

## Quanto Vale o Controlo das Empresas?

O mercado de capitais Português está a vibrar com o recente volume de transações de grandes blocos de ações. O protagonista principal é o estado Português que vendeu participações suas na EDP e na REN e tem agendado a venda da participação na Galp, e a privatização da TAP e Águas de Portugal entre outras empresas.

A venda das participações na EDP e REN, e a da Galp quando ocorrer, têm um aspeto interessante comum que resulta do detentor das mesmas ser o estado Português: A aquisição de controlo das empresas em causa através de uma OPA não é fácil, como ficou demonstrado no passado no caso da Portugal Telecom. Daí resulta que quem quer entrar nestas empresas terá provavelmente de negociar com o estado Português.

A participação na EDP foi feita com o chineses da Three Gorges a pagarem 53.6% de prémio sobre o preço de mercado. A participação na REN foi feita com os chineses da State Grid a pagarem 40% de prémio e os árabes da Oman Oil a pagarem 23.6% de prémio sobre o preço de mercado. Como se explica então os valores alcançados na venda da EDP e da REN?

Como o prémio pago beneficia apenas o vendedor e não os restantes acionistas é razoável pensar que o prémio representa um valor de *benefícios privados*. Ou seja, estas empresas aceitaram pagar muito mais do que o valor de mercado pois esperam retirar da sua compra mais valor do que os acionistas minoritários que transacionam as respetivas ações no mercado de capitais podem vir a retirar, ou porque se viram obrigadas a compensar o acionista estado pelos benefícios privados que este retirava da posse da participação. Como o acionista estado está vendedor por força do entendimento com a Troika, vamos assumir que o seu poder de negociação é baixo e que a razão de ser do prémio é mais a primeira do que a segunda.

Na prática há um ajustamento que deve ser feito, embora nos casos concretos se revele mínimo. Os acionistas minoritários ao saberem da compra da EDP pela Three Gorges responderam positivamente. No espaço de três dias à volta do anúncio da transação o preço da EDP subiu 3%, de 2,246 euros para 2,32 euros. Se retirarmos estes 3% ao prémio original concluímos que a Three Gorges avaliou os benefícios privados associados a este bloco de ações em cerca de 50% do valor de mercado pós anúncio. No caso da REN, o preço no mercado subiu 1,4% nos três dias à volta do anúncio da transação, pelo que o valor dos benefícios privados se cifra em cerca de 38% para a State Grid e 22% para a Oman Oil. Como termo de comparação o prémio médio pago nos Estados Unidos da América por blocos de tamanho semelhante ronda os 20%.

Esta estimativa dos benefícios privados associados com estas transações não justifica por si nenhuma ação por parte de reguladores ou acionistas. Justifique isso sim uma apreciação da origem desses mesmos benefícios.

Rui Albuquerque ([ral@ucp.pt](mailto:ral@ucp.pt))

Professor de Finanças, Católica-Lisbon School of Business and Economics e Boston University