

Estratégia do Governo abre porta à “ingovernabilidade” da TAP (e reduz valor)

A alienação de uma posição minoritária na TAP permite, segundo o Governo, maximizar o valor da empresa pública. Advogados contactados pelo Negócios discordam da eficácia da estratégia. Da “reputação do Estado enquanto sócio” a situações de potencial “ingovernabilidade”, a opção assumida não carece de riscos.

JOÃO DUARTE FERNANDES
joamfernandes@negocios.pt

ATAP está, mais uma vez, à venda. O Governo decidiu alienar uma posição minoritária da companhia aérea de bandeira portuguesa (49,9%), abdicando da gestão da empresa. Nas palavras do ministro das Infraestruturas e Habitação, Miguel Pinto Luz, este modelo permite maximizar o valor da companhia para o Estado e favorece ofertas de investidores de fora da União Europeia.

Advogados contactados pelo Negócios duvidam da eficácia desta estratégia, lembrando que existem alguns riscos associados à opção assumida pelo Executivo, já que pode, por exemplo, desincentivar investidores que preferem o controlo total ou da maioria da companhia aérea, como já foi, aliás, manifestado por alguns potenciais interessados.

“A estratégia do Governo de vender até 49,9% do capital da TAP, com atribuição de um papel relevante na gestão ao investidor, visa conciliar a captação de valor com a preservação de instrumentos de controlo estratégico”, diz José Mota Soares, “managing partner” da Andersen Portugal. Entre estes, nota o mesmo advogado, incluem-se “potenciar o valor da companhia e permitir que o investidor possa melhorar a empresa, implementar sinergias operacionais e efetuar os investimentos necessários para a consolidação e expansão da operação”. Nesta ótica, “o Governo pretende reservar o controlo estratégico do Estado, evitando riscos políticos e mantendo a sede, a marca e as rotas estratégicas em Portugal”, acrescenta Mota Soares.



Miguel Baltazar

Advogados põem em causa eficácia da estratégia de privatização assumida pelo Executivo.

Ricardo Maia Magalhães, sócio da Cerejeira Namora, recorda que, “ao alienar uma posição minoritária, a TAP continua a figurar, nos termos da legislação em vigor, como empresa pública”, sendo tal realidade “demonstrativa da influência dominante (do

Estado) na TAP”, defende o advogado. Contudo, ressalva que “o facto de o Governo pretender ceder a gestão à empresa que venha a adquirir uma posição minoritária da TAP retira-lhe algum poder de interferência na gestão desta”.

Estratégia passível de reduzir valor

Mas a opção assumida pelo Governo não carece de riscos, assumem os especialistas. João Espanha, sócio da Broseta, sublinha que a “maximização do valor ocorre quando a gestão se confunde com a posição social, por exemplo, quando o acionista é o beneficiário maior da gestão por ele executada”. Nesta linha, sublinha que “é evidente que gestão e detenção de participações sociais

não se confundem”, mas nota que, “também por isso — e por se tratar da alienação de uma posição minoritária, a opção reduz valor”.

Nesta linha, Mota Soares admite que a “manutenção de uma posição minoritária, com bastante expressão, pode desincentivar investidores que preferem controlo total ou maioria, como já foi manifestado por alguns potenciais interessados”. Acresce ainda que “a rentabilidade da TAP caiu em 2024, o que pode reduzir o valor das propostas”. Tendo em conta este contexto, o advogado concorda que “a venda parcial, embora possa parecer um compromisso político adequado, não maximiza o valor da TAP e não atrairá um investidor que procure um controlo efetivo

Da “reputação do Estado enquanto sócio” a situações de potencial “ingovernabilidade”, a opção assumida pelo Governo não carece de riscos, alertam especialistas.

ID: 118223834

17-07-2025

Advogados veem riscos de litigância na privatização da TAP

para racionalizar as operações e integrar a TAP na sua rede”.

Já José Calejo Guerra, sócio da CCSL, indica que “a alienação de uma posição minoritária na TAP, ainda com cedência da gestão, compreende-se do ponto de vista da relevância da companhia, mas poderá ter como efeito tornar o negócio menos interessante para um potencial investidor já que o Estado não tem boa reputação enquanto sócio”. Assim, acrescenta, “é possível que as propostas que venham a existir não cheguem aos valores definidos pelo Governo”.

