

## **CAPÍTULO VII**

### **DINAMIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS E PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIDORES NACIONAIS**

#### **1. As privatizações e o mercado de capitais**

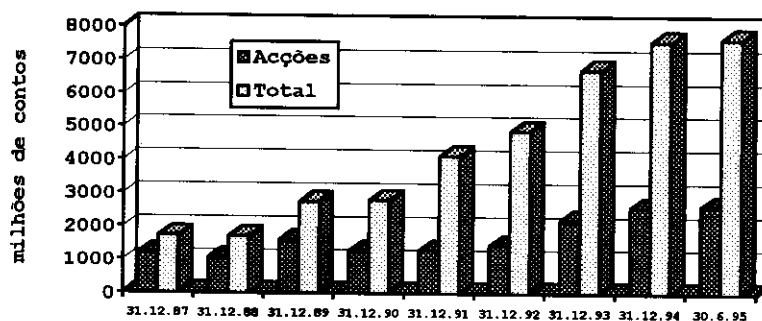
##### **1.1 Breve Caracterização dos Mercados de Valores Mobiliários**

Na última década, os mercados de valores mobiliários em Portugal registaram um ritmo de crescimento assinalável.

No início da segunda metade da década de 80, o clima de euforia nas Bolsas de Valores nacionais traduziu-se num ressurgimento do mercado accionista, que cresceu de forma exponencial até Outubro de 1987, data em que se verificou uma quebra generalizada das cotações. O *crash* de

1987 teve um impacto muito negativo no mercado secundário das acções, que a partir daí evoluiria de forma bastante irregular, salientando-se as quebras nos anos de 1988 e 1990. Só no ano de 1993, é que este mercado voltaria a registar um crescimento significativo, quer ao nível da capitalização e transacções, quer ao nível das cotações.

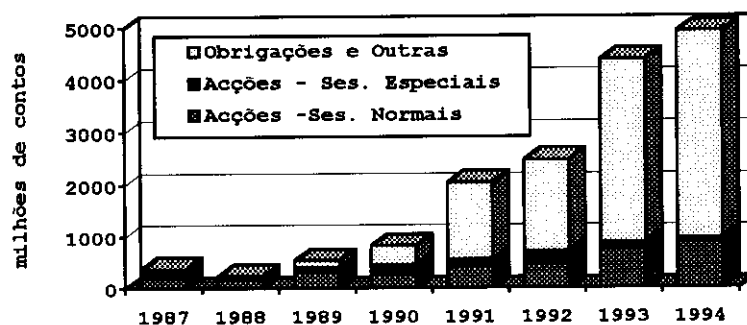
Gráfico VII.1  
Capitalização Bolsista na BVL



O mercado obrigacionista registou um comportamento diverso do mercado accionista, na medida em que o seu maior desenvolvimento se verificou sobretudo a partir de 1989. No período 89-94, a capitalização bolsista das obrigações cotadas na BVL aumentou 43%, em termos médios anuais, não

obstante o facto de a maior parte das empresas privatizadas terem passado a financiar-se, preferencialmente, através da emissão de acções. No final do 1º Semestre de 1995, as obrigações representavam já 64.2% da capitalização bolsista da BVL, contra uma quota de apenas 28.6% no final de 1987.

**Gráfico VII.2**  
**Valor das Transacções nos Mercados em Bolsa**



Os volumes globais transaccionados nas Bolsas de Lisboa e Porto reflectem o crescimento significativo do mercado obrigacionista a partir de 1989. Realce-se também o elevado volume das transacções de acções realizadas em sessões especiais de bolsa, nos anos de 1987 e no triénio 1990/1992.

