



MINISTÉRIO DAS FINANÇAS

**PRIVATIZAÇÕES:  
BALANÇO E REFLEXÕES  
ESTRATÉGICAS**

**NOVEMBRO • 1991**

# PRIVATIZAÇÕES: BALANÇO E REFLEXÕES ESTRATÉGICAS

*Comunicações apresentadas na Conferência Privatizações:  
Balanço e Reflexões Estratégicas realizada no dia 14 de  
Fevereiro de 1991, em Lisboa*

*Organizada por:*

CIEF — Centro de Investigação de Economia Financeira do  
ISEG — Instituto Superior de Economia e Gestão,  
com o apoio da Secretaria de Estado das Finanças

NOVEMBRO • 1991



# ÍNDICE

## Privatizações: Balanço e Reflexões Estratégicas

	Pág.
• Privatizações: a Oportunidade de um Debate — Mário Patinha Antão .....	5
<b>1.º PAINEL</b>	
• Comentário do Moderador — C. Pereira da Silva .....	9
• Uma Reflexão sobre Privatizações — Mário de Abreu .....	11
• A Privatização da Tranquilidade Seguros — Redondo Lopes .....	15
• Privatizações: Procedimentos e Sucesso das Operações — Alípio Dias .....	25
• Privatizações: Ensinamentos da Experiência Adquirida — Ricardo Cruz Filipe .....	33
• 1.º PAINEL — Debate .....	49
<b>2.º PAINEL</b>	
• Comentário do Moderador — Vítor Gonçalves .....	53
• Portugal e o Desenvolvimento: a Propósito das Privatizações — João César das Neves .....	57
• O Êxito das Privatizações na Óptica da Empresa — José Santos Teixeira .....	63
• A Perspectiva dos Investidores — Fernando Ulrich .....	79
• Meio Envolvente, Processo e Reforço dos Factores de Sucesso — João Oliveira .....	85
• 2.º PAINEL — Debate .....	93

### 3.º PAINEL

• Comentário do Moderador	
— João Ferreira do Amaral .....	99
• Os Investidores Institucionais e as Privatizações	
— José Manuel Serrão .....	101
• Privatizações: Método, Ritmo, Aplicações dos Resultados e Capitais Estrangeiros	
— Belmiro de Azevedo .....	113
• Grupos Económicos e Enquadramento dos Investidores Estrangeiros	
— José Roquette .....	119
• Privatizações: a Perspectiva dos Investidores Estrangeiros	
— Victor Hernandez .....	127
• Privatização e Dinamização do Progresso Económico e Social	
— Ricardo Espírito Santo Salgado .....	141
• 3.º PAINEL — Debate .....	147

### 4.º PAINEL

• Comentário do Moderador	
— Mário Patinha Antão .....	151
• Privatizações: A Condução Global do Processo	
— José Manuel Elias da Costa .....	153
• A Condução Global das Privatizações — Alguns Aspectos	
— Miguel Cadilhe .....	167
• O Balanço e os Ensinamentos da Experiência Adquirida	
— Victor Constâncio .....	187
• O Processo das Privatizações	
— Diogo de Lucena .....	199
• 4.º PAINEL — Debate .....	205

### ANEXO

• Privatizações de 26/4/89 a 31/8/91 .....	219
--	-----

# **PRIVATIZAÇÕES: BALANÇO E REFLEXÕES ESTRATÉGICAS**

**Mário Patinha Antão**

Professor do Instituto Superior de Economia e Gestão  
Vice-Presidente do CIEF

Permitam-me que as minhas primeiras palavras sejam de boas vindas para todos os presentes, em nome do CIEF — Centro de Investigação sobre Economia Financeira do Instituto Superior de Economia e Gestão.

O programa de Reprivatizações constitui uma das duas ou três questões maiores da política económica portuguesa.

A justificação desta afirmação pode esboçar-se do seguinte modo. A liberalização e integração comunitárias favorecem o aproveitamento em pleno de fenómenos de rendimentos crescentes à escala e de economias de diversificação. Assiste-se assim em todo o espaço europeu a uma aceleração do processo de concentração industrial e financeira e em consequência a uma renovação das formas de concorrência imperfeita. Neste contexto, o carácter ainda embrionário da generalidade dos actuais grupos económicos portugueses poderá significar um «déficit» de capacidade competitiva em várias áreas de grande crescimento potencial.

Em consequência, o Programa de Reprivatizações em Portugal deverá produzir dois efeitos de longo prazo da maior importância: por um lado, como é habitual nestes programas, ganhos sensíveis na eficiência produtiva das empresas reprivatizadas e na afectação sectorial dos recursos, ou seja, fortes aumentos no bem-estar dos produtores e consumidores; por outro, um efeito de natureza reestruturante sobre o tecido empresarial português, dando aso a que os grupos económicos portugueses mais dinâmicos reforcem a sua capacidade concorrencial à escala internacional.

Há várias razões que se podem invocar para sustentar que este é o momento adequado para se fazer um balanço sobre as reprivatizações já realizadas e para, com base nele, se proceder a uma avaliação das perspectivas para o próximo futuro.

Em 1.º lugar, a riqueza da experiência adquirida com as reprivatizações feitas, a natureza dos resultados obtidos e a variedade dos processos ensaiados proporcionam actualmente uma base empírica razoável para que se faça um primeiro e rigoroso balanço.

Em 2.º lugar, o processo atingiu já a fase de maturidade. Com a Lei-Quadro das Privatizações, de 5 de Abril de 1990, ficou estabelecido um enquadramento estável de referência. Quer os objectivos essenciais e os processos e modalidades de reprivatização, quer os regimes reservados de subscrição e aquisição de acções por pequenos subscritores, emigrantes e trabalhadores, quer ainda as restrições, os procedimentos processuais e institucionais que têm de ser adoptados, são conhecidos, ou podem sê-lo sem custos significativos de acesso à informação.

Cada processo de reprivatização é assim claramente referenciável e algumas das suas características determinantes são antecipáveis. É óbvia a importância desta garantia para

a credibilidade das autoridades na condução do processo e para a sua reputação de transparência junto dos investidores e do público em geral.

Em 3.º lugar há um importante «déficit» de informação analítica de qualidade. Urge examinar de forma sistemática os casos de reprivatização já realizados com o rigor habitual da investigação científica, tanto mais que o ruído existe. De facto já se publicaram a propósito diversos comentários e análises que constituem em geral exercícios de todo desaconselháveis.

Finalmente porque a presente crise do Golfo, ao agravar de modo substancial os factores de incerteza habituais, veio tornar urgente uma reflexão sobre os aspectos estratégicos da condução do processo de privatizações no próximo futuro.

Daí que os objectivos desta Conferência sejam precisamente os de contribuir para o balanço e para a reflexão estratégica que se acaba de referir.

O mundo das reprivatizações é Bayesiano. Cada reprivatização é um caso próprio e o mercado de controlo dos direitos de voto é necessariamente de concorrência imperfeita. As incertezas nos decisores dos dois lados do mercado induzem probabilidades subjectivas que são continuamente revistas à medida que novos resultados vão sendo conhecidos.

Aprende-se a fazer privatizações fazendo.

Esta frase constitui a introdução adequada para me referir aos nossos ilustres conferencistas. Todos de uma forma ou de outra têm estado intensamente envolvidos ao mais alto nível com o processo de reprivatizações — na preparação técnica dos «dossiers» ou na avaliação das empresas; à frente da gestão das empresas a privatizar ou na qualidade de grandes investidores que disputam o controlo das reprivatizadas ou fazem aplicações de carteira; na investigação científica do

tema ou com responsabilidades pretéritas ou actuais na condução global do programa.

E todos são tão conhecidos que dispensam apresentação.

Bastará dizer que dificilmente se poderia reunir um outro conjunto de personalidades com custos de oportunidade e qualificações tão elevadas para tratar os temas dos quatro painéis em que se desenvolve a Conferência.

Bem hajam pois pela vossa presença e pela vossa pronta anuência ao nosso convite.

Cumpre-nos também agradecer a inexcelsável hospitalidade do nosso anfitrião, o Montepio Geral, na pessoa do seu Presidente o Sr. Dr. Costa Leal.

Por último devemos referir que esta Conferência se tornou possível pelo excelente apoio que o Sr. Secretário de Estado das Finanças nos proporcionou desde a primeira hora.

# **PRIVATIZAÇÕES: O BALANÇO DA EXPERIÊNCIA ADQUIRIDA**

**Carlos Pereira da Silva**

Professor do Instituto Superior de Economia e Gestão  
e Presidente do CIEF

## **O BALANÇO DA EXPERIÊNCIA**

Um balanço representa sempre a situação estática de um processo temporal que é por definição dinâmico. A situação líquida que regista o saldo dos fluxos positivos e negativos do processo revela-nos a eficiência em relação à situação anteriormente prevalecente. Se aumentou, o balanço é positivo, se diminuiu o balanço é negativo.

No caso das privatizações iniciadas já há alguns meses, a opinião unânime dos oradores é a de que o balanço é positivo. Ou seja a situação actual é melhor do que aquela que existia no início uma vez que

- Aumentaram as receitas do Estado e logo diminuiu a sua a necessidade de endividamento futuro;
- Dinamizou-se o mercado de capitais;

— Aumentou a concorrência nos sectores onde se situam as Empresas já nacionalizadas.

Os três sectores analisados, Seguros, Bancos e Cervejas parecem confirmar a ideia de que, até agora, o modelo proposto para as privatizações funcionou. Houve procura solvável e maximizaram-se as receitas do Estado. A Economia portuguesa está mais sólida.

Resta saber se daqui para a frente o modelo testado continuará robusto. De qualquer modo a experiência passada é já suficientemente rica para se admitir que no final do processo o balanço económico e financeiro das privatizações será sem dúvida positivo em relação à situação inicial.

# **PRIVATIZAÇÕES: BALANÇO E REFLEXÕES ESTRATÉGICAS**

## **UMA REFLEXÃO SOBRE PRIVATIZAÇÕES**

**Eng.º Mário de Abreu**

Presidente do Conselho de Gestão  
da Petrogal

É com frequência secundarizado o aspecto estritamente comercial das privatizações, no sentido de que uma privatização é, na essência, uma operação comercial.

Isto é, a consumação da privatização consiste em haver uma coincidência no tempo entre um vendedor e um comprador.

Talvez por se não dar a este aspecto a importância que reveste, tenha havido grande preocupação com o estabelecimento das condições de venda, sem haver igual preocupação na análise do mercado.

Se pensarmos neste aspecto das privatizações, haverá alguns comentários que poderão fazer-se. O primeiro será que não basta dizer-se que há capital disponível, incluindo o aforro privado, para pagar todo o património das empresas públicas.

Tal conceito não é aplicável com esta simplicidade, porque tem que haver a coincidência da disponibilidade do capital com o desejo de investir. Este segundo requisito dependente das características da oferta.

Se nos perguntarmos sobre a disponibilidade de investir no mercado português e, porventura, em termos gerais, em qualquer mercado, poderemos considerar os seguintes aspectos:

— Cada empresa ou tipos de empresa, constitui um caso e, dificilmente, se poderão estabelecer critérios generalizados. Pode dizer-se que as empresas financeiras e os seguros beneficiam de algumas preferências por razões conhecidas, mas as empresas industriais e de serviços apresentam características muito próprias;

— Com efeito, o investimento nestas empresas está, em regra, associado a uma estratégia de grupo. Os grupos tendem a especializar-se em empresas que apresentam grande afinidade entre si.

É esta uma forma de se obter uma especialização na gestão e de se conseguirem vantagens relativas consequentes da integração ou sinergias.

Registemos que, em Portugal, se não dispõe de grande número de grupos desta natureza, o que constitui um factor negativo quando se trata de privatizar empresas industriais.

De notar ainda que, no que respeita ao investimento em empresas industriais, a reprivatização, em muitos casos, tem associada duas circunstâncias: é o regresso à posse privada das empresas, mas não à situação que prevalecia ao tempo em que foram nacionalizadas. Nesse tempo havia condições de protecção aos investidores privados na indústria, que lhes

reduziam significativamente o risco do investimento, situação que não ocorre presentemente, em que não só o mercado nacional é completamente livre, como a integração na CEE acaba por expor as empresas, sem qualquer protecção, à concorrência na dimensão europeia.

Uma outra circunstância que se relaciona com o mercado, é a de não haver uma tradição de investimento na Bolsa para obtenção de dividendos, isto é, a procura de rendimento para o capital com vantagens na remuneração relativamente a outras formas, mas com uma componente de risco. O investidor na Bolsa portuguesa, em regra, procura lucros especulativos de curto prazo, o que não suporta uma saudável estabilidade em rotação de capitais na Bolsa.

Sendo assim, a privatização das empresas públicas dificilmente poderá contar, em dimensão assinalável, com o pequeno investidor.

As privatizações terão, então, que processar-se pela tomada de partes muito significativas do capital das empresas por grupos económicos, o que exige grande mobilização de capital.

Reduz-se, assim, a viabilidade de se constituírem grupos económicos, pois o esforço financeiro necessário ao controlo das empresas toma dimensões muito grandes.

Lembremos que, em outros países, porque existe uma grande disseminação do capital, um grupo especializado pode controlar empresas, para benefício da economia do país e dos pequenos investidores, com parcelas relativamente pequenas do capital.

Parece, pois, que seria um factor muito positivo para o desenvolvimento do programa de privatizações em Portugal criar condições que fomentassem o investimento estável e não especulativo na Bolsa e, também, pensar nas operações de privatização como operações comerciais e proceder como

é habitual nestas circunstâncias:

- Avaliar com rigor o que se vende e estudar, com igual rigor, o mercado, por forma a poderem-se desenhar as operações com segurança e oportunidade.

## **PRIVATIZAÇÕES: BALANÇO E REFLEXÕES ESTRATÉGICAS**

**Redondo Lopes**

Presidente da Tranquilidade Seguros, S. A.

Foi uma agradável surpresa para o então Conselho de Gestão da Tranquilidade Seguros E.P. a decisão do Governo anunciada em 1988 de incluir a Companhia num muito reduzido número de empresas a privatizar parcialmente de acordo com o permitido pela legislação então vigente.

O segredo havia sido bem guardado, pois apenas na manhã em que se realizou o Conselho de Ministros fui informado de que na tarde desse mesmo dia a notícia seria transmitida aos órgãos da Comunicação Social.

Surpresa muito positivamente recebida. É que imediatamente nos apercebemos das vantagens relativas que decorriam para a Companhia por avançar no primeiro lote de empresas a privatizar, ainda que com a limitação de uma privatização parcial. A Tranquilidade poderia pois antecipar o seu caminho no sentido de conhecer para onde iria e com quem.

Num mercado segurador em acelerada evolução, com a instalação de um número apreciável de novos operadores, a

partir da reabertura do sector à iniciativa privada em 1984, e com a progressiva desregulamentação que se tem vindo a registar, antecipando o integral cumprimento das directivas comunitárias, era vital poder definir estratégias de médio e longo prazo que a incerteza sobre o momento da privatização e a habitual instabilidade da gestão pública não permitiriam.

É certo que a Tranquilidade beneficiava de uma situação de excepção, pois o seu Conselho de Gestão, em funções desde Janeiro de 1984, havia sido integralmente reconduzido para um segundo mandato, mas isso não chegava.

Aproximando-se o final do ano de 1988, foi decidida uma auditoria externa às contas. Decidiu-se também que as duas avaliações independentes, exigidas por lei, se iniciassem apenas após o encerramento do exercício.

Da extensa lista de empresas pré-qualificadas junto do Ministério das Finanças para o trabalho de avaliação, foram contactadas sete, sendo um dos critérios de pré-selecção o de excluir qualquer empresa que estivesse directamente ligada a outras seguradoras estabelecidas em Portugal.

Vieram a ser seleccionados para os trabalhos de avaliação o BESCL, que foi também escolhido para consultor em todo o processo de montagem da operação, e um consórcio formado pela MDM, hoje Deutsch Bank de Investimento, e pelo CCF (Crédit Commercial de France).

Por acordo com os avaliadores foi designada a firma Arthur Andersen para proceder à auditoria às contas do exercício.

Não existindo na Companhia qualquer experiência anterior de auditoria externa, muito menos de avaliação da empresa, houve que criar uma estrutura para responder em tempo útil a todas as solicitações de auditores e avaliadores, sem prejuízo do necessário envolvimento de toda a direcção da empresa no processo.

Todos os trabalhos foram conduzidos por parte da Companhia, por um reduzido núcleo presidido por mim próprio e integrado pelo administrador do pelouro financeiro e directores do Planeamento, Financeiro, do Ramo Vida e, numa fase posterior, pelo Director de Marketing.

O prazo concedido para a conclusão dos trabalhos, apenas 90 dias, foi integralmente respeitado.

Durante o referido período houve que fazer um enorme esforço, aliás, plenamente conseguido, de compatibilização da necessidade de produção de vastíssima informação aos auditores e avaliadores, nem sempre disponível nos termos solicitados, com a manutenção da qualidade de prestação de serviços, num mercado em que como referi, se encontrava e encontra em fase de acrescida concorrência. Não era possível parar alguns meses para exclusivo tratamento de questões internas, obviamente alheias aos interesses imediatos dos clientes e mediadores.

Durante essa fase numerosas dificuldades se foram deparando e ultrapassando. A valiosa contribuição da Informática e de todas as direcções permitiu, em prazo extraordinariamente curto, pôr à disposição de auditores e avaliadores toda a informação solicitada. Por outro lado, penso que o trabalho foi mutuamente enriquecedor, já que muitos dos técnicos externos à Companhia com quem houve que dialogar tiveram que aprender em tempo recorde o que é uma companhia de seguros — é que até o plano de contas das seguradoras é diferente do plano oficial de contas.

De permeio, éramos confrontados com solicitações de definição de estratégias de médio e longo prazo, como se um Conselho de Gestão, cujo mandato se extinguiria naturalmente com a privatização, pudesse defini-las.

Obviamente tínhamos as nossas próprias ideias sobre o futuro da Companhia, mas vezes sem conta tive de explicar

a avaliadores e a jornalistas que estratégias e políticas de longo prazo apenas poderiam ser definidas pelo futuro elenco de accionistas.

Parecia óbvio, mas para muitos não o era, ou não o é.

Com a franqueza que me é habitual posso dizer-vos que sempre me surpreendeu ouvir alguns gestores públicos definirem caminhos para as suas empresas a 5 ou 10 anos, quando o seu horizonte é, quanto muito, o dia da privatização.

Para além dos trabalhos inerentes à avaliação da empresa, constituíram áreas que mereceram a nossa atenção a informação interna e externa sobre o processo de privatização.

No plano interno, a Companhia beneficiou de um clima social estável, caracterizado pela ausência de conflitualidade e por uma receptividade muito positiva em relação à privatização.

Não só não se encontrou obstrução interna, como pode mesmo afirmar-se que o Conselho encontrou sincera colaboração por parte dos quadros da Companhia.

Na medida do possível foi sendo transmitida informação oral às estruturas legais representativas dos trabalhadores e foram produzidas ainda algumas informações escritas de âmbito geral.

A nível externo todos os contactos com a Comunicação Social foram concentrados no Presidente do Conselho de Gestão e, posteriormente, do Conselho de Administração, por forma a assegurar a coerência e a veracidade das informações e declarações. Igualmente os contactos com potenciais investidores estrangeiros, sempre por iniciativa destes, foram apenas estabelecidos pelo Presidente.

A este propósito importa referir que, não tendo recebido qualquer mandato para o efeito, não procurei por própria iniciativa fomentar a criação de qualquer núcleo duro nacional ou estrangeiro que viesse a assumir posição significativa na Companhia.

Mas sobre o desenho das operações de alienação falarei mais tarde.

As campanhas institucionais e de promoção de vendas de acções foram minuciosamente preparadas em frequentes reuniões do Conselho com o Director de Marketing.

Neste domínio, os maiores problemas decorreram da incerteza sobre as datas que viriam a ser determinadas para os períodos de subscrição de acções.

Transformada a empresa em Sociedade Anónima em 13 de Abril de 1989 e concluídas as avaliações em Maio, apenas em 28 de Outubro, portanto mais de seis meses depois, vieram a ser fixadas as condições de alienação de 49% do capital social.

Durante esses longos meses foram frequentes as reuniões de trabalho com o Sr. Secretário de Estado das Finanças e com a Secção Especializada para as Privatizações do Conselho Nacional das Bolsas de Valores, cujo interesse e competência importa referir.

A operação foi estruturada em três lotes distintos: o 1.º a preço fixo, era constituído por 30% das acções a alienar, reservadas à subscrição de trabalhadores, pequenos subscritores e emigrantes, podendo cada um subscrever até o máximo de 120 acções.

Seguidamente, 20% das acções a alienar foram oferecidas a pessoas singulares, em oferta pública por leilão competitivo ao preço base de 4800\$00 por cada acção, podendo cada adquirente apresentar ordens até ao limite de 1000 acções.

Finalmente, os restantes 50% foram reservados para uma oferta pública por leilão competitivo aberto a todos os investidores ao preço mínimo de 4800\$00 por acção, e a participação de entidades estrangeiras no capital social ficou nesta fase, por imperativo legal, limitada a 5%.

Os resultados da operação são conhecidos. A 1.<sup>a</sup> fase da privatização teve o maior êxito. Estando em venda 2 450 000 acções, foram apresentadas 111 386 ordens, que pediam um total de 19 353 000 de acções, no valor de mais de 144 milhões de contos.

A oferta de acções cobriu em relação ao total das tranches apenas 12,66% da procura. Os resultados apresentaram um encaixe de 25 777 000 contos, o que correspondeu a 17,8% do valor dos pedidos.

Finalmente, o número de accionistas potenciais, isto é, o somatório de todas as tranches ficou a ser de 91 422.

Importa dizer que ainda hoje são cerca de 80 mil!

Não houve assim que fazer intervir o sindicato financeiro, que despropositadamente, e não por proposta do Conselho da Tranquilidade, incluía mais de 30 entidades.

É chegado o momento de fazer uma breve reflexão sobre o modelo utilizado nesta 1.<sup>a</sup> fase de privatização, que não se afastou significativamente dos adoptados nas restantes três privatizações parciais.

A montagem da operação nos moldes acima descritos permitiu sem dúvida um avultado encaixe para os cofres do Tesouro, mas não garantia à partida a formação de um núcleo accionista que trouxesse estabilidade e competência à Empresa.

O puro sistema de leilão permite em princípio um maior encaixe e eventual maior transparência na formação de preços, mas tenho as maiores dúvidas que estes aspectos devam ser os únicos a tomar em consideração em processos de privatização.

A privatização parcial da Tranquilidade correu bem porque os pequenos subscritores acorreram em número muito elevado, do que se pode inferir a boa imagem da Companhia, e sobretudo porque um grupo nacional com «Know-how» na área financeira, incluindo a actividade seguradora, assumiu uma

posição accionista de relevo, conquistada através de competição na OPV.

Interrogo-me quais seriam as perspectivas da Companhia, caso o capital tivesse ficado excessivamente pulverizado ou se houvesse tomado posição dominante uma entidade com propósitos de apenas realizar uma mais valia.

Penso que o Estado não pode nem deve ser neutral e que deveria encontrar formas de assegurar a estabilidade das empresas a privatizar. Em dados casos será necessário favorecer claramente a formação de núcleos accionistas estáveis, sobretudo se dominados por entidades portuguesas.

A permanência das empresas em mãos portuguesas não se garante obviamente através de disposições que teoricamente limitem a 5% ou 10% a participação de capital estrangeiro.

Sobre esta matéria penso poder dispensar-me de ser mais explícito.

Que não fique no entanto na ideia uma atitude primariamente xenófoba do orador.

A participação do capital estrangeiro nas privatizações deve ser benvinda mas não de uma forma indiscriminada, que leve a uma situação não de privatização mas de total desnacionalização das empresas.

O colectivo Nação não se deverá identificar com o Estado. Por isso mesmo penso que as chamadas nacionalizações de 75 deveriam ter sido antes designadas por estatizações.

Retomemos no entanto o processo de privatização da Tranquilidade.

Publicada, finalmente, em 5 de Abril de 1990 a nova Lei Quadro das Privatizações, foi possível avançar com a privatização dos restantes 51% do capital social.

No que respeita à própria Companhia esta fase foi incomparavelmente mais simples. Encerradas e auditadas as contas do exercício de 1989, foi apenas necessário solicitar aos ava-

liadores uma actualização das avaliações efectuadas no ano anterior.

Embora mantendo uma primeira tranche a preço fixo, reservada a trabalhadores, pequenos subscritores e emigrantes, desta vez reduzida a 20% das acções a alienar, coube à Tranquilidade a honra de ser a primeira empresa distinguida com um muito curioso modelo de preferência para os accionistas.

Talvez erradamente, era minha convicção que as preferências a accionistas se consubstanciam normalmente na possibilidade dos mesmos poderem subscrever um determinado número de acções a preço mais favorável do que o preço para não accionistas, com a excepção frequente de casos de acções reservadas a colaboradores da Empresa.

Ora, no caso da 2.<sup>a</sup> fase da privatização da Tranquilidade, aos titulares de acções do tipo B, isto é, aquelas que já tinham sido alienadas, fora reservado o total de acções correspondente a 40% das acções por eles detidas, mas o preço, sendo fixo, seria igual ao preço médio da oferta pública aberta a todos os investidores diminuído de 5%. Quer isto dizer que havia a possibilidade de os já accionistas terem que exercer a sua preferência a preço superior ao de acções vendidas na última tranche.

Penso que teria sido correcto que a referência fosse estabelecida em relação ao preço base da OPV aberta a todos os investidores, ou pelo menos em relação ao preço mínimo satisfeito nessa mesma OPV.

Este curioso modelo determinou por certo o alheamento de muitos pequenos accionistas nesta 2.<sup>a</sup> fase da privatização.

Tendo sido efectuada a 9 de Outubro, ocorreu em período particularmente difícil do mercado de capitais.

De qualquer forma, a operação correu bem tendo sido apresentadas 19 415 ordens correspondentes a mais de 3 500 000 acções no valor de 25 377 000 contos.

A procura excedeu a oferta em mais de 950 000 acções tendo sido satisfeitas 72,8% das quantidades pedidas.

Nas condições de então do mercado de capitais a operação pode clarificar-se como um novo sucesso, sobretudo na perspectiva do vendedor, sendo de realçar que no segmento reservado a pequenos subscritores foi apenas satisfeita 39,1% da procura.

O Estado efectuou um novo encaixe de 18 910 231 contos.

A Tranquilidade teve o privilégio de ser a primeira seguradora pública a concluir o seu processo de privatização, dispondo agora de um núcleo accionista estável e controlado por um grupo português com vocação na área financeira e internacional.



# **REPRIVATIZAÇÕES: BALANÇO E REFLEXÕES ESTRATÉGICAS**

**Alípio Dias**

Presidente da Comissão Executiva  
Banco Totta & Açores

## **SUMÁRIO**

- 1 — Premissas subjacentes
- 2 — Princípios orientadores
- 3 — Como se deve processar uma reprivatização
- 4 — Critérios aferidores do resultado de uma operação de reprivatização
- 5 — «Leveraged Management Buy-Out» ou «Rachat des Entreprises par les Salariés» (LMBO) ou (RES)
- 6 — Introdução em Bolsa
- 7 — Notas finais

## **REPRIVATIZAÇÕES**

### **1 — Premissas subjacentes**

«Ab initio», julgo de sublinhar que o processo das reprivatizações é a expressão de uma *escolha política* deliberada das Autoridades, em favor de uma economia de mercado, tendo em vista conferir uma maior liberdade estratégica à empresa.

No que concerne a Portugal, o processo das reprivatizações constitui um importante capítulo das denominadas reformas estruturais, tendo em vista a preparação da sociedade portuguesa para a União Económica e Monetária.

No *plano jurídico-financeiro*, a reprivatização significa o ingresso da empresa a reprivatizar no domínio do direito comum das sociedades comerciais.

Todavia, não deve significar, é bom sublinhá-lo, um regresso às sociedades existentes, antes das nacionalizações.

De facto, como regra, as sociedades anónimas resultantes das reprivatizações, são verdadeiras sociedades de capitais, com milhares de accionistas, importando ter presente esta realidade aquando da fixação, pela assembleia geral, da política de dividendos, já que esta deve funcionar como um prémio à fidelidade dos accionistas, como um estímulo à cotação das acções e como um meio de convencer os accionistas e os aforradores em geral a subscreverem novas acções da empresa aquando de futuros apelos ao mercado de capitais.

No *plano económico*, as reprivatizações pretendem reduzir o «peso» do Estado na Economia e o montante da dívida pública, assim como contribuir para o pleno desenvolvimento do mercado de capitais em geral — ponte mais curta entre o aforrador e o investidor e um dos mais correctos meios de financiamento da economia — e o desenvolvimento do accionariado popular visando ligar os empregados de uma empresa à sua «performance», ao seu destino e melhorar o «clima social».

## 2 — Princípios orientadores

- Defesa dos interesses patrimoniais do Estado;
- Protecção do interesse nacional;
- A transparência da operação.

a) O desenvolvimento do primeiro princípio impõe a consagração da avaliação prévia, feita por duas entidades independentes, escolhidas de entre as pré-qualificadas em concurso realizado para o efeito.

Impõe ainda a nomeação de uma Comissão de Acompanhamento das Privatizações que tem por objectivo assegurar a transparência, o rigor e a isenção de cada processo;

b) A protecção do interesse nacional traduz-se na limitação do capital social que pode vir a ser adquirido por pessoas estrangeiras — singulares e colectivas;

c) A transparência das operações implica, em princípio, que as operações se realizem, primordialmente, através de OPV's, ou seja oferta nas Bolsas de Valores.

Sem embargo, o que antecede, não invalida que se possam efectuar também operações de reprivatização através de concursos limitados ou até de venda directa, até para uma melhor articulação deste princípio orientador com os anteriormente citados e da possível utilização dos processos de reprivatização para redesenhar o tecido empresarial português.

Nestes casos, o que até ao presente momento não se verificou em Portugal, entendo que deverá ser dada publicamente uma pormenorizada explicação das razões de uma tal opção e facultados todos os documentos que lhe serviram de suporte, a fim de que a transparência do processo seja total.

### **3 — Aspectos a ter presentes numa reprivatização**

— As relações entre a Tutela, o Presidente da Empresa a reprivatizar e a Secção Especializada da Bolsa para Acompanhamento do Processo das Reprivatizações.

- A realização de uma auditoria externa e escolha dos avaliadores externos independentes.
- As relações com os quadros da empresa e as estruturas representativas dos seus empregados.

Por outro lado, o processo deve ser acompanhado das medidas que se mostrarem aconselháveis nos domínios da:

- Organização dos serviços;
- Adopção de novas tecnologias e equipamentos;
- Formação;
- Melhoria da qualidade dos serviços prestados;
- Melhoria da imagem da Empresa.

Segue-se a análise do Relatório dos Avaliadores, visando, além do mais, a fixação do preço-base da operação e a formulação, por parte do Conselho de Administração da Empresa, à Tutela de uma proposta sobre o preço e demais condições da operação.

No tocante à fixação do preço, como é óbvio, deve vigorar o princípio de se evitar vender, ao desbarato, as «jóias da coroa» mas é preciso, de igual modo, evitar a situação oposta.

A escolha do momento da operação e a elaboração de uma campanha de «marketing» visando, na primeira fase, dar a conhecer a empresa a reprivatizar e, numa segunda fase, a divulgação das condições da operação são outras fases importantes do processo de reprivatização.

No que concerne ao modo de pagamento é possível enumerar um conjunto de hipóteses, a saber:

- Numerário;
- Títulos da Dívida Pública, pelo menos até 50% do montante de cada aquisição;
- Os «LMBO» – Leveraged Management Buy-Out.

Antes de abordarmos os «LMBO», refira-se que é desejável, no que concerne:

*Aos empregados:*

- Afectar, pelo menos, 10% do capital da empresa a reprivatizar;
- Efectuar um desconto sobre o preço-base, até 20%;
- Aceitar 1/2 anos para a efectivação do pagamento, sem juros.

*Aos pequenos subscritores e emigrantes:*

- Afectar  $\pm$  10% do capital da empresa a reprivatizar e conceder um desconto até 10% sobre o preço-base.

#### **4 — Critérios aferidores do sucesso de uma operação de privatização**

Em termos simplistas, dir-se-á que uma operação de reprivatização constitui um sucesso quando todos os agentes conseguem atingir os seus objectivos, a saber:

- O Estado (encaixe);
- Os empregados da empresa a reprivatizar e os pequenos accionistas (mais valias);
- Os grandes accionistas através da utilização da empresa reprivatizada como instrumento da sua política de Grupo;
- A própria empresa, na medida em que sai do processo mais sólida e mais dinâmica.

## 5 — Leveraged Management Buy-Out (LMBO)

ou

### Rachats des Entreprises par les Salariés (RES)

Consiste na aquisição da maioria do capital da empresa a reprivatizar, pelos quadros e empregados da sociedade em apreço, associados com investidores privados — pessoas singulares ou colectivas, atraídos por uma mais valia potencial e que não tenham vocação para intervir na gestão de modo activo — sob a forma de uma sociedade gestora de participação sociais («holding»).

Deve ser fixado, de modo adequado, do ponto de vista técnico, a capacidade máxima de endividamento da «holding», tendo em atenção, além do mais, o montante de dividendos esperados.

No que respeita aos quadros e demais empregados da empresa a reprivatizar, na subscrição do capital da «holding», deverão poder utilizar, para além das respectivas poupanças, empréstimos bancários em montantes adequados em função das respectivas capacidades de reembolso.

Como regra, deverão deter, pelo menos, 51% dos direitos de voto da «holding».

Julgo que se poderia pensar em estruturar, no plano jurídico, um tipo de sociedade com estas características, a quem deveriam ser conferidos benefícios fiscais, até determinados montantes e durante um certo número de anos. A título de exemplo:

- Dedução da matéria colectável do IRS do capital e juros ao serviço dos empréstimos contraídos para esta finalidade, seja para a subscrição do capital da «holding» seja para a subscrição de acções que depois venham a ser utilizadas para a realização do capital da «holding».

## 6 — A introdução em Bolsa

A introdução em Bolsa é também uma fase extremamente importante de um processo de reprivatização, encerrando uma faceta positiva e outra negativa.

A cotação em bolsa confere à empresa uma publicidade importante e, na medida em que permita que os aforradores em geral tenham a possibilidade de se transformarem em seus accionistas; aumenta, em valor não despidendo, o seu potencial de financiamento para o futuro.

Esta a faceta positiva.

A faceta negativa é que o mercado de capitais é um mercado muito exigente e elitista.

Condições de sucesso:

- A rápida obtenção de uma cotação o que pressupõe, além do mais, que o preço proposto seja realista;
- A evolução favorável da cotação, no futuro, de modo a possibilitar aos investidores originais a realização de uma mais-valia.

## 7 — **Conclusões.** Notas finais

Desde logo é preciso evitar extremos, do tipo, tudo que é público é mau, tudo o que é privado é bom.

De facto, nalguns casos, a manutenção de uma certa influência do Estado sobre as empresas reprivatizadas pode, em princípio, favorecer o próprio processo de reprivatização e não ser um factor de perturbação, desde que se destine a evitar uma pressão abusiva do poder económico sobre o poder político, ex: British Telecom.

Os poderes públicos não podem ignorar o clima económico e financeiro existente, pelo que importa conferir «ab initio», uma certa flexibilidade na programação das reprivatizações.

Importa também evitar, salvo melhor opinião, a substituição de um monopólio público por um monopólio privado, pelo que, quando se trata de reprivatizar um monopólio público convém, previamente, introduzir uma certa concorrência no sector e só depois proceder à sua reprivatização.

