com o elenco dos processos regra e preferenciais de reprivatização, é o processo pelo qual foi reprivatizado a maior parte dos capitais a reprivatizar.

O recurso à alienação a entidades financeiras que ficam obrigadas a dispersar as acções adquiridas no mercado nacional, assegurando-se de que, também, em mercados estrangeiros, verificou-se nas acções representativas de capital social de Grandes Empresas do sector energético.

As reprivatizações tenderam em quase todas em avançado processo de reprivatização a que os capitais públicos constituíssem menos de 50% do capital social da empresa objecto da reprivatização – na EDA, em princípio de reprivatização e dadas as especificidades regionais, tal ainda não se verificou. No entanto a parte pública não quis perder o maior controlo que exercia sobre a Administração das empresas sujeitas a reprivatização, mantendo poderes especiais, Golden Shares, instituídos para o efeito.

Todas as fases de reprivatização foram assistidas por intermediários financeiros privados que não são apresentados como especializados em operações de reprivatização, normalmente bancos.

## 6. BIBLIOGRAFIA

- Abreu, Jorge Manuel Coutinho de, “*Da empresarialidade – as empresas no Direito*”, Almedina – Coleção Teses, 1996, Coimbra;
- Silva, João Calvão da, “*Estudos de Direito Comercial (Pareceres)*”, Almedina, 1996, Coimbra;
- Cordeiro, António Menezes, “*Parecer de Direito – Vícios ocultos nos bens privatizados : subsídios para a análise da privatização ...*” in “A privatização da Sociedade Financeira Portuguesa – regras sobre reprivatizações ...”, Lex, 1995, Lisboa;
- Parker, David e Saal, David, “*International Handbook on Privatization*”, Edward Elgar, 2003, United Kingdom, Cheltenham;