Analisando o que está em causa, João Espanha destaca que “quando um acionista adquire uma posição relevante e fica com o encargo da gestão sem poder determinar as decisões em Assembleia Geral, pode ver-se na situação de uma certa ingovernabilidade, pelo menos no que respeita a algumas decisões estratégicas”. O advogado dá mesmo um exemplo: “a gestão conclui que é necessário reinvestir os lucros, mas o Governo entende que o dividendo deve ser distribuído, impedindo assim que a gestão realize o seu plano”. Esta “não é uma boa receita para o sucesso”, sustenta.

Para o sócio da Broseta, “o Governo pretende o melhor dos dois mundos — uma posição de controlo, mas sem responsabilidades de gestão” e realça que por isso mesmo, “qualquer investidor pagará menos, pois o preço do prémio de controlo será, naturalmente, descontado à proposta que for apresentada”.

Concluindo, Mota Soares avisa que “o equilíbrio entre controlo público e atratividade do ativo será o verdadeiro teste à eficácia da estratégia assumida”.

O Governo admite cancelar a venda da TAP caso as propostas recebidas não estejam alinhadas com os critérios que serão estabelecidos no caderno de encargos. A intenção é clara: o Executivo não pretende pagar qualquer tipo de indemnização caso opte por abortar a operação. A abordagem poderá, segundo advogados ouvidos pelo Negócios, afastar potenciais investidores. A par disso, existe o risco de litigância, admitem os especialistas.

João Espanha, sócio da Broseta, considera que a posição do Governo pode, de facto, ter um efeito dissuasor. “Elaborar a proposta de aquisição de uma par-

ticipação social numa empresa de transporte aéreo de passageiros não é propriamente um passatempo, ou algo que se faça com ligeireza e poucos custos”, alerta, lembrando que mesmo grandes ‘players’ da indústria terão de investir tempo, trabalho e recursos significativos. “Se, após uma avaliação preliminar, um candidato verificar que dificilmente conseguirá cumprir as condições exigidas pelo Governo, dificilmente avançará para a elaboração de uma proposta formal”, afirma.

O mesmo especialista aponta ainda para o risco de litigância como um elemento inevitável nestes processos. “Não me

parece improvável que um qualquer concorrente, que investiu muito tempo, trabalho e dinheiro na elaboração da proposta, e se veja afastado por um detalhe ou por uma interpretação inesperada de uma condição, não busque obter ganho no Tribunal.” Para João Espanha, um eventual cancelamento unilateral por parte do Estado possui “elevado potencial para litígio” e poderá afastar investidores.

“Embora o Governo afirme que não pagará indemnizações, os investidores que investirem tempo e recursos no processo poderão contestar judicialmente se sentirem que existe alteração das regras ou má-fé”, con-

corda José Mota Soares, “managing partner” da Andersen Portugal. O advogado recorda ainda os riscos jurídicos pendentes, como o potencial litígio com a Azul e os processos relativos aos tripulantes dispensados, que já levaram o Supremo Tribunal de Justiça a pronunciar-se.

Assim, enquanto o Governo insiste na margem de manobra para cancelar a operação sem penalizações, cresce a percepção de que essa margem poderá ser juridicamente estreita e arriscada. Os potenciais investidores estarão atentos — não apenas ao conteúdo do caderno de encargos, mas à segurança e à estabilidade jurídica do processo. ■



A venda parcial [...] não maximiza o valor da TAP e não atrairá um investidor que procure um controlo efetivo para racionalizar as operações e integrar a TAP na sua rede.



JOSÉ MOTA SOARES
“Managing partner”
da Andersen Portugal



A alienação de uma posição minoritária [...] poderá ter como efeito tornar o negócio menos interessante para um potencial investidor já que o Estado não tem boa reputação enquanto sócio.



JOSÉ CALEJO GUERRA
Sócio da CCSL Advogados



O Governo pretende o melhor dos dois mundos [e] qualquer investidor pagará menos, pois o preço do prémio de controlo será descontado à proposta que vier a ser apresentada.



JOÃO ESPANHA
Sócio da Broseta



Ao alienar uma posição minoritária, a TAP continua a figurar, nos termos da legislação em vigor, como empresa pública.



RICARDO MAIA MAGALHÃES
Sócio da Cerejeira Namora

ID: 118223834

17-07-2025

Privatização
Estratégia
reduz o valor
da TAP, avisam
especialistas

LEX 12 e 13