# **PRIVATIZAÇÕES: BALANÇO E REFLEXÕES ESTRATÉGICAS**

## **O BALANÇO E OS ENSINAMENTOS DA EXPERIÊNCIA ADQUIRIDA**

**Ricardo da Cruz Filipe**

Presidente da Secção Especializada  
para as Reprivatizações

1 — A reformulação do Sector Empresarial do Estado, que constitui um dos objectivos essenciais do Programa do XI Governo Constitucional, tem no processo de privatizações um dos seus instrumentos privilegiados.

Foi pelo Governo decidido utilizar tal instrumento mesmo antes da revisão constitucional. Assim, dentro dos limites consentidos pelo anterior texto, foram promulgadas as Leis n.ºs 71/88 e 84/88.

O regime da Lei n.º 84/88 era pouco flexível. Mas em assunto da delicadeza política deste — devolução à sociedade privada de importantes bens públicos, após um processo ainda hoje traumatizante de nacionalizações —, compreende-se que o Governo tenha querido impor certos princípios intocáveis e

consensuais, e também um certo número de condicionalismos que conferiram ao processo, mesmo obrigando a alguma rigidez de procedimentos, o rigor e a isenção que, desde o início, lhe ganhou a credibilidade e a adesão dos investidores e da opinião pública.

2 — Como pode o Governo intervir, então, para o alcance dos objectivos que a Lei define? O que se fez até agora e que ensinamentos específicos se colheram?

Se os princípios se mantêm hoje no texto Constitucional (artigo 83.º) e permeiam o articulado da Lei n.º 11/90, muitos dos referidos condicionalismos (válidos no arranque do processo, mas inconvenientes na sua sequência) foram removidos. Referimo-nos, em particular, por exemplo:

- À restrição que a antiga Lei impunha, nas modalidades de alienação, exclusivamente a operações de subscrição pública ou OPV's em Bolsa;
- À limitação, rígida e uniforme em todos os casos, para a máxima aquisição por entidade ou pelo conjunto de estrangeiros;
- Ao constrangimento muito longo à mobilização dos títulos, nas modalidades de preços ou condições beneficiadas.

3 — Os objectivos que a Lei n.º 11/90 enuncia, no seu artigo 3.º, não são necessariamente convergentes em casos individualizados de reprivatização e podem fazer oscilar o comportamento do Governo, entre uma maior interferência no processo que pode ir até à permanência tutelar do Estado — nomeadamente ao procurar aparecer como defensor dos interesses nacionais «versus» interesses estrangeiros — e uma postura mais neutra, buscando essencialmente a celeridade e a maior receita na devolução à iniciativa privada de uma

actividade que ele considera dever pertencer-lhe. As consequências políticas de um ou outro comportamento não são naturalmente idênticas.

Se o Governo opta por uma atitude decisivamente intervencionista, expõe-se a críticas de instrumentalização do bem público ou de incumprimento das promessas de liberalização e de privatização, ou de parcialidade na escolha dos adquirentes. Mas se guarda uma atitude neutral, será com certeza criticado pelo alheamento dos interesses nacionais, pela desprotecção dos investidores portugueses, pelo desaproveitamento das virtualidades da Lei-Quadro.

O ter procurado, ele próprio, consagrar na Lei modalidades interventoras, deverá significar, agora, assumir a responsabilidade de as utilizar quando os interesses nacionais o motivam. O que lhe impede, quanto a mim, uma postura demasiado neutra que apague a sua competência e responsabilidade doutrinária como condutor dos destinos políticos do País. Uma «isenção», no processo de privatizações, deixando o mercado agir «livremente» pela posse e controlo das empresas hoje nacionalizadas, só seria cómoda e confortável numa visão imediata de muito curto prazo.

Sem que tal constitua paternalismo contraditório em processo de reprivatização, consideramos em última análise não ser vantajosa a neutralidade do Governo. Mesmo que o Estado não queira ensinar à iniciativa privada o modo como prosseguir a actividade que lhe devolve, deve criar-lhe «a priori» as melhores condições para que essa actividade se venha a desenvolver no sentido do maior interesse para a Nação.

É indispensável, logo nas primeiras fases de alienação, que o Estado possa controlar ou pelo menos inflectir os resultados da operação em acordo com os objectivos nacionais prosseguidos, ainda que se admita que só a longo prazo e verificadas

determinadas garantias o Estado abdique da maioria do capital de uma empresa. E, mesmo em empresas não estratégicas, pensamos que ainda cabe ao Estado «encaminhar» essa passagem de propriedade nas melhores condições de continuidade e futuro, procurando eliminar os avatares hostis previsíveis.

Esta postura interventora, que temos defendido no desenho e estratégia das reprivatizações, considera como intenção fundamental de todo o processo a sua utilidade na reformulação da economia portuguesa com vista à integração europeia. E cremos firmemente que isso não é de modo algum incompatível nem com a defesa intransigente dos interesses patrimoniais do Estado — ou seja, a arrecadação de uma receita que permita diminuir a dívida pública —, nem com a celeridade conveniente de actuação — cumprindo assim objectivos políticos expressos.

É este o primeiro grande ensinamento a colher da experiência vivida.

4 — Analisemos um a um os objectivos expressos na Lei.  
O primeiro objectivo:

«Modernizar as unidades económicas e aumentar a sua competitividade e contribuir para as estratégias de reestruturação sectorial e empresarial»

liga-se estritamente com o que acabo de referir e tem sido quanto a nós cumprido, ainda que dele a opinião pública menos tenha falado. Mas exige ainda um longo caminho.

Tomemos como exemplo o sistema financeiro e um dos casos aqui relatados, o do Totta & Açores.

Pela lógica de toda a estratégia de reprivatização, foi ao sistema financeiro dada, no tempo, a prioridade que se impunha e o Governo definiu a porção do sector que o Estado

estrategicamente decidiu reservar para o seu domínio. Mas, ainda que os restantes Bancos públicos não tenham sido incluídos nesse domínio, a importância da Banca comercial impõe que se assegure a necessária solidez e capacidade da instituição reprivatizada, no âmbito do futuro Mercado Único. Por outro lado, as redes comerciais dos maiores Bancos públicos são uma chave de poder insubstituível, o que proíbe que se arrisque qualquer situação de perda de controlo e impõe que se procure assegurar, em mãos portuguesas, o domínio desse segmento importantíssimo da actividade económica.

Por tudo isto (e mesmo sem entrarmos em detalhes), o processo de reprivatização do Totta — como o do restante sistema bancário — procurou e procura assegurar a sua recomposição financeira, obrigando os investidores a assumirem-na, ainda que com o indispensável e necessário apoio do Estado. Duma situação de carência, traduzível, de maneira simples, por uma situação líquida corrigida próxima de zero e um rácio de solvabilidade pouco superior a 2%, antes do processo de reprivatização, atingiu o Totta & Açores, um ano depois, um rácio de solvabilidade de 11%!

Para isso o Governo concebeu uma operação em que abdicou de uma eventual receita de venda, promovendo um aumento de capital, sanando algumas responsabilidades, em suma, apresentando ao investidor uma Instituição que poderia cumprir as exigências e normas comunitárias. E ainda que o Governo tenha optado — até pelo normativo que a Lei n.º 84/88 impunha — pela menor intervenção compatível com os objectivos fixados <sup>(1)</sup>, os Decretos-Leis específicos pro-

---

<sup>(1)</sup> Esta opção tem naturalmente a ver com princípios ideológicos (e éticos) de máxima responsabilização dos investidores nas suas próprias decisões — modificando o menos possível as escolhas naturais do mercado — e naturalmente também com a vontade de arredar apreciações subjectivas passíveis de delicadeza política.

curaram promover, através do direito de preferência e da compra a preço fixo, a identidade nacional do Banco, e consagraram, através da presença do Estado com poderes especiais, uma estratégia de prudência. O Estado mantém assim uma postura zeladora da Instituição, no contexto da Banca Nacional e da sua possível afirmação no Mercado Comunitário. O cidadão comum e o pequeno accionista do Banco viram, pela dinâmica feliz de todo o processo, o seu património significativamente valorizado.

Este consolidar prévio das Instituições e o êxito alcançado — que define o que chamei uma posição interventora do Estado, sem colidir com o interesse da iniciativa privada — constitui outro dos grandes requisitos (e ensinamentos) do processo de reprivatizações.

O caminho a percorrer é no entanto longo pois ele tem também a ver, para lá da consolidação específica de cada Instituição ou Sector, com a «distanciação» progressiva que o Estado tem de pôr em marcha, ao alienar as suas posições nas empresas, dando ao investidor a noção clara de que uma grande parte da sua anterior responsabilidade perante o consumidor ou o cidadão lhe passa a ser cometida.

Assim, uma tarefa, não menos importante que a avaliação das empresas, tem de ser levada a cabo, para se elaborarem as regras de regulação/desregulação a instituir nos vários sectores onde laboram as empresas públicas em questão, se se quiser, simultaneamente, continuar a defender o bem público — como compete ao Estado — e nele não interferir directamente, mas promover que a iniciativa privada o faça. Só assim será verdadeiramente possível atingir o outro objectivo da Lei «Promover a redução do peso do Estado na economia».

Muitos dos serviços públicos e sectores-chave da economia estão hoje em situação de monopólio (ou próxima), havendo

que preparar a implementação de organismos reguladores, definições sobre a evolução de preços, exigências de qualidade e continuidade de fornecimento.

Observe-se, em particular no respeitante a preços, e ainda que um Governo que privatiza acredite naturalmente nas virtudes do mercado e da competição, que convirá tomar as devidas precauções para evitar agravamentos de preços injustificados que desacreditariam as operações de privatização. Tenhamos em mente situações concretas existentes, como, por exemplo, as críticas à British Telecom, na deterioração da relação qualidade/preço, após privatização, apesar da boa rentabilidade da empresa.

Esta tarefa de preparação — estruturação do Sector e sua regulação/desregulação — está em curso, nos diversos Ministérios da Tutela, mas tem de ser acelerada para enquadrar atempadamente o desenho das operações de reprivatização que se aproximam.

5 — «Preservar os interesses patrimoniais do Estado e valorizar outros interesses nacionais».

É o objectivo prosseguido por toda a tramitação do processo, acusada, por vezes, de morosa ou complexa. As várias instâncias de análise e avaliação do bem público a alienar, desde os Consultores ao parecer da Comissão de Acompanhamento, encerram provavelmente redundâncias, mas têm — e até agora a experiência só o comprovou —, a enorme virtude, de expressarem bem a seriedade do processo e a intransigência do Governo na defesa dos valores públicos. A ausência de críticas credíveis a este respeito é a melhor prova da bem fundada estrutura criada.

Seria a este propósito útil que fosse lido o inquérito da Comissão Parlamentar francesa, às reprivatizações conduzidas pelo Ministro Balladur. Concluiríamos que as estruturas que

estão criadas e os circuitos estabelecidos para o caso português possibilitam um rigor de análise e afirmam uma independência onde os reparos dos inquiridores franceses não poderiam ter cabimento.

6 — «Promover a redução do peso da dívida pública na economia».

Apesar de ser bem palpável a receita já superior a 200 milhões de contos no orçamento do Estado — exclusivamente aplicada, em conformidade com a Lei, na amortização da dívida pública, da dívida ao sector empresarial do Estado, no serviço da dívida resultante de nacionalizações e em novas aplicações de capital no sector produtivo —, temos de ter presente que a reprivatização só tem um impacto orçamental positivo, no longo prazo, se a eficácia empresarial das empresas reprivatizadas crescer <sup>(2)</sup>. Só melhores «performances» das empresas — quer das lucrativas, quer das não lucrativas — podem assegurar no longo prazo uma real redução da dívida pública. Daqui a importância, por um lado, da capacidade gestiva dos investidores privados, das medidas que promovem a competição ou a exposição aos mecanismos impulsionadores do mercado, da dinâmica ganha pelas Instituições no seu novo estatuto — e os três casos aqui presentes ilustram esta minha afirmação; por outro lado, é necessário que o preço pago pelo bem público alienado corresponda efectivamente ao valor esperado do fluxo de «cash-flows» futuros distribuíveis. Um preço justo é por isso importante, ainda que o factor risco utilizado nos cálculos de actualização seja naturalmente um elemento falível.

---

<sup>(2)</sup> Ou os valores de alienação traduzissem o crescimento dessa eficácia.

7 — «Possibilitar uma ampla participação dos cidadãos portugueses na titularidade do capital das empresas, através de uma adequada dispersão do capital, dando particular atenção aos trabalhadores das próprias empresas e aos pequenos subscritores».

«Contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais».

É um facto evidente que as reprivatizações incrementam a oferta no mercado de títulos, através da introdução de novas boas empresas, sólidas, de dimensão adequada, progressivas e inovadoras, como são exemplo todas as empresas até agora reprivatizadas. E é também evidente que pelo mecanismo da própria Lei se promove a dispersão do capital por numerosos aforradores.

O número de actuais accionistas das empresas objecto de reprivatização atestam, de um modo geral significativamente, este facto.

Cerca de 14 mil na Unicer, quase 80 mil na Tranquilidade, mais de 40 mil no Totta, 5 mil na Centralcer, 28 mil no BPA, 6 mil na Aliança Seguradora. Mais importante porém é a persistência apreciável do número de accionistas ao longo do tempo, ainda que o lapso decorrido não seja ainda suficientemente extenso — a relação entre o número de accionistas actuais e o número de originais adquirentes é de 75%. Isto é, houve apenas uma diminuição de 25% no universo originariamente comprador. E, ainda que o tempo decorrido não seja longo, lembremos que algum convite a ganhos imediatos era favorecido pelas disposições da Lei n.º 84/88 e Decretos-Leis específicos — situação «corrigida» entretanto com a legislação mais recente —, que o mercado no início das reprivatizações se encontrava muito deprimido e que a situação desde há alguns meses não é de novo optimista.

As informações que possuímos indicam que no Reino Unido, seis meses após a privatização, cada sociedade terá perdido em média metade dos accionistas iniciais, e em França — onde se considera ter-se atingido um insofismável êxito — três anos depois, entre 25 e 35% dos primeiros subscritores venderam as suas acções.

Nota-se, no caso português, um particular fascínio pelas acções dos Bancos e Companhias de Seguros e um menor interesse pelas empresas industriais. O que nos parece natural em simples termos psico-sociológicos.

Até ao presente, a procura total atingiu quase 3 vezes a oferta de acções e a mais valia oferecida pelo mercado foi 23% acima do valor base da oferta, na média global.

A afluência foi no entanto sempre acrescida, quando se perfilou disputa entre grandes accionistas para o controlo da empresa, ou quando foi entendido que o preço era «favorável»; ou seja, na perspectiva do pequeno investidor tem peso preponderante a possibilidade de mais-valias a curto prazo.

A fixação de preços preferenciais que a lei determina, responde a essa perspectiva. Resta reflectir, se valeria ou não a pena — em termos de pedagogia do investidor, ainda insuficiente — acentuar ainda mais os ganhos potenciais dos pequenos subscritores, com algum sacrifício ou da receita ou do grande investidor.

Referiria ainda, quanto à disseminação do capital, que, com mais de 10% do capital das empresas reprivatizadas, apenas existem 3 accionistas na Unicer, 2 na Tranquilidade, 2 no Totta, 3 na Centralcer e nenhum, por ora, no BPA. E que 99% dos accionistas, em qualquer uma das empresas, tem menos de 0,2% do capital das mesmas.

Temos no entanto de vir a aceitar — na situação ainda incipiente do nosso mercado de capitais e da nossa disposição como investidores em capital de risco — que muitas das

empresas industriais não se apresentem atractivas para o pequeno investidor, sem que isso deva ser olhado como um «fracasso» do processo de reprivatizações. A empresa MATRA é sem dúvida uma das mais rendíveis empresas francesas, mas o número dos seus accionistas era apenas 10% do número de accionistas da Société Générale de Banque, à data das respectivas reprivatizações.

#### 8 — «Reforçar a capacidade empresarial nacional».

É este, se não o primordial, sem dúvida o mais delicado e difícil objectivo a atingir e que maior controvérsia tem gerado na opinião pública.

Numa pequena e frágil economia como a nossa, a dupla necessidade de autonomia nacional e de internacionalização constitui problema de enorme delicadeza política, implicando as maiores precauções no modo de reprivatizar. Efectivamente, mesmo tratando-se de empresas capazes de competirem favoravelmente no contexto de um mercado aberto, a sua saída do sector público vai naturalmente sujeitá-las ao risco de um controlo indesejável. As operações de privatização realizadas vieram consciencializar mais agudamente esta problemática, evidenciando a debilidade relativa dos investidores nacionais face à capacidade dos investidores estrangeiros.

A lei permite impor restrições adequadas, mas, apesar do cuidado posto na formulação dos decretos-leis específicos, restam na prática — nomeadamente a prazo mais longo — possibilidades de contornar essas disposições legais. Este tipo de restrições foi aliás, com extensão variada, adoptado na maior parte da legislação e regulamentação sobre privatizações de outros países — limitação no número de acções detíveis individualmente, denúncia de formas de concentração, constituição voluntária ou discricionária de núcleos duros, acções privile-

giadas detidas pelo Estado, etc. —, mas nas situações de maior eficácia, esses países contaram, «in fine», com a real capacidade dos seus investidores para pôr ao abrigo de controlo indesejável as principais empresas alienadas.

No caso português — como em outros países com mercados de capitais limitados que procederam a largas acções de privatização — não podem os investidores nacionais competir, em mercado de capital aberto, com o poder e o interesse dos investidores estrangeiros. Mas, por outro lado, muitos dos projectos que permitirão ao País passar a uma fase mais avançada de desenvolvimento implicam investimentos de grande monta, lançamento de novas actividades, assunção de riscos importantes, exigindo para isso experiência sectorial, capacidade e dimensão provada, fontes de financiamento importantes. Para que esses projectos sejam viáveis será necessário recorrer a «know-how» e a capitais estrangeiros. Que naturalmente quererão acompanhar a contribuição que prestam com o exercício de um certo poder.

Que estratégia seguir e que cautelas impor?

Indiscutivelmente, antes de tudo, a concentração de esforços e de presença nacional nos sectores que se considerem vitais para a permanência e comando português nos destinos do País. O que implicará provavelmente aceitar uma maior exposição dos restantes sectores ao investimento comunitário que, após 1993, nem será etiquetado de estrangeiro.

Para manter em mãos nacionais o maior número de empresas desses sectores estratégicos — hoje na posse do Estado —, olhando com realismo a escassez de recursos de que dispomos e a experiência vivida, teremos essencialmente que:

- a) Mesmo contrariando maiores benefícios imediatos, optar por um ritmo de venda suficientemente gradual dos bens a privatizar e manter o Estado, quando necessário, nos sectores estratégicos e nos sectores capazes de au-

tonomia, integração vertical, tecnologia própria e alto valor acrescentado, com a presença bastante para ancorar e permitir o desenvolvimento de núcleos estáveis. Terão de ser o Estado e as instituições com predominância de capitais públicos a suprirem a escassez de recursos privados mobilizáveis, dando tempo à progressiva consistência dos grupos nacionais;

- b) Utilizar concursos públicos, com requisitos e garantias bem definidas para escolha de núcleos de investidores estáveis, promovendo simultaneamente — no desenho da operação — alianças equilibradas entre grupos portugueses e grupos estrangeiros dispostos a situações de parceria e não de domínio.

A modalidade de concurso público — que o Governo utilizará nalgumas das próximas privatizações — não representa uma acção discriminatória, mas sim uma estratégia de fomento do País desde que o Estado aliene a parcela do bem público por preço justo e compensador, por forma transparente que justifique publicamente a escolha feita, com garantia da continuidade e progresso dessa actividade económica, nas condições mais favoráveis para o consumidor nacional e com a preservação dos direitos dos trabalhadores da empresa;

- c) Os investidores nacionais deverão aceitar progressivamente que aos núcleos duros das empresas seja associada uma ideia de estabilidade, de solidez, de parceria, compósita e geradora de sinergias, e não de posse maioritária, de controlo absoluto da empresa. A dimensão somada das empresas a alienar não se compadece com a noção atávica de «domínio» ainda vigente no nosso País. Em França os «noyaux durs» impunham normalmente posições accionistas inferiores a 5% do capital das empresas, com adequada repartição de interesses

- convergentes, e no Reino Unido, está consagrado estatutariamente o limite máximo de 15% detível por qualquer entidade, nacional ou estrangeira, conferindo a lei aos administradores — normalmente independentes do poder accionista — a autoridade para velarem pelo cumprimento desta determinação e também pela denúncia de acções de concertação que ultrapassem aquele limite;
- d) Utilizar de forma ponderada o ónus da inalienabilidade e adequados condicionalismos jurídicos à transmissão de acções;
  - e) Estudar legislação adequada — já proposta aliás pela Secção Especializada — quanto à problemática da limitação do direito de voto <sup>(3)</sup>, de acções concertadas e, sobretudo, a utilização de acções preferenciais, neutras para efeitos de domínio da sociedade. Daqui decorreria a aceitação de dois tipos de limites para o capital estrangeiro, consoante se tratasse de acções normais ou de acções preferenciais. E isto, quer se trate de investidores estrangeiros portadores de «know-how», escolhidos essencialmente por concurso e constituindo núcleos actuantes, quer se trate de investidores estrangeiros buscando puras aplicações financeiras e comportando-se essencialmente como «silent partners»;
  - f) Fomentar o concurso de investidores institucionais — de que as Seguradoras e os Fundos de Pensões são exemplo relevante — por meio de maior beneficiação fiscal;
  - g) Legislar correctamente a pretensão apresentada por quadros de diversas empresas sobre a criação de Fundos ou Sociedades de Gestão detentoras de títulos adquiridos

---

<sup>(3)</sup> Ultimamente utilizado sistematicamente na RFA em operações de privatização, nomeadamente em circunstâncias de protecção da identidade nacional do controlo das empresas em causa.

por trabalhadores ao abrigo da Lei n.º 11/90, alargando àqueles Fundos ou Sociedades as disposições que conferem privilégios aos trabalhadores, individualmente considerados;

- h)* Manter meios extraordinários de controlo (acções privilegiadas, administradores por parte do Estado, regimes de concessão) que impeçam o desvirtuamento do interesse público e da identidade nacional das empresas;
- i)* Finalmente, aceitar ter de ficar à margem desta estratégia, exposto à futura circulação de capitais e ao pleno direito de estabelecimento, tudo o que não for considerado essencial para a concretização dos objectivos de nacionalidade.

Será lógico que em vários sectores, investidores estrangeiros estejam em melhores condições para gerir activos nacionais que os próprios portugueses. E o consumidor português não pode ficar prejudicado, numa perspectiva europeia, por a actividade económica não ser gerida pelos mais aptos. Só que, se não houver também um certo número de sectores — mesmo não estratégicos — que mantenham sólidas vantagens competitivas, conservando esses empresários portugueses o controlo da sua actividade em Portugal e adquirindo posições complementares no estrangeiro, perder-se-á pouco a pouco aquilo que valida a independência nacional, ainda que naturalmente a integração de Portugal na Comunidade tenha de significar um conceito de autonomia diferente do que ainda hoje persiste pelo nosso relativo isolamento.



## **PRIVATIZAÇÕES: BALANÇO E REFLEXÕES ESTRATÉGICAS**

### 1.º PAINEL

«Privatizações: O Balanço e os Ensinamentos  
da experiência adquirida»

1.º Comentário da assistência:

*O Eng.º Mário Abreu disse que as empresas que estão a ser devolvidas são diferentes das empresas que foram nacionalizadas. Estas operavam em mercados protegidos e as empresas que estão a ser devolvidas são estruturas não protegidas e por isso oferecem maior risco. O meu comentário é que era precisamente quando estavam protegidas, que estas empresas ofereciam maior risco.*

*O problema põe-se no facto de o risco da empresa ser em função da sua capacidade de competir no mercado.*

Eng.º Mário Abreu:

*— Não ponho em dúvida o que acaba de ser dito.  
Efectivamente em Portugal ainda não há um conceito de*

*eficácia nas empresas. Não me referia a este aspecto da questão, mas a um outro.*

*O investidor privado tinha uma certa atracção pelo investimento na indústria, porque não havia risco e era quase evidente o lucro, visto que o mercado estava protegido.*

*Hoje em dia o investidor na indústria está exposto a uma situação de risco.*

*Tem de haver, portanto, uma remuneração que corresponda a esse risco.*

## 2.º Comentário da assistência:

*— Congratulo-me bastante que se tenha realizado este encontro, na medida em que ele vem responder a uma série de interrogações que os empresários portugueses (e aqueles que pretendem vir a constituir os embriões de grupos económicos) se têm posto nos últimos tempos: — Como é possível participar nas privatizações?*

*Penso que as questões foram muito bem levantadas pelo Eng.º Mário Abreu e que a intervenção do Eng.º Cruz Filipe vem dar resposta às grandes dúvidas que foram lançadas de início. Espero que as respostas a estas grandes questões venham a ter o tratamento que foi preconizado. Julgo que os empresários deviam ter sido ouvidos mais cedo sobre a capacidade de mobilizar fundos para acorrer às privatizações.*

## 3.º Comentário da assembleia:

*— A minha preocupação vai para o que foi dito sobre a falta de fundos para fazer vingar o processo de privatizações que está em curso.*

*Penso que no caso nacional, alguns grupos foram vocacionados para se manterem dentro de um certo tipo de indústria. Ainda hoje isso é verdade.*

*Julgo que quando se fala da necessidade de fundos, para se cobrir os processos de privatização, nós poderíamos encontrar uma resposta na resolução das situações, que ainda estão por decidir, relativamente ao pagamento das indemnizações aos antigos titulares. Por outro lado julgo que se deve estabelecer, relativamente a esses grupos tradicionais, certas linhas de orientação que lhes permitissem retomar aquilo que lhes foi retirado há uns anos.*

Eng.º Mário Abreu:

*— Naturalmente isso é um tema muito extenso.*

*Penso que esta questão das privatizações está muito ligada aos incentivos ao pequeno investidor para investir nas empresas, em geral, e não só nas privatizadas.*

*Criar condições para que o pequeno investidor possa investir nas empresas só se pode conseguir se houver uma remuneração regular, não especulativa, ao capital a investir nas empresas.*

*Os grandes grupos não podem acorrer às empresas, para as controlar, à custa de ter 51% de capital. O habitual é haver um grande número de pequenos investidores e haver um núcleo que detém uma parcela relativamente pequena da empresa. Lá fora, como sabem, controla-se uma empresa com 10 ou 15%. Isto chega para poder controlar uma empresa e nela impor uma estratégia de grupo.*

*Em Portugal estamos à procura do controlo das empresas através de participações muitíssimo elevadas, o que causa grandes dificuldades.*

4.º Comentário da assistência:

*— Julgo que é importante a intervenção do Eng.º Cruz Filipe, numa perspectiva de futuro. Falou do aproveitamento da lei das*

*privatizações para a reorganização ou estruturação industrial, no sentido amplo, portanto, em privatizações estratégicas.*

*Gostava de perguntar se poderá adiantar alguma coisa, relativamente a privatizações em sectores de que pouco se tem falado — telecomunicações, transportes e certas empresas industriais.*

*Julgo que neste balanço sobre privatizações deveria ter sido mencionado o caso CNP-EPSI. É um caso que não esteve abrangido pela lei em vigor, mas que no fundo é um caso de privatização com características importantes no sector industrial.*

Eng.º Cruz Filipe:

*— É evidente que quando falei sobre o problema da reestruturação, ligada às privatizações, é porque estão em curso — pelos Ministérios da Tutela — análises da reestruturação dos respectivos sectores.*

*O caso mais notório foi o do sistema financeiro incluindo o sector segurador. Nos sectores em que existe legislação publicada, caso das telecomunicações, isso permite estabelecer, a priori, o que é a reestruturação, o que se pretende no sector e aquilo que «grosso modo» irá ser privatizado.*

*Temos um exemplo no sector cimenteiro. No entanto, como disse, aquilo que me parece não estar ainda completamente resolvido é o problema da regulação da exploração desses mesmos sectores, na medida em que têm situações de monopólio.*

*O caso da CNP, é um caso visto à luz da legislação actual, decidido antes dela existir, que se enquadra no que é hoje o quadro legislativo. Corresponde a uma situação com concurso público limitado, entendível na lei como uma situação que poderá vir a ser retida com alguma reavaliação.*

# **PRIVATIZAÇÕES: BALANÇO E REFLEXÕES ESTRATÉGICAS**

## **2.º PAINEL**

**Privatizações: Os factores de sucesso para a empresa  
a privatizar e o próximo futuro**

**Vítor Gonçalves**

Professor do Instituto Superior de Economia e Gestão  
e Director do C. E. G. E.

Quando se fala em privatizações e nos factores de sucesso para a empresa a privatizar, torna-se importante esclarecer previamente por um lado, o que se pretende com o processo de privatização, e por outro, o que são factores de sucesso.

Relativamente ao primeiro aspecto, a legislação em vigor é bem clara quanto ao que se pretende. A Lei Quadro das Privatizações (Lei n.º 11/90 de 5 de Abril) define como objectivos essenciais a atingir com as reprivatizações:

- A modernização das unidades económicas, aumento da sua competitividade, e reforço da capacidade empresarial nacional;

- Contribuir para as estratégias de reestruturação sectorial ou empresarial;
- A redução do peso do Estado e da dívida pública na economia;
- Contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais;
- Possibilitar uma ampla participação dos cidadãos portugueses na titularidade do capital das empresas, com particular atenção aos seus trabalhadores e aos pequenos subscritores;
- Preservação dos interesses patrimoniais do Estado e valorizar os outros interesses nacionais.

Subjacente a estes objectivos, está a ideia, maioritariamente aceite, que as reprivatizações trarão benefícios tanto para as unidades económicas singulares que são objecto do processo, como para a economia portuguesa como um todo.

No que concerne ao seguinte aspecto, os factores críticos de sucesso. Em nossa opinião estes factores deverão ser entendidos como características ou condições que podem ter um impacto significativo na indústria onde a empresa se situa e ou nos resultados da própria empresa. Estes factores estão normalmente directamente relacionados com o desempenho da empresa em termos de algumas medidas do sucesso, como sejam, por exemplo, o lucro, as vendas, a valorização das acções, a produtividade, a inovação, a qualidade do serviço, etc.

Ao longo das várias e riquíssimas intervenções deste painel, surgem factores que no processo de privatização devem ser considerados como fundamentais para viabilizar o sucesso da empresa. Entre outros, devem destacar-se os seguintes:

- Correcta inserção na economia nacional e internacional;
- Capacidade adaptativa ao meio envolvente;

- Capital necessário, nomeadamente para financiar o crescimento;
- Gestão profissional;
- Estratégia adequada;
- Capacidade para execução da estratégia;
- Recursos humanos;
- Dimensão competitiva;
- Competência concorrencial;
- Participação dos trabalhadores no capital e nos resultados.

Claro que cada empresa é um caso particular, devido às suas características internas, tipo de indústria onde se situa e seu posicionamento nessa mesma indústria. Assim os factores de sucesso poderão variar de firma para firma. Por outro lado o sucesso também poderá ser avaliado de forma diferente consoante a óptica utilizada e os respectivos indicadores. Assim, provavelmente diferentes interessados como sejam o Estado, os novos accionistas das empresas, os seus gestores, os seus trabalhadores e os seus clientes, avaliarão o sucesso de diferente maneira.

No entanto aquele conjunto de factores tem uma generalidade suficientemente elevada para se poder adequar a várias situações. Factores sobre os quais deverão existir, na empresa reprivatizada ou a reprivatizar, uma grande atenção em termos do seu acompanhamento e controlo, pois a sua correcta gestão poderá estar na base do sucesso da empresa, qualquer que seja a óptica adoptada.



## **PORTUGAL E O DESENVOLVIMENTO**

### **REFLEXÕES A PROPÓSITO DAS PRIVATIZAÇÕES**

**João César das Neves**

Professor da Universidade Católica Portuguesa

«A Grã-Bretanha é certamente um dos países mais ricos da Europa enquanto a Espanha e Portugal estarão talvez entre os mais pobres. Esta diferença poderá, contudo, ser facilmente justificada por duas causas diversas. Em primeiro lugar os direitos em Espanha, a proibição em Portugal de exportar ouro e prata, e a vigilância policial que fiscaliza a execução dessas leis em dois países muito pobres e que, entre eles, importam anualmente acima de 6 milhões de esterlinos, têm de actuar não só mais directamente como com muito maior violência, na redução do valor desses metais do que as leis cerealíferas na Grã-Bretanha. E, em segundo lugar, esta má política não é, nesses países, contrabalançada pela liberdade e segurança do povo. A indústria não é aí nem livre nem segura e os governos civis e eclesiásticos de Espanha e Portugal são de tal ordem que só por si seriam suficientes para perpetuarem o seu actual estado de pobreza, mesmo

que as suas regulamentações comerciais fossem tão sensatas quanto, na maioria, são de absurdas e insensatas» (1).

Nas breves palavras do Pai da Economia, podemos dizer que se apresenta o essencial da história da economia portuguesa. Na verdade, a nossa indústria nasceu debaixo do protecção do senhor Marquês de Pombal (2) e estruturou-se em termos modernos sob o condicionamento industrial (3). Mais ainda, quando era suposta ser libertada, com o resto do país, na revolução de Abril, continuou a sofrer forte regulação e passou até, em boa parte, à condição de nacionalizada.

A situação actual pode-se denominar de «protecção iluminado», onde a filosofia base de paternalismo estatal é moderada por profissões de fé liberais. A atitude de fundo portuguesa neste aspecto, não é, aliás, muito diferente da posição das Comunidades Europeias, onde a PAC, os acordos de Lomé e o projecto 1992 são faces diferentes de uma posição ambígua face à liberdade de iniciativa.

É neste quadro geral que se coloca o processo de privatizações. Deste, é essencial sublinhar que ele é um elemento importante, mas não essencial de um programa mais vasto de desregulamentação e liberalização da economia (4). Infelizmente, o quadro geral de desregulamentação tem sido muito mais esquecido que a sua componente de reprivatizações. Deste modo, as restrições pululam ainda no tecido económico nacional, patéticas na agricultura, ridículas na indústria, trágicas no sector financeiro.

---

(1) Smith (1776) vol. II, pág. 68-9.

(2) Ver Macedo (1982).

(3) Ver Confraria (1990).

(4) Vejam-se, sobre este ponto, os múltiplos pronunciamentos governamentais sobre o assunto como, por exemplo, MPAT (1990), sobretudo parte III.

Deste modo, a definição dos «factores de sucesso» das empresas nacionais, públicas, privatizadas ou privadas não levanta qualquer problema à Teoria Económica, desde a obra de Smith:

- A liberdade de iniciativa e a eliminação dos inúmeros laços que prendem a vida económica nacional, juntamente com ...
- Uma correcta e imaginativa inserção de Portugal na economia mundial.

São estes, sem dúvida, os elementos essenciais de sucesso de qualquer economia no processo de desenvolvimento, e desde os seus primórdios, a Teoria Económica não tem apontado outra solução.

Aqui é fundamental notar, devido às múltiplas confusões que esta questão normalmente suscita, que esta posição pouco ou nada tem a ver com outra questão, relacionada mas independente, do papel do Estado ou da iniciativa privada na economia. Isso é um outro problema, que deve ser tratado noutra contexto. Não se trata aqui de discutir liberalismo ou centralismo mas sim discutir azelhive ou eficiência. Esta discussão não tem a ver com o sistema sócio-político de organização da economia, mas sim com a racionalidade da afectação de recursos.

Esta distinção ficará certamente mais clara na pormenorização seguinte da questão, feita com apelo directo às escolhas dos agentes económicos e não à actuação do Estado.