**Quadro VII.3**  
**Mercado com Cotações Oficiais de Acções\***

	Nº soc.	Nº acções Admitidas (10 <sup>3</sup> )	Capitaliz. Bolsista (10 <sup>6</sup> Esc)	Transacções		Índices Merc.** Var %
				Quantid. (10 <sup>3</sup> )	Valor (10 <sup>6</sup> Esc)	
1987	131	113 913	807 072	15 990	126 959	+148.8
1988	158	206 552	859 974	15 629	94 111	-21.2
1989	152	344 150	1 542 360	48 358	212 665	+31.7
1990	152	476 020	1 197 324	48 250	161 870	-32.9
1991	153	550 400	1 252 003	63 341	160 519	-2.3
1992	100	657 927	1 277 166	82 431	173 048	-11.2
1993	89	790 654	2 057 289	154 587	365 518	+53.2
1994	83	936 783	2 320 655	221 854	625 898	+8.4

\* Mercado Oficial até 21/7/91;

\*\* Até 1987, índice BTA; depois, índice BVL.

**Fonte:** Bolsa de Valores de Lisboa, Sínteses Anuais dos Mercados de Valores Mobiliários

O principal mercado accionista da BVL é o Mercado de Cotações Oficiais de Acções, onde se encontram admitidas à cotação as acções de sociedades com uma situação económico - financeira adequada e que respeitam ainda outros requisitos mínimos, como o de dispersão do capital (25% ou 500 mil acções) quer de capitais próprios ou capitalização bolsista (500 mil contos). Para além deste mercado, funcionam ainda o Segundo

Mercado, especialmente vocacionado para as pequenas e médias empresas e o Mercado sem Cotações, com requisitos de admissão facilmente preenchíveis.

A redução do número de sociedades admitidas à cotação no Mercado de Cotações Oficiais, de 1991 para 1992, teve a ver com a reestruturação dos mercados em bolsa operada nessa altura, na sequência da entrada em vigor do actual Código do Mercado de Valores Mobiliários. Em 31/12/94, o número total de sociedades com acções cotadas era de 195, distribuindo-se pelos três mercados da seguinte forma: 83 no Mercado de Cotações Oficiais; 16 no Segundo Mercado e 96 no Mercado Sem Cotações.

Em 1994, o Mercado de Cotações Oficiais representava 89.7% da capitalização de todas as acções admitidas à negociação na BVL, e 81.6% do volume de transacções em sessões normais de bolsa. Realce-se, ainda o elevado peso do sector dos bancos e de outras instituições monetárias e financeiras que, com 34 sociedades cotadas, representava 69.2% da capitalização bolsista e 63.5% dos volumes transaccionados.

**1.2. As Operações de Privatização e as Sessões Especiais de Bolsa**

Iremos aqui abordar apenas as principais operações de privatização, excluindo as alienações realizadas pela Quimigal, IP e PEC.

Assim, desde o início do processo de reprivatizações, em Março de 1989, até ao final do primeiro semestre de 1995, concretizou-se um total de 57 operações de privatização, respeitantes a 42 empresas. Deste total, 44 foram concretizadas através de sessões especiais de Bolsa, das quais 43 foram Ofertas Públicas de Venda<sup>1</sup>. O encaixe total nas privatizações efectuadas através de Ofertas Públicas de Venda, até ao final do primeiro semestre de 1995, foi de 773.2 milhões de contos, valor que corresponde a 67.6% do encaixe total com as privatizações (1143.5 milhões de contos).

Estes números evidenciam de forma clara a preferência do Estado pela metodologia das Ofertas Públicas de Venda, e a importância atribuída às Bolsas de Valores nacionais, enquanto

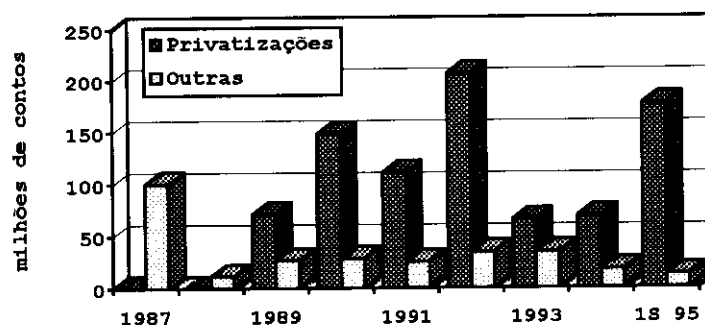
---

<sup>1</sup> A única excepção verificou-se na alienação dos últimos 24.39% que o Estado detinha no capital do BPA, que se concretizou no âmbito da Oferta Pública de Aquisição que o BCP efectuou às acções daquele banco.

veículo privilegiado para a captação das poupanças dos pequenos investidores. A realização da maior parte das operações de privatização através das Bolsas de Valores ia também ao encontro de um dos objectivos estabelecidos na lei-quadro, nomeadamente, o de contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais.