O tema deste debate é o de «factores de sucesso». Mas o que significa «sucesso»? Para a teoria económica esta palavra tem um significado bem claro: significa aumento de «utilidade» para os agentes económicos. Mas para os agentes económicos portugueses, um crescimento acelerado, um «sucesso no desenvolvimento» significará aumento de utilidade?

A resposta a esta questão é mais difícil do que parece à primeira vista devido a um aspecto essencial do processo de desenvolvimento que é frequentemente esquecido. Na sua essência, o processo de desenvolvimento significa o nascimento de ideias e realizações novas e inesperadas, que transformam de forma significativa o tecido económico, levando a transformar-se, a «desenvolver-se» (5). Desenvolver é arriscar.

Por essa razão, o desenvolvimento traz consigo, devido ao mais essencial da sua natureza, elevados custos em termos de segurança e estabilidade (no emprego, na aplicação de capital, etc.). Por exemplo, o sucesso de um novo produto produzido por uma nova fábrica, lança no desemprego e na falência os factores produtivos dedicados à produção dos antigos produtos, que ele veio substituir. É claro que, ao fim de algum tempo, o novo sector absorverá esses recursos e, no fim, todos ficam melhor. Mas não há dúvida de que isso só se faz com custo e, no curto prazo, este progresso gerou instabilidade. «Não há almoços grátis», e o desenvolvimento paga-se em instabilidade.

Assim, toda a sociedade se encontra perante um dilema, um conflito «ESTABILIDADE-DESENVOLVIMENTO». Este conflito, da mesma natureza do clássico conflito «eficiência-equidade», impõe uma escolha a cada geração. O aumento do desenvolvimento impõe sacrifício de estabilidade, a busca da estabilidade faz-se à custa do desenvolvimento.

Deste modo, a questão essencial da política de desenvolvimento encontra-se na escolha particular que uma sociedade fizer da combinação «estabilidade-desenvolvimento». E nesta escolha, o aspecto mais relevante (e mais preocupante) é a atitude não do Estado, mas dos agentes económicos sobre

---

(5) Ver Schumpeter (1942), sobretudo cap. VII.

este assunto. Cada país tem as regulações que merece e as portuguesas parecem particularmente pacíficas.

Os obstáculos ao desenvolvimento português que Adam Smith identificou são, em boa medida, o resultado da escolha consciente dos agentes económicos nacionais. Estes, perante o risco e a instabilidade de um processo de modernização, que trará no futuro uma economia sólida e pujante mas, no curto prazo, a turbulência e o abanar do «status quo», preferem a segurança burocrática e sonolenta do Portugal que conhecem.

Se é assim, trata-se de uma escolha consciente, racional, que a Teoria Económica não pode senão validar. Podemos discutir a escolha em termos políticos, doutrinários, morais ou culturais, mas não em termos económicos. Se o baixo nível de desenvolvimento português é o resultado de uma escolha do país nada há a dizer pois, também em Economia, «gostos não se discutem».

Mas pode-se dizer que Portugal não gostaria de ser desenvolvido? Parece pouco plausível, no entanto, para a Teoria Económica, querer o desenvolvimento significa também querer pagar os custos que lhe são inerentes. Talvez que a experiência histórica indique que Portugal, afinal, não se quer desenvolver.

## REFERÊNCIAS

- CONFRARIA, J. (1990) *Contribuições para o Estudo dos Mercados Industriais em Portugal — Uma Análise Económica do Condicionamento das Indústrias*, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa.
- MACEDO, J. BORGES (1982) *Problemas de História da Indústria Portuguesa no Século XVIII*, 2.<sup>a</sup> ed., Querco.

- MPAT — Ministério do Planeamento e Administração do Território (1990) *Portugal 92 — Um Projecto Nacional: Grandes Opções do Plano; Linhas de Actuação para 1991*, MPAT, Lisboa.
- SCHUMPETER, J. (1943) *Capitalism, Socialism and Democracy*, George Allen & Unwin, 5th ed., 1981.
- SMITH, A. (1776) *Inquérito sobre a Natureza e Causas da Riqueza das Nações*, Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa (1981).

# **PRIVATIZAÇÕES: BALANÇO E REFLEXÕES ESTRATÉGICAS**

## **OS FACTORES DE SUCESSO PARA A EMPRESA A PRIVATIZAR E O PRÓXIMO FUTURO**

**José Santos Teixeira**

Presidente da Companhia de Seguros Império

Neste final do século a economia portuguesa faz face a quatro desafios fundamentais:

1 — *O desafio do crescimento do PNB*, respeitando equilíbrios:

- Em matéria de inflação;
- Em matéria de «déficits» (orçamento do Estado, balança de pagamentos).

2 — *O desafio da modernização*:

- Infra-estruturas de base;
- Sistemas de ensino;

- «Management» de empresa e entidades públicas;
- Organização de mercados e sistema financeiro.

3 — *O desafio da internacionalização:*

- Dentro do quadro de adesão à CEE;
- No sentido da implantação internacional e aquisição em Portugal de dimensões competitivas ao nível europeu.

4 — *O desafio das privatizações:*

Este desafio mais do que um desafio em si é uma condição absolutamente necessária para o êxito nos domínios atrás citados:

- Pela melhoria da produtividade e da rentabilidade das empresas privadas;
- Pela mudança de cultura de empresa que de virada para o seu interior, se virará necessariamente, cada vez mais e prioritariamente para o mercado;
- Pela abertura internacional proporcionada pela associação com estrangeiros.

Governo, gestores, colaboradores e clientes são hoje favoráveis às privatizações vendo nelas um sintoma do processo de modernização que é visível em Portugal e que se sente desejado pelos portugueses.

As razões são evidentes:

- 1 —
- «Menos Estado para melhor Estado» foi uma das bases do programa político do Governo;
  - A necessidade de diminuir a carga da dívida pública tornou-se o objectivo financeiro fundamental.

- 2 — Os gestores viram na privatização:
- A maior capacidade do mercado na oferta de capitais necessários ao desenvolvimento;
  - O acesso a tecnologias e sinergias comerciais e financeiras de associadas;
  - O acesso à internacionalização;
  - O acesso a uma nova cultura de empresa, essencialmente virada para o cliente e para o futuro.
- 3 — Os colaboradores porque ultrapassado o mito da segurança da empresa pública, pretendem agora o acesso não só aos salários mas também à participação nos resultados das empresas privadas.
- 4 — Os clientes, porque consideram em geral que a empresa privada, inserida num clima de concorrência, lhes permite obter um melhor serviço e, porque não, um acesso ao capital em condições preferenciais.

A conjugação de todos estes interesses poderá ser resumido num só que congrega o de todos os portugueses:

«As privatizações são hoje consideradas em todos os países uma arma, um meio, um ponto de passagem obrigatório para o desenvolvimento económico».

A situação da economia portuguesa exige-as sem perder tempo.

A situação da maioria das empresas nacionalizadas, num contexto concorrencial crescente e cada vez mais duro torna-as indispensáveis a uma dinâmica de modernização dessas empresas.

Vejamos como satisfazer os objectivos de cada tipo de interveniente no processo de privatizações.

## 1 — O Governo

- Os objectivos privilegiados pelo Governo têm sido a transparência do processo e a maximização de receitas. A passagem pelo mercado, com a menor interferência possível do Governo é o modo, liberal e louvável, de o conseguir.
- Outras opções poderiam ter sido tomadas:
  - A «intervencionista», mediante a tentativa da criação de grupos empresariais nacionais coerentes e com actividades sinérgicas, que teriam dimensão e capacidade para se opor à excessiva transferência do poder de decisão para grupos internacionais;
  - A da utilização das privatizações como «factor de reanimação do mercado de acções» mediante a criação de um clima especulativo de «ganhos fáceis e previsíveis» pela venda a baixo preço aos pequenos investidores que registaram em 1987 elevados prejuízos em Bolsa.
- Estes objectivos, aparentemente contraditórios, com a escolha governamental, justificam-se crescentemente no ambiente que impregna hoje o mercado, e não permitirão aos eventuais detractores da política governamental, argumentos válidos, dado se inserirem em objectivos de desenvolvimento económico nacional evidentes.

## 2 — As empresas

As empresas encontrarão na sua privatização alguns temas de mudança:

- As sinergias evidentes, comerciais e financeiras, de pertença a um grupo de accionistas com actividades comple-

- mentares ou pelo menos com a obrigação e interesse de contribuir para o desenvolvimento da empresa;
- A possibilidade de apelo aos mercados financeiros para o seu desenvolvimento;
  - O clima mais propício para realizar programas de racionalização com efeitos de médio/longo prazo dentro de um objectivo de maximização do resultado não imediatista;
  - A impossibilidade para o «management» de partilhar os «maus resultados» com o Governo e a Administração pública que frequentemente constituem um excelente alibi para a insuficiência da gestão;

#### MAS SOBRETUDO ...

A mudança no estilo e na cultura da empresa:

- A empresa nacionalizada tem tendência a voltar-se cada vez mais sobre si mesma, sobre os seus problemas internos agravados pela mudança frequente de gestores que acabam por a despersonalizar pela mudança ou simplesmente ausência de estratégia clara.

A grande diferença entre empresa pública e privada é a atenção dada ao mercado, tendo sobretudo em conta, de 1975 a 1986 a inexistência de verdadeira concorrência.

Hoje os mercados abriram-se e as empresas têm inevitavelmente de pôr em prática estratégias de «marketing» que privilegiem acima de tudo a inovação (em termos de produtos, capacidade de resposta dada pela organização e método de resposta) que se deverá traduzir por uma melhoria sensível da qualidade de serviço.

Ou seja, os gestores públicos (a todos os níveis hierárquicos e não só do CA) pessoas que geriram correctamente as empresas públicas no que elas têm, de virtude, têm de ser substituídos por homens de «marketing» e virados inteiramente para o cliente, para que as empresas públicas possam suportar o embate concorrencial que se adivinha.

### 3 — Os colaboradores

A política de participação e de «interessamento» dos colaboradores nos resultados e na gestão das empresas é hoje condição absolutamente necessária para a motivação dos colaboradores das empresas.

Não há empresas, sobretudo de serviços, com êxito, sem uma forte motivação do conjunto dos seus colaboradores.

A privatização mediante o acesso em condições privilegiadas ao capital das empresas por parte dos seus colaboradores constitui uma ocasião única de obter a mobilização necessária ao êxito das empresas e de melhoria sensível ao seu clima social.

### 4 — Os clientes

Algumas entidades privadas (ex. BCP) deram excelentes exemplos de conjugação da situação de cliente com a de accionista.

A indústria seguradora dá em muitos países através das mútuas, excelentes exemplos desta dupla situação.

A privatização, sem ser uma mutualização, deverá igualmente ser aproveitada o mais possível nesse sentido, prevenindo assim o desencadear de acções de carácter mutualista que se podem revelar poderosos concorrentes das sociedades anónimas de seguros.

## TÉCNICAS DE PRIVATIZAÇÃO

### 1 — Princípios de base

- Operação de *mercado* financeiro:
  - O que implica um respeito e uma humildade total pelo mercado.
- Cada empresa deve constituir um caso específico de acordo com a sua estratégia e o sector de actividade em que se insere e as experiências anteriores.

### 2 — A OPV em leilão competitivo

- Lançada em Portugal pela Bolsa do Porto em momento de excessiva euforia do mercado, passou a constituir «*método*» normal.
- Outros países recusaram-na e tiveram êxito nas privatizações (caso francês).
- Apoiada em conceitos liberais, que respeito, sempre a considere não adaptada ao mercado português onde a falta de informação e formação do público é notória.
- A situação do mercado português é hoje em grande parte motivada pelos excessos a que deu origem no exclusivo benefício dos vendedores, mas em forte prejuízo do mercado financeiro e das novas empresas que pretendam introduzir-se no mercado.

De igual modo deixando ao único critério do preço o futuro das empresas permite «surpresas» de que o «caso Aliança» é um exemplo. Surpresas que se poderão repetir no futuro caso continue a ser utilizada.

- Tendo em conta a situação do mercado, e sobretudo os interesses da empresa, deve ser substituída por:
  - a) Subscrição a preço fixo com rateio;
  - b) Venda de lotes indivisíveis em concurso público com regras ditadas pelas necessidades estratégicas das empresas destinadas a definir o «núcleo duro» dos futuros accionistas.

### 3 — Os futuros accionistas

#### a) *Colaboradores*

- 10% do capital parece correcto
- Desconto de 10% s/preço base
- Desconto de 10% de pronto pagamento ou pagamento fraccionado (12 a 24 meses)
- Possibilidade de subscrição em função do salário e da antiguidade  
( $N.^{\circ} = \text{Salário anual} \times \text{antiguidade}$ )
- Agrupamento em SGPS desejável mas facultativo
- SGPS com ou sem outros «partners» deverá eleger administrador

#### b) *Clientes/mediadores*

- 10% do capital é altamente desejável
- Quantidade limitada por subscritor
- Preço de base com desconto até 10%
- Venda na Bolsa possível após cotação

#### c) *Público em geral*

- 15% do capital
- 5% do desconto sobre preço de base

- Quantidade limitada por subscritor
- Venda na Bolsa possível após cotação

Objectivos:

- Recuperar pequenos subscritores para o mercado.

Meios:

- Expectativa de lucro fácil a curto prazo
- A cotação em alta e a expectativa de resultados não levarão forçosamente à venda imediata.

d) *Núcleo Duro*

- Necessário estrategicamente;
- Obrigatório em período de desafecção do mercado;
- 20% a 51% do capital;
- Método de venda:
  - Negociação directa: Politicamente problemática
  - Concurso público com caderno de encargos estratégico desejável para a empresa;
  - Condições estrategicamente desejáveis:
    - «Partners» estratégicos: Banco; Seguradora internacional; Grupos industriais;
    - Qualidades requeridas:
      - Capacidade em contribuir para projecto de empresa;
      - Ligações privilegiadas (históricas) com a empresa;
      - Não concorrente, salvo se complementar;
      - Capacidade financeira.
- Maioria portuguesa: Problema político.

e) *Estrangeiro*

- Hipótese de colocação:
  - OPV de «bloco indivisível»;
  - Sindicação de tipo obrigacionista com vista à internacionalização.
  
- Necessidade da empresa:
  - Um verdadeiro e único «partner» internacional: OPV de «bloco indivisível» e com limites a conjugar com precedente.

*Os preços das privatizações*

A fixação do preço da OPV é elemento fundamental do processo de privatização e condiciona em boa parte o seu êxito.

Tem efeitos para o Governo e para a empresa, podendo ser igualmente considerado como elemento dinamizador do mercado financeiro.

Assim:

1) Para o *Governo*:

- Para além de vendedor pretendendo maximizar o preço julgo poder o Governo exercer outras funções através da fixação do preço:
  - Dinamizador do mercado financeiro, voltando a atrair para o mercado investidores que dele se afastaram devido aos excessos de 1987;
  - Redistribuidor de excesso de impostos cobrados a classes médias-altas nos últimos anos;
  - Protector de poupança, o que obriga a fixar preços baixos.

## 2) Para a *Empresa*:

- É fundamental para a «imagem» da empresa no mercado que haja uma mais-valia de 10% a 15% entre o preço de base e as primeiras cotações na Bolsa de Valores.

Esta cotação deve ser praticamente imediata após a OPV de maneira a que tal diferença seja notória. Tal «lucro fácil» é condição fundamental para os futuros apelos que a empresa queira fazer ao mercado e para que ela se torne, dada a dimensão da maioria das privatizadas uma das «blue chips» do mercado. Para tal um baixo preço de introdução é absolutamente necessário.

## 3) Para os *Investidores*:

Os aforradores portugueses não podem pretender viver durante longo prazo num passado financeiro feito de obrigações e depósitos a prazo, onde sem risco auferem rendimentos reais bem acima da inflação.

Terão de para tal decidir assumir riscos, se pretendem com a gestão das suas fortunas obter maximização de rendimentos futuros.

Para os investidores duas ópticas se devem sobrepor:

- A da possível mais-valia especulativa a curto prazo;
- A de que as empresas a privatizar pela sua dimensão e capacidade de liderança serão as «blue-chips» do futuro.

## *O pagamento do preço*

O Estado tem feito sistematicamente um largo apelo ao mercado financeiro:

- Pelo aumento da dívida pública emitida e em circulação;

- Pelo programa de privatizações.  
Este é neutro relativamente ao primeiro.

Mas ambos concorrem fortemente com os apelos ao mercado por parte de entidades privadas.

Dois métodos possíveis para diminuir este «efeito de afastamento» (effet d'éviction):

- Aceitação do pagamento total ou parcial (50%?) em títulos do Estado;
- Pagamento do preço em 2 ou 3 prestações a prazo de 1 ano, que equivaleria a uma venda de «calls» (opção de compra) ou seja a «jogar» com a previsível alta do mercado.

### *O ritmo das privatizações*

Se olharmos a experiência francesa notaremos:

- Não foi fixado «a priori» qualquer calendário, mas exclusivamente o universo das empresas a privatizar;
- A não fixação de calendário deve-se à necessidade de *respeitar o mercado* e as suas capacidades de absorção de títulos, função do estado psicológico do mercado (bear ou bull).

A capacidade do mercado em absorver as privatizações não é um dado pré-determinado embora:

- A capitalização da empresa relativamente à capitalização da bolsa;
- O montante do «flotant» relativamente ao montante de venda;
- A capitalização da Bolsa relativamente ao PNB;
- O «marketing» político das privatizações dê elementos sobre a capacidade de absorção.

Mas esta dependerá essencialmente de:

- Sentimento do mercado sobre a capacidade ganhadora da empresa;
- Campanha de comunicação financeira da OPV e sobretudo de:
  - Convicção de que o preço é atractivo e permite mais-valias a curto prazo;
  - Sentimento de que o momento é oportuno (bull market).

### *A gestão da empresa privatizada*

Uma mudança fundamental vai verificar-se na empresa privatizada:

- Qualquer que seja a sua actividade e o posicionamento concorrencial em que a empresa se encontra, a empresa privada tem necessidade imediata de reportar ao mercado a prioridade da sua actuação;
- Para que tal possa ser um facto:
  - O exercício da liderança na empresa deverá ser assumido por um corpo de gestores virados para o mercado e no caso das seguradoras para o «marketing» financeiro;
  - O novo corpo de accionistas que lideram a empresa deverá ter como obrigação:
    - Trazer à empresa a estabilidade de gestão que tem sido a *causa fundamental* da perda de liderança comercial por parte das empresas nacionalizadas;
    - Trazer à empresa «apports» comerciais para além do capital que lhe permita contar com «partners» mais do que com accionistas.

Ou seja:

- Intermediários de seguros;
  - Um banco comercial;
  - Uma seguradora internacional;
  - Clientes importantes.
- Trazer à empresa o prestígio do seu nome por sua vez apoiado em êxitos precedentes (ex.: Tranquilidade, GES).

## UMA SUGESTÃO

Para além dos aspectos enunciados parece-me não ser ainda tarde para introduzir no processo de privatizações um elemento inovador:

### *Os fundos de privatizações*

Em todas as épocas de morosidade e falta de dinamismo do mercado financeiro os Governos deram vantagens fiscais à subscrição de acções por parte dos particulares, vantagens essas, condicionadas a prazos mais ou menos longos de detenção dos títulos.

O PPR é um exemplo feliz do que pode ser feito nesse domínio, mas limitou a sua acção ao desenvolvimento do mercado obrigacionista, nomeadamente ao dos Títulos do Tesouro.

Voltar a atrair os portugueses para o mercado de acções através das privatizações poderá ser um elemento que permitirá dar à gestão colectiva o lugar que ele deveria ter no sistema financeiro português.

Assim seria interessante estudar a possibilidade de criar FUNDOS DE INVESTIMENTO PRIVATIZAÇÕES com as características seguintes:

- Identidade dos subscritores bem definida e obrigação de divulgação do seu número;
- Subscrição mínima por subscritor de 200/1000 contos;
- Subscrição máxima de 10 000 contos;
- Dedução no rendimento colectável de 20% da subscrição com máximos (em valor absoluto e em percentagem do rendimento colectável);
- Obrigatoriedade de detenção de 5 anos sem resgate;
- Carteira tipo:
  - Mínimo de 50% em acções de privatizadas:
    - Com máximo de 10% por título
  - Mínimo de 20% em Obrigações do Tesouro;
  - 30% restantes de aplicação livre (acções ou obrigações).
- Possibilidade para o Fundo de subscrever ao preço base (sem leilão) no limite de 10% do seu capital e se necessário com um número de acções por participante;
- Possibilidade para o Fundo de alienar acções detidas segundo critérios a definir exclusivamente pelo gestor.

Este tipo de Fundo permitiria:

- Trazer novos investidores para o mercado dos Organismos de Gestão Colectiva;
- Interessar novos investidores por uma espécie de PPR — Reforma;
- O facto de o Estado vender ao preço base (sem desconto) permite compensar o efeito negativo de vantagem fiscal.

## CONCLUSÃO

Permitam-me que tire a conclusão do título do livro escrito por Eduard Balladur sobre as privatizações e que é:

«Je crois en l'homme plus qu'en l'Etat».

Desde o início do século em toda a Europa e em Portugal desde 1974, o peso do Estado na vida económica e porque não generalizar na vida dos cidadãos tem-se acentuado.

Retirando à sociedade civil uma grande parte da sua liberdade de acção e submetendo o Homem ao Estado, outros Homens se apropriam assim da parte da liberdade individual.

Todos aqueles que participam activamente no processo de privatizações em Portugal para além de actos de natureza tecnológica praticam um acto de fé nos «Homens» e nas «Empresas» que esses homens são capazes de construir e de liderar.

Também eles acreditam mais no «Homem do que no Estado».

Temos assim de felicitar os «Homens de Estado» que deste modo nos transmitem uma boa parte do poder que hoje têm.

Convictos como eu que desse acto beneficiarão o país, e os assim Homens/Cidadãos que o constituem.

## **PRIVATIZAÇÕES: A PERSPECTIVA DOS INVESTIDORES**

**Fernando Ulrich**

Vice-Presidente  
do Banco Português de Investimentos

Vou tentar dar uma visão pragmática interessada, sobre esta matéria, uma vez que a instituição onde trabalho pensa comprar uma das empresas a privatizar.

O desafio que temos pela frente é privatizar:

- $\frac{2}{3}$  do maior banco comercial
- o 2.º e 3.º maiores bancos comerciais
- o FONSECAS
- o Crédito Predial
- a União de Bancos
- a Sociedade Financeira
- 3 das maiores seguradoras
- 51% da Aliança Seguradora
- a Siderurgia
- a Petrogal

- a Portucel
- a TAP, CTT, Quimigal, etc.

Gostava de salientar a enorme importância estratégica das empresas em causa, a dimensão dos fundos a mobilizar (estes seriam de cerca de USD 1,3 a 1,5 biliões, cerca de 20 mil milhões de contos), para a privatização de todo este conjunto. Estes valores significam duplicar a dimensão da nossa bolsa, significam dez vezes mais o encaixe das privatizações de 1990, significam cinco vezes a oferta total de novas acções em 1990 (privatizações + aumento de capital de outras entidades).

O que está em causa é um gigantesco processo de organização do poder económico em Portugal. Tanto mais que simultaneamente se vão transferir para Bruxelas inúmeras competências macroeconómicas.

Eete enorme desafio vai ter que ser concretizado no próximo futuro, em condições bem mais difíceis.

Dentro de cinco anos, e dada a conjuntura externa (os problemas do Leste, a recessão nos EUA e Japão, o termo dos períodos transitórios de adaptação à integração na CEE a construção da União Económica e Monetária) e interna (eleições de 1991) teremos sectores que vão sofrer grandes embates.

O sector público e administrativo terá de efectuar uma «cura de emagrecimento». O sector financeiro vai ter uma maior concorrência, menores margens e lucros inferiores. A agricultura irá sofrer bastante. Os sectores exportadores tradicionais vão sofrer com as taxas de juro altas, os sectores subsidiados ou protegidos vão ter que se tornar competitivos, sob pena de estrangular os utilizadores. Vai notar-se uma tendência decrescente na taxa de poupança e vamos ter mercados financeiros, internos e externos, muito mais selectivos do que nos últimos cinco anos.

Resumindo, nos próximos anos vamos viver num contexto muito mais competitivo e agressivo.

É neste quadro que temos de discutir o que é o sucesso empresarial e quais são os factores desse mesmo sucesso e tentar cruzar esses factores com as modalidades de privatização que se podem utilizar.

O sucesso empresarial depende dos benefícios desse sucesso. Em relação a alguns tipos de novos accionistas da empresa a privatizar (os pequenos accionistas, trabalhadores, especuladores), o sucesso vai ser em função da valorização das acções da bolsa.

Para os investidores estratégicos mede-se pela capacidade de realização dos seus próprios objectivos de longo prazo, num grupo alargado que passou a englobar uma empresa privatizada. O sucesso deste grupo alargado pode dar inclusive origem ao insucesso da empresa privatizada.

Para os gestores da empresa a privatizar o sucesso mede-se pelo novo «package» remunerativo, pela manutenção das suas responsabilidades na empresa após a privatização ou pela assunção de responsabilidade mais elevadas no seio do grupo económico que assegura o controlo.

Para os trabalhadores de uma empresa a privatizar o sucesso medir-se-á pela manutenção dos postos de trabalho, melhor remuneração, valorização profissional.

Para os clientes o sucesso significa melhores serviços, a preços mais baratos.

O máximo denominador comum entre estes interesses corresponde ao cenário de manutenção da empresa privatizada como entidade independente que procura maximizar a rentabilidade dos capitais próprios a longo prazo.

De entre os factores de sucesso devem destacar-se:

- capital
- gestão profissional com liderança clara

- estratégia adequada
- capacidade de execução da estratégia
- recursos humanos
- dimensão
- inserção internacional
- competitividade da empresa a privatizar

Podem considerar-se várias modalidades de condução das privatizações — como casos extremos temos as OPV's e a negociação directa competitiva. Podemos analisar a sua relação com os vários factores de sucesso mencionados. Como ilustração da riqueza de observações que esta grelha de análise proporciona vamos ater-nos apenas a dois casos.

Em relação ao capital a OPV pode ser ou não um método favorável. Já a negociação directa competitiva é mais interessante para o investidor estratégico que pode mais facilmente obter o controlo da empresa.

Por outro lado, numa OPV só por acaso uma empresa pode ter uma inserção internacional melhor do que a que tinha à partida. Numa negociação directa competitiva é óbvio que se podem obter melhores resultados nesta matéria.

No que se segue aplica-se sinteticamente a análise a dois casos de privatização muito distintos: O BPA e a Petrogal.

Quanto ao BPA:

Em relação ao capital é lógico que o BPA dele precisa como todos os bancos a privatizar precisam.

Recursos humanos — O BPA é um bom candidato para uma solução independente. Julgo que o BPA devia ambicionar manter-se como uma empresa com gestão independente.

Capacidade de produção estratégica — deve melhorar quando tiver maior flexibilidade.

Capacidade de execução e dimensão adequada são dois factores que o BPA possui.

Em relação à inserção internacional, esta é incompleta; embora possuindo agências no exterior, julgo que lhe faltam algumas alianças e uma presença mais forte em Espanha.

Gestão profissional com liderança clara também possui e quanto ao problema da concorrência no sector bancário ele está resolvido à partida.

Este é um caso em que se justificava a OPV e também uma venda agressiva aos quadros do banco para potenciar a sua permanência como instituição independente.

Penso que neste ponto o accionista Estado devia ter definido claramente que pretendia privatizar o BPA mantendo-o como instituição independente, no sentido acima referido. Isso teria evitado algumas confusões que se geraram.

Quanto à Petrogal:

Capital — necessita muito de capital.

Recursos humanos — tem em excesso.

Capacidade de uma estratégia adequada — há melhorias a fazer.

Capacidade de execução — idem.

Dimensão adequada — já tem.

Inserção internacional — incompleta.

Gestão profissional — já tem.

Concorrência — a capacidade concorrencial da Petrogal pode aumentar ou diminuir.

Posto isto, as minhas observações finais são:

- os próximos cinco anos vão ser mais difíceis e vai haver mais competição;
- o peso estratégico das empresas a privatizar é muito grande bem como os fundos que temos de captar;
- há urgência em concretizar estas operações;
- o Governo deve ser mais flexível quanto às modalidades de privatização.

Apesar do «carinho» que nos une às OPV's (pertencemos à equipe que as «introduziu»), julgamos que o Governo as não deve aplicar a todas as privatizações independentemente da situação.

Finalmente gostaria de chamar a atenção para o que está a acontecer com as acções dos trabalhadores em que, à excepção do BPA, se registam menos valias.

Esta é uma situação que deve ser analisada com muito cuidado pois aquilo que foi apresentado como uma benesse para os trabalhadores pode vir a ser uma surpresa desagradável.

# **PRIVATIZAÇÕES: BALANÇO E REFLEXÕES ESTRATÉGICAS**

**João dos Santos Oliveira**

Presidente do Banco Português do Atlântico

## **I — O MEIO ENVOLVENTE EM MUDANÇA**

1 — Seleccionamos três factos das numerosas mudanças operadas nos últimos anos no mundo financeiro, todos eles *estimuladores da competição*:

1.1 — Euromercado integrado e desregulamentado, com operadores a beneficiarem do processo de desintermediação; da liberalização das taxas de juro, do abandono do método directo do controlo monetário, da supressão do controlo dos câmbios, do fim da especialização geográfica e funcional:

- Tiram vantagem deste mercado *as grandes empresas e os investidores institucionais*;
- Concorrem entre si os diversos operadores financeiros; a utilização crescente de instrumentos negociáveis; mais desejáveis as operações não registáveis no balanço; baixam as margens.

1.2 — Os progressos tecnológicos, principalmente nos sistemas de informação e de comunicação, com uma aplicação privilegiada no sector financeiro:

- Estimulam a inovação e a criação de novos produtos;
- Reduzem os custos operacionais e os custos de transacção associados a diversos tipos de operações;
- Permitem uma maior delegação de competências, melhor controlo, maior rapidez na decisão.

1.3 — A criação de um espaço financeiro europeu com liberdade de estabelecimento, livre prestação de serviços e livre circulação de capitais gera efeitos que ultrapassam as fronteiras das economias dos 12 Estados Membros que se repercutem:

- No comportamento dos aforradores, dos investidores, dos consumidores dos serviços financeiros e das instituições financeiras;
- No exercício da política económica.

## **II — O PROCESSO DE REPRIVATIZAÇÕES**

2 — Enquanto os Doze começam a discutir as condições de viabilidade política da União Económica e Monetária muitas das empresas que operam já em mercados alargados não deixarão de antecipar as novas condicionantes da política económica, fazendo uma adaptação permanente a um meio envolvente em mudança:

- Absorvendo os avanços das novas tecnologias, através de uma escolha criteriosa dos investimentos e ajustamentos da estrutura dos recursos humanos;

- Respondendo aos desafios do mercado, com novos operadores, novos produtos e estratégias comerciais mais agressivas; reforçando a sua capacidade financeira para crescer e competir em espaços mais amplos, pela via do preço e pela diversificação;
- Preparando o ajustamento à envolvente política em perspectiva.

3 — O mundo não parou, mas em Portugal tivemos de enfrentar as nacionalizações fora de tempo com todas as suas sequelas (quando apenas se iniciava o desenvolvimento de alguns pequenos grupos económicos); e portanto, também as reprivatizações chegaram com atraso.

E quando os nossos parceiros estão a competir no mercado de capitais para reforço dos capitais próprios das empresas, o nascente e débil mercado de capitais português tem de atender simultaneamente ao financiamento do processo de transferência das empresas públicas ou de capitais públicos para o sector privado.

4 — Feitas as primeiras reprivatizações julgo útil que se promovam debates sobre o que se fez e o que se deve fazer no futuro. O que deixo dito nos números anteriores e a minha experiência nos processos que já ocorreram permitem-me concluir que:

- a) Não é fácil encontrar nos nascentes grupos económicos portugueses uma estratégia de grupo planeada e susceptível de os tornar interlocutores válidos nos mercados internacionais. E se esses planos existem não se vê como se ajustam ao processo de reprivatizações; e também vice versa;
- b) Ficou já evidenciada a fragilidade financeira dos grupos portugueses perante o poder e interesse de grupos estrangeiros;

- c) Ficou também demonstrado que o mercado de capitais em Portugal pode existir, não obstante as nacionalizações de 1975 (e as suas indemnizações injustas); os pequenos accionistas são capazes de concorrer — e já o demonstraram — não apenas na busca de um lucro imediato, mas também como aplicação de mais largo prazo. É necessário não destruir este interesse;
- d) Hoje também não tenho dúvidas que quem deseja adquirir as chamadas posições de controlo dispõe-se a pagar um preço mais elevado; para algumas empresas as OPV's realizam uma razoável arbitragem entre os interesses da Nação (que dele deve beneficiar) e o incentivo ao pequeno investidor. Mas o processo não é generalizável para todas as empresas;
- e) Como era de esperar, pode-se também verificar que é pouco relevante a posição dos chamados investidores institucionais como elementos estabilizadores do sistema. Mas no futuro é preciso que se possa contar com eles.

5 — Não é fácil anteciper um programa completo para as reprivatizações em Portugal:

- a) Estamos de acordo que cumpre definir as empresas onde se deve procurar manter a identidade nacional, planificando o seu processo de transferência para o sector privado com as necessidades de aumentos de capital. O mercado não é inesgotável. O processo de reprivatização pode (e tem) de ser alimentado pelas empresas reprivatizadas;
- b) Cumprirá também criar sinergias financeiras entre as várias empresas a reprivatizar e/ou com alguns dos grupos já existentes; e em cada caso escolher os parceiros internacionais que mais convêm. É necessário preservar

as virtualidades das organizações que conseguiram emancipar-se e criar uma dinâmica autónoma de desenvolvimento. E aproveitá-las;

- c) As alíneas *a)* e *b)* obrigam a definir prioridades, porque 1993 está perto: o processo de reprivatização das principais instituições de crédito, seguradoras e algumas empresas industriais merece cuidado especial de conjunto, dado o atraso com que todo o processo se começou a desenvolver. Já não se pode confiar só no mercado das OPV's. O concurso público, com pré-qualificação dos concorrentes pode garantir o sucesso de uma estratégia que defenda os pequenos investidores, a identidade nacional das empresas, a sua autonomia dentro do sector em que operam mas é apenas mais um caminho. E não queremos ser mais exigentes do que a CEE na definição e aplicação das regras prudenciais;
- d) Será que o actual sistema fiscal e parafiscal ajuda as empresas Portuguesas a concorrer pela via dos preços (que significa custos baixos)?
- e) E, se queremos estimular o pequeno investidor, não devemos esquecer que ele deseja um rendimento regular. Hoje é convidado a obtê-lo vendendo acções — atento à isenção em imposto de mais valias — quando devia obtê-lo naturalmente pela via do dividendo.

6 — Evidencia-se, assim, a necessidade de:

- Proceder a uma maior integração da tributação em IRC e IRS, acabando-se com a tributação em cascata para os lucros distribuídos;
- Não discriminar nas taxas entre rendimentos de capital e de outra natureza; admite-se o ajustamento gradual;
- Adoptar uma postura neutral na tributação de juros, dividendos e mais valias.

Não parece curial que se adopte uma lógica de capitalismo popular nas reprivatizações e se mantenha um regime fiscal que a contraria (nem algumas outras regras que esqueçam as pequenas posições accionistas).

### **III — PROCURA OU REFORÇO DOS FACTORES DE SUCESSO**

7 — Desenvolver a Mais Valia Empresarial:

a) O Mercado:

— Áreas Geográficas;

— Produtos: A identificação com o cliente; concorrer:

– Pela via do preço (custos);

– Pela via da diversificação (inovação).

— Processo de desenvolvimento da estratégia:

– Transmissão dos resultados dentro do grupo e transferência das experiências bem sucedidas.

b) O Domínio da Tecnologia; Capacidade de absorção dos avanços tecnológicos;

c) A importância das organizações:

— Nas Empresas Públicas: como é que se resiste às confusões entre poder de tutela e poder hierárquico? Às mudanças constantes de comando? Às carências de capitais próprios? E às faltas de estímulo?

— Nas Empresas Privadas: como ultrapassar a estrutura familiar e/ou dependência do fundador?

8 — O reforço do factor humano:

- Capacidade para compreender e acompanhar ou antecipar as mudanças do meio envolvente;
- Absorção dos avanços tecnológicos;
- Inovação.

9 — O financiamento do crescimento:

- A empresa mede-se pelo seu valor; e a medida deste determina o acesso ao mercado das fontes de financiamento;
- Não se pode crescer sem capitais próprios adequados; estes exigem mercados de capitais; e os mercados de capitais fazem-se principalmente com investidores confiantes em empresas sólidas, rentáveis, com estratégias de desenvolvimento bem conhecidas.



## 2.º PAINEL

«Privatizações: Os factores de sucesso para a empresa a privatizar e o próximo futuro

### 1.º Comentário da assistência:

— *Queria antes de mais felicitar os organizadores deste debate porque creio que há muito tempo que em Portugal não se conseguia reunir numa sala tantas pessoas competentes, com experiência concreta no assunto de que estamos a falar. O assunto é de tal forma importante para o nosso País, que me parece de louvar esta troca de impressões e de sugestões.*

*Queria apenas fazer uma sugestão provocatória pegando nalgumas coisas que foram ditas pela mesa.*

*O Dr. Fernando Ulrich falou em cinco anos como prazo máximo para desaparecerem algumas das barreiras que protegem alguns sectores portugueses.*

*Isso significa que, em termos práticos, em dois ou três anos, no máximo, deveríamos estar preparados para nos podermos, organizadamente e estruturalmente, adaptar a essa modificação.*

*Por outro lado, o Dr. Fernando Ulrich lembrou uma enorme lista de empresas a privatizar. Falou, também, numa verba francamente impressionante, de 1,5 mil milhões de contos.*

*Pegando naquilo que disse o Dr. Santos Teixeira, sugiro o que se faria, na nossa empresa, perante uma situação destas.*

*E o que faríamos era, penso eu, irmos ver quais seriam as consequências de privatizar depressa e em força, em vez de seguir o cenário actual de uma razoável lentidão.*

*Este processo começou. Vemos aqui, nestes papéis (que aliás não estão completos, falta a Aliança Seguradora) o que é que se teria de privatizar e tudo o que está para privatizar*

*em dois anos. Partindo de uma estratégia clara e explícita, o que é que se pretende com a privatização?*

*Qual é a nossa posição face às empresas estrangeiras?*

*Deve existir uma clara definição onde as empresas estrangeiras podem ou não entrar, sendo um outro aspecto a utilização de todas as modalidades possíveis de alienação de empresas.*

*Não é necessário que estas conversas se passem em ambientes escuros. É sim necessário, que elas se passem com regras de clareza, que o Estado esteja consciente da sua força e dos seus direitos, e também claramente consciente da sua obrigação de explicar aquilo que faz e pensar se não seria possível criar um efeito multiplicador nas próprias privatizações.*

*Penso que se se começar a privatizar muito rapidamente todo o sector financeiro, incluindo não só os bancos como os sectores acumuladores de poupança (as companhias de seguros), essas instituições são capazes de ajudar, financeira e estrategicamente, a privatização de todas as outras empresas.*

*Face a uma realidade concreta (a de grupos nacionais neste momento fracos), e a uma estrutura fiscal e até legislativa e comercial que não contempla o «management by out» (MBO) de uma forma clara, torna-se necessário que os «MBO» sejam feitos por vias legais. Dever-se-ia estudar um cenário de como seria privatizar em dois anos tudo o que se tem de privatizar.*

Dr. Fernando Ulrich:

*— Quanto à questão dos núcleos duros, gostava de comentar o seguinte: quando escrevia nos jornais, defendia bastante os núcleos duros e até tenho alguma simpatia por essa tese. No entanto, julgo que ela não é de aplicação generalizada, e o caso português não é comparável ao caso francês. Por um lado, porque os nossos grupos são fracos e estão neste momento a arrancar. O que têm a fazer é concentrar-se nas suas*

*áreas de negócios estratégicos, não tendo por isso capacidade para fazerem investimentos de diversificação.*

*O que faz quem investe no núcleo duro (comprando 2% e chegando aos 5%) é apenas um investimento de diversificação e não um investimento estratégico em termos da sua estratégia de negócio.*

*Não acredito que para o grupo SONAE seja estratégico os 5% ou menos que fez no BPA. Pode vir a ser lá para a frente, se tiver mais, mas ter 5% no BPA não é estratégico para o grupo SONAE. Tal como não será estratégico para o BPI ter 5 ou 10% de qualquer banco.*

*Penso que esta questão dos núcleos duros tem que ser vista com muita cautela. Para formar núcleos duros, Portugal tem poucos investidores, e os institucionais são ridículos.*

*Julgo que quanto à solução dos núcleos duros ela pode ser adequada para certos casos e provavelmente sê-lo-á para a Império. Pode ser para o BPA, não será para outros e, sobretudo, que não se criem ilusões que as entidades (que em Portugal têm dinheiro para investir), estão dispostas a comprar 5 ou 10% das empresas privatizadas.*

*Não estão nem isso faz sentido, do ponto de vista da sua própria estratégia global. Não se peça ao grupo Espírito Santo ou ao BPI que compre 5% do FONSECAS.*

*Isso não tem nexos nenhuns. Se nós fizermos isso os nossos accionistas têm que nos demitir no dia seguinte.*

Dr. Santos Teixeira:

*— Só queria acrescentar uma coisa muito simples. De facto quando utilizei a terminologia «núcleos duros», não o fiz de maneira nenhuma no sentido francês. Aí a participação de*

*cada um dos accionistas, componentes do núcleo duro, está limitada a 5% do capital das empresas.*

*O núcleo duro é uma entidade que se associa para controlar a empresa. Respondendo ao Dr. Ferraz de Carvalho, aquilo que eu penso é algo que possa acelerar o processo da privatização.*

*A privatização seria feita através de uma técnica de concurso público, ou OPV, limitada a um conjunto de potenciais accionistas, sujeitos a um conjunto de condições, incluindo a prova de que tinham uma contribuição a dar para o desenvolvimento estratégico, e que tinham um «apport» positivo para a vida da empresa.*

*É isso que permite acelerar o processo das privatizações. Deixar-se-ia para uma segunda fase a verdadeira introdução na bolsa. Julgo que misturar as duas operações num tão curto espaço de tempo provoca nos pequenos investidores uma certa confusão.*

*Creio que esclareci essa dúvida quanto ao núcleo duro. Quando usei o termo não o utilizei «à francesa». É duro porque controla, só, mais nada.*

## *2.º Comentário da assembleia:*

*— Gostava de fazer uma pequena observação em jeito provocatório, para animar.*

*O Dr. Fernando Ulrich disse que o sucesso de uma privatização, no caso dos accionistas estratégicos, pode conduzir ao desaparecimento da empresa a privatizar.*

*O accionista estratégico pode conseguir o controlo e depois fazer desaparecer essa empresa diluindo-a num grupo mais vasto, até internacional.*

*Gostava de saber — uma vez que o Dr. Fernando Ulrich mencionou o seu interesse na aquisição de um banco — se*

*essa estratégia poderá corresponder ao seu interesse.  
(Risada geral).*

Dr. Fernando Ulrich:

*— Não temos dimensão para sermos tubarões.*



# **PRIVATIZAÇÕES: A PERSPECTIVA DOS INVESTIDORES**

## **3.º PAINEL**

**João Ferreira do Amaral**

Professor e Director do Departamento de Economia  
do Instituto Superior de Economia de Gestão

O processo de privatização em Portugal pode ser visto segundo diversas ópticas: como forma de criar grupos económicos portugueses aptos a concorrer internacionalmente, e em particular no mercado interno comunitário; como processo de aumentar a rentabilidade de certas grandes empresas, com benefícios quer para o sector privado quer para o sector público; e, finalmente, como meio de obter receitas de capital para o Estado permitindo melhorar a situação financeira de empresas que permanecem públicas ou, até, reduzindo a dívida pública.

Se estas finalidades são desejáveis e que grau de prioridade se deverá estabelecer entre elas são questões que, naturalmente, terão respostas diversas de acordo com o sentir de

cada um. Mas é obviamente indispensável conhecer a opinião dos grandes investidores privados porque, em qualquer dos casos, terão sempre uma acção fundamental em todo o processo.

As condições macroeconómicas necessárias para o êxito das privatizações, nomeadamente a não restrição excessiva da liquidez e o método a seguir, em particular o estabelecimento dos calendários, as formas de avaliação e a maior ou menor concentração do capital a privatizar, são aspectos que não poderiam, neste contexto, deixar de ser referidos.

## **OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E AS PRIVATIZAÇÕES**

**José Manuel Serrão**

Presidente da Sociedade Gestora do Fundo de Pensões  
do Banco de Portugal

1 — Não só em Portugal, mas por todo o mundo, as privatizações tornaram-se numa questão-chave da vida política e económica. Muito mais do que uma moda, as privatizações são uma consequência inevitável da necessidade de cada país encontrar soluções para aumentar a eficiência económica e dinamizar as sociedades através da libertação da iniciativa empresarial. Mas, para além deste objectivo estratégico — aumentar a eficiência económica através da liberalização empresarial —, um outro resultado é geralmente atingido na esfera do Estado: a venda de activos permite ao Estado reduzir passivos, reduzindo o efeito da carga fiscal, actual e futura, sobre a economia de cada país.

Por outro lado, libertos do excesso de responsabilidades que, por motivos essencialmente ideológicos, o Estado foi acumulando no domínio da propriedade dos meios de produção, do seu controlo directo e da sua intervenção na esfera produtiva, podem os cidadãos exigir uma grande melhoria

da qualidade das prestações sociais e da função reguladora que, em qualquer sociedade moderna e democrática, cabe ao Estado e aos detentores do poder político.

2 — Portugal, apesar de se encontrar na adolescência do processo de privatizações, pode já considerar-se um bom exemplo e constituirá, sem dúvida, fonte inspiradora para o lançamento de novos processos de privatização noutros países, designadamente no Leste Europeu, que pretende aproximar-se da Comunidade Económica Europeia.

Sem considerar a experiência de alienação de empresas iniciada em 1983 pelo IPE — Investimentos e Participações do Estado, S. A., pode tomar-se a Lei n.º 84/88, de 20 de Julho, a chamada lei dos 49%, como o marco de início do processo português de privatizações.

Criticada por muitos, por não considerarem que a venda de apenas 49% significasse uma verdadeira privatização, esta lei mostrou-se oportuna e ajustada, não apenas aos condicionalismos constitucionais então ainda vigentes, mas também à realidade bem modesta do nosso mercado de capitais e à necessidade de criar gradualmente condições para que os investidores em geral — simples aforradores, grupos empresariais, investidores institucionais e estrangeiros — ganhassem confiança na determinação do Governo em prosseguir o seu programa, na capacidade de funcionamento das instituições do mercado de capitais (Bolsas de Valores e corretores) e na seriedade e transparência dos métodos utilizados. Actualmente as privatizações estão basicamente reguladas pela Lei n.º 11/ /90, de 5 de Abril, que veio eliminar algumas restrições e condicionalismos e flexibilizar a escolha de soluções de privatização mais adaptadas a cada caso.

3 — Em cerca de 2 anos, e graças aos vários dispositivos legais, foram já concretizadas 12 operações de privatização que, usando diversos métodos, abrangeram 9 empresas detidas pelo Estado e que actuam nos sectores bancário, segurador, industrial, dos transportes e da comunicação social.

A título de mera referência indicam-se as operações realizadas e os principais métodos de privatização:

- CNP/EPSI — Negociação directa precedida de concurso (100%);
- UNICER — OPV (49%);
- BANCO TOTTA & AÇORES — OPV (49%);
- ALIANÇA SEGURADORA — OPV (49%);
- JORNAL DE NOTÍCIAS — OPV (100%);
- TRANQUILIDADE — OPV (49%);
- UNICER — OPV (51%);
- BANCO TOTTA & AÇORES — OPV (31%);
- TRANSINSULAR — OPV (51%);
- TRANQUILIDADE — OPV (51%);
- CENTRALCER — OPV com bloco (100%);
- BPA — OPV (33%).

O conjunto destas operações de privatização permitiu ao Estado arrecadar cerca de 220 milhões de contos, parte dos quais puderam ser consignados à redução da dívida pública, resultado financeiro que pode ser considerado como excelente.

Há que reconhecer que as empresas escolhidas na primeira fase e os métodos de privatização adoptados davam uma certa garantia de sucesso às operações realizadas, pois tratava-se de empresas que já trabalhavam para mercados sujeitos a concorrência nacional ou internacional, com uma imagem razoável ou mesmo favorável no mercado e que em geral, apresentam boas condições económico-financeiras.

Deve também reconhecer-se um relativo insucesso na mobilização dos pequenos investidores para as operações de privatização, não fazendo sentido falar na criação do espírito de «capitalismo popular» como um dos objectivos atingidos com o processo português de privatização. Aliás, em meu entender, é irrealista esperar que tal possa acontecer em Portugal, principalmente depois do «crash» de 1987 e das indemnizações das nacionalizações de 1975, traumas que ainda estão bem presentes na memória dos potenciais investidores individuais.

Por outro lado, o relativo automatismo que caracteriza as operações públicas de venda, como método básico de privatização, veio permitir uma clara predominância dos investidores estrangeiros que, não obstante as aparentes limitações legais, encontraram forma de controlarem, directa ou indirectamente, a gestão de 5 das 9 empresas privatizadas.

Sendo globalmente significativos os resultados alcançados e muito importante e positivo o impacto das privatizações realizadas no clima empresarial necessário à tomada de decisões futuras de investimento em Portugal, há no entanto que os considerar ainda modestos. Por isso se começou por dizer que, em Portugal, ainda estamos na adolescência do processo de privatizações.

4 — Mas, se o valor do balanço das privatizações, embora limitado, tem de se considerar positivo, vejamos qual poderá ser o seu «goodwill», isto é, qual é o valor a atribuir aos resultados a esperar no futuro.

Entramos agora numa nova fase em que, explorando amplamente a variedade de opções que a Lei n.º 11/90 confere, múltiplas empresas em diversas situações deverão ser urgentemente privatizadas, mesmo que o encaixe para o Estado possa ser limitado.

Aliás, se se fala em urgência, isso tem que ver apenas com razões concorrenciais, face à sequência inexorável dos processos de liberalização no âmbito do mercado único europeu.

É neste contexto de aceleração necessária do programa e de diversificação dos métodos de privatização que se insere a reflexão sobre o papel dos *investidores institucionais*, nos casos futuros.

5 — É bom insistir que qualquer processo de privatização transcende o mero objectivo de obter uma receita para o Tesouro, mesmo reconhecendo-se que, actualmente, a redução do peso da dívida pública é, a par com a redução da inflação, um objectivo essencial e prioritário da política macroeconómica. No entanto, como já se disse, o objectivo estratégico das privatizações é o aumento da eficiência através da liberalização empresarial, o que pressupõe que o Estado pretende reduzir a sua interferência política na gestão das empresas, aumentar as condições de concorrência, possibilitar a livre transmissibilidade da propriedade empresarial, sujeitar as empresas às regras gerais de acesso aos mercados de capitais e admitir as consequências naturais da liberalização e competição em mercado aberto, o que significa aceitar que as empresas privatizadas passarão a estar abertas à concorrência, poderão ser objecto futuro de «takeovers» e poderão falir, como qualquer outra empresa incapaz de fazer face aos seus compromissos. Por outro lado, trata-se de um processo político, que aliás esteve dependente da própria revisão constitucional, que visa desestatizar o que, apenas por motivos ideológicos, foi estatizado precipitadamente depois do 11 de Março de 1975.

Por isso, sem pôr em causa a orientação política no sentido da liberalização e concorrência no âmbito comunitário, as privatizações correspondem em primeiro lugar, tal como aliás acontece em inúmeros países, como foi o caso recente da

França e será o caso de inúmeros países europeus e não europeus, como a Itália, a Hungria, a Polónia, a Checoslováquia e o Brasil, a um processo político, de ordem económica interna, de reposição do Estado na dimensão e no âmbito de funções que lhe são próprias em economia de mercado, libertando-o para a assumpção das suas responsabilidades no campo da segurança e qualidade de vida dos cidadãos.

Para além da continuidade das privatizações do BPA e da Aliança Seguradora, num universo de 25 empresas importantes que o Estado poderá privatizar num futuro próximo, total ou parcialmente, contam-se 6 bancos, 3 seguradoras, 7 empresas industriais, 6 empresas de transporte, 2 de telecomunicações e uma de comunicação social:

#### PRINCIPAIS EMPRESAS A PRIVATIZAR

Bancos	Seguradoras	Industriais	Transportes	Comunicações	Comunicação social
BPA	Aliança				
SFP — BI	Bonança	Petrogal	R. N.	TLP	DN
BESCL	Império	Quimigal	TAP	Telecom	
BPSM	M. Confiança	Siderurgia	Portline		
BFB		Cimpor	Carris		
CPP		Portucel	Metro		
UBP		EDP	STCP		
		GDP			

Sem desvalorizar as empresas a privatizar, isto é, sem afectar as legítimas expectativas de arrecadação de receitas, o Estado Português tem agora de inserir as próximas operações de privatização que considere estratégicas num contexto de reestruturação da economia nacional que ajude Portugal, como região económica europeia, se assim se quiser dizer, a recuperar, em marcha forçada, o atraso que o caracteriza como região periférica.

Não se justifica classificar como estratégicas todas as empresas acima indicadas. No entanto, ousa pensar que não será difícil encontrar um amplo consenso que permita identificar as empresas a privatizar que deverão merecer um tratamento estratégico, numa perspectiva nacional e não meramente estatal.

De facto, o Estado, legítima e, quanto a mim, correctamente já definiu pretender por agora manter o controlo da CGD, do BFE, do BNU e do BBI, *na banca*, da Fidelidade e da COSEC, *nos seguros*, da Petrogal, da Portucel e da EDP, *na indústria*, da TAP *nos transportes* e dos TLP e Telecom, *nas comunicações*. Parece assim igualmente legítimo que outros investidores nacionais, com efectiva capacidade empresarial e financeira, possam articular entre si e, mesmo, com o Estado, a mobilização dos recursos necessários para se manter, por agora e na medida em que tal não afecte as condições de concorrência e eficiência económica, um grau elevado de controlo dos centros de decisão estratégica na economia portuguesa.

6 — Portugal aproxima-se do mercado único europeu numa posição de debilidade que não se reduzirá pela simples entrada livre de capitais estrangeiros.

No que concerne aos investimentos estratégicos, ainda é cedo para que cada país abdique da sua capacidade de lutar, em mercado aberto, pelas soluções que lhe são mais conve-

nientes, o que obriga a dominar os instrumentos necessários para essa luta.

Nos últimos anos, Portugal tem estado a criar bases sérias para aproveitar o novo ciclo de expansão que se espera com o lançamento do mercado único europeu. Aliás, a actual crise desencadeada com a invasão do Koweit irá transferir ou alargar para o Mediterrâneo a fronteira europeia de conflitualidade potencial, o que obriga os portugueses a pensar que um dos elementos essenciais da estratégia de desenvolvimento é a segurança e que uma das bases da segurança interna é o controlo dos centros essenciais de decisão, particularmente em matéria de capacidade de investimento, poupança interna, abastecimento alimentar e de energia, transportes internacionais e de telecomunicações.

Os próximos anos vão ser anos de grande concorrência face a escassos recursos de capital e de grande conflitualidade potencial no Mediterrâneo, face à pressão demográfica e à ascensão do fundamentalismo islâmico no Magrebe.

Às necessidades de investimentos no Leste Europeu, para integração das novas democracias que se aproximam dos padrões civilizacionais europeus, às necessidades imperiosas de ajuda a África e, em particular, à reconstrução dos países africanos de língua portuguesa que, até na vivência democrática, se aproximam cada vez mais de Portugal e da Europa, às necessidades de reescalonamento da dívida externa da América do Sul e, em especial, do Brasil, vem agora juntar-se a necessidade de reconstruir o Médio Oriente, devastado pelas guerras desencadeadas pelo Iraque, segundo uma nova ordem que permita uma solução pacífica com condições de durabilidade.

7 — É neste contexto, altamente complexo, que parece ser necessário enquadrar as privatizações, que continuam a ser urgentes, numa perspectiva essencialmente nacional que,

obviamente sem a exclusão do investimento estrangeiro, permita tratá-las caso a caso, no âmbito de soluções essencialmente nacionais, para controlar a maior parte da captação de poupança e do financiamento do investimento e as empresas estratégicas no domínio industrial, dos transportes e das telecomunicações.

Como já parece demonstrado, o «*capitalismo popular*» não tem condições para representar um apoio eficaz e significativo para operações de privatização de grande dimensão e onde é essencial encontrar soluções estáveis de controlo accionista.

Como largamente se deixou transparecer, o *investimento estrangeiro* deve ter um papel predominantemente complementar, embora o seu contributo possa revestir-se de uma importância essencial, sempre que estiver efectivamente associado ao acesso a novas tecnologias ou a novos mercados.

Assim, o sucesso das futuras privatizações fica dependente da conjugação que seja possível alcançar dos três grupos a seguir indicados, cujos comportamentos poderão, em larga medida, ser influenciados pelas decisões que o Estado tomar em cada privatização:

- Os trabalhadores das empresas a privatizar;
- Os grupos económicos privados;
- Os investidores institucionais.

A livre participação *dos trabalhadores das empresas a privatizar* e a manutenção organizada da posição alcançada, através de fundos privativos, pode constituir um elemento estabilizador do controlo accionista e motivador do aumento da eficiência das empresas privatizadas. Tal orientação deve ser estimulada em condições de autonomia face à empresa, o que fará com que estas participações adquiram uma verdadeira natureza de investimento institucional que só as dignificará.

Os *grupos económicos privados*, não obstante alguns serem demasiados recentes e revelarem grandes fragilidades organizativas e financeiras, quando comparados com grupos privados de outros países europeus, serão um elemento essencial nos próximos processos de privatização, principalmente se revelarem efectiva capacidade de gestão para substituir ou complementar o Estado no controlo das empresas e se conseguirem mobilizar ou associar recursos financeiros adequados à dimensão das operações de privatização a realizar.

Finalmente, cabe salientar o papel que poderão desempenhar os *investidores institucionais*, o qual, sendo em geral silencioso em matéria de controlo de gestão, poderá revelar-se essencial para o sucesso desta perspectiva de privatização.

Entre os investidores institucionais julgo que deverão destacar-se as companhias de seguros e os fundos de pensões, pois os fundos abertos de investimento, muito condicionados pelo clima depressivo que continua a afectar a evolução das Bolsas de Valores, ainda se mostram incapazes de mobilizar volumes crescentes de poupanças particulares. Assim, para além do caso antes referido dos fundos privativos de trabalhadores de empresas a privatizar, são as seguradoras e os fundos de pensões, designadamente das próprias empresas a privatizar, e os investidores institucionais que, a médio e longo prazo, terão maior capacidade financeira para participar na aquisição de grandes lotes de acções, desde que, obviamente, tais investimentos não ponham em causa as características e responsabilidades específicas desses investidores.

8 — Como ponto final, diga-se que tais considerações só serão aplicáveis às empresas estratégicas que o Estado esteja na disposição de privatizar mediante o método de negociação directa, de leilão restrito e condicionado ou solução equivalente, como a adoptada nas privatizações francesas, precedi-

das ou não por concurso de pré-qualificação, com vista à formação de núcleos estáveis para assegurar o futuro controlo accionista das empresas.

Nestes casos, é essencial que haja entre os grupos económicos privados, os investidores institucionais e os representantes dos trabalhadores, organizados para a constituição de fundos privados de investimento, a busca de uma articulação de interesses que o Estado possa reconhecer, em moldes abertos e claros, como legítimos e representativos de uma solução de interesse nacional, o que, no final, obrigará o Estado a desestatizar sem, necessariamente, desnacionalizar, no verdadeiro sentido de perda do controlo estratégico dos principais centros nacionais de decisão e de acumulação de capital.



## **PRIVATIZAÇÕES**

**Belmiro de Azevedo**

Presidente do Grupo SONAE

Após ter sido já privatizado, parcial ou totalmente, o primeiro conjunto de empresas, verificamos que os resultados foram muito variáveis e evidenciaram uma tendência para a diminuição do interesse por parte dos investidores. Tal deveu-se sem dúvida, em parte, a aspectos conjunturais de crise de confiança generalizada nos mercados. Contudo, parece-me essencial reflectir sobre alguns aspectos que julgo fundamentais para assegurar o desenvolvimento do processo de privatizações e uma maior atenção e conhecimento por parte dos investidores.

### **MÉTODO DE PRIVATIZAÇÃO**

Parece-me evidente que terminou o «período de graça» em que o Estado, com muita facilidade, conseguia colocar

as acções das suas empresas por valores extremamente favoráveis. A partir de agora, ficou claro que o Estado se encontra na mesma situação de qualquer outro proprietário que se submete às regras do mercado. Neste momento, qualquer agente enfrenta muitas dificuldades para conseguir vender as suas participações. Neste contexto, podemos concluir o seguinte:

O objectivo de maximizar as receitas não pode mais ser o único princípio orientador das privatizações, sob pena de se comprometer todo o processo.

Não pode ser com base nos pequenos accionistas (desde simples investidores a trabalhadores, clientes, etc.), por muito importante que seja a sua participação no processo, que se assegura a colocação do volume de acções do Estado.

Cada vez mais se torna imprescindível assegurar a constituição de Núcleos Duros de accionistas, não só para garantir a absorção dos títulos, como para assegurar estratégias de gestão consistentes pós-privatização e negociar com equipas de gestão com potenciais responsabilidades na definição da estratégia futura.

No entanto, o método que vem sendo seguido — baseado em «leilões» — não favorece de modo algum a formação de tais Núcleos Duros que só por acaso é que se chegarão a desenvolver. Corre-se, inclusivamente, o risco de o próprio desenrolar de tentativas de formação de blocos accionistas — pré e pós privatização — vir a pôr seriamente em causa a possibilidade de constituição de um Núcleo credível e sintonizado com os interesses da empresa. Assim sendo, parece-me essencial optar por negociações directas (concurso limitado) com grupos de potenciais accionistas pelo menos para uma parte substancial do capital das empresas. Relativamente a

este aspecto, convém, contudo, chamar a atenção para os seguintes pontos:

É perfeitamente lógico que, durante uma fase inicial do processo, os participantes no potencial Núcleo Duro paguem um «prémio» sobre o valor de mercado das acções. Pode ser considerado como um custo de entrada. Aliás, e por analogia, esse «prémio» também se verifica nos mercados mais evoluídos quando se realiza um «take over», para conseguir captar as acções dos pequenos accionistas ou obter maiorias de capital.

Contudo, nas fases seguintes, uma vez assegurada a posição de controlo por parte de um Núcleo, também é lógico que os preços a pagar se reduzam, por forma a que se consiga um valor global consentâneo com o valor de mercado.

Este valor de mercado deve ser aferido não só por padrões nacionais mas também internacionais. Isto implica duas condições. Por um lado, resultados económicos medidos por parâmetros contabilísticos e rigorosos. Por outro lado, adopção de uma perspectiva de médio/longo prazo para evitar uma sobrevalorização resultante de situações de mercado favoráveis que não se manterão por muito tempo em consequência do processo de integração na Europa (caso dos «spreads» e margens financeiras).

## **RITMO DAS PRIVATIZAÇÕES**

Salvaguardando aspectos conjunturais pontuais, sempre imprevisíveis, parece-me essencial não abrandar o ritmo do processo de privatizações. Sobretudo se tivermos em consideração objectivos mais amplos que o simples encaixe de dinheiro

para os cofres do Estado. E é precisamente porque não devemos deixar que a conjuntura nos faça esquecer esses outros objectivos — os quais são a razão de fundo para as privatizações — que, penso, o processo deve ser acelerado. Em resumo, esses objectivos parecem-me ser:

Assegurar uma melhor gestão das empresas. O Estado não é, normalmente, um bom patrão para empresas que competem no mercado. Não lhe é fácil captar e reter os recursos humanos mais adequados. Não está dentro da sua «cultura» actuar como empresário, regendo-se por estritos critérios de rentabilidade económica relativamente à definição de estratégias empresariais, do controlo de resultados, etc. Por outro lado, as privatizações poderão dar um contributo importantíssimo para a criação de unidades económicas de propriedade privada mais válidas e mais bem dimensionadas do que as existentes e potencialmente maiores contribuidoras para a redução do défice orçamental por via de cargas tributárias mais elevadas.

Libertar os quadros do Estado e do Governo para desempenharem as suas funções, concentrando esforços nas áreas da governação e administração em que ninguém se lhes pode substituir, sem necessidade de desviarem esforços para tarefas que podem ser deixadas para o sector privado.

Não criar a tentação (quase sempre irresistível) de intervir no livre funcionamento do mercado. É sempre demasiado «fácil» e tentador recorrer às suas prerrogativas de poder para alterar as regras da concorrência.

Melhorar as contas do Estado, não só pelos efeitos imediatos sobre a dívida pública mas também prevenindo situações bem conhecidas de esbanjamento de recursos na sustentação de empresas deficitárias.

## **APLICAÇÕES DOS RESULTADOS**

Não parece difícil escalonar preferências relativamente ao destino a dar aos fundos recolhidos:

Pagamento dos títulos de indemnização. Parece-me não merecer discussão o imperativo ético e moral de, em primeiro lugar, utilizar o produto das privatizações para pagar aos espoliados das nacionalizações.

Investimento em capital de risco. Existem alguns projectos nacionais intensivos em I&D, de mercado incerto, que a iniciativa privada não tem dimensão para assumir e que são fundamentais para modernizar o País.

Redução do défice orçamental, mediante amortização de dívida pública. A entrada de capitais estrangeiros permitiria também reduzir a dívida externa.

## **CAPITAIS ESTRANGEIROS**

Após a adesão à Europa, os investimentos originários da CEE são para todos os efeitos equivalentes a investimentos nacionais. Temos de ser coerentes e não podemos estabelecer discriminações de qualquer tipo. Por outro lado, em vista dos montantes envolvidos, não parece possível realizar o programa de privatizações sem uma forte participação de capitais estrangeiros.

Contudo, dada a situação particular de Portugal e o período de transição de que desfrutamos, podemos admitir algumas limitações. Mas tais limitações devem constituir a excepção e não a regra.

Além disso, cada vez menos se pode aceitar que, pelo simples facto de o capital de uma empresa ficar em mãos nacionais, daí advenha qualquer benefício para o País. Se tais benefícios pudessem existir, os mesmos seriam apenas o

resultado de um projecto empresarial concreto para a empresa a privatizar. Esta condição poderia apenas aferir-se em função do conhecimento prévio de tal projecto e não da origem geográfica do capital. Do ponto de vista de controlo accionista, a propriedade de uma empresa é independente do interesse económico dessa mesma empresa.

O método de privatização por leilão não permite, por definição, verificar estes condicionalismos. Além disso, parece muito difícil, desta forma, assegurar que o acesso estrangeiro que seja limitado no mercado primário não venha a ser possível no secundário.

# **GRUPOS ECONÓMICOS E ENQUADRAMENTO DOS INVESTIDORES ESTRANGEIROS NO PROCESSO**

**José Roquette**

Presidente do Grupo Valores Ibéricos

A rápida aproximação da integração plena na CEE, exigindo mais competitividade e racionalidade à Economia Portuguesa, os maus resultados do Sector Empresarial do Estado (SEE), a sua deficiente capitalização e o peso crescente da dívida pública tornaram as Privatizações inadiáveis e o processo surge como um dos maiores desafios que o Governo e os empresários portugueses têm pela frente.

No início do processo havia o receio, que talvez ainda se justifique, das marcas que o «condicionamento industrial» antes de 1975 e a ruptura verificada depois tinham deixado nas empresas e nos empresários portugueses.

O que acima se refere, acrescido pela quase estagnação e ausência de flexibilidade do Mercado de Capitais que ainda se não refizera da crise de 1987, fez com que quase todos considerássemos as Privatizações como uma das poucas saídas possíveis para a situação existente.

Acrescia, no sentido de um sucesso possível, a estabilidade política decorrente das eleições de Julho de 1987 em que pela primeira vez desde a Revolução o País entregou a um Partido uma maioria absoluta.

Desde que o processo se iniciou, as motivações de ordem estratégica e a necessidade de gerar tesouraria estiveram sempre presentes nas decisões tomadas e nas prioridades estabelecidas, mas penso que assumiram pesos diferentes nas decisões tomadas antes e depois de Janeiro de 1990.

Como já referi, em termos de motivações estratégicas, havia que transferir para o sector privado a maior parte do SEE, criando estruturas capazes de se responsabilizarem por uma maior eficiência e racionalidade da economia.

Ao mesmo tempo era importante manter em mãos portuguesas alguns sectores ou empresas consideradas «sensíveis» ou «estratégicas».

No que se refere à Tesouraria era fundamental a redução da dívida pública portuguesa, ao mesmo tempo que se deveria capitalizar a componente do SEE que não fosse transferida, a fim de, por este lado, se poder assegurar também um mínimo de eficiência.

A estrutura legal criada previa a utilização de três processos, todos precedidos de avaliação, destinados a assegurar um máximo de transparência, isto é, as alienações por leilão competitivo, os concursos limitados e a negociação directa.

Neste quadro o processo de privatização inicia-se em Abril de 1989 com a Unicer, interrompendo-se após a venda de 33% do BPA em Dezembro último nas condições que todos conhecemos.

Foram entretanto montadas 11 operações envolvendo 8 empresas e julgo que até agora o balanço tem de ser considerado positivo, nos termos dos objectivos iniciais.

O calendário foi bem escolhido com a Unicer como ensaio e o BTA como sucesso certo, mas ao longo dos 20 meses do processo foi-se acentuando a progressiva incapacidade do sistema para absorver as operações calendarizadas, se se pretendesse respeitar as linhas mestras apontadas à partida, nomeadamente a manutenção em mãos portuguesas de alguns centros de decisão estratégicos.

Como é claro, o processo foi sempre basicamente político e com uma importante componente negocial nos casos concretos envolvidos.

Citarei somente alguns números de todos conhecidos para apoiar as conclusões atrás referidas.

Num encaixe total excedendo os 220 milhões de contos foi realizada uma mais valia média de 20% em relação aos preços mínimos.

A relação entre a oferta e a procura de títulos sobe de mais de 3 vezes no início para atingir um pico de quase 8 vezes na operação da Tranquilidade, caindo depois para níveis muito próximos de 1 com excepção da 2.<sup>a</sup> fase do BTA e do Jornal de Notícias.

No caso da Centralcer, a retirada à última hora de um dos principais interessados, teve mesmo como resultado que as instituições de crédito que asseguravam a operação se vissem forçadas a reter em carteira cerca de  $\frac{1}{3}$  das acções.

Seja como for, eu considero que os objectivos iniciais terão sido atingidos de forma satisfatória mas não uniforme.

No que se refere à componente Tesouraria, os preços foram bem negociados, se bem que a utilização dos montantes envolvidos na consolidação do SEE não seja evidente, até porque não é ainda claro quais serão as empresas que, após completado o processo, ficarão no SEE e que forma ou estruturas assumirão.

Na análise da componente estratégica foi evidente a preocupação de manter em mãos portuguesas algumas das empresas consideradas «sensíveis» e até agora o objectivo terá sido atingido.

Se por algum lado haverá razões para referir um insucesso relativo, este seria sem dúvida pela evidente demonstração da impossibilidade de se instalar em Portugal qualquer coisa do tipo do que se convencionou referir como «Capitalismo Popular».

No entanto, o número de accionistas que resultou das operações feitas, se não fosse a sua assimetria, poderia ser considerado razoável.

Ficou no entanto claro que o investidor individual em Portugal tem sobretudo uma postura especulativa, estando ausente qualquer tipo de perspectiva de estabilidade a médio e longo prazo.

A isto também não fugiram os trabalhadores a quem o Governo tratou de forma privilegiada em relação a outros grupos de investidores.

Infelizmente até agora as Bolsas têm de alguma forma «dado razão» à referida postura pois, como se sabe, nesta altura somente no caso do BTA se registam ganhos claros em relação aos preços praticados nos diversos leilões.

A minha exposição vai avançada e talvez demasiado virada para o passado e julgo que é altura de fazer algumas sugestões quanto à retoma do processo. Porque não há quaisquer dúvidas quanto à evidente necessidade de acabar o que se iniciou há quase dois anos.

Para tanto, há que utilizar em pleno a capacidade negocial já demonstrada e alargá-la, utilizando os instrumentos que a lei põe à disposição do Governo e que até agora não foram usados.

Isto também significa atacar a retoma do processo com redobrada coragem política.

Com ou sem guerra no Golfo, com ou sem eleições legislativas, a integração de Portugal num mercado Europeu Global é inadiável, até porque já não depende nesta altura dos Governos.

Neste contexto, vou abordar dois temas que me parecem fundamentais para a continuação do Processo das Privatizações, o seu ritmo e a sua resultante final.

Refiro-me aos *Grupos Económicos* e ao enquadramento dos *Investidores Estrangeiros* no processo.

Não me parece que em Portugal existam já «Grupos Económicos», no sentido pleno do termo, capazes de concorrerem favoravelmente em espaços alargados com os Grandes Grupos Internacionais.

Existem embriões onde poderá até estar presente a componente estratégica mas onde falta a dimensão ou «massa crítica», como muitas vezes se refere.

Não me vou alargar muito a apoiar esta afirmação, só acrescentarei que tudo nesta vida leva tempo que a dimensão e estratégia se não improvisam e que a ruptura provocada na estrutura empresarial do País em Março de 1975 foi profunda e está ainda longe de ser ultrapassada.

Também não me parece que uma estrutura nacional competitiva possa ser alcançada somente pelo aparecimento e sobrevivência de Grupos Económicos.

Se não existir um tecido estruturado com uma importante contribuição das PME's e outras grandes empresas sem vocação ou estrutura de «GRUPO», ultrapassando o conceito de simples subcontratação, será difícil sobreviver nacional ou internacionalmente.

Este tema só por si é de enorme importância mas não cabe neste painel.

Retomando a questão de fundo, julgo inevitável que o Governo assuma opções relativamente à credibilidade dos candidatos portugueses a grupos económicos, com coragem política, sob pena de atrasos irrecuperáveis.

O Governo pode proporcionar aos candidatos credíveis a dimensão indispensável, se necessário pela via da negociação directa.

Se os candidatos credíveis afortunadamente forem vários, então que se use a forma do concurso limitado.

Nos restantes casos o mercado decidirá e oxalá surjam muitos e bons candidatos a «Grupos Económicos».

Acredito que não há qualquer incompatibilidade entre o modelo que referi e a chamada transparência.

Parece-me que a sua existência é objecto de um largo consenso entre as forças políticas e a transparência resiste, inclusivé, em termos de opinião pública, aos motivos puramente políticos que estão na origem do processo histórico ligado aos antigos accionistas das empresas nacionalizadas em 1975.

Embora só por isso não se deva concluir que são credíveis, não há razão para excluir do leque os grupos económicos existentes antes de Março de 1975.

Seguindo algumas das linhas referidas, e continuando a usar a já reconhecida capacidade negocial, o programa das privatizações pode prosseguir, embora com ritmo diferente do previsto, e a calendarização desta 2.<sup>a</sup> fase poderá simplificar-se, sem prejuízo da transparência.

Para tal, e até para testar a credibilidade referida, não deve o Governo hesitar na negociação de prazos para indisponibilidade das acções adquiridas como até aqui já fez, se necessário indo ainda mais longe.

Acrescentaria, antes de encerrar este ponto, como elementos importantes para chegarmos a uma estrutura empresarial com peso Português, o apoio indispensável à velocidade de

implantação da reforma do Mercado de Capitais já iniciada e à revisão do actual enquadramento das SGPS, que em alguns casos se revela ultrapassado, numa perspectiva de constituírem a base legal dos Grupos Económicos emergentes.

Também passaríamos todos muito bem sem a caríssima parafrenália burocrática ligada a tudo quanto se relaciona com a estrutura legal das empresas, da sua constituição à sua dissolução. Pelo menos tudo quanto se liga a «FUSÕES E AQUISIÇÕES» sofre indiscutivelmente com o actual estado de coisas.

A finalizar vou abordar o tema da participação de «Capitais Estrangeiros» no processo das Privatizações, limitando-me, no entanto, a focar alguns pontos que considero fundamentais.

Sou claramente a favor da estratégia seguida no sentido de manter em mãos portuguesas alguns sectores ou empresas «sensíveis».

Suponho aliás que há uma base política alargada de sustentação dessa estratégia.

No entanto arriscarei aqui uma afirmação talvez polémica:

— Não é pela força, ou somente com o apoio da lei, que a prazo se podem manter situações irrealistas do ponto de vista de racionalidade económica!

A imaginação dos homens e a vida em si são suficientemente férteis para avalizar o que referi, não numa perspectiva de «então não vale a pena» mas como base de uma política objectiva.

Sendo assim, e se a participação de investidores estrangeiros é indispensável para executar em pleno o actual programa de privatizações, como agir?

Antes de mais, definir claramente o que é ou não «sensível» ou estratégico, de forma a que tal se entenda no exterior.

Faria sentido apontar para uma repartição dos casos concretos em três grupos:

- Num primeiro estariam os sectores ou empresas consideradas «sensíveis» e aí se defenderiam as opções portuguesas, apoiando os Grupos Económicos emergentes credíveis, não só numa fase inicial mas também na obtenção da dimensão indispensável;
- Um segundo grupo compreenderia aqueles sectores ou empresas «não tão sensíveis» mas em relação aos quais deveria ser dada uma oportunidade de intervenção a candidatos portugueses;
- O último grupo seria residual e para este funcionariam as regras normais do mercado.

Em qualquer caso é importante ser claro nesta matéria, a fim de não se entrar em conflito com os esforços que, de uma forma geral, o Governo vem desenvolvendo para atrair capitais estrangeiros, sobretudo em sectores tecnologicamente avançados.

Para além do mais, os investidores estrangeiros são alérgicos ao que se pode interpretar como «frequentes alterações das regras de jogo».

Em tudo quanto se refere ao investimento estrangeiro há ainda uma zona de credibilidade que importa considerar quando se analisam os «Grupos Económicos» emergentes. Quero referir-me à capacidade de ombrearem pela sua capacidade empresarial e de gestão com os sócios estrangeiros eventuais, numa posição de maioria ou controlo.

Quaisquer construções ou limitações que pretendam defender ou proteger portugueses, unicamente por essa razão, não poderão, em termos da vida real, durar muito tempo.

## **PRIVATIZAÇÕES: A PERSPECTIVA DOS INVESTIDORES**

**Victor Hernandez**

Presidente da Centraleer

En primero termino — quiero presentar mis disculpas por dirigirme a uds en el idioma castellano, y espero su comprension puesto que el poco tiempo de mi estadia en Portugal no me permite hablarles en su idioma el portuguez.

Agradezco el Centro de Investigaciones sobre Economia Financiera y al Prof. Dr. Mário Antão la invitacion que le cursara a Central de Cervezas para participar en la Conferencia sobre «Privatizaciones, Balance y Reflexiones Estrategicas» y si bien sabemos que es poco lo nuevo que podemos aportar a lo dicho y conocido por los distinguidos participantes a este Foro. considero que los puntos que mas adelante expongo como negativos en nuestro caso como inversionistas extrangeros se deben en gran medida, al desconocimiento que se tiene en Portugal sobre el «Grupo Extranjero» que participó en la privatizacion de Central de Cervejas.

Muchos de uds se preguntaran quien es el grupo Extranjero que intervino en los privatizaciones, porqué en Portugal y que espera de esa inversion.

Por esta razón y con la venia de uds aprovecho esta ocasión en que cuento con un Auditorio tan representativo del Sector Financiero, Industrial, Empresarial y del Gobierno de Portugal, para contarles así sea a grandes rasgos, cual es el Grupo Extrajero que ha intervenido en la privatización de Central de Cervejas, por qué ha hecho esta inversión y que espera de la misma:

«El Grupo Internacional Santo Domingo que tiene una fuerte implantación en Colombia integra a la Industria Cervecera de Colombia y Ecuador y tiene además inversiones en otros sectores de la Economía Colombiana y Panameña que relacionaré más adelante.

Para hablar sobre la Industria Cervecera Colombiana es necesario hablar de

BAVARIA: História — Desarrollo

## 1 — INTRODUÇÃO

A *BAVARIA* foi fundada em 4 de Abril de 1889 por um cidadão emigrante alemão Leo S. Kopp na cidade de BOGOTÁ, conjuntamente com alguns industriais colombianos. O seu desenvolvimento começou no início do século mas posteriormente nos meados de 1930 junta-se com outras empresas cervejeiras colombianas e integrou o que se viria a chamar o “Consortio de Cervecerias Bavaria”, que mais tarde veio a chamar-se *BAVARIA, S. A.*

Desde os seus começos a tecnologia cervejeira, a construção e projectos de novas Fábricas ficou a cargo de engenheiros alemães e de mestres cervejeiros do mesmo país.

No princípio da 2.<sup>a</sup> Guerra Mundial no ano de 1942, o Governo Colombiano decidiu que o cidadão de origem alemã deveria concentrar-se numa região colombiana e foi necessá-

rio preparar engenheiros colombianos, para que se formassem técnicos cervejeiros e de manutenção de Fábricas.

A partir desta data todo o pessoal, Mestres Cervejeiros e Engenheiros de Manutenção passaram a ser Colombianos.

Criou-se uma Escola de formação de Mestres Cervejeiros e até ao momento efectuaram-se 42 cursos. Os últimos 8 cursos foram internacionais e dirigidos a engenheiros Latino-Americanos, (Argentina, Perú, Equador, Costa Rica, Venezuela, El Salvador, etc.).

O desenvolvimento tecnológico e industrial da BAVARIA é muito avançado. Por exemplo, a nova Fábrica de Tibasosa Boyaca, inaugurada em Dezembro passado, é uma das mais modernas do mundo, com concepção arquitectónica inovadora e onde se mistura uma forte tecnologia e conceito de sistematização global, com painel centralizado para a central de processos e, o mais importante, com 65% da tecnologia e 100% do equipamento colombiano.

A Malteria Tropical de Cartagena, também com concepção de automatização global com uma capacidade de maltagem que atingirá a sua 1.<sup>a</sup> fase no próximo mês de Abril, 120 000 Ton/ano e uma 2.<sup>a</sup> fase para 180 000 Ton/ano o que irá permitir ao país exportar excedentes de malte na ordem das 60 000 Ton/ano. Esta malteria funciona com 40 trabalhadores.

O Grupo Cervejeiro Santo Domingo produz na Colombia e Equador aproximadamente 28 000 000 de hectolitros/ano de cerveja, situando-se em 5.<sup>o</sup> lugar a nível mundial em produção de cerveja, sendo somente superado por A. Busch (USA), Miller (USA), Heineken (Holanda) e Kirin (Japão).

A BAVARIA tem a sua sede na cidade de Bogotá (Colombia), país com 30 000 000 de habitantes, com grandes recursos naturais, entre os quais podemos destacar os seguintes minérios: carvão (minas de céu aberto, exportando para a Europa), ferro, petróleo, gás natural e outros, para além de uma

indústria siderúrgica, cimenteira, petroquímica e metalomecânica bastante desenvolvida.

Esta experiência e a tecnologia da BAVARIA no sector cervejeiro fazem com que apostemos no apoio humano e técnico da Central de Cervejas e a projectemos no futuro.

Além dos investimentos no sector cervejeiro o Grupo Santo Domingo tem investimentos na Colombia, Panamá e Equador que mencionarei seguidamente:

### COMPANHIAS GRUPO SANTO DOMINGO

#### INVESTIMENTOS NA COLOMBIA

##### SECTOR CERVEJAS E MALTE

	Capac. Produção	Vendas	Lucro	N.º Empregados
	Hlt/ano	(1000 USD)	(1000 USD)	
BAVARIA, S. A.	16 927 848	274 602	25 440	5 129
CERVECERIA AGUILA, S. A.	3 367 980	56 477	10 070	1 096
CERVECERIA UNION	2 907 153	45 691	5 453	928
CERVECERIA DEL LITORAL	2 444 478	24 733	5 174	764
CERV. COLOMBO ALEMANA	248 730	4 843	900	167
<i>TOTAL</i>	23 451 711	406 346	47 037	8 084
MALTERIAS UNIDAS, S. A.	54 000 Ton	45 181	5 305	246
MALTERIAS DE COLOMBIA, S. A.	46 700 »	45 080	6 879	248
MALTERIAS DE CARTAGENA (ABRIL)	120 000 »	—	—	42
<i>TOTAL</i>	220 700 »	90 261	12 184	536
COLENVASES, S. A.	60 000 Latas/H	19 294	1 626	110

##### EMPRESAS DE INVESTIMENTO

	Proveitos	Lucros	Activo
	(1000 USD)	(1000 USD)	(1000 USD)
INVERSIONES BAVARIA, S. A.	11 713	7 271	87 002
INVERSIONES FENICIA, S. A.	11 020	6 601	67 623
IMMOBILIARIA AGUILA, S. A.	12 440	6 665	46 700
DUPEÑA, S. A.	6 915	4 365	57 434
GANADERIA E INVERSIONES	2 379	1 619	31 386
UNION VALORES	819	393	7 955
<i>TOTAL</i>	45 286	26 914	298 100

**SECTOR DA AVIAÇÃO**

	N.º Aeronaves	Vendas	Activo	N.º Empregados
		(1000 USD)	(1000 USD)	
AVIANCA	26	338 566	398 525	6 889
SAM, S. A.	7	46 977	26 952	532
HELICOL	17	13 666	15 337	365
PETROLEUM HELICOPTERS	1	290	3 348	13
<b>TOTAL</b>	<b>51</b>	<b>399 499</b>	<b>444 162</b>	<b>7 799</b>

**SECTOR SERVIÇOS FINANCEIROS**

	Proveitos	Lucro	Activo	N.º Empregados
	(1000 USD)	(1000 USD)	(1000 USD)	
BANCO COMERCIAL ANTIOQUENO	83 464	14 793	430 154	3 512
BANCO SANTANDER	34 117	2 385	185 753	996
CA. ADMINIST. INV. CRECIMIENTO	115	108	731	7
INVERSIONES SER, S. A.	361	17	1 416	—
ALMAGRAN	3 582	555	11 594	257
ALSANTANDER	2 390	622	4 611	164
CORPORACION FINANCIERA DEL NORTE	24 510	1 084	128 936	164
INVERCREDITO, S. A.	27 034	(613)	88 647	329
LA NACIONAL FINANCIERA, SA	14 420	(920)	47 971	212
LA NACIONAL FIDUCIARIA, SA	939	298	3 013	65
ARFISA, S. A.	6 739	746	9 846	14
<b>TOTAL</b>	<b>197 671</b>	<b>22 141</b>	<b>912 672</b>	<b>5 720</b>

**SECTOR DE SEGUROS**

	Vendas	Lucro	Activo	N.º Empregados
	(1000 USD)	(1000 USD)	(1000 USD)	
COMPANIA COLOMBIANA DE SEGUROS S. A. REASEGURADORA	105 637	742	70 423	1 309
LA NAC. COMPANIA SEGUROS GENERA- LES DE COLOMBIA, SA	41 593	583	52 969	646
<b>TOTAL</b>	<b>147 230</b>	<b>1 325</b>	<b>123 392</b>	<b>1 955</b>

**SECTOR DE NUTRIÇÃO E ALIMENTAÇÃO**

	Capac. de Produção	Vendas	N.º Empregados
	Ton/ano	(1000 USD)	
FINCA, S. A.	310 000	49 453	441
MOLINOS AGUILA, S. A.	45 600	11 512	78
HARINERA DEL PACÍFICO	32 400	8 608	29
PASTAS LA MUÑECA, SA	15 400	5 547	111
<b>TOTAL</b>	<b>403 400</b>	<b>75 120</b>	<b>659</b>
PRESTO	28 Restaurantes	1 652	21

**SECTOR METALOMECÁNICO**

	Ventas	N.º Empleados
	(1000 USD)	
INDUMETAL, S. A.	2 656	70
UNIAL, S. A.	7 181	341
ALUMÍNIO REYNOLDS SANTO DOMINGO, SA	27 939	599
UMCO, S. A.	2 070	157
<i>TOTAL</i>	39 846	1 167

**SECTOR FLORESTA**

	Proveitos	Lucro	Activo	N.º Empleados
	(1000 USD)	(1000 USD)	(1000 USD)	
CA. NAC. REFORESTACION	4 161	2 765	16 589	25
REFORESTADORA DE LA COSTA, S. A.	5 854	3 333	15 735	24
<i>TOTAL</i>	10 015	6 098	32 324	49

**SECTOR PESQUEIRO**

	Frota Pesqueira	Ventas	N.º Empleados
	(1000 USD)	(1000 USD)	(1000 USD)
VIKINGOS DE COLOMBIA	45	15 234	342
PESQUERA BOLIVAR, SA	—	356	7
ASTIVIK, S. A.	—	626	16
JAIBAS DE COLOMBIA	—	29	18
INDUSTRIAL PESQUERA, SA	—	50	—
<i>TOTAL</i>	45	16 275	383

**SECTOR ÓLEOS**

	Activo	Ventas	N.º Empleados
	(1000 USD)	(1000 USD)	
SISMOCOL	3 772	2 963	40
INGESER	24 669	23 538	900
PETRÓLEOS DEL NORTE	2 793	3 637	20
<i>TOTAL</i>	31 234	30 138	960

**SECTOR SERVIÇOS**

	Activo	Vendas e outros proveitos	N.º Empregados
	(1000 USD)	(1000 USD)	
PROCEDATOS, LTD	560	1 021	45
AUDITAMOS	190	541	190
COLPREVI, S. A.	350	403	56
SERDAN, S. A.	1 042	1 807	738
WISE	478	1 634	600
<i>TOTAL</i>	2 620	5 406	1 629

**SECTOR RADIO-COMUNICAÇÕES**

	Activo	Vendas	N.º Empregados
	(1000 USD)	(1000 USD)	
CARACOL RADIO	14 824	17 378	840
CARACOL TELEVISION	8 167	11 901	91
<i>TOTAL</i>	22 991	29 279	932

**SECTOR DA CONSTRUÇÃO**

	Activo	Vendas	N.º Empregados
	(1000 USD)	(1000 USD)	
CONSTRUCCIONES NORMALIZADAS	871	671	33

**OUTROS SECTORES INDUSTRIAIS**

	Activo	Vendas	N.º Empregados
	(1000 USD)	(1000 USD)	
CA. NAC. VIDROS-CONALVIDRIOS	27 384	24 398	1 149
CAJAS PLASTICAS, S. A.	3 314	4 889	44
IMPRESSORA DEL SUR	1 102	821	67
<i>TOTAL</i>	31 800	30 108	1 260

## INVESTIMENTOS NO EQUADOR

### SECTOR CERVEJAS E MALTE

	Capac. Produção	Vendas	N.º Empregados
	Hlt/ano	(1000 USD)	
COMP. NAC. CERVEZAS	3 700 000	7 760	368
CERVECERIA ANDINA	1 100 000	13 238	294
<i>TOTAL</i>	4 800 000	20 998	662
	Ton/ano		
CA. EQUATORIANA MALT. E CERV.	8 733	3 558	46

### OUTROS SECTORES

C.A. FRIGORIFICA GUAYAS  
 AGRILSA — AGRICOLA E INDUSTRIAL DEL LITORAL, S. A.  
 COMPANHIA AGRICOLA MOJANDA  
 DISER  
 DISTRIBUCIONES INTERANDINAS, C. A. — DISINCO  
 SERVICIO, S. A.  
 SOCIEDAD EN PREDIOS RUSTICOS «LOS VOLCANES»  
 SOCIEDAD LA ESPIGA DE ORO  
 MANCA, S. A.  
 TRANSPORTES Y REPRESENTACIONES, S. A.

## INVESTIMENTOS NO PANAMÁ E BAHAMAS

BANCOQUIA (PANAMA)  
 BANQUE ANVAL  
 COLSABANK

### RESULTADOS CONSOLIDADOS

10<sup>6</sup>

	Activo	Proveitos	Lucros	N.º Empregados
COLOMBIA	2.755.7	1.545.1	116.0	31 334
EQUADOR	43.7	64.1	(5.4)	779
PANAMA-BAHAMAS	293.9	27.2	2.5	18
<i>TOTAL</i>	3.093.3	1 636.4	113.1	32 131

## 2 — PORQUÊ PORTUGAL

### 2.1 — Factores favoráveis

#### 2.1.1 — Factores favoráveis ao investidor estrangeiro

##### *Entrada de Portugal na Comunidade Económica Europeia*

Desde que Portugal é membro de pleno direito da Comunidade Económica Europeia um investidor, quer seja nacional ou estrangeiro, tem a porta aberta para o *grande mercado comum europeu*.

A construção até 1993 do «Mercado Interno Europeu» vai permitir às empresas portuguesas livre acesso ao Mercado Comunitário (relações económicas inter-comunitárias), com grandes oportunidades de acesso a outros mercados com os quais a Comunidade Europeia tem fortalecido relações comerciais estáveis.

Destacam-se os seguintes mercados: (Países ACP):

- *África* (com especial destaque para os PALOP — Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa — Angola, Moçambique, Cabo Verde, Guiné e S. Tomé e Príncipe);
- *Caraíbas e Pacífico*.

Por outro lado, com a completa liberalização do movimento de capitais (livre circulação de capitais) as empresas portuguesas terão acesso livre ao mercado financeiro comunitário e bem assim ao *investimento directo* em qualquer País da Comunidade Económica Europeia.

De facto o objectivo do «grande mercado — 1993» é transformar os diferentes mercados de cada País num único mercado alargado com as mesmas regras de funcionamento.

Deste modo, o potencial tecnológico, qualitativo e técnico das empresas portuguesas deverá ser mobilizado com o objectivo de se obterem grandes «economias de escala» num mercado de aproximadamente 320 milhões de consumidores.

No caso específico de Portugal, que apresenta um estágio de desenvolvimento dos mais baixos da Europa, a entrada na CEE permitiu um crescimento económico *a taxas mais elevadas* que na maior parte dos Países da comunidade.

Por exemplo o quadro seguinte apresenta *a evolução da taxa de crescimento do PIB (produto interno bruto)* — em termos reais, em Portugal, comparativamente com a média da CEE, U. S. A. e Japão.

	1987	1988	1989	1990 (E)	1991 (P)	1992 (P)
PORTUGAL	5,3	3,9	5,4	4,0	3,0	3,8
MÉDIA DA CEE	2,9	3,8	3,3	2,9	2,3	2,4
USA	3,7	4,6	3,0	1,0	0,3	1,0
JAPÃO	4,2	5,7	4,8	5,5	4,7	4,1

E — Estimativa.

P — Previsão.

Isso denota uma efectiva dinâmica no sentido do desenvolvimento económico de Portugal.

Também ao nível do investimento produtivo tem vindo a beneficiar de apoios de toda a ordem, apoios estruturais da comunidade. São eles o PEDIP (Plano Específico de Desenvolvimento da Indústria Portuguesa) o SIBR (Sistema de Incentivos de Base Regional), o FEOGA — Orientação (Fundo Agrícola), todos eles permitindo a modernização e o desenvolvimento tecnológico da economia portuguesa.

### 2.1.2 — *Estabilidade Político-Social*

As relações entre as instituições são boas. As da Presidência da República com o Governo e do Governo com os parceiros sociais — *Sindicatos e Confederações Patronais*.

Desde há 4 anos existe *um Acordo de Concertação Social*, acordo firmado entre o Governo e os parceiros sociais.

Este clima de diálogo tem permitido uma estabilidade e progresso social inculindo no investidor uma confiança no progresso do seu negócio.

### 2.1.3 — *Custos mais baixos de alguns factores produtivos em especial da mão-de-obra*

Corolário do mais baixo nível de desenvolvimento da economia portuguesa é a mão-de-obra mais barata em Portugal do que na quase totalidade dos Países da Europa o que tem levado grandes empresas mundiais a instalarem-se em Portugal, por força dessa vantagem comparativa. Pela mesma razão a mão-de-obra especializada é reduzida, mas também neste campo Portugal tem beneficiado das ajudas da Comunidade através do Fundo Social Europeu, o qual se destina à formação profissional do pessoal, quer jovem que procura o primeiro emprego, quer o efectivo com vista à especialização.

## 2.2 — **Factores desfavoráveis**

### 2.2.1 — *Taxas de inflação altas*

Conforme podemos constatar no quadro seguinte, a taxa de inflação em Portugal é mais alta que a média europeia e igualmente mais alta do que nos U. S. A. e no Japão, com

todos os inconvenientes que daí advêm para o desenvolvimento da economia.

	1987	1988	1989	1990 (E)	1991 (P)	1992 (P)
PORTUGAL	10,0	10,0	12,8	13,2	12,6	11,0
MÉDIA DA CEE	3,5	3,7	4,9	5,2	5,4	4,4
USA	4,4	4,1	4,4	5,1	6,3	5,5
JAPÃO	-0,1	0,0	1,7	2,5	2,0	1,5

E — Estimativa.

P — Previsão.

A nível macroeconómico, os seus efeitos têm provocado dificuldades na implementação de políticas globais de estabilização e desenvolvimento.

Sobre as empresas, os efeitos inflacionários implicam também situações gravosas, quer por via directa (os acréscimos de custos, a subida em espiral do endividamento e dos encargos financeiros), quer por via indirecta — efeitos contraccionistas por via das políticas macroeconómicas de combate à inflação.

Neste momento, por exemplo, as taxas de juro são:

A 90 dias — 22,9583%

A 180 dias — 23,4167%.

### 2.2.2 — *Sistema Bancário e Financeiro pouco flexível*

Os maiores bancos portugueses são públicos e daí o seu pouco dinamismo. No entanto, a entrada em Portugal de bancos estrangeiros trouxe ao sistema financeiro português certos atractivos só possíveis graças à concorrência instalada o que obrigou os bancos portugueses a modernizarem-se e

consequentemente a procurarem uma melhor rentabilidade para o seu negócio.

Com isso quem beneficiou foi a economia portuguesa, nomeadamente os seus agentes económicos.

### 2.2.3 — *Burocracia*

A burocracia em Portugal é ainda bastante pesada encontrando qualquer investidor, estrangeiro em especial, dificuldades na legalização da indústria que pretende instalar.

### 2.2.4 — *Choque da Mudança*

Todas as dificuldades inerentes à mudança: cultura, mentalidade e sistema económico.

Além dos inconvenientes citados, *no caso particular das privatizações* há a acrescer os seguintes:

- Possibilidade de entrar numa empresa limitada a uma *pequena* percentagem de capital; por exemplo na Central de Cervejas foi de 30% quando nos anteriores foi de apenas 10%;
- Intervalo muito curto desde o momento em que são conhecidas as «regras do jogo» e o momento de decisão por parte do investidor;
- Dificuldades «legais» aliadas ao tempo curto, tornam a tarefa do investidor bastante complicada;
- Deficiente divulgação da empresa a privatizar e das características do mercado onde ela se insere.

## 3 — **CONCLUSÕES**

Comparados os factores positivos e negativos e considerando que, de Portugal se partiu para África, nomeadamente

para Angola, Moçambique e outros países de expressão portuguesa, parece-nos que a nossa capacidade tecnológica e financeira, associada às potencialidades da Central de Cervejas no mercado Português, no mercado Europeu de forte emigração portuguesa e dos países referidos anteriormente, nos permitirá desenvolver e expandir a CENTRAL DE CERVEJAS».

# A PRIVATIZAÇÃO COMO ELEMENTO DINAMIZADOR DO PROGRESSO ECONÓMICO E SOCIAL

**Ricardo Espírito Santo Salgado**

Presidente da Espírito Santo Financial Holding S. A.

Os economistas clássicos consideravam que o sucesso das nações estava dependente dos seus factores de produção: terra trabalho, e recursos naturais. A vantagem comparativa ficava na dependência directa da capacidade de utilizar, de forma intensiva, os factores abundantes.

Hoje os países fazem todos parte da *aldeia global* e a vantagem comparativa resulta da *eficácia concorrencial das suas empresas*, que por sua vez é causa e efeito do progresso tecnológico, e interdependente com a *criatividade empresarial*.

Em Portugal temos assistido nos últimos cinco anos a sensíveis progressos: no domínio da educação, das infra-estruturas, da saúde, do conhecimento tecnológico. O mercado interno apresenta características de uma evolução dinâmica, as suas fronteiras alargaram-se pela inserção na CEE. O escudo voltou a ser uma moeda respeitada, a administração financeira do

País inspira confiança internacional. Começa a dar sinais de existência uma nova geração de quadros técnicos mais preparada e mais ambiciosa. Existem portanto algumas das condições básicas de desenvolvimento empresarial.

Se a vantagem comparativa da Nação portuguesa resulta da sua capacidade empresarial, ao olharmos para os últimos 15 anos e procurando alguma empresa competitiva que tenha sido criada pelo Estado, fácil será deduzir que para assumir a função do verdadeiro catalizador da economia o Estado deve privatizar, e fazê-lo rapidamente, por forma a permitir às empresas realizarem os seus objectivos, transformando-se em elementos de progresso capazes de enfrentar a concorrência na *aldeia global* que é o Mundo de hoje.

### **MÉTODO DE AVALIAÇÃO. EMPRESAS CRIADORAS E DESTRUIDORAS DE VALOR. O «GOOD-WILL». A INFLUÊNCIA DO CAPITAL ESTRANGEIRO**

Uma privatização traduz-se na aquisição ao Estado de uma empresa por parte de investidores. Surge assim o conceito de *investimento*, o conceito do *valor* directamente associado à noção de rentabilidade, por sua vez função da *oportunidade* e do *risco*. O investidor, para se assumir como tal, terá de ponderar se o valor a pagar pela acção que adquire atende ao *fluxo de caixa esperado* e à *rentabilidade mínima exigida*. Nas privatizações já realizadas verificou-se que o método das avaliações tem dado prioridade à primeira parte da equação, isto é, à avaliação pelo fluxo de caixa e, quando muito, comparam-se os resultados com os das cotações de títulos privados em bolsa uma vez que as empresas estatais não se encontram cotadas.

Acontece que este método esquece por completo a existência de *empresas criadoras e empresas destruidoras de valor*.

As primeiras, apresentam um valor de mercado para as suas acções superior ao do valor patrimonial; as segundas, aquelas que têm cotação em bolsa inferior ao valor do património líquido por acção, são redutoras do investimento que nelas é feito. Detêm um «good-will» negativo. Acontece que na maioria dos países onde existem empresas controladas pelo Estado, com acções cotadas, estas têm um valor de bolsa próximo do valor patrimonial ou abaixo deste. Mas não se entenda com isto que são apenas as empresas estatais que são destruidoras de valor.

Existem em todos os países casos de empresas nessa situação. Só que, quando não é controlada pelo Estado, uma empresa não pode ter indeterminadamente a sua cotação de bolsa abaixo do seu valor patrimonial: seria objecto de «take over» e/ou liquidada e o património distribuído aos accionistas.

Continuando as empresas a privatizar a serem avaliadas sem se tomar em consideração a *rentabilidade mínima exigida no mercado nacional*, o «good-will» será sempre positivo e o Estado venderá as acções por um preço que é estabelecido como se «ex-ante» a privatização estivesse já consumada. Isto é, como se os empresários não tivessem que passar por duras provas para reestruturar, racionalizar, enfim conferir à empresa privatizada a *rentabilidade mínima que o mercado exige*. Como se explica então o relativo sucesso das privatizações já realizadas? Diria que, sem excepção, o factor determinante foi o capital estrangeiro vinculado a critérios em que a rentabilidade mínima exigida é substituída por *fundamentações estratégicas* que colocam o valor das acções em níveis que justificam os critérios das avaliações, mas acabam por afastar o investidor individual e obrigam o empresário nacional a um esforço muitas vezes incomportável ou a relações de subordinação, com o capital estrangeiro, mais ou menos a prazo.

## O PROBLEMA NACIONAL DAS CONDIÇÕES DO FINANCIAMENTO EQUILIBRADO

Portugal insere-se hoje no espaço económico europeu. As suas empresas estão em concorrência em termos de preços e para a formação destes contribuem *custos financeiros*. A situação é também aqui altamente penalizante para o empresariado. É nacional a maior taxa de juro real da Europa, com o argumento de que é necessário *secar a liquidez!* Não é possível realizar uma política de privatizações que evite o controlo estrangeiro sem permitir aos empresários nacionais terem acesso a alguns dos meios que detêm os empresários de outros países. Aos antigos, severamente prejudicados pelas nacionalizações, nem o direito de preferência nas subscrições lhes é conferido, já sem falar do interminável processo da legítima correcção das indemnizações. Aos actuais, que incluem alguns dos antigos, o acesso ao financiamento é-lhes praticamente vedado devido às condições impostas pela *política monetária e de crédito*. Uma sugestão para contornar esse problema seria a de *se levantar a limitação à captação de empréstimos externos*. Um empréstimo externo concedido a um investidor nacional, para as privatizações, vai gerar liquidez que o Estado absorve e pode esterilizar de imediato, reembolsando por antecipação a sua dívida externa. Em termos do balanço financeiro do País, consiste na transferência de uma dívida externa do Estado para o sector privado, permitindo ao empresário nacional pagar menos de metade dos encargos financeiros nos empréstimos que contrair e facilitar a utilização da poupança externa.

Chamo a atenção para o facto de estarmos a perder uma oportunidade histórica. Internacionalmente, os capitais começam a dar sinais de uma certa rarefacção por via da situação

no Golfo, do seu desvio para os países da Europa de Leste e, principalmente, para fazer face à unificação alemã.

## **CONTRIBUIÇÃO À MAIOR DISPERSÃO DO CAPITAL. OS TRABALHADORES COMO ACCIONISTAS**

É legítimo e indispensável interessar o maior número no capital das empresas. A privatização deve ser acompanhada pela dispersão do capital e o Estado tem tido esse aspecto em consideração. Acredito porém existirem outras fórmulas que permitam conferir maior estabilidade à detenção do capital pelos pequenos aforradores. Para os quadros e trabalhadores, julgo ser o sistema de «*stock option*» o mais adequado, pelo qual é concedida através de uma opção a garantia de adquirir à empresa, num determinado período, a um preço fixo, um número de acções predeterminado. Aumentando o valor das acções o exercício da opção é executado pelo valor inicial, permitindo ao colaborador encaixar a diferença se quiser de imediato revender as acções. Outro sistema também utilizado é o *ESOPS (Employee Share Ownership Plans)*. Mediante este sistema, a empresa estabelece um fundo de investimento que adquire as suas próprias acções. A empresa pode financiar directamente o fundo ou garantir a um banco o seu financiamento. Na Grã-Bretanha os bancos que financiam este tipo de fundos obtêm algumas vantagens fiscais. Os colaboradores recebem portanto partes do fundo. Este sistema tem a vantagem de evitar a diluição do capital.

Para uma situação de mercado como a actual, a *obrigação convertível em acções* é também um instrumento atraente para o investidor individual. Embora recebendo uma taxa de juro mais baixa do que a taxa de juro das obrigações normais, têm a vantagem de permitir a sua conversão tão logo o valor da acção esteja acima do preço de conversão.

Os actuais *títulos de participação*, ao ser aceite a sua conversão em acções, também contribuirão para maior dispersão do capital.

Também as *acções preferenciais* constituem uma alternativa possível. Neste caso porém, passam a competir no mercado das acções dois títulos, representativos da mesma empresa, com direitos diferentes. A experiência mostra que o título menos cotado acaba por influenciar o outro contribuindo para criar uma certa indefinição quanto ao valor.

### **PROBLEMAS FISCAIS EMERGENTES DA AVALIAÇÃO DAS ACÇÕES E DA REAVALIAÇÃO DOS ACTIVOS DAS EMPRESAS**

A avaliação das acções determina a base de formação do preço que vai ser dispendido pelo investidor e pelo encaixe que o Estado realiza. Acontece porém que não sendo os activos das empresas *reavaliados no balanço*, havendo alienação posterior de alguns dos activos, essa transacção será objecto de tributação. Para além do encaixe que o Estado realizou na venda das acções, irá obter um segundo, pela via fiscal, sobre um lucro aparente na venda de um activo que já vendeu anteriormente!

Este aspecto de não reavaliação dos activos das empresas privatizadas tem outra faceta gravíssima, para o investidor institucional, e que se traduz no empolamento do «good-will» que terá de ser amortizado de acordo com *as regras de consolidação da contabilidade internacional*, calculando-se o «good-will» *pela diferença entre o menor de dois valores (valor de mercado ou de custo) para o valor patrimonial por acção, resultante do balanço*. Não reavaliando os activos, o «good-will», que é um valor intangível, será substancialmente maior, obrigando a amortizações e, portanto, ao registo de prejuízos que não são dedutíveis para efeitos fiscais.

## **REPRIVATIZAÇÕES: BALANÇO E REFLEXÕES ESTRATÉGICAS**

### **3.º PAINEL**

Entrando-se no período de debate, um membro da assistência, depois de considerações em torno da eventual inconstitucionalidade das nacionalizações, colocou uma primeira questão dirigida essencialmente aos antigos accionistas das empresas nacionalizadas:

— *Deveriam os antigos accionistas dessas empresas nacionalizadas ser titulares de um direito de reversão integral, abrangendo mesmo os herdeiros dos antigos accionistas? Ou deveria o direito de reversão ser encarado num sentido menos amplo e basear-se no direito de preferência de aquisição?*

A segunda questão foi dirigida ao Eng.º Belmiro de Azevedo:

— *Se fosse antigo accionista de alguma dessas empresas nacionalizadas a sua posição seria de alguma forma diferente, quanto ao direito de reversão?*

A resposta à primeira questão foi dada pelo Dr. Ricardo Espírito Santo, ele próprio um antigo accionista:

*— Interrogo-me se não seria melhor seguir uma via através dos tribunais e reclamar o que, em princípio, por via de uma certa legitimidade, os antigos accionistas terão direito, continuando à espera que o processo se desenrole.*

*Acontece que o Grupo Espírito Santo, quando saiu em 1975, olhou para a frente e recomeçou do zero. O espírito que nos animou desde essa hora foi não esquecer o passado, mas pensar em termos de futuro.*

*O que acontece hoje em Portugal é que há um processo em marcha, processo esse no qual nós, se não participarmos activamente, outros o farão, com a legitimidade que lhes é conferida pelo Governo e pela actual situação constitucional. Isso não quer dizer, que não haja accionistas a reclamar, pelas vias legais, os seus direitos legítimos em relação ao passado.*

*Em relação ao futuro, parece-me que não se pode perder tempo, uma vez que a integração europeia está à porta. Aí, sim, há muito que dizer. O que se pede ao Estado é que acelere o processo das privatizações porque, se não o fizer, a Economia Portuguesa acabará por ser um satélite da Economia Europeia em geral.*

Em seguida foi a vez do Eng.º Belmiro de Azevedo responder à segunda questão colocada:

*— O que eu faria se tivesse sido accionista e espoliado? Lutaria por uma relação de troca que me fosse favorável. Procuraria aplicar à minha Empresa em 1975 os mesmos critérios de avaliação seguidos actualmente. Convidaria, ainda, alguns membros da comissão de avaliação a ajudar-me neste processo.*

*Insisto mais uma vez que lutaria pela relação de troca correcta.*

*Considero que, a situação dos vários empresários espoliados é substancialmente diferente de uns para outros.*

*Houve gente que não tinha qualquer interesse em fazer essas contas e que foi salva da falência pelas nacionalizações.*

*Por outro lado, Empresas houve que tinham um determinado valor e foram mal avaliadas. Não se pode misturar.*

*Eu lutaria pela minha Empresa, por esses critérios e insistiria com esses consultores especiais para me ajudarem.*



# **PRIVATIZAÇÕES: A CONDUÇÃO GLOBAL DO PROCESSO**

**Mário Patinha Antão**

Professor do Instituto Superior de Economia e Gestão  
Vice-Presidente do CIEF

A lógica que enforma as opções de base, a fixação dos objectivos a que devem obedecer as privatizações e a respectiva dosagem em cada operação, a calendarização mais ou menos rígida e mais ou menos pré-anunciada da sequência de empresas a privatizar e as semelhanças e diferenças quanto às respectivas metodologias de alienação e regimes de acesso dos vários tipos de investidores, constituem decisões chave da complexa questão que é a condução global do processo de privatizações.

O grau de sucesso atribuível a cada privatização não pode determinar-se em isolamento. Por outro lado, sendo o mundo das privatizações Bayesiano, encontra-se justificada uma certa flexibilidade e inovação nas condições gerais através das quais o Estado aliena sucessivamente as empresas, tanto mais que não pode ser ignorada nem a evolução esperada do mercado

bolsista nem a conjuntura que rodeie, em particular, as políticas monetária e de gestão da dívida pública.

Compatibilizar uma continuidade estratégica com modificações operacionais caso a caso, sugeridas pelo estudo e debate da experiência adquirida, por forma a elevar, ex-ante, o grau de concretização dos objectivos gerais que a Lei fixa, eis algo que não é fácil fazer, tanto mais que, a longo prazo, o critério económico decisivo de avaliação do sucesso é o do ganho de eficiência microeconómica obtido com a mudança da gestão das empresas do sector público para o sector privado.

Os diagnósticos, teses e propostas de decisão, designadamente sobre estes pontos, das intervenções dos ilustres membros deste painel, constituem importantes contributos para a riqueza da reflexão estratégica que ao longo desta Conferência tem vindo a ser feita.

Recomenda-se portanto, vivamente, a leitura atenta destas intervenções, bem como do debate subsequente.

# SEMINÁRIO SOBRE PRIVATIZAÇÕES

## CONDUÇÃO GLOBAL DO PROCESSO

**José Manuel Elias da Costa**

Secretário de Estado das Finanças

1 — Começo por felicitar o Centro de Investigação de Economia Financeira do ISEG pela iniciativa de realização e organização deste seminário que permitirá uma reflexão sobre todo o processo de privatizações num momento particularmente oportuno e útil. Útil na medida em que permitirá ao Governo não só procurar melhor esclarecer as razões e os fundamentos dos seus objectivos, estratégia e comportamento, como recolher diferentes posições e críticas que certamente permitirão um melhor desenvolvimento do processo num futuro próximo.

2 — Julgo que não vale a pena perder tempo a referir-me ao significado, conteúdo e importância das privatizações para a modernização e desenvolvimento da economia portuguesa, bem como quanto ao seu papel no quadro do tão necessário programa de reajustamento estrutural, tendo no horizonte a União Económica e Monetária — tratam-se de dados adquiridos e bem assimilados pela própria opinião pública.

3 — Para apreciar, sem demagogia, a forma como o processo tem vindo a ser conduzido é fundamental ter presente o contexto e as características do mercado, os objectivos definidos, as estratégias, modelos e comportamentos adoptados, verificar se os resultados obtidos aderem ao escopo pretendido e retirar as necessárias ilações.

4 — Nestes termos procurarei abordar este tema na seguinte base:

- 4.1 — Os princípios e os objectivos fixados pelo Governo para o programa de privatizações;
- 4.2 — O contexto e as características do mercado;
- 4.3 — As estratégias, modelos e comportamentos adoptados pelo Governo;
- 4.4 — Os resultados obtidos e o seu grau de aderência aos objectivos fixados;
- 4.5 — As críticas ao Governo;
- 4.6 — A apreciação global à condução do processo.

5 — Os princípios e objectivos fixados pelo Governo para o Programa de Privatização foram nomeadamente:

Princípios:

- 5.1 — A necessidade de garantir a identidade nacional nos diversos sectores e nas principais empresas a privatizar — a «xenofobia ou radicalismo nacionalista» estão absolutamente fora de questão, tanto mais que se reconhece o investimento estrangeiro como componente essencial da modernização e desenvolvimento da nossa economia;
- 5.2 — A transparência, isenção e rigor na condução do processo.

## Objectivos:

- 5.3 — Utilizar as privatizações como um instrumento e uma oportunidade por excelência para reduzir o peso do Estado na economia. Reestruturar, redimensionar e consolidar o tecido empresarial, o mercado e a economia, aumentando a eficiência, a competitividade e a concorrência do aparelho produtivo nacional;
  - 5.4 — Promover a disseminação do capital, ou seja, propiciar e privilegiar a participação dos trabalhadores, pequenos subscritores e investidores em geral;
  - 5.5 — Assegurar o valor patrimonial do Estado, ou seja, alienar as empresas de acordo com o seu valor devidamente aferido;
  - 5.6 — Controlar a evolução da dívida e do «déficit» público.
- 6 — Sinteticamente, quanto ao contexto e às características do nosso mercado que mais podem condicionar a realização do Programa de Privatizações, importa salientar:
- 6.1 — É pacificamente reconhecido o bom nível de poupança a que as nossas famílias e particulares sempre nos habituaram, a níveis confortavelmente superiores à necessidade global dos meios necessários para o conjunto das empresas a privatizar (é bom recordar que só o montante global de depósitos a prazo no sistema financeiro é da ordem dos 3,7 mil milhões de contos e que a estimativa do valor do conjunto das empresas a privatizar será da ordem dos 1,2 a 1,5 mil milhões de contos). O problema com que nos confrontamos reside em como canalizar essas poupanças para o processo de privatização, isto é, como alterar a estrutura dos seus activos financeiros reforçando a componente acções;

- 6.2 — Tanto mais que a tradição, história e desenvolvimento do nosso mercado de capitais não favorecem uma maior adesão da população a aplicações de capital alternativas. O mercado de capitais é muito jovem (ressuscitou em 1986) e como tal ainda demonstra algumas insuficiências — pouca profundidade e uma certa dose de ingenuidade quer do público, quer dos agentes económicos e operadores em geral;
- 6.3 — Por outro lado, há que ter em conta o relativamente recente renascimento da nossa estrutura empresarial, cujas capacidade e massa crítica são obviamente incipientes e limitadas para protagonizarem uma liderança autónoma e descomprometida num processo tão complexo e exigente como aquele com que nos confrontamos;
- 6.4 — O período muito limitado para a concretização da transformação e adaptação da nossa economia, nomeadamente, e entre outros aspectos, no que diz respeito às inevitáveis consequências da transferência do controlo das empresas do Estado para o sector privado. E devemos ter bem presente que 1993 está efectivamente à porta;
- 6.5 — Acresce o facto de que:
- 1) O crescimento económico sustentado a partir de 1986;
  - 2) A adesão à Comunidade;
  - 3) A cada vez maior desgovernamentalização e desregulamentação dos mercados e consequentemente maior abertura e liberalização;
  - 4) A estabilidade e a confiança;

tornaram o País muito atractivo para o investimento estrangeiro, investimento este, simultaneamente, também essencial e imprescindível para o crescimento, transformação e modernização da nossa economia;

6.6 — A absoluta necessidade ao nível estrutural de controlar a evolução da dívida e «déficit» público apesar das consequências emergentes dos pesados investimentos em infra-estruturas a que o Estado foi obrigado a responder nestes últimos 5 anos, sob pena de se comprometerem as condições-base do próprio desenvolvimento.

7 — Face aos princípios e objectivos fixados, ao contexto e características do mercado, o Governo optou por uma estratégia e modelo de alienação, privilegiando como instrumentos:

7.1 — Para a defesa da identidade nacional:

7.1.1 — Nos sectores e nas empresas de dimensão significativa e importância estratégica relevante:

- O gradualismo e a cadência;
- Os limites legais à participação de capital estrangeiro;
- O direito de preferência e preço fixo, nos casos possíveis e em que se justificasse uma perspectiva de defesa dos legítimos interesses nacionais envolvidos;
- O ónus da inalienabilidade e maiores condicionalismos jurídicos à transmissão de acções;
- A pedagogia e esclarecimento do Governo, no dia a dia, junto dos investidores estrangeiros;

- A permanência minoritária do Estado no capital das empresas.

7.1.2 — Nos sectores e nas empresas de relevância relativa e sem valor estratégico:

- Os mecanismos anteriores sempre que se manifestem interesses nacionais credíveis.

7.2 — Para assegurar a transparência, isenção e rigor:

- Oferta Pública de Venda (OPV);
- Concurso público quando se entenda mais conveniente para as características do sector ou da empresa;
- Recurso a métodos excepcionais de alienação quando, de acordo com o espírito e a letra da lei, manifestamente as circunstâncias o exijam.

7.3 — Para utilizar as privatizações como instrumento para reduzir o peso do Estado, reestruturar, redimensionar e consolidar o tecido empresarial, o mercado e a economia em geral:

- A definição prévia por parte do Conselho de Ministros dos processos sectoriais de privatização quanto às orientações e prioridades a salvaguardar, particularmente no que respeita:
  - 1) Estrutura empresarial;
  - 2) Público e privado;
  - 3) Identidade nacional.
- Propiciar a formação de estruturas accionistas estáveis;

- Considerar aumentos de capital, transferências de património e cisões quando necessário;
- Recorrer a outras formas de superar insuficiências estruturais.

7.4 — Para a disseminação do capital:

- A fixação de preços preferenciais para trabalhadores e pequenos subscritores;
- Alargamento dos segmentos reservados para este efeito, sobretudo nas empresas potencialmente mais atractivas (20%/25% – 30%);
- Limitação à subscrição de acções;
- Natureza dos critérios de rateio.

7.5 — Para assegurar o valor patrimonial do Estado:

- Alienação dentro do intervalo de preços aferidos pelo processo de avaliação, reconhecido pela secção especializada do Ministério das Finanças e indicado pela Comissão de Acompanhamento das Privatizações, e ponderando a cotação da Bolsa quando exista;
- Leilão competitivo sempre que possível e desde que não comprometa os objectivos anteriores indicados em 7.1 e 7.2;
- Formas de alienação que estimulem e proporcionem a concorrência.

7.6 — Para controlar a evolução da dívida e do «déficit» público:

- 80% das receitas da privatização são canalizadas para a amortização da dívida pública e 20% para o investimento e saneamento financeiro de empre-

sas públicas, sobretudo, das que prestam serviço público, não sendo assim utilizadas para o financiamento do «déficit» corrente da administração pública.

8 — É bom afirmar que embora a lei obrigue a uma tramitação processual morosa e algo complexa que o Governo tão escrupulosamente quer respeitar, há que reconhecer que possui a flexibilidade e a versatilidade necessárias para alcançar os objectivos definidos e não é em si um factor limitativo — penso que, nesta matéria, o Parlamento fez um excelente trabalho e está de parabéns.

9 — Vejamos, agora, quais foram os resultados já obtidos:

9.1 — Quanto à identidade nacional:

- Tem-se efectivamente mantido a identidade nacional nos sectores e nas empresas de dimensão significativa e importância estratégica. Pelo que não há razões para preocupações maiores nesta matéria;
- Para além do mais, o simples facto do Estado permanecer temporária e minoritariamente no capital com uma posição adequada a cada caso, não só permite acompanhar e favorecer a consolidação de uma estrutura accionista nacional mas também assegurar totalmente o controlo do processo.

9.2 — Quanto a transparência, isenção e rigor:

- Julgo não haver razões credíveis em nenhum caso, para o pôr em causa.

9.3 — Quanto às privatizações como veículo de reestruturação, redimensionamento e consolidação do tecido

empresarial, do mercado e da economia:

- Definiram-se já as orientações e prioridades para os sectores financeiro (bancos + seguros), cimenteiro, rodoviário, dos combustíveis, das telecomunicações, da celulose e da pasta de papel, do transporte aéreo, da comunicação social, etc.

Em consequência:

- Está em curso toda uma desgovernamentalização no sentido de reduzir a intervenção casuística e discricionária da Administração Pública através de uma desregulamentação ou regulamentação, conforme os casos, que permitam o livre desenvolvimento dos mecanismos de mercado nos diferentes sectores;
- Transformaram-se as EP's em SA's;
- Formaram-se os grupos públicos no sistema financeiro (CGD/BFE);
- Procedeu-se à regeneração financeira de um conjunto de instituições;
- Está em curso todo um conjunto de transferências de património ou cisões entre empresas (Cimpor, IPE, CTT, RNIP, Quimigal, RTP);
- Procedeu-se a aumentos de capital na Aliança Seguradora, BTA, Bonança e decidiu-se em igual sentido no BPA;
- Estruturaram-se as operações de privatizações considerando direitos de preferência e lotes indivisíveis, no sentido de propiciar a estabilidade dos grupos accionistas;
- Encarar-se-ão outras alternativas em próximas privatizações que apontem no mesmo sentido, ou

seja, a de superar as insuficiências dos sectores e das respectivas empresas, quando necessário;

Tudo está em mutação.

#### 9.4 — Quanto à disseminação do capital:

- Apesar de não serem comparáveis com os índices que se verificam nos restantes países europeus com larga tradição, estrutura e capacidade de mercado (Inglaterra, França e Alemanha, por exemplo) e onde para além do mais, em inúmeros casos, se optou por desgraduar excessivamente o peso do valor patrimonial em causa, o grau de adesão de pequenos subscritores ultrapassou claramente as melhores expectativas:

— Unicer	13 945 accionistas;
— Tranquilidade	81 700 accionistas;
— BTA	40 739 accionistas (2. <sup>a</sup> fase);
— BPT	28 103 accionistas (1. <sup>a</sup> fase);
— Centralcer	5 066 accionistas.

É bom verificar que privatizações houve, de grande dimensão, que foram largamente suportadas por pequenos accionistas, por exemplo Tranquilidade, BTA e BPA.

No entanto seria prejudicial que se pretendesse que todas as privatizações tivessem de ser realizadas em condições de extrema dispersão de capital.

#### 9.5 — Quanto à defesa do valor patrimonial do Estado:

- Todas as empresas foram colocadas no mercado a preços-base aferidos pelas avaliações e pela

Comissão de Acompanhamento das Privatizações e apenas no caso da Centralcer a procura não foi suficiente para garantir a oferta, pelo que houve que recorrer ao sindicato de tomada firme;

- Em todas as outras operações, mesmo as de grande dimensão como o BPA, a procura excedeu significativamente a oferta, os preços médios foram superiores ao preço-base e o encaixe do Estado de acordo com o previsto.

10 — Há, no entanto, que retirar algumas ilações que parecem relevantes em todos os processos já concretizados:

- Não será fácil estimular e continuar a garantir o suporte e a participação permanente de pequenos subscritores. A sua mobilização é limitada e será, inevitavelmente, selectiva, embora seja necessário ter presente a correlação entre preço, disseminação de capital e valor patrimonial;
- É notória a juventude dos nossos empresários e as dificuldades daí emergentes para melhor protagonizarem o papel essencial que lhes cabe;
- Os investidores institucionais têm tido uma participação relativamente diminuta em todo o processo, que importa vir a procurar estimular;
- É necessário assegurar um período mais longo e uma informação mais detalhada entre a data do conhecimento da operação e a sua realização.

11 — Críticas ao Governo:

11.1 — Preocupação única da maximização da receita:

- Existem inúmeras decisões por parte do Governo que o desmentem, desde preços fixos, direito de

preferência, limites ao investimento estrangeiro, reestruturações sectoriais como a do sector cimenteiro, sem que no entanto isso signifique que não haja a preocupação de defender a valia das empresas, donde se retira que aquela preocupação existe, mas está longe de ser a única.

#### 11.2 — Preços excessivos:

- Desde logo a margem de manobra do Governo nesta matéria é assumidamente reduzida;
- Com efeito, as empresas são avaliadas e apreciadas por um conjunto de 5 entidades: 2 avaliadores independentes, o respectivo C. A., a Secção Especializada do Ministério das Finanças e a Comissão de Acompanhamento das Privatizações, pelo que os respectivos preços reflectem efectivamente a sua valia;
- Por outro lado é bom recordar que na generalidade das operações as acções foram totalmente colocadas e em preços médios de mercado superiores ao preço-base.

#### 11.3 — Um processo de privatizações excessivamente moroso:

- Face ao contexto e características do mercado, quanto mais célere for, menor será a identidade nacional nas empresas objecto de privatização.

#### 11.4 — Elevado risco para os investidores nacionais face à indefinição das fases subsequentes do processo quando se recorre ao gradualismo:

- A garantia da identidade nacional assim o obriga, por forma a que, em caso de necessidade, o Go-

verno possa proceder às necessárias correcções, embora todo o comportamento do Governo demonstre claramente que a indefinição em causa é totalmente a favor dos investidores nacionais.

11.5 — O Governo deveria recorrer a concurso público limitado e sobretudo a ajuste directo por forma a utilizar as privatizações como instrumento de consolidação e desenvolvimento dos grupos nacionais e garantir, aí sim, a identidade nacional:

- Em primeiro lugar, não é este o espírito e a letra da lei. Em segundo lugar, não se acredita na consolidação e desenvolvimento dos grupos nacionais tendo por base decisões ou procedimentos administrativos;
- Os grupos nacionais serão tanto mais sólidos quanto mais resultarem do livre desenvolvimento dos interesses e das regras do mercado;
- Em terceiro lugar, a oferta pública de venda ou o concurso público possuem, para a maior parte dos casos, a flexibilidade e versatilidade para se alcançarem os objectivos em causa.

11.6 — Ausência de calendário:

- Não é fácil nas actuais circunstâncias e conjuntura do mercado nacional e internacional definir um calendário e cumpri-lo, se pretendermos realizá-lo com relativo sucesso;
- Fizemo-lo em 1990 e no início de 1991. Quando entendermos que estão reunidas as condições para esse efeito, daremos as indicações e os referenciais necessários em tempo oportuno.

## 12 — *Apreciação global quanto à condução do processo*

Penso que se os resultados demonstram que os objectivos têm sido globalmente atingidos, a ilação a retirar é que a condução do processo tem sido positiva.

No que nos diz respeito, e até agora, estamos relativamente satisfeitos e não há razões que fundamentem a alteração de estratégias, modelos e instrumentos utilizados.

Certamente que se cometeram erros operacionais mas não substanciais.

Certamente que houve operações que correram melhor e outras menos bem; é absolutamente natural num processo tão extenso, tão diversificado, tão exigente.

Também não temos dúvidas que no futuro a condução do processo não será mais fácil, que a experiência adquirida, embora importante, não é suficiente e que é preciso manter uma atenção e uma interacção permanentes com o mercado.

As privatizações constituem-se numa simbiose de objectivos para os quais a prudência e o equilíbrio são as peças-chave essenciais.

## A CONDUÇÃO GLOBAL DAS PRIVATIZAÇÕES

### — ALGUNS ASPECTOS —

**Miguel Cadilhe**

Penso que todos temos o dever de dar opiniões, supostamente de alguma valia, sobre matérias de interesse geral.

Como no caso das privatizações, por exemplo.

Não é que seja obrigatório dizer algo de novo ou de diferente. Explicitar modos de ver, mesmo quando concordantes ou confirmativos, pode ser salutar para o País e dar mais tranquilidade a quem tenha a ingrata missão de decidir.

É com esse espírito que aceitei — aliás, com muito gosto — estar nesta conferência.

Do ponto de vista da *tecnocracia* das privatizações, isto é, da tecnologia dos processos e das linhas de fabrico, o assunto está, obviamente, dominado, e bem, pelo Governo.

Do ponto de vista *político*, isto é, das estratégias e opções sobre o tempo e o modo de privatizar — e, como sua meia-irmã, de indemnizar —, já o assunto se espraia sem limites e suscita a apetência opinativa de muitos analistas.

Limitar-me-ei, no tempo de que disponho, a focar sucintamente alguns pontos. São aspectos que reputo de vitais <sup>(1)</sup>.

Mas antes gostaria de visitar os anos precursores das privatizações ... Julgo que deles se retiram algumas notas curiosas sobre a condução global do processo — que é, afinal, o nosso tema.

## A PROIBIÇÃO DE PRIVATIZAR

Pouca gente terá isto presente, mas talvez valha a pena recordar que, desde 1975 até 1988, o Governo português esteve *proibido de privatizar* as empresas nacionalizadas.

Em 1986 e 1987 foi perdida — não por culpa do Governo — a melhor conjuntura que alguma vez o País atravessou para lançar as privatizações. O mercado de acções apresentava-se insaciável do lado da procura. As cotações subiam em flecha. E, todavia, o Governo queria mas não podia privatizar. Faltava-lhe a maioria parlamentar para fazer aprovar a lei.

Proposta de lei, aliás, que existiu no Minitério das Finanças pronta para avançar em fins de 1986, inícios de 1987. Retomava-se, com acertos vários, um projecto herdado do Governo do Bloco Central que chegara a ter dado entrada na Assembleia da República em 1985 (se não me falha a memória). A controvérsia sobre a sua constitucionalidade era bastante, porém, para fazer valer a *má vontade* parlamentar reinante, em 1986, contra o Governo minoritário de então.

Má vontade política que haveria de desaguar na moção de censura de Março/Abril de 1987 e subseqüentes dissolução da Assembleia da República, queda do Governo, eleições gerais.

---

(<sup>1</sup>) Veja-se, do autor, «*Factos e Enredos (Quatro anos no Ministério das Finanças)*», Porto, 1990, pp. 49/52, 323/325 e 334/341.

O novo Parlamento só viria a funcionar, para fins do processo legislativo ordinário, em Outubro de 1987.

Poucos dias depois, sobreveio a crise das bolsas de valores, «lá fora e cá dentro» ...

A lei das privatizações, se bem que viabilizada pela maioria parlamentar pós-eleições de Julho de 1987, deixara de ser urgente.

Registe-se a ironia das circunstâncias de 1986/1988. Quando houve mercado, faltou a lei. Quando houve lei, faltou o mercado.

### **A LEI DAS PRIVATIZAÇÕES A 49%**

Sem pressas, agora escusadas, a Lei n.º 84/88 foi publicada em Julho de 1988. Só então passou a ser possível realizar privatizações, ainda assim a 49% apenas — tanto era o que a Constituição, na melhor das interpretações, consentia ...

Fez-se a pré-qualificação, por concurso público, das instituições capazes de prestar assistência técnico-financeira nas avaliações das EP's e nas montagens das operações de bolsa.

Constituiu-se a Comissão de Acompanhamento das Privatizações. E constituiu-se também a Secção Especializada do Conselho Nacional de Bolsas de Valores. Uma e outra entidades, cada uma ao seu nível, prestaram serviços de incomensurável valia para a segurança e o bom critério das privatizações. O seu mérito é tão grande como o silêncio que, geralmente, vem rodeando o seu desempenho.

Preparou-se com extremo cuidado o primeiro decreto-lei de privatizações de uma concreta EP — foi a Unicer e o Decreto-Lei n.º 353/88. Depois desta subsequência obrigatória da Lei n.º 84/88, tudo se tornou mais fácil. A matriz legal de todas as privatizações nasceu nessa época.

Entretanto, ía-se dando tempo ao mercado para se restabelecer do colapso de Outubro de 1987.

Havia quem achasse que o Governo poderia e deveria privatizar quanto antes, porque esse simples facto seria factor de retoma da confiança dos investidores financeiros.

Mas afiançar, ninguém afiançava que não houvesse sérios riscos de moleza da procura ou de frouxidão dos preços no primeiro caso de privatizações que o Governo ousasse fazer. Era, a vários títulos, um salto no escuro. E um passo em falso poderia comprometer aquela e outras operações, por muito tempo.

Assim, só em Abril de 1989, a venda de 49% da Unicer inaugurou aquela que era, talvez, a reforma mais desejada e mais temida do pós-25 de Abril.

Foi um sucesso por inteiro.

É interessante. Foram precisos dois longos anos desde a moção de censura de 1987.

Por vezes, é assim. Os partidos têm razões que a razão do País desconhece ...

## **A LEI DAS PRIVATIZAÇÕES A 100%**

E foi em Outubro de 1989, já ao abrigo da revisão constitucional, que o Conselho de Ministros aprovou, como proposta ao Parlamento, aquela que viria a ser a lei das autênticas reprivatizações — a Lei n.º 11/90.

Com ela revoga-se a Lei n.º 84/88.

Alarga-se a 100% a entrada do sector privado.

Instituem-se dois novos regimes de privatização: o concurso público qualificado sobre lote indivisível de acções; e a venda directa, mediante negociação particular; além do regime geral do concurso público, transacção em bolsa ou subscrição pública.

Explicita-se a possibilidade de fazer subsistir privilégios estatutários do Estado.

Cria-se a figura dos empréstimos obrigacionistas com faculdades aquisitivas sobre as reprivatizações.

Introduz-se a mobilização de indemnizações como forma de pagamento.

Flexibilizam-se certos limites quanto ao valor investido e quanto ao tempo de indisponibilidade.

A meu ver, o enquadramento básico das privatizações é, ainda hoje, o mesmo que foi preconfigurado em 1986 e 1987, convertido em projectos legislativos de 1988 e 1989 e postos a vigorar pelas citadas leis n.<sup>os</sup> 84/88 e 11/90.

A prática permitiu apurar processos e consolidar ideias.

Mas, no geral, penso que não houve grandes alterações relativamente às concepções iniciais.

Com uma pequena equipa — de que é justo destacar os nomes dos então secretários de Estado Carvalho Fernandes e Faria de Oliveira —, tive a felicidade de poder preparar para Conselho de Ministros e, depois, apresentar e defender na Assembleia da República essas duas propostas de leis fundamentais sobre as privatizações.

## **A QUESTÃO DO NÚCLEO DURO TEMPERADO**

Em geral, vingaram as ideias laboriosamente tratadas no Ministério das Finanças.

Mas devo reconhecer — nem será já uma verdadeira inconfidência — que não consegui fazer valer posições, no seio do Governo, em duas ocasiões cruciais sobre duas matérias relevantíssimas nestas coisas das privatizações.

Em ambas, porém, a solução parece ter sido ou estar a ser questão de tempo. Pois que a primeira já foi devidamente

contemplada; e a segunda, tudo indica, está em vias de ser objecto de reponderação política.

Refere-se a primeira matéria à selecção de um corpo estável de accionistas, no figurino especial de *núcleo duro temperado* pelo requisito do «concurso público qualificado».

A hipótese não constava do Programa do Governo de Agosto de 1987, porque houve, na altura, considerações atendíveis e respeitáveis — contra, todavia, a proposta do Ministro das Finanças.

Ao escrever o projecto dessa parte do Programa, incluí, de facto, o princípio da «existência de um *centro de poder empresarial*» em cada empresa reprivatizada, ou seja, a «formação de um *núcleo estável* e interessado de accionistas-empresários».

Naquele ano de 1987, preferiu o Governo, porém, nada dizer sobre o assunto. Foi, talvez, uma omissão intencional, hábil, cautelosa. Também nada se disse em contrário.

O regime do *núcleo duro temperado* não viria a fazer parte, por conseguinte, da Lei n.º 84/88, ela própria ainda um texto *sem base empírica entre nós*.

Mas acabou por emergir na nova lei das reprivatizações, pós-revisão constitucional (sem que esta matéria tivesse, porém, qualquer coisa a ver com a Constituição) <sup>(2)</sup>.

Era uma questão de tempo e de experimentação.

E não há, em minha opinião, alternativa. Como escrevi há cerca de um ano, ou se assumem certas providências *ex*

---

<sup>(2)</sup> «Concurso aberto a candidatos especialmente *qualificados*, referente a *lote de ações indivisível*, com garantias de *estabilidade* dos novos accionistas ...», nos dizeres do n.º 3 — a) do artigo 6.º da Lei n.º 11/90.

*ante*, ou se aceita expatriar parte significativa das privatizações, ou se alonga indefinidamente o processo e se prejudica a modernização do País.

Não ignoro as ratoeiras que ameaçam um governo que decida aplicar o regime especial do «concurso público qualificado». Não escassearão suspeições, despeitos, oportunismos, desenganos ...

Ora, são bons os sinais que, finalmente, vão chegando sobre as reprivatizações de certas empresas por este regime especial.

Espero e acredito que sejam casos bem sucedidos.

## **A QUESTÃO DAS INDEMNIZAÇÕES**

A segunda matéria, esta ainda por resolver, respeita à correcção das *indenizações*.

É um problema político e financeiro que se arrasta há anos. E, desde o início das privatizações tem sido, de novo, um duro osso do ofício do Ministro das Finanças.

Há muitos e poderosíssimos interesses por trás dele. Em parte significativa, são interesses legítimos. E não se resignam a ser votados ao ostracismo.

Para arrumar bem as ideias, convirá separar dois aspectos do problema.

Uma coisa é a revisão sistemática e exaustiva de todos os valores de indemnização — chamemos-lhe a *questão do capital*.

Outra coisa é o reajustamento das taxas de juro fixas das classes I a XII — chamemos-lhes a *questão do rendimento*.

A *questão do capital* é extremamente complicativa e prejudica o espírito de abertura que, eventualmente, um governo

esteja disposto a manifestar relativamente ao problema das indemnizações.

Qualquer critério de avaliação e quaisquer pressupostos calculatórios serão sempre controversos. Revisitar as regras estabelecidas pelo legislador em 1977 poderá nem sequer alterar substancialmente os valores na generalidade das empresas, mas implicará, de certeza, adiamentos daquilo que efectivamente pode ser resolvido.

Este entendimento não impede a revisão de valores num ou noutro caso, por razões específicas. Apenas afasta a correcção dos valores como regra geral.

E, bem assim, não contraria o encerramento dos processos arbitrais que aguardam a homologação ministerial. Antes pelo contrário.

*A questão do rendimento* tem natureza completamente diferente. Não põe em causa as avaliações e mitiga ou, no limite, poderia resolver mesmo a *questão do capital*.

E corresponde a princípios evidentes de razoabilidade e justiça.

As taxas de juro, fixas e líquidas em cada uma das 12 classes, vão desde 13% na classe I até 2,5% na classe XII. Mantêm-se assim desde 1977, enquanto o juro líquido de um depósito a prazo de seis meses variou entre 10% em 1977 (o mais baixo de sempre, nos 13 anos) e 22,5% em 1984 (o mais alto).

Trata-se, obviamente, de matéria da competência da Assembleia da República.

Defendi a inclusão de um artigo, na proposta de lei das reprivatizações (que viria a ser a Lei n.º 11/90) que ao menos consagrasse a simples actualização, ano a ano, desde 1977,

das taxas de juro mantidas *fixas* pelo artigo 19.º da Lei n.º 80/77.

Do mesmo projecto de articulado constava que o Governo faria emitir dívida pública pelos valores acumulados e capitalizados correspondentes, a favor dos titulares originários de direitos de indemnização (até ao momento da amortização ou da mobilização ao valor nominal).

Dívida que, todavia, *não seria amortizável*, salvo por mobilização para fins de privatizações pelo próprio titular originário <sup>(3)</sup>.

*Não consegui ver acolhida, no momento, esta posição.* Implicava um acréscimo de dívida pública superior a uma centena de milhão de contos ...

Desde então, pudemos assistir a alguns progressos.

A Assembleia da República discutiu um projecto legislativo em Julho de 1990 sem, porém, o aprovar <sup>(4)</sup>.

E o Governo admite publicamente — segundo os jornais — abordar o problema e reconsiderar posições. Curiosamente foi o «dossier» transposto, ao que parece, do Ministro das Finanças para o Ministro da Presidência. A ser verdade, verifica-se um significativo «up-grading» político do assunto.

---

<sup>(3)</sup> Nos casos em que os valores resultantes fossem inferiores a um dado valor, a fixar pelo Governo, de importância relativamente pequena, poderia proceder-se à amortização imediata, por vontade do seu titular originário.

<sup>(4)</sup> Projecto de Lei n.º 561/V (CDS), que, em muitos aspectos, converge flagrantemente com as ideias expostas. Veja-se *Diário da Assembleia da República*, I Série, n.º 96, de 6 de Julho de 1990, e II Série-A, n.º 53, de 27 de Junho de 1990.

## A ARTICULAÇÃO COM A DÍVIDA PÚBLICA

Bem avisado anda o Governo em não querer forçar excessivamente o *passo* e a *densidade* das operações.

A perda das rédeas do processo não é improvável em eventuais circunstâncias de *hiper-oferta relativa*.

Circunstâncias que se apresentam potenciadas pelas elevadas taxas de juro e pela apertada liquidez para que vem apontando a política monetária desde 1989.

À espreita, estão riscos de desaire ou de menor cumprimento dos «objectivos essenciais» que, expressamente, a Lei n.º 11/90 enuncia no seu artigo 3.º para as privatizações.

Concordo, pois, que é preciso andar devagar. Na dúvida, afrouxar é a regra certa.

Mas mais do que isso, sou também de opinião de que é indispensável assegurar outros aspectos de que trato nos pontos 19 a 26.

A *coordenação* entre as operações de *privatização* e as operações da *dívida pública* — estas pela sua dimensão — pode e deve ser assegurada, «a priori», num horizonte de um ano, pelo menos.

Suponho que isso agora está a ser feito, facilitado, aliás, pelo PDP (Programa de Dívida Pública, anual) introduzido a partir de 1988/89.

É matéria óbvia mas nem por isso me dispensio de a tratar, tão decisiva ela se me afigura ser para o bom andamento das privatizações.

Trata-se de fazer *coincidir* no tempo, tanto quanto possível, a *retirada* de fundos, que uma privatização provoca no mercado, com avultadas *injecções* de fundos provenientes do serviço prefixado da dívida pública, capital e juros, e (sublinho esta conjuntiva) o *retorno* ao mercado de fundos de anteriores

privatizações por *amortização antecipada de dívida interna, detida pelo público* <sup>(5)</sup>.

Há aqui quatro volantes que o Ministro das Finanças, em boa medida, comanda.

Dois são o valor e o momento da operação de privatização, os outros dois são o valor e o momento da amortização antecipada da dívida pública.

E há dois factores rígidos que não comanda, mas conhece e sabe serem exactos e infalíveis: os valores e os vencimentos do serviço normal da dívida pública.

Apenas para dar mais expressividade a estes aspectos, imagine-se uma situação de total ausência de articulação. Poder-se-ia cair na conjugação perversa de duas recolhas de fundos, no mesmo período, uma por emissão de dívida, outra por privatização, e nenhuma injeção de fundos, tudo numa hipotética conjuntura de escassa liquidez ...

É também evidente que esta articulação não é simples nem deve subalternizar outros domínios de preocupação do Ministro das Finanças.

Desde logo, porque, numa economia de défice orçamental, a dívida pública que se vence é substituída por nova emissão de dívida.

E as operações de redução antecipada da *dívida externa*, por razões de política monetária, como as que foram levadas a cabo em 1989 e 1990, geram correlativas emissões de dívida interna, de substituição daquela.

---

<sup>(5)</sup> Não se quis, desde a primeira hora, levar a receitas gerais do Orçamento do Estado o produto das privatizações. Seria a ilusão do menor défice orçamental através de receitas não recorrentes. Estabeleceu-se, por isso, o princípio fundamental de afectar as receitas das privatizações à redução de passivos públicos (destino predominante). Assim rezava a Lei n.º 84/88 e assim reza a Lei n.º 11/90.

Além disso, o *défice orçamental* de cada ano faz crescer o «stock» da dívida pública pelo mesmo valor.

E é certo, ainda, que a *gestão previsível de tesouraria* do Estado ao longo do ano, sendo flexível dentro de certos limites (v. g. conta gratuita «dos 10%» no Banco de Portugal), requer, todavia, o respeito por regras mínimas de segurança.

E, finalmente, há obrigações de boa e profícua articulação da política de dívida pública com a *política monetária* (bilhetes do tesouro, taxas de juro, dívida externa, regulação da liquidez) ...

Por tudo isso, são muitos os constrangimentos que limitam o Ministro das Finanças na gestão coordenada dos fluxos das privatizações e dos fluxos, normais e extraordinários, da dívida pública. Mas, mesmo assim, vale bem a pena cuidar essa coordenação.

## A INSUFICIÊNCIA DE CAPITAIS NACIONAIS

É visível, a olho nú, *que não há dinheiro bastante de origem nacional* para acorrer às privatizações que mereçam permanecer em mãos portuguesas.

E não há, mesmo sem cometer o lapso de *macro-aritmética* que é vulgar nestas coisas: *o que se recolhe volta ao mercado* (pelo menos em grande parte) <sup>(6)</sup>.

Defendo, como é posição de outras pessoas bem mais conhecedoras do que eu, a aplicação de formas de pagamento

---

<sup>(6)</sup> Há evidentes excepções a essa *macro-aritmética*, decorrentes, por exemplo, da localização interna ou externa dos investidores nas privatizações, e bem assim, dos titulares da dívida antecipadamente amortizada; e, ainda, das outras aplicações permitidas por lei para as receitas das privatizações; ou das diferenças de natureza e de motivações microeconómicas entre os que entregam fundos e os que os recebem, via placa giratória do Tesouro.

diferido em casos de especial mérito relativo (entenda-se, relativamente aos «objectivos essenciais» enunciados no artigo 3.º da Lei n.º 11/90).

Tenho em mente, como um dos campos de aplicação por excelência destas soluções, o regime especial de *concurso público qualificado*.

Em tais casos, os accionistas, pessoas singulares ou colectivas, cumprindo certas condições e requisitos, deveriam ter a faculdade de contrair um *passivo longo* junto do Tesouro (sublinho, do Tesouro e não da Banca nem da empresa privatizada) com taxa de juro *indexada* à taxa de juro da dívida pública e, eventualmente, *participante* na sorte da empresa.

O *prazo* deveria ser tão longo quanto o requerido pela natureza do negócio, pela expectativa de dividendos, pelas contrapartidas de integração de «núcleos duros». Não rejeitaria hipóteses de dez, quinze ou mesmo vinte anos.

A estabilidade do núcleo accionista saíria, aliás, reforçada pelo longo prazo da liberação das acções.

O serviço de dívida dos accionistas poderia ser objecto de figuras especiais de *garantia bancária*, mediante *figurino genérico* previamente negociado pelo próprio Tesouro com sindicatos de bancos. É óbvio que no Tesouro caberia a tarefa de redefinir os *termos gerais* de tais garantias, mas sem cair na tentação de posteriores interferências na concreta apreciação do risco, investidor a investidor, que essa deve sempre caber, exclusivamente, aos bancos sindicados.

E a par de certos direitos, normais nestas operações de garantia, dos bancos sobre as acções, também o Estado poderia manter certos direitos sobre as mesmas acções até que (ou à medida em que) elas fossem liberadas.

E poderia manter um estatuto de vigilância especial, mediante o recurso aos mecanismos previstos no artigo 15.º da Lei n.º 11/90 (acções privilegiadas e administrador por parte do Estado).

É matéria, naturalmente, que os juristas dominam, os financeiros conhecem e não parece que ofereça dificuldades maiores de consubstanciação.

Admito que o Ministério das Finanças tenha estes assuntos exaustivamente pensados e trabalhados. Não tenho, porém, notícia disso e limito-me a expor — diria, a arriscar — ideias e opiniões que, por certo, são compartilhadas por muito boa gente.

E suponho, a propósito, que ainda há alguns equívocos ou sofismas — relativamente primários, diga-se de passagem — ao nível da análise macroeconómica das implicações destas «engenharias jurídicas e financeiras».

Referir-me-ei brevemente a dois deles.

Primeiro, em termos da dívida pública, esta deve ser vista em termos de *stock líquido* (efectivamente reduzido pelos créditos do Tesouro sobre os accionistas). Não colhe, pois, o argumento de que não se estaria a reduzir o peso da dívida pública — que é *um*, digo bem, *um dos* e *não o*, «objectivos essenciais» das privatizações.

Segundo, em termos de regulação da liquidez, esta parece ficar em situação de quase indiferença. De facto, a ausência de fluxos de recolha e reinjecção de fundos, no caso de «engenharia», é praticamente equivalente à recolha de fundos, de origem interna, a pronto pagamento seguida da sua

reinjecção (por amortização antecipada da dívida ou outros destinos) <sup>(7)</sup>.

## O REFORÇO DA EFICIÊNCIA EMPRESARIAL

Não havendo capitais nacionais bastantes, e não sendo desejável a transferência maciça das empresas privatizadas para investidores estrangeiros, restarão duas soluções: um regime de pagamentos diferidos e longos aplicáveis aos «núcleos duros» sobre «lotes indivisíveis de acções», de que se tratou nos pontos antecedentes; uma participação maior ou menor, mas tendencialmente intercalar e residual <sup>(8)</sup>, do Estado no capital social de algumas empresas privatizadas.

Não tenho especiais receios pela entrada de estrangeiros em empresas portuguesas. Pelo contrário, considero-a, a muitos títulos, positiva e factor de progresso e modernização.

Mas acho que as privatizações não andariam bem se o Estado não aproveitasse a ocasião para *fortalecer a classe empresarial de raiz portuguesa*. Ou, por outras palavras, *se não fosse cumprido o «objectivo essencial»* enunciado no artigo 3.º da Lei n.º 11/90 «reforçar a capacidade empresarial nacional».

---

<sup>(7)</sup> Os fundos de origem externa perturbam, obviamente, este equilíbrio global do mercado entre recolha e retorno dos fundos, mas não é relevante no caso das «engenharias jurídica e financeira» ...

<sup>(8)</sup> Outras participações revestir-se-ão de carácter estável e estratégico, por razões de ordem completamente diversa. É o caso, por exemplo, das celulosas.

Haverá quem critique a solução de manter o Estado com participações não estratégicas em empresas privatizadas.

Falarão, por certo, do excessivo *peso do Estado* e que isso não é mais do que um subterfúgio para o eternizar. E usarão argumentos sobre a *eficiência* na afectação de recursos.

Em boa medida, terão razão.

Mas, às tantas, alguns deles são os mesmos que bradam contra a venda das empresas públicas ao estrangeiro ...

E sobre os argumentos, seguramente mais sólidos, em torno da *eficiência*, também valerá a pena dizer que a questão não é simplesmente redutível à dicotomia propriedade privada «versus» propriedade pública.

Em Portugal, a origem das EP's nos acontecimentos de 1975 e os erros acumulados em alguns dos anos seguintes dão ao assunto uma configuração muito diferente. E requerem uma outra perspectiva.

Mas não devemos ignorar que há análises sérias e há economistas independentes que vêm afirmando ser mais importante a *livre concorrência* do que a *propriedade* das empresas para atingir objectivos de eficiência nas economias dos países e dos espaços supranacionais (UEM e CEE).

Todavia, os mesmos reconhecem que as privatizações podem proporcionar a abertura para condições de maior concorrência e, portanto, de mais eficiência. Isso em Portugal é, na minha opinião, particularmente verdade.

A OCDE, no seu relatório sobre Portugal, acabado de publicar <sup>(9)</sup>, afirma sobre as privatizações: «an important step in making greater competition possible and indeed more likely».

Estes objectivos da eficiência e do «reforço da capacidade empresarial nacional» levam-nos a uma outra questão importante nas privatizações — a dos *grupos empresariais*.

Questão que merece uma referência, ainda que muito breve.

Tem havido dificuldades e resistências em avançar com estratégias de *grupos empresariais, privados ou mistos, nascentes* das próprias privatizações, numa gravidez desejada e conduzida.

Naturalmente que não me refiro aos *conglomerados financeiros*, criados em 1988 e 1989, da Caixa Geral de Depósitos e do Banco de Fomento. Esses estão no sector público e em clima de acentuada e crescente concorrência.

---

<sup>(9)</sup> OECD Economic Surveys — Portugal, 1991, p. 42: «While recente research suggests that changes in competitive conditions and regulations have often had larger effects on incentives, and hence on performance, than the change in ownership per se, privatisation is nonetheless seen as an important step in making greater competition possible and indeed more likely».

Veja-se, com interesse, o livro «Política Económica para as Privatizações em Portugal», coordenação de António Sampaio Mello e Diogo de Lucena, Lisboa, 1990, especialmente o seu *prefácio*, pp 7/15; e bem assim, o artigo aí inserto «Privatizações e Eficiência», de Diogo de Lucena, pp. 17/40.

Veja-se, igualmente com interesse, Artur Santos Silva, entrevista à revista «Razão», n.º 13, 1990, p. 38. Referindo-se a *centros económicos estrangeiros* nas privatizações, afirma: «Deve, pois, procurar-se fazer com que fiquem sob controlo português os centros vitais da nossa economia. (...) Prefiro, eventualmente, menor eficiência, mantendo esses centros vitais em mãos portuguesas. Nos casos em que não for possível suscitar o interesse de entidades privadas portuguesas, então que se mantenham na mão do Estado. Isso não significa que não se possam vir fazendo privatizações parciais, mantendo o Estado o controlo e só transferindo o poder quando sentir que há esses núcleos.»

Refiro-me a hipóteses, já suficientemente ventiladas noutras ocasiões, de *constelações empresariais* do tipo «holding» (SGPS), com entrada do sector privado para parte ou todo o capital de grupos pré-constituídos no sector público.

Ou refiro-me a hipóteses, pouco ou nada trabalhadas, de *privatizações sequenciais*, sob lógicas de grupo por afinidade ou complementariedade; ou para «valorizar os outros interesses nacionais» (valorização que constitui um dos «objectivos essenciais» estabelecidos, se bem que em estilo vago, no citado artigo 3.º da Lei n.º 11/90) <sup>(10)</sup>.

## **O CUMPRIMENTO DOS «OBJECTIVOS ESSENCIAIS»**

As privatizações obedecem a vários objectivos essenciais», inventariados em sete alíneas do artigo 3.º da Lei n.º 11/90 — a que já fiz alusão por diversas vezes.

Trata-se, agora e a terminar, de apreciar se a *condução global das privatizações*, que é o tema em análise, tem cumprido esses «objectivos essenciais».

Realinharia, para o efeito, a matéria em dois agregados de objectivos apenas.

---

<sup>(10)</sup> Por exemplo, começar-se-ia por anunciar que uma determinada empresa pública A, uma vez privatizada, iria liderar os «núcleos duros» de certas outras empresas públicas B, C, ..., a privatizar nos sectores segurador, industrial e dos transportes. Tudo devidamente identificado e avaliado, de modo a não padecer de intransparência, nem de demasiadas incertezas e indefinições. E, com esse compromisso, proceder-se-ia à sequência destas privatizações. A primeira seria, naturalmente, a privatização da empresa A, mediante o regime especial de «concurso público qualificado» para as acções do seu próprio «núcleo duro» e o regime geral para todas as outras acções.

Por um lado, teria os objectivos da alíneas c) e f) parte, e g), que abrangem a redução do peso do Estado e da dívida pública e a preservação dos seus interesses patrimoniais.

Neste domínio, penso que as privatizações têm sido muito bem conduzidas. Dificilmente se poderia fazer melhor.

Por outro lado, teria os objectivos das alíneas a), b), d), e), f) parte, que dizem mais respeito à modernização e competitividade das empresas, ao reforço da capacidade empresarial nacional, ao desenvolvimento do mercado de capitais, à dispersão do capital, à valorização de outros interesses nacionais.

Quanto a este segundo domínio, todos havemos de reconhecer tratar-se de objectivos muito mais difíceis, de gestação mais delicada e demorada, por vezes até de sentido antagónico entre si ou com os objectivos do primeiro domínio.

E é verdade que algumas operações no sector industrial têm vindo a ser executadas — penso que bem — em frutuosa cooperação entre os Ministérios das Finanças e Indústria.

Mas julgo que é preciso fazer mais. É indispensável avançar para soluções que assegurem uma *instrumentalidade das privatizações*, melhor e mais efectiva, em relação ao *segundo agregado de «objectivos essenciais»*.

Nesse sentido, procurei escrever as notas que figuram acima.

É politicamente mais arriscado ...

Dá problemas ...

Só não tem problemas, quem nada faz que valha a pena.

**BREVE «POST-SCRIPTUM»:  
PASSIVO LONGO JUNTO DO TESOURO  
VERSUS CRÉDITO EXTERNO ESPECIAL ...**

Tenho para mim como bastante mais transparente e segura a fórmula do *passivo longo junto do Tesouro* do que outras fórmulas tidas como alternativas como, por exemplo, o *recurso ao crédito externo em condições especiais autorizadas pelo Banco de Portugal*.

Sei que esta proposta do crédito externo é assinada por respeitáveis economistas e, ao que parece, o Ministério das Finanças interessou-se recentemente por ela. Mas, *por mim, não iria por aí*, salvo um ou outro caso de privatização verdadeiramente excepcional. E não iria porque *o risco de estrangeiros se servirem de «cavalos de Tróia» e de «accionistas pintados» se me afigura aí bastante mais potenciado* do que noutras configurações (riscos esses que também existem mas, em muito menor escala, na solução do passivo longo no Tesouro quando garantido por bancos estrangeiros).

# **PRIVATIZAÇÕES: BALANÇO E REFLEXÕES ESTRATÉGICAS**

## **O BALANÇO E OS ENSINAMENTOS DA EXPERIÊNCIA ADQUIRIDA**

**Victor Constâncio**

Professor Catedrático do Instituto Superior  
de Economia e Gestão

Começo por sublinhar que o processo de privatizações gozou em Portugal de um consenso bastante alargado que se manifestou não só na aprovação da revisão constitucional, mas também na aprovação da lei geral de privatizações. Constituem aspectos importantes desta última; a admissibilidade de vários métodos de privatizações; a caracterização dos métodos de avaliação das empresas; a possibilidade do Estado manter «golden-shares» ou nomear um administrador por parte do Estado; o controlo da participação de estrangeiros no processo; a possibilidade da mobilização dos títulos de indemnização ao valor nominal. Também sobre estes aspectos houve um largo consenso na sociedade portuguesa o que confere a este processo das privatizações um sólido e generalizado apoio.

Se examinarmos o que foi realizado até agora, podemos dizer que foi feito de certo modo o mais simples, visto que as empresas que foram privatizadas são empresas rentáveis que operam em sectores concorrenciais da economia e em que a análise das privatizações e os princípios económicos subjacentes são mais simples e consensuais de estabelecer: na banca, nos seguros, nas cervejas. Sobre o calendário e o seu cumprimento penso que se pode dizer que podia ter sido mais acelerado do que foi. Sobretudo na fase inicial, quer quando apenas existia a possibilidade de privatizar a 49%, quer depois de criada a hipótese de privatização total, perderam-se muitos meses antes dos primeiros exemplos de concretização de privatizações. Uma vez iniciado o processo, considero que o ritmo tem sido o possível. De acordo com a opinião de alguns economistas, haveria liquidez mais que suficiente para conduzir um processo muito rápido de privatizações, concluindo-o em poucos meses ou dentro de um ano. A experiência veio revelar que, pelo contrário, era mais válida a opinião daqueles que sustentavam que uma coisa é a liquidez e outra a procura de acções. A capacidade de absorção de novos activos pela poupança nacional tem limites, o que evidentemente recomenda um processo que tenha em devida conta esse facto, visto que o Estado tem que vender bem o património de que dispõe, assegurando uma transparência própria de um Estado de Direito. Aquela limitação é, assim, uma vantagem, uma vez que muitas vezes uma venda apressada pode ser uma delapidação do património público.

Uma avaliação global do processo das privatizações deve ser feita à luz dos respectivos objectivos. Dos vários argumentos possíveis para justificar as privatizações, destacam-se quatro como fundamentais. Por um lado, a dinamização do mercado de capitais, através da disseminação do capital de

empresas por uma percentagem mais elevada da população. Como segundo ponto, um objectivo de finanças públicas. Em terceiro lugar, a defesa da capacidade empresarial nacional. Finalmente, um objectivo de eficiência económica em geral. Penso que de todos estes argumentos o único que é verdadeiramente válido em termos económicos é este último da eficiência.

Quanto ao argumento da disseminação do capital, ligado ao objectivo ideológico de criação do chamado capitalismo popular, a experiência de vários países demonstra que o processo de privatizações não é muito significativo na criação desse grande accionariado popular. Em todos os casos se verifica que os pequenos investidores individuais procuram realizar mais-valias no início do processo, (mais-valias que em geral são proporcionadas por vários métodos de privatizar), e rapidamente se desfazem das acções que compraram no momento inicial. Aconteceu em Inglaterra, França e também entre nós. E só não aconteceu mais porque a lei impõe limitações à venda imediata de acções no caso dos trabalhadores que as adquirem em condições especiais. Por isso mesmo esta via não pode ser considerada importante, nem para garantir uma vasta disseminação das participações em capital, nem para garantir uma redistribuição de rendimentos (seria aliás um método errado para o fazer), nem para dinamizar o mercado de capitais. O efeito para o mercado de capitais pode até ser perverso, na medida em que a venda de acções de empresas anteriormente não cotadas pode provocar uma quebra de procura para outras acções do mercado, com consequente prejuízo para as respectivas cotações. Outro ponto é que a utilização de poupanças em acções de empresas já existentes pode eventualmente acontecer em detrimento do financiamento de novos investimentos. Há portanto, nesta matéria, uma conclusão genérica das várias análises das experiências

conhecidas que aponta para que não se pode exagerar a contribuição que as privatizações podem trazer a este primeiro objectivo.

Quanto ao que se refere às finanças públicas, já foi dito, tudo depende do horizonte que se quiser considerar. No horizonte de curto prazo tudo parece largamente vantajoso para o Estado, mas num horizonte de mais longo prazo pode não ser assim. O Estado vende um activo que é rentável (senão não o venderia) e se os mercados forem mais ou menos racionais o preço desse activo deve corresponder ao valor actual descontado do fluxo de rendimentos futuros desse mesmo activo. Em termos de posição líquida do Estado não há grande alteração, excepto no que se refere ao facto da gestão desse activo poder melhorar com a privatização e consequentemente gerar resultados mais elevados, o que representará mais impostos para o Estado. Mas é apenas nessa medida que há um efeito líquido em termos de finanças públicas e consequentemente também este objectivo não deve ser exagerado.

Em Portugal este aspecto tem sido excessivamente sublinhado, pondo-se a tónica no efeito a curto prazo, que efectivamente existe e resulta sobretudo de se usarem as receitas das privatizações para se amortizar antecipadamente dívida pública, reduzindo o défice anual com a diminuição das despesas com juros e diminuindo também o rácio da dívida pública em relação ao PIB.

Este rácio, embora elevado, não constitui um problema premente. Existem, aliás, vários países da CEE com rácios da dívida pública bastante superiores ao nosso. Estamos com um rácio da dívida pública de cerca de 65%, enquanto o da Bélgica é de quase 130%, o da Itália e da Irlanda de cerca de 100% e os da Grécia e Holanda são ainda superiores ao nosso. Não temos uma situação potencialmente explosiva

na perspectiva do equilíbrio intertemporal das finanças públicas. Portanto também não é este um objectivo que se deva privilegiar.

Quanto à questão da capacidade empresarial nacional é um objectivo a que atribuo alguma importância, ao contrário do que nos referiu aqui o Prof. Diogo Lucena. Creio que a análise da vida económica moderna e da concorrência internacional revela que o factor nacional continua a ter algum papel para garantir a prosperidade dos diferentes países. Isto é, nos debates recentes entre dois dos «gurus» do «management», o Porter e o Omaha, creio que Porter tem razão nessa matéria, quando sublinha que o factor nacional continua a ter importância para garantir factores de competitividade que são um fundamento seguro da prosperidade dos países. Há, portanto, que garantir que o país tem uma capacidade empresarial significativa centrada quer numa rede de PME's eficientes, quer em grupos económicos que são indispensáveis. O processo de privatizações não pode ser visto desligado desta preocupação.

Sempre entendi que nalguns casos se justifica uma metodologia de privatização que mais facilmente garanta esses objectivos.

Não se pode usar de uma forma sistemática e permanente o método de OPV em Bolsa. Deve-se utilizar em vários casos os métodos do concurso público limitado para realizar privatizações. Não concordo com métodos de negociação directa visto que há uma necessidade de transparência em todo este processo e esse método é sempre susceptível de ser desvirtuado. Considero que é essencial garantir a realização de concursos públicos com preço mínimo fixado inicialmente e com critérios de qualificação dos concorrentes. No caso de empresas normalmente rentáveis, e são essas que têm sido postas em privatização, justifica-se que se faça uma operação na Bolsa, prévia

ao concurso público, a fim de testar o valor do mercado da empresa. Dessa forma se terá mais um elemento de informação para a definição do preço mínimo a que se vai sujeitar o concurso público. Até porque o concurso público, proporcionando um privilégio de acesso às entidades que nele participam deve implicar que essas entidades paguem um preço acima do preço do mercado. Assim aconteceu na formação de núcleos duros em França. Penso também que na formação de núcleos de gestão estáveis se deve garantir, tanto quanto possível, que não se verifica uma concentração excessiva. Isso implica que as várias empresas integrantes desses núcleos teriam de se entender previamente para concorrer e definir um projecto para a empresa o que, por sua vez, constituiria um aspecto importante para a avaliação desse mesmo concurso. Uma excepção a este procedimento pode ser admitida, e penso que esse é também um critério importante, no caso de uma das entidades concorrentes ser uma empresa com capital muito disperso. Nessa hipótese, o problema da concentração não se colocaria do mesmo modo, e poderia então permitir-se que uma entidade desse tipo pudesse concorrer a uma parte mais significativa do lote maioritário posto a concurso público. Em linhas gerais, é deste modo que entendo a metodologia que deve presidir à formação de núcleos de gestão mais estável que têm uma obrigação de deter as acções durante um número de anos razoável (sem as poder transaccionar), por forma a garantir a estabilidade do projecto de empresa. Dessa forma se permite que várias das empresas importantes que estão para privatizar possam ficar em capital nacional. Dentro deste objectivo de reforçar a capacidade empresarial nacional, há um aspecto relacionado com as privatizações que gostaria de abordar. O processo de privatizações vai levar ainda bastante tempo a completar. O Estado vai continuar a ter um conjunto de activos e deve

procurar geri-los melhor, independentemente das privatizações que venha a fazer depois. Tem havido nesta matéria, a meu ver, um certo descuido e uma remissão excessiva para a privatização futura que há-de resolver todos os problemas das empresas. Nalguns casos têm-se deixado degradar situações e não se criaram mecanismos institucionais de controlo da gestão das empresas públicas, mais eficientes do que aqueles que têm vigorado em Portugal. Há muito que se justificava uma mudança do modelo institucional no enquadramento das empresas públicas em Portugal. Penso que apesar da perspectiva das privatizações vale a pena introduzir essas alterações institucionais no sentido da criação de formas mais autónomas de controlo das empresas públicas com «holdings» que estão a aparecer em certos sectores da economia, como por exemplo na RN ou na Químigal.

Voltando aos aspectos que estávamos a abordar, podemos compreender agora melhor que o fundamento económico mais importante das privatizações só poderá encontrar-se no objectivo da eficiência económica geral. Quer a chamada eficiência produtiva ou eficiência interna das empresas, quer a chamada eficiência de afectação de recursos em geral na economia. Aqui a análise económica é clara a distinguir as situações entre os sectores em que há a possibilidade de haver uma efectiva concorrência e em que as falhas de mercado não são muito significativas e os sectores em que existem situações de escassa concorrência, dada a natureza do sector, ou existem falhas de mercado muito significativas. Quando é claro que se trata de um sector normal, concorrencial, onde não são possíveis grandes externalidades ou economias de escala, as empresas privadas tendem a dar melhores resultados económicos.

Já nos casos em que há uma concorrência diminuta ou existem externalidades importantes as coisas não são tão cla-

ras. Muitos estudos comparativos têm demonstrado que nessas circunstâncias não é clara a conclusão de que as empresas privadas sejam mais eficientes que as empresas públicas nesses sectores <sup>1</sup>. Quanto menor for a concorrência menos verdadeira será essa eficiência relativa adicional.

O essencial tem a ver com as condições de concorrência no sector e com as condições de regulação institucional se existirem, mais do que com as formas de propriedade nele existentes. Com efeito, a eficiência das empresas privadas versus empresas públicas tem a ver essencialmente com três factores: a função objectivo, o controlo pelo mercado de capitais e a ameaça da falência. Quanto ao primeiro aspecto, no caso da empresa privada trata-se de maximizar o lucro. No caso das empresas públicas é possível definir a função objectivo como a maximização da soma do excedente do consumidor e do excedente do produtor. No entanto, quanto às empresas privadas, nem sempre o objectivo de maximizar o lucro é o objectivo das empresas, sobretudo quando há um divórcio entre os accionistas e a gestão (o que é muito estudado na teoria económica, no quadro das chamadas relações entre o principal e o agente — sendo que o agente são os gestores e o principal são os donos de empresa). As motivações do agente são o interesse próprio, portanto há que criar esquemas de incentivos dos gestores que garantam que os tais objectivos que têm nas empresas sejam de facto assegurados. A dispersão do capital e a heterogeneidade dos accionistas nem sempre assegura o melhor esquema.

Por outro lado, o controlo da empresa pelo mercado pode, em alguns casos, ter efeitos perversos, quando se impõe um horizonte demasiado curto prazo às empresas para garantir

---

<sup>1</sup> Ver referências em Yarrow, G. K., Privatization in theory and practice, in *Economic Policy* 2, 324-377 (1986).

rentabilidade imediata prejudicando a sua função de investimento, inovação e modernização. Em terceiro lugar, figura a hipótese de falência, mas no caso de grandes empresas, mesmo quando são privadas, também é um risco diminuto sobretudo no sector financeiro como se tem visto.

É por tudo isto que se justifica a conclusão de um estudo recente do Fundo Monetário Internacional onde textualmente se diz que: «Embora mudanças de propriedade possam conduzir a aumentos da eficiência produtiva (isto é, a custos de produção inferiores), este texto aponta para a possibilidade desses ganhos serem modestos... Para a oportunidade de assegurar eficiência económica ser plenamente aproveitada, a privatização tem de ser acompanhada por liberalização, para estimular a concorrência, e por regulação, para evitar práticas restritivas»<sup>2</sup>.

Quanto a este último aspecto, necessitamos em Portugal de aprofundar a reflexão, embora até agora as privatizações se tenham situado em sectores que estão em actividade de concorrencial. No entanto, o futuro vai-nos trazer muitos casos de empresas que estão em sectores pouco concorrenciais. Antes de privatizar há que pensar qual é o esquema de regulação que vai vigorar nesses sectores. Podemos observar como isso falhou em Inglaterra, por exemplo, no caso da British Telecom, em que os esquemas de regulação essencialmente ligados a uma limitação da evolução dos preços não garantiram uma regulação eficaz — piorou o serviço e verificaram-se lucros excessivos. Colocam-se grandes problemas de teoria da regulação que não tenho tempo para abordar aqui mas em que há que pensar antes de privatizar.

Quero referir-me ainda a mais três problemas. Por um

---

<sup>2</sup> Richard Hemming e A. M. Mansoor, *Privatization and Public Enterprises*, F.M.I. Occasional Paper n° 56, 1988.

lado, a questão dos estrangeiros, por outro a dos antigos accionistas e, finalmente, a perspectiva do futuro do programa de privatizações.

Quanto aos estrangeiros, penso que é correcto o critério de tentar manter em capital nacional algumas empresas sensíveis, embora considere também que a privatização tem que ser encarada como um processo que a prazo poderá sempre conduzir, de uma forma ou de outra, a que a empresa passe para o capital estrangeiro. Há que ter isso em conta, embora se fosse adiantar que, ao colocar uma limitação inicial, se dá uma oportunidade real a grupos portugueses que, mesmo que em alguns casos venham mais tarde a fazer negociações com o capital estrangeiro, terão pelo menos aí uma vantagem que ficará em mãos nacionais. Para facilitar o acesso do capital nacional a algumas empresas importantes, e com isso favorecer a capacidade empresarial portuguesa, é necessária não só uma nova metodologia de privatização, como novas condições de acesso ao financiamento por parte do capital nacional. Tenho defendido que, por exemplo em relação a empresas ou grupos portugueses que tenham capacidade de actuação internacional, o recurso ao endividamento externo, mais barato, não deveria ser limitado ou sujeito à medida conjuntural de 40% de depósito. Desse modo poderão realmente aceder a meios de financiamento em concorrência com outros candidatos estrangeiros e, portanto, potenciar a sua possibilidade de concorrer às privatizações.

Quanto à questão dos antigos accionistas, penso que a lei de 1977 não poderá ser mudada e julgo que não vale a pena repor esse debate na sociedade portuguesa e que nenhum antigo accionista ganhará qualquer processo judicial na base de contestar a legitimidade dessa lei. Defendi que se abrisse a possibilidade de se pagar a compra das acções a privatizar com títulos de indemnização valorizados ao valor nominal,

o que já é um benefício importante em relação ao seu valor real de mercado. Defendo também que a lei de 1977 tem de ser cumprida integralmente, e não o foi. Considero inadmissível que continuem por resolver os problemas dos valores definitivos das indemnizações ao fim de 13 anos de existência da lei. Considero inaceitável que o Estado privatize empresas de que ainda não pagou esses valores de indemnizações definitivas, quando já são conhecidos os resultados das comissões arbitrais que definiram esses mesmos valores. Não entendo porque é que esses processos não são concluídos, encontrando-se muitos deles há muito pendentes, e porque é que essas indemnizações não são liquidadas. Acho que o Estado português se vulnerabiliza no plano judicial, inclusive internacional, pelo facto de não cumprir integralmente a lei das indemnizações.

Finalmente, quanto ao futuro do programa de privatizações. Penso que todos os casos mais difíceis e controversos estão para vir e é necessário um grande esforço para pensar a situação em que vão ficar alguns sectores no futuro, como sejam as telecomunicações, a electricidade, os transportes rodoviários, para dar alguns exemplos em que os problemas de regulação são muito difíceis de resolver. Não concordo com uma partição excessiva da EDP mas entendo que alguma distribuição local e alguns centros de produção podem ser privatizados. Mantendo, no entanto, uma empresa nacional importante além do mais com capacidade financeira para garantir o abastecimento público de electricidade no futuro que exige grande capacidade de investimento. Por outro lado, penso que, por razões da natureza específica do sector, não se justifica a privatização total da Cimpor. Após a separação que foi feita de activos para a Secil, a privatização da Cimpor, a existir, devia ser apenas parcial. O mesmo é válido para a Portucel. Também entendo que não faz qualquer sentido

que o Estado pense privatizar o IPE como uma holding, em vez de privatizar parte das suas participações. O IPE continua a ser necessário para uma intervenção flexível do sector público, nomeadamente na área do capital de risco e das joint-ventures com capital estrangeiro.

Existem indefinições sobre o programa futuro das privatizações que é essencial clarificar, desde aquilo que o Estado pensa efectivamente privatizar e como conta organizar aquilo com que ficará. O essencial, no momento actual, é acelerar as privatizações no sector financeiro. Este vai estar sujeito a uma radical alteração de enquadramento no próximo futuro, resultante da aplicação de directivas comunitárias já aprovadas. As empresas que ainda são públicas neste sector estão subcapitalizadas, não possuem possibilidades de concorrência efectiva, e se retardar muito a sua privatização, chegarão ao fim do processo muito vulneráveis, acabando o Estado por ter de as vender por menor valor. Há que apressar, nesse sector, o processo de privatizações recorrendo aos vários métodos que a lei possibilita. Penso que todo o processo deve ser visto à luz de um critério que vise garantir a maior eficiência económica geral. É possível e necessário, em alguns casos, privatizar mais depressa recorrendo a métodos de concurso público e, nesse contexto, há que vender bem, ou seja, ao melhor preço. Neste ponto, a transparência é uma exigência crucial de um Estado de Direito.

# **O PROCESSO DAS PRIVATIZAÇÕES**

**Diogo de Lucena**

Professor e Presidente do Conselho Directivo da Faculdade de Economia  
da Universidade Nova de Lisboa

## **1 — OBJECTIVOS**

Muitos objectivos têm sido apontados, nos vários países, e ao longo do tempo, como os fins a atingir pelas privatizações. Em primeiro lugar, o seu impacto nas finanças públicas; em segundo lugar razões de distribuição e acesso ao mercado de capitais. Este «capitalismo popular» está claramente patente na forma como são organizadas as vendas das acções ao público. Em terceiro lugar razões do tipo ideológico, relacionadas com o papel a atribuir ao Estado na sociedade. Recentemente, em Portugal, a discussão tem-se centrado sobretudo na oportunidade que as privatizações representam para uma «política industrial activa» com o objectivo de fomentar o aparecimento de nucleos duros e a criação de grupos nacionais privados de contornos e dimensões «adequadas».

O que vou dizer no entanto, será muito mais centrado no que julgo ser o principal critério pelo qual o movimento da

privatização vai ser julgado no futuro e que é o da sua contribuição para o aumento de riqueza nacional. A questão central que importa resolver é a de saber se as empresas são ou não mais eficientes e eficazes nas mãos privadas em oposição a pertencerem ao sector público.

## **2 — PROPRIEDADE PÚBLICA VS PROPRIEDADE PRIVADA**

O argumento tradicional muitas vezes usado para justificar a nacionalização de empresas e sectores de actividade é o das falhas de mercado. Há uma compreensão clara de que o mercado em certas circunstâncias não faz correctamente o seu papel na afectação dos recursos. É hoje comum classificar estas falhas de mercado em três grandes grupos. Em primeiro lugar as que derivam da existência de poder de mercado ou poder de monopólio por parte de uma empresa ou coligação de empresas. Em segundo lugar a existência de externalidades, quando a acção de uma empresa afecta economicamente outras sem ser através de uma relação de mercado; a poluição é talvez a mais importante e discutida das externalidades. Em terceiro lugar as que resultam de problemas de assimetria de informação nos mercados, e que abrem o caminho para o comportamento estratégico por parte de alguns agentes económicos.

Dadas as falhas de mercado, tudo parece bem simples. O Estado deverá intervir sempre que estas existirem, com o fim de as corrigir. Deve aproveitar o mercado apenas quando este funciona bem. Infelizmente a questão não é tão simples. É que às falhas de mercado há que contrapor as falhas de Governo. A ilusão de que o Governo, ou a Administração Central, é um agente omnisciente e que age sempre no interesse público foi demonstradamente isso mesmo: uma ilusão.

E foi paga bem caro pelos que mais acreditaram nela. Em cada caso existe uma escolha, sempre complexa, de optar pela menor das duas falhas. Julgo que as lições da História são claras, e provam que em geral (embora nem sempre) as falhas de mercado são muito menos onerosas do que as do Estado.

### 3 — PRIVATIZAÇÃO E CONCORRÊNCIA

Não tenho dúvida que a melhor forma de defender a eficiência económica é promover a concorrência. É certo que este mecanismo nunca será «perfeito» no mundo real. Mas numa indústria onde haja um grau de concorrência razoável, nenhuma empresa se pode dar ao luxo de tomar decisões erradas, e muito menos persistir nelas, pois pagará um preço muito alto.

A tradição portuguesa é exactamente no sentido oposto. A opinião prevalecente durante o longo período de condicionamento industrial era a de que a concorrência tinha em si as sementes da sua destruição, levando, através da eliminação das empresas mais fracas, a situações de monopólios privados, que não deixariam de explorar o seu poder de mercado, contra o interesse público. Havia todo um conjunto de intervenções no sentido de limitar a concorrência e evitar os seus supostos efeitos destruidores. Após as nacionalizações, a defesa da ideia de concorrência foi anátema público por uns anos.

Só recentemente se começou a tornar claro entre nós que um papel importante do Estado que não estava a ser feito era precisamente a defesa da concorrência. Portugal só muito tarde, e devido à adesão à CEE, legislou neste domínio. Esta é uma área onde de facto talvez tenhamos Estado a menos. O Estado deve procurar garantir que as condições

da concorrência das empresas não são arbitrariamente enviesadas («level the playing field», uma expressão inglesa) e promover activamente a existência de uma concorrência viva e salutar. Eliminando, por exemplo, as barreiras legais à entrada que ainda hoje existem em vários sectores de actividade, permitindo que a entrada real ou a sua simples ameaça contribuam para a disciplina das empresas já instaladas; abrindo a economia à concorrência internacional; promovendo a concorrência «pelo campo» com a abertura de concursos para concessão de serviços que hoje são providos pelo Estado e que podem ser feitos por empresas privadas (e. g. recolha do lixo). Mesmo quando estes serviços só possam ser entregues a uma única empresa, é possível, em grande parte, substituir a concorrência «no campo» pela concorrência «pelo campo», fazendo concursos públicos para a concessão desses serviços; desintegrando verticalmente as empresas onde isso se justifique, e abrindo à concorrência os segmentos onde isso seja possível (e. g. o caso da EDP), etc.

Esta promoção da concorrência, sempre que possível, é crucial para o programa das privatizações. Todos os argumentos apontam que, nestes casos, a propriedade privada traz melhorias substanciais em relação à propriedade pública. Mas mesmo onde não seja possível concorrência por o sector ser um monopólio natural, não é evidente que um monopólio privado regulamentado não seja preferível a um monopólio público.

#### **4 — LIÇÕES DA EXPERIÊNCIA**

Existe um enorme número de estudos empíricos, comparando o comportamento de empresas públicas com empresas privadas. Estes estudos centram-se sobretudo na economia inglesa e americana, sendo mais raros para outros países

desenvolvidos e inexistentes em Portugal. Apesar de todas as limitações inerentes a este tipo de estudos, há algumas conclusões que aparecem com frequência suficiente para serem uma fonte indicativa.

Em primeiro lugar a propriedade pública traz consequências significativas, do tipo distribucional, favorecendo grupos bem organizados com algum interesse na empresa. Em segundo lugar não é possível, de uma forma decisiva, afirmar a superioridade dos monopólios privados regulamentados sobre a propriedade pública dos mesmos. As ineficiências associadas à intervenção do Estado através de regulamentação parecem não ser muito diferentes das que ele introduz directamente através do seu papel como accionista. Em terceiro lugar o aumento do grau de concorrência de um sector está associado a uma melhoria de «performance» das empresas deste sector, quer sejam públicas, quer sejam privadas. Finalmente, em sectores concorrenciais, há uma clara superioridade das empresas privadas sobre as empresas públicas.

## **5 — O FUTURO PROGRAMA DE PRIVATIZAÇÕES**

É importante reconhecer que, quando se trata da privatização de uma grande empresa ou de um sector, cada caso é diferente do anterior. No entanto algumas linhas gerais de acção ressaltam de discussão anterior:

- Levantar todas as restrições de entrada que ainda existem em muitos sectores, isto é, acabar com restrições de entrada legais de forma generalizada. Se o sector for de facto monopólio natural não precisa desta protecção; se não for, não a deve ter;
- Privatizar os sectores onde existam condições de alguma concorrência, incluindo aqui a possibilidade criação de concorrência potencial (abertura legal do sector) e inter-

- nacional (abertura ao estrangeiro). Os casos da banca, seguros, bebidas, etc. estão aqui incluídos;
- Criar condições de concorrência onde ainda não existam apenas por razões institucionais, privatizando esses sectores em seguida. Casos como os cimentos, transportes rodoviários de passageiros, transportes aéreos são possíveis exemplos de sectores nestas condições;
  - Promover a desintegração vertical de empresas monopolistas e privatizar e abrir à concorrência os segmentos onde não haja monopólio natural. A produção, transporte e distribuição de energia eléctrica não têm de estar entregues à mesma empresa; e a produção não é certamente um monopólio natural;
  - Devolver ao sector privado, através de concursos públicos periódicos muitos serviços hoje prestados directamente pelo sector público sem razões para isso: recolha do lixo nas cidades; «catering» nos hospitais, etc.;
  - Mesmo nos casos de monopólios naturais, fomentar a propriedade privada, embora regulamentando rigorosamente o sector.

Deve realizar-se que um programa constituído nestas linhas não está submetido à ideia de maximização de receitas por parte do Estado, mesmo que este, na venda de cada empresa particular, decida vender à melhor oferta. De facto as receitas do Estado seriam muito maiores se vendesse os seus monopólios sem introduzir concorrência no sector e sem regulamentar o novo monopólio privado. A defesa da eficiência sobrepõe-se aqui, como deve ser, à maximização das receitas.

## **REPRIVATIZAÇÕES: BALANÇO E REFLEXÕES ESTRATÉGICAS**

### 4.º PAINEL

No final das intervenções dos responsáveis por este 4.º painel seguiu-se um debate entre os mesmos:

Prof. Doutor Diogo Lucena:

— *Desejo apenas acrescentar um ponto adicional em relação ao que disse.*

*Não pretendo menosprezar a importância dos grupos portugueses. O meu argumento é o seguinte: o facto do Estado vender uma empresa a um grupo português não é garantia suficiente de que ela permaneça portuguesa. Nada impede (nem o Governo pode impedir) que se venda, posteriormente, essa empresa a um grupo estrangeiro que, por razões estratégicas, esteja disposto a pagar mais. Trata-se, portanto, de uma restrição sem grande efeito a longo prazo.*

*Isto prende-se também com a questão do capital estrangeiro. Tenho falado com empresários portugueses que têm apostado na internacionalização. Eles queixam-se das restrições impostas pelo Governo à sua expansão internacional. Estou convencido*

*que nenhum grupo português, que viva apenas do mercado nacional, poderá vir a ser um grupo com dimensão internacional séria.*

*Parece-me mais importante que o Governo facilite a expansão internacional dos grupos portugueses (dos que o estão a tentar fazer), do que impedir os estrangeiros de vir para Portugal.*

*Assim, parece-me mais razoável arriscar o dinheiro público a ajudar um grupo português a internacionalizar-se (para depois tentar conquistar mercados estrangeiros), do que gastar dinheiro público a defender grupos portugueses que querem viver à custa do mercado nacional. Isso nunca lhes irá dar dimensão necessária para uma verdadeira competição a nível europeu.*

Prof. Doutor Vítor Constâncio:

*— Há um ponto com o qual não estou de acordo com o Dr. Miguel Cadilhe. É sobre a possibilidade de o Estado conceder crédito para facilitar as privatizações, bem como o acesso de entidades nacionais a esse mesmo crédito.*

*Não haveria maneira de definir com rigor os critérios de adjudicação numa metodologia desse tipo, correndo-se o risco de concorrentes especulativos (impossíveis de provar que o não são de uma forma objectiva).*

*Creio que o acesso ao financiamento deve ser facilitado. Porém, o financiamento deve ser feito no mercado e pelas instituições do mercado que têm critérios comerciais de avaliação sobre o potencial de absorção de crédito e valia dos concorrentes.*

Dr. Miguel Cadilhe:

*— Julgo que o comentário do Prof. Vítor Constâncio teria alguma pertinência se, quando falei de «passivo longo junto*

*do Tesouro» por parte dos accionistas das empresas privatizadas, tivesse defendido esta medida como regra geral e solução universal em qualquer processo de privatização.*

*Creio que sublinhei que estava a pensar especificamente no concurso qualificado e limitado segundo critérios de um caderno de encargos.*

*É preciso avançar com regimes especiais de concurso qualificado, limitado, sobre «lote indivisível de accções», para formar núcleos duros e para permitir que as privatizações em Portugal não sejam só uma forma de arrecadar receitas e reduzir o «stock» da dívida pública (e reduzir, aparentemente, o peso do Estado).*

*As privatizações deveriam ser usadas para reforçar a capacidade e a valia empresarial e fazer a modernização das empresas, de raiz portuguesa.*

*Em suma, o Prof. Vítor Constâncio também teria razão, pelo menos alguma, se quisesse criar a figura do passivo longo, junto do Tesouro, para todas as privatizações.*

*Mas não se trata disso. É só para os casos de concurso público, limitado, qualificado, sobre o lote indivisível de accções.*

*Neste processo poderia avançar o Minitério das Finanças (e o Governo em geral), certos que poderiam assumir os critérios correctos para analisar o método dos candidatos: primeiramente os candidatos de um universo alargado, depois os candidatos de um universo mais restrito.*

*Ou seja, no caso do Ministério das Finanças, e do Governo, possuírem critérios correctos e capacidade de os aplicar, passar-se-ia a uma primeira triagem para depois assumir o crédito do Tesouro sobre esses accionistas.*

*Apoio a minha intervenção na hipótese de garantia bancária sobre esse passivo (sobre o serviço de dívida desse passivo homólogo). Isto quer dizer, que entrego a apreciação do risco*

*bancário ao sindicato de bancos, que concede a garantia bancária.*

*Mas é mais cómodo e mais fácil continuar com o regime geral das privatizações. Não cria grandes problemas e à medida que se vai ganhando experiência, mais seguro se vai estando.*

*Julgo que, para se evitar que a propriedade das empresas portuguesas passe para estrangeiros, é inevitável lançar mão dos concursos qualificados, para núcleos duros, sobre lote indivisível de acções.*

*Politicamente este é um «dossier» muito delicado. Porém, se isso não for feito, ou se alonga indefinidamente o processo das privatizações, ou se faz ao ritmo actual e passa-se para o estrangeiro a propriedade das empresas privadas. Uma outra hipótese é a de se ter um desaire numa operação de mercado de capitais.*

*Como nenhuma destas opções tem alternativa, recomendo, vivamente, a adopção do regime especial de concurso qualificado.*

*A lei estabelece dois regimes especiais (tendo em conta a situação da empresa, do sector, os interesses nacionais e outros argumentos deste género — que são vagos e de apreciação política), o concurso público qualificado sobre lote indivisível de acções (para gerar o núcleo duro, temperado por esse concurso público), e o ajuste directo.*

*Em Portugal, por lei, o núcleo duro só pode ser constituído mediante concurso público, qualificado e limitado a um universo de candidatos devidamente seleccionados. Uma vez que há critérios de selecção de candidatos, não vejo porque não poderão, esses candidatos, assumir o passivo longo junto do Tesouro a que me referi.*

Dr. Elias da Costa:

— *Gostaria de clarificar a posição do Governo. Há dois métodos de alienação que estão consagrados na lei. O Governo julga que tais métodos permitem em geral atingir os objectivos propostos para o processo das privatizações: a OPV e o concurso público. Em qualquer destes casos podem fazer-se «lotes indivisíveis».*

*Recordo, a título de exemplo, a operação da Bonança. Nesta operação definiu-se um lote indivisível de 25% destinado a entidades nacionais.*

*Assim estes dois mecanismos (a OPV e o concurso público) dão ao Governo a possibilidade de atingir os objectivos propostos, até que os resultados demonstrem o contrário. Porém, até agora, os resultados alcançados têm estado de acordo com as perspectivas e previsões do Governo.*

*O Governo não tem qualquer «antipatia» pelo concurso público limitado ou ajuste directo. Apenas se ressalva que eles constituem casos especiais a utilizar, quando tal se justifique, de acordo com os interesses nacionais ou especificidades das empresas.*

*Recordo que já se têm feito vendas directas, como por exemplo no caso da Covina. Esta empresa possui determinadas características que fizeram com que o método de alienação escolhido fosse a venda directa. Também se utilizou este método no caso da Quimigal, de acordo com os objectivos desta empresa para a venda das empresas participadas pela respectiva «holding».*

*Não constitui portanto um problema para o Governo recorrer ao concurso público limitado ou à venda directa, quando as condições assim o exigirem. Mas fora de tais circunstâncias procuraremos sempre utilizar a OPV ou o concurso público.*

*Relativamente à proposta apresentada pelo Dr. Miguel Ca-*

*dilhe para que o Tesouro concedesse crédito a longo prazo a concorrentes às privatizações, mediante garantias próprias por eles prestadas, devo observar o seguinte.*

*Se esses concorrentes têm possibilidade de conseguir garantias bancárias relativamente às operações em que estejam interessados, então também se afigura mais apropriado que sejam os bancos a prestar os financiamentos, de acordo com as respectivas avaliações dos riscos de crédito.*

*Deveremos assim, com vantagens de eficiência, entre outras, dispensar o Tesouro de conceder os referidos créditos, para o que de resto se não encontra vocacionado.*

Ao dar-se à assistência a oportunidade de colocar algumas questões, a primeira foi levantada pelo Dr. Ricardo Espírito Santo:

*— Gostaria de fazer um comentário acerca daquilo que foi dito pelo Doutor Diogo Lucena. É acerca dos grupos portugueses e do apoio, pelo Estado, ao relançamento dos grupos portugueses no exterior, em detrimento de uma expansão nacional.*

*A minha observação é esta: vejamos dois exemplos — o bancário e o segurador. Em 1986 foram feitas liberalizações nesses dois sectores.*

*Grupos portugueses entraram na respectiva área. Instalaram-se bancos portugueses em concorrência aberta com sucursais e filiais de bancos estrangeiros. Ao fim deste tempo verificamos que os bancos portugueses conseguiram superar a concorrência internacional, mesmo de instituições de grande porte. O que acontece é que os grupos portugueses necessitam de uma oportunidade.*

*Essa oportunidade não é apenas deixá-los funcionar em Portugal através do processo de privatizações. É conceder a*

*esses grupos portugueses os mesmos instrumentos que os grupos estrangeiros têm quando se instalam em Portugal.*

*Nenhum grupo português poderá relançar-se (ou lançar-se) no exterior se não tiver a chamada «massa crítica», em termos do mercado interno nacional. Aqui quero deixar bem reforçada a ideia de que não é possível um grupo de um país lançar-se num outro sem ter uma base interna.*

*Sobre este ponto, posso dar-lhe o nosso próprio exemplo. Andamos «lá fora» há quinze anos; embora estejamos em concorrência aberta com muitos grupos em muitos locais, aquilo que conseguimos fazer em relação aos que estão implantados, nos próprios mercados, é muito pouco. Por aqui se vê a importância da «massa crítica» interna, dentro da sua base.*

*Queria agora abordar o assunto da estabilidade accionista.*

*Assistimos no final da década de 80 à degradação de verdadeiros colossos empresariais dos EUA, motivada por MBO's e LBO's que conduziram à destruição de algumas das melhores empresas americanas.*

*Hoje, nos EUA, está-se a repensar todo o processo da estabilidade accionista, de forma a garantir às empresas um futuro mais equilibrado.*

*Torna-se assim evidente a necessidade de uma maior aproximação entre as empresas e os seus accionistas.*

*É fundamental que isso se faça em Portugal, nesta fase das privatizações.*

*Se não forem dadas hipóteses aos grupos de estabilizarem, em termos de núcleos, duros ou não (em termos de núcleos «per si»), então eles terão muito mais dificuldade em relação ao futuro.*

Seguiu-se o comentário/pergunta do Eng.º Belmiro de Azevedo:

— *Verifiquei que dos intervenientes apenas o Doutor Diogo Lucena não foi «contaminado» com funções governamentais.*

*De certo modo defendeu uma via importante para a realização das privatizações, de forma a valorizar as empresas, sobretudo para melhorar a eficiência da economia.*

*De um modo geral os outros intervenientes concentraram a sua atenção na importância de defender o património, sobretudo na sua transparência.*

*A minha questão é a seguinte: sendo estas jornadas de reflexões estratégicas, pareceu-me que as intervenções (nomeadamente a do Sr. Secretário de Estado) serviram apenas para nos dizer que «tudo foi bem feito e que tudo continuará na mesma».*

*Se assim é, haverá alguma utilidade em fazer estas jornadas de reflexão?*

Após este comentário foi a vez do Dr. Ferraz de Carvalho:

— *Estranhamente estou em desacordo com a opinião do Doutor Diogo Lucena sobre a intervenção dos estrangeiros na economia. Digo estranhamente porque, normalmente concordo com as definições de defesa e mecanismos de mercado que o Doutor Diogo Lucena costuma fazer.*

*De facto não me parece que estejamos, em Portugal, numa situação normal. Estamos num processo (ou à saída de um processo) em que os grupos produtivos portugueses foram destruídos.*

*As fortunas puramente «patrimoniais» passaram um período desagradável, mas os prédios e os terrenos voltaram a valer imenso dinheiro. Mas aquelas que se baseavam em empresas produtivas, essas, na generalidade, se tinham alguma dimensão*

— bancos, companhias de seguros — foram afectadas. O Estado ao não indemnizar convenientemente os anteriores accionistas negou uma forma de «reacumulação» de capitais.

Nota-se, pois, que é necessário haver alguma acumulação de capital, até que haja condições para o mercado funcionar perfeitamente.

Daqui a dois, três anos desaparece a possibilidade de controlar a entrada de estrangeiros em Portugal. Ainda bem.

Do ponto de vista da eficiência do mercado é evidente que a possibilidade de uma correcta utilização do mecanismo de compra e venda das empresas é importante para a economia. O que me parece é que é de grande responsabilidade avançar para um mecanismo de mercado quando as forças em presença não estão com a mesma força.

Parece-me importante pensar nas formas de ajudar os empresários portugueses. Os mecanismos jurídicos, os custos de formação de empresas, a flexibilidade para intervir na compra de empresas são de facto problemas complicados. Penso que umas jornadas deste tipo nos deveriam levar a reflectir em formas de criar condições de mercado, que mais tarde possam ser consideradas razoavelmente igualitárias.

Prof. Diogo Lucena:

— Vou comentar as intervenções do Dr. Ricardo Espírito Santo e do Dr. Ferraz de Carvalho, que de resto são muito próximas.

Não me parece que os mecanismos escolhidos, para proteger os portugueses da entrada dos estrangeiros, tenham algum resultado.

Os estrangeiros não podem comprar no 1.º «round». Nada os impede de comprar no 2.º O Governo (face à legislação da CEE) não os pode impedir de comprar nessa altura.

Não tenho medo da concorrência dos estrangeiros em Por-

tugal. Julgo que há um pavor exagerado que os estrangeiros venham e tomem «conta disto tudo». Não vejo grandes indícios de que isso aconteça. Nos sectores que se liberalizaram, os portugueses não foram «engolidos» pelos estrangeiros.

Concordo com o Dr. Ricardo Espírito Santo quando diz que um grupo português não pode partir para o estrangeiro enquanto não estiver solidamente implantado em Portugal.

O meu argumento é que não era aí que era precisa a intervenção do Estado. Aí as vantagens comparativas, à partida, dos portugueses são suficientes.

Quanto à estabilidade accionista há dois pontos: um é a formação dos núcleos duros e outro é uma certa estabilidade accionista.

Não tenho nada contra a existência de grupos fortes que dominem as empresas e que tenham uma estratégia para as empresas.

Não acredito nos mecanismos da lei francesa em que o ministro nomeia determinadas pessoas para formar o núcleo duro, afim de «tomar conta» de determinado sector.

Quanto à estabilidade das empresas estar ligada à existência de maiorias claras, não julgo haver correlação entre concentração e estabilidade.

Prof. Vítor Constâncio:

— Não estou de acordo com o Prof. Diogo Lucena quando diz que os mecanismos previstos para limitar o acesso às privatizações não servem para nada. Sempre protegem alguma coisa...

Penso que não existe só uma limitação de aquisição no 1.º «round». Existe, também, uma limitação mais permanente à detenção por estrangeiros de capital das empresas privatizadas. É claro que não é uma protecção definitiva. É ilusório pensar que, a prazo, a situação se irá manter sem que ocorram formas

*indirectas de alteração. Mas as limitações criam uma oportunidade inicial ao capital nacional.*

*Acredito que há uma parte importante dos empresários portugueses que quer mesmo ter o controlo das empresas. Ao terem essa oportunidade e ao tomarem o seu controlo vão mesmo manter as empresas. Vão utilizá-las na sua estratégia económica, nos seus grupos. Não vão usar esse privilégio inicial para depois vender.*

*Quanto aos núcleos duros, ou núcleos de gestão, não está em causa a repetição da experiência francesa. O que está em causa é se serão postos a concurso público certos lotes maioritários de acções a que têm acesso concorrentes qualificados. Ao terem esse direito de acesso, criam a obrigação de não alienarem as acções durante um determinado número de anos. É isso que garante essa relativa estabilidade de gestão durante algum tempo.*

Dr. Elias da Costa:

*— Alimentei algumas expectativas, ao longo do decorrer dos trabalhos que este Seminário pudesse convencer o Eng.º Belmiro de Azevedo da justeza da estratégia, da razão e dos fundamentos do Governo nesta matéria.*

*Sem excluir que isso tenha de facto acontecido nalguma medida, penso que a questão posta deve ser equacionada em função do que procurei salientar na minha intervenção:*

- Quais os objectivos que nos propunhamos atingir;*
- Quais as estratégias de alienação que definimos para alcançar esses objectivos;*
- Quais foram os resultados alcançados.*

*O fundamental é verificar se as operações das privatizações realizadas atingiram ou não os objectivos propostos.*

*Penso que em todas, excepto a Centralcer, os objectivos foram amplamente atingidos, quer no que diz respeito à participação do capital nacional, quer no tocante ao valor do encaixe para o Estado e à transparência dos processos.*

*Ora, na medida em que as estratégias, modelos e instrumentos, que estamos a utilizar, têm atingido esses objectivos, não há logicamente razões que fundamentem a sua alteração.*

*De qualquer forma não temos uma perspectiva estática do processo de privatização. Analisaremos constantemente os resultados das operações que formos realizando, retirando as necessárias ilações.*

*Penso que este Seminário se revestiu de grande utilidade — e que este ponto de vista é partilhado pela assembleia. Particularmente, do ponto de vista do Governo, ele permitiu realizar, pela primeira vez e de uma maneira sistemática, duas coisas fundamentais:*

- Transmitir a filosofia de base e os fundamentos das escolhas feitas, pelo Governo, nos processos de privatizações já realizadas;*
- Ouvir o que as pessoas que neles participaram têm a dizer e a propor sobre a matéria.*

*Prof. Silva Ferreira:*

*— Quero apenas fazer uma observação sobre as perspectivas a que devem obedecer as privatizações. Penso que neste Seminário pouco ou nada foi dito sobre os pequenos investidores e sua importância no processo das privatizações. Considerando o peso que têm na poupança nacional e a necessidade de desenvolver o mercado financeiro é necessário avançar com formas para integrar os pequenos investidores no processo de privatizações.*

Dr. José Roquete:

— *Penso que ficou claro na minha intervenção (quando referi que era a favor da estratégia seguida, relativamente aos investidores estrangeiros) que não o fazia por qualquer tipo de paternalismo, ou por outra motivação que não fosse por entender que essa oportunidade, que é oferecida, é boa.*

*Entendo essa oportunidade, não como uma oportunidade estática, num determinado momento, numa determinada privatização, mas como a responsabilidade que os candidatos, credíveis, assumem ao longo de um período de tempo mais extenso.*

*Nesse período de tempo têm de justificar, em termos realistas, a sua capacidade, como empresários nacionais, para sustentar seja que tipo de associações for, mesmo em relação a grupos estrangeiros que são, em termos absolutos, mais fortes. Foi nesta perspectiva que falei da questão da credibilidade.*

*O Prof. Diogo Lucena tem razão ao dizer — tomemos por exemplo o caso do núcleo duro português responsável pela gestão do grupo Valores Ibéricos e BTA — que se poderia fazer, quando se entendesse, a venda a um grupo estrangeiro.*

*Surge aqui a questão da credibilidade — é ou não credível esse grupo? Aqui o Governo tem que sancionar e avaliar a capacidade dos grupos.*

*Para finalizar deixo aqui uma questão em suspenso:*

*Alguém estará convencido que, se o grupo Valores Ibéricos e BTA não estivesse em «mãos» portuguesas, teria capacidade para se portar como instituição da primeira linha deste sector em Portugal?*



**ANEXO**

**PRIVATIZAÇÕES**

**DE 26 DE ABRIL DE 1989 A 31 DE AGOSTO DE 1991**

**INFORMAÇÃO DE BASE**



## PRIVATIZAÇÕES

26 DE ABRIL DE 1989 A 31 DE AGOSTO DE 1991

EMPRESA — Data da operação	Modelo adoptado	OBJECTIVOS						
		Identidade Nacional — Limite legal a estrangeiros	Disseminação do capital — N.º de accionistas (a)	VALORES				Amortização de Dívida Pública — 80% sobre o encaixe total (contos)
				OFERTA N.º de Acções Valor	PROCURA N.º de Acções Valor	EFFECTUADO N.º de Acções Valor	Preço médio ÷ Preço base	
UNICER 1.ª Fase 26/04/89  2.ª Fase 28/06/90	OPV	20%	13 945	3 185 000 acções	3 676 500 acções	3 185 000 acções	1,2	7 484 616
				7 829 000 contos	26 876 784 contos	9 355 700 contos		
BT A 1.ª Fase 10/07/89  2.ª Fase 31/07/90	OPV	10%	40 739	3 318 810 acções	4 859 911 acções	3 318 810 acções	1	10 631 750
				13 289 687 contos	18 378 202 contos	13 289 687 contos		
BT A 1.ª Fase 10/07/89  2.ª Fase 31/07/90	OPV	10%	40 739	12 250 000 acções	43 290 520 acções	12 250 000 acções	1,49	22 883 000
				19 135 000 contos	32 160 951 contos	28 604 000 contos		
				7 750 000 acções	26 947 341 acções	7 750 000 acções	1	17 164 194
22 355 243 contos	79 178 571 contos	22 355 243 contos						
TRANSINSULAR 2.ª Fase 51% do Capital 06/08/90	OPV	Sem limite	37	715 336 acções	710 169 acções	715 336 acções	1	—
				1 690 953 contos	1 762 585 contos	1 775 502 contos		
TRANQUILIDADE 1.ª Fase 04/12/89 2.ª Fase 09/10/90	OPV	30%	81 754	2 450 000 acções	19 363 140 acções	2 450 000 acções	2,23	20 622 060
				11 569 000 contos	44 881 753 contos	25 777 576 contos		
				2 550 000 acções	3 521 815 acções	2 550 000 acções	1,02	15 128 185
				18 599 600 contos	25 377 413 contos	18 910 231 contos		

## PRIVATIZAÇÕES

26 DE ABRIL DE 1989 A 31 DE AGOSTO DE 1991

(Continuação)

EMPRESA — Data da operação	Modelo adoptado	OBJECTIVOS						Amortização de Dívida Pública — 80% sobre o encaixe total (contos)
		Identidade Nacional — Limite legal a estrangeiros	Disseminação do capital — N.º de accionistas (a)	VALORES				
				OFERTA N.º de Acções Valor	PROCURA N.º de Acções Valor	EFFECTUADO N.º de Acções Valor	Preço médio — Preço base	
CENTRALCER 100% do capital 12/11/90	OPV	35%	5 411	9 500 000 acções 33 321 250 contos	6 151 660 acções 22 864 718 contos (b)	9 500 000 acções 34 585 135 contos (b)	1,04	27 668 108
BPA 1.ª Fase 33% do capital 11/12/90	OPV	2%	27 000	6 600 000 acções 48 262 500 contos	7 981 040 acções 59 911 126 contos	6 600 000 acções 49 752 694 contos	1,03	39 802 155
SOCIEDADE FINAN- CEIRA PORTUGUESA 100% do capital 06/05/91	OPV	33%	669	9 000 000 acções 11 000 000 contos	7 608 650 acções 14 384 238 contos	9 000 000 acções 16 053 910 contos	1,46	—
Diário de Notícias 15/05/91	OPV	10%	20	2 000 000 acções 8 400 000 contos	2 000 000 acções 8 400 000 contos	2 000 000 acções 8 400 000 contos	1	6 700 000
ALIANÇA SEGURADORA  1.ª Fase 02/10/89  2.ª Fase 29/05/91	OPV	30%	643	1 470 000 acções 4 334 000 contos 1 531 622 acções 6 885 000 contos	9 771 940 acções 39 550 313 contos 1 502 902 acções 7 062 042 contos	1 470 000 acções 7 106 786 contos 1 531 622 acções 6 741 733 contos	1,64  1	5 685 429  5 433 386
PORTLINE 80% do capital  21/06/91	Concurso público	Sem limite	1	4 000 000 acções 5 600 000 contos	4 000 000 acções 5 750 000 contos	4 000 000 acções 5 750 000 contos	1,03	—

## PRIVATIZAÇÕES

26 DE ABRIL DE 1989 A 31 DE AGOSTO DE 1991

(Continuação)

EMPRESA — Data da operação	Modelo adoptado	OBJECTIVOS						Amortização de Dívida Pública — 80% sobre o encaixe total (contos)
		Identidade Nacional — Limite legal a estrangeiros	Disseminação do capital — N.º de accionistas (a)	VALORES				
				OFERTA N.º de Acções Valor	PROCURA N.º de Acções Valor	EFECTUADO N.º de Acções Valor	Preço médio ÷ Preço base	
BONANÇA 1.ª Fase 60% do capital  25/06/91	OPV	5%	15 615	3 600 000 acções 16 305 000 contos	6 255 970 acções 30 501 324 contos	3 600 000 acções 18 835 677 contos	1,16	15 068 541
BESCL 1.ª Fase 40% do capital 09/07/91	OPV	2%	26 961	16 000 000 acções 54 400 000 contos	43 401 723 acções 160 449 751 contos	16 000 000 acções 60 866 056 contos	1,12	48 692 844
SUB-TOTAL			212 795	85 920 768 acções 282 976 233 contos	191 043 281 acções 577 489 771 contos	85 920 768 acções 328 159 930 contos	1,16	242 964 268
BFB 1.ª Fase 80% do capital	Concurso público	35%	4	16 400 000 acções 36 080 000 contos	16 400 000 acções 36 080 000 contos	16 400 000 acções 36 080 000 contos	1	6 351 840
TOTAL			212 799	102 320 768 acções 319 056 233 contos	207 443 281 acções 613 569 771 contos	102 320 768 acções 364 239 930 contos	1,14	249 316 108

(a) Valor estimado com base na informação disponível das empresas.

(b) Diferença entre procura/efectuado corresponde ao exercício da tomada firme

COMPOSTO, IMPRESSO E BROCHADO  
DEPARTAMENTO DE DOCUMENTAÇÃO E ARTES GRÁFICAS  
DIRECÇÃO-GERAL DA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA  
MINISTÉRIO DAS FINANÇAS  
RUA ALMEIDA BRANDÃO, 13-A — 1200 LISBOA  
DEPÓSITO LEGAL 49 066/91  
ISBN 972-9244-22-7  
3000 EXEMPLARES, NOVEMBRO 91

• DOCUMENTOS DO MINISTÉRIO DAS FINANÇAS •

ISBN: 972-9244-22-7