O gráfico VII.4 evidencia o peso dominante que as operações de privatização têm tido, no conjunto das transacções efectuadas em sessões especiais de Bolsa. De facto, entre 1989 e o primeiro semestre de 1995, os valores transaccionados nas operações de privatização representaram 74.3% do total transaccionado em sessões especiais de Bolsa.

**Gráfico VII.4**  
**Valor das Transacções**  
**em Sessões Especiais de Bolsa**



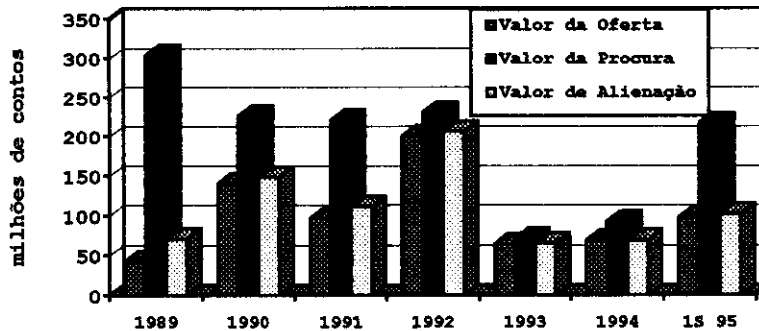
Os investidores responderam, em geral, de uma forma positiva às operações de privatização através de OPV, o que é bem visível no facto de, em termos médios, a procura total de acções ter excedido claramente a oferta disponível.

Este excesso da procura foi especialmente notório nos anos de 1989 a 1991, reflectindo uma envolvente macroeconómica favorável e uma certa escassez na oferta de novos títulos, a qual foi colmatada pelas OPV lançadas pelo Estado. Nas primeiras quatro operações de privatização parcial realizadas em 1989, o valor da procura excedeu o valor base de oferta em mais de 7 vezes. Nos anos de 1990 e 1991, a procura total excedeu a oferta em 62% e 230%, respectivamente. Em 1992 e 1993, o excesso da procura tornou-se menos expressivo, situando-se num valor que corresponde a cerca de 110% a 155% do valor da oferta.

---



**Gráfico VII.5**  
**Excesso da Procura**  
**nas Ofertas Públicas de Venda**



No total das 43 OPV já concretizadas, apenas em 17 se verificou uma deficiência da procura em relação à quantidade de acções oferecidas. Contudo, essa insuficiência verificou-se essencialmente em alienações de empresas de dimensão relativamente reduzida, como foi o caso das 11 sociedades alienadas pela RNIP - Rodoviária Nacional Investimentos e Participações, SGPS, cujo valor base de oferta médio foi de apenas cerca de 2 milhões de contos. Nas empresas alienadas pela RNIP, a insuficiência deveu-se ao facto de as tranches destinadas aos trabalhadores e aos pequenos subscritores não terem tido praticamente procura, tendo as acções sobrantes sido adicionadas ao bloco indivisível. Esta situação é normal, atendendo à expectativa de uma liquidez muito reduzida das acções destas empresas, que não iriam entrar à cotação na Bolsa.

Apenas em 5 OPVs houve a necessidade de recorrer à tomada firme para a colocação das acções a alienar, e apenas em 3 dessas operações o recurso à tomada firme teve uma expressão significativa: na Centralcer, em Novembro de 90, (11.7 milhões de contos), no BESCL/2<sup>a</sup>, em Fevereiro de 92, (6.5 milhões de contos) e na Mundial Confiança, em Abril de 92, (11.3 milhões de contos). Um aspecto que poderá constituir uma explicação parcial para o insucesso destas operações, é o de elas se terem concretizado em anos em que o mercado accionista registou quebras acentuadas na evolução das cotações. Na segunda fase de privatização do BESCL, o relativo insucesso poderá também em parte ser devido à elevada dimensão da oferta, que foi a maior até então registada (valor base de 88 milhões de contos); de qualquer forma, a garantia de tomada firme foi accionada apenas em relação a cerca de 1,9% do número total de acções alienadas a que corresponde um valor próximo dos 2,7% do valor base fixado. No caso da Centralcer e da Mundial Confiança, a justificação parece ser que o mercado considerou que estas empresa estavam sobreavaliadas, com preços base de oferta demasiado elevados; nestas duas operações, a tomada firme absorveu cerca de 35% da oferta global.

Nas primeiras quatro operações de privatização, concretizadas em 1989, o valor médio de alienação excedeu em cerca de 2/3 o valor base de oferta fixado pelo Estado, o que evidencia a grande apetência dos investidores pela aquisição de acções daquelas empresas. A partir de 1990, os valores médios de alienação têm-se situado entre os 100%/110% do valor base de oferta, o que é também explicado pelo facto de a utilização do mecanismo de leilão competitivo, que tende a fazer subir o preço médio de alienação, se ter tornado menos habitual nas operações efectuadas em anos mais recentes.

Até ao ano de 1992, as privatizações concretizaram-se a bom ritmo, tendo naquele ano sido realizadas 15 operações (13 OPVs), que renderam um encaixe total de 305 milhões de contos (nas OPVs, 271 milhões de contos). Em 1993 verificou-se uma clara desaceleração do processo, com apenas duas operações de dimensão relevante: a UBP (24.4 milhões de contos) e a BPA/3<sup>a</sup> (32.4 milhões de contos). No ano de 1994 voltou a intensificar-se o ritmo das privatizações, culminando na operação do BFE, com um forte aumento da procura, tendo esta ultrapassado em mais do dobro a oferta total de acções.

No final do primeiro semestre de 1995, concretizou-se aquela que foi, até ao momento, a maior operação de privatização realizada em Portugal - a da Portugal Telecom. Foram alienadas 51800 mil acções, correspondentes a 27.3% do capital da empresa, que geraram uma receita de 142.6 milhões de contos. Esta operação constituiu um dos maiores êxitos do processo de privatizações, tendo em conta a elevada procura que registaram as suas acções - na parcela alienada através de Oferta Pública de Venda (27536 mil acções), a quantidade de acções procuradas excedeu a oferta em 113%; no segmento da Venda Directa (24264 mil acções), as intenções de compra registadas excederam a oferta em mais de quatro vezes, totalizando cerca de 123 milhões de acções, a que corresponde um valor de cerca de 344 milhões de contos.

Também na operação de privatização da Portucel Industrial, efectuada nos últimos dias de Junho, se registou um elevado nível da procura, que excedeu as acções disponíveis em 184% (na OPV) e 215% (na venda directa). O encaixe total com a alienação de 40% do capital da Portucel Industrial permitiu um encaixe de 35.6 milhões

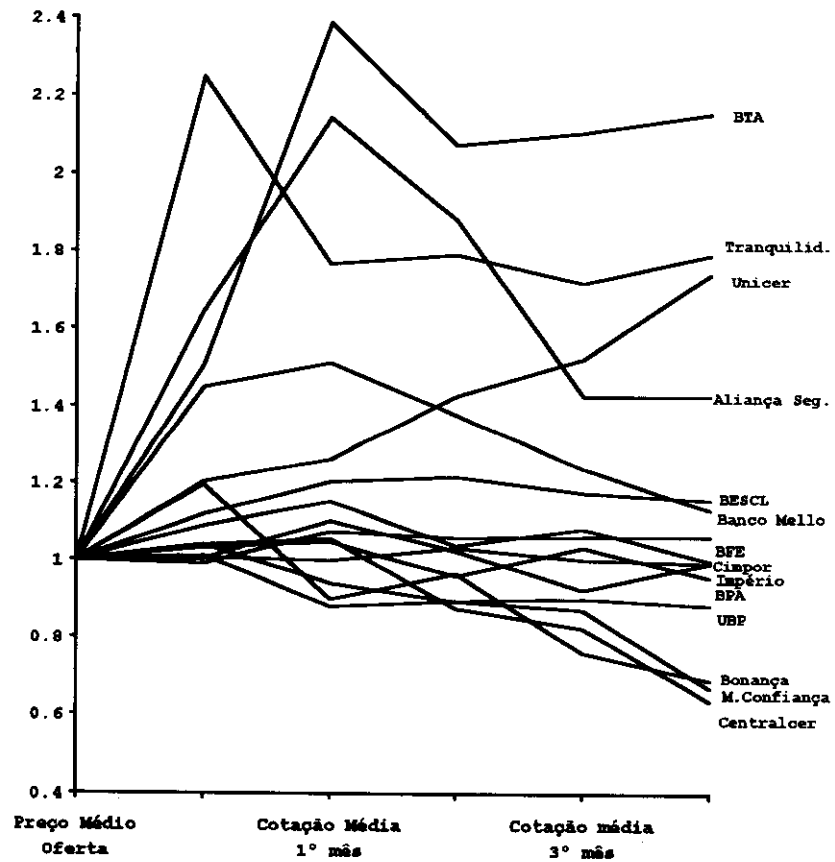
---

de contos, a que acrescem 3,9 milhões de contos de receita recentemente obtida com a alienação de um lote suplementar de acções em venda directa no mercado internacional correspondente a 4,275% do capital social da empresa.

### **1.3. O After-market das empresas privatizadas**

O sucesso das operações de privatização, e o seu contributo para o desenvolvimento do mercado, pode também ser aferido em função do comportamento das empresas privatizadas no mercado (o *after-market*), por comparação da sua cotação no mercado com o preço médio de alienação. A comparação das cotações com o preço base de oferta permite também avaliar o grau de razoabilidade dos preços base estabelecidos para a alienação das acções.

Gráfico VII.6  
 After-market das Empresas Privatizadas



O gráfico VII.6 mostra o *after-market* das empresas admitidas à cotação. Tomando como base o

preço médio da oferta (relativo à primeira operação de privatização) apresenta-se, sob a forma de índice, o preço médio de alienação e as cotações médias nos primeiro, segundo, terceiro e sexto mês, depois da data de admissão à cotação.

Verifica-se que, na maior parte dos casos, as empresas privatizadas foram avaliadas pelo mercado, no primeiro mês, a um nível superior ao implícito na operação de venda. No primeiro mês após a admissão à bolsa, apenas cinco empresas registaram uma cotação média inferior ao preço médio de alienação (Bonança, Tranquilidade, UBP, Mundial Confiança e Cimpor). Nestas empresas, à excepção da Tranquilidade, a cotação média no primeiro mês foi também inferior ao preço médio da oferta.

Nos primeiros seis meses de transacções, a maior parte das empresas privatizadas apresentaram uma evolução negativa das suas cotações, o que poderá em parte ser explicado pela pressão negativa sobre o preço, provocada pelas vendas realizadas pelos investidores que estavam apenas preocupados com a realização de mais-valias a curto prazo.

Nos casos muito favoráveis do BTA e da Unicer, a cotação média no sexto mês após a admissão à

cotação excedia o preço médio de alienação em 43.2% e 44.6%, respectivamente, e o preço médio da oferta em 115.5% e 74.1%. Outras empresas, como a Tranquilidade e a Aliança Seguradora, viram as suas cotações evoluir de forma desfavorável comparativamente ao preço médio de alienação, mas estiveram normalmente cotadas a valores bastante superiores ao do preço médio da oferta, na primeira tranche de privatização.

Pelo seu *after-market* desfavorável, merecem referência a Centralcer, a Mundial Confiança e a Bonança; as duas primeiras, como já se referiu atrás tinham-se defrontado já com uma insuficiência da procura logo no momento da abertura ao capital privado.

A preocupação com um *after-market* favorável esteve particularmente presente nas operações de privatização da Portugal Telecom e da Portucel Industrial, as quais assumiram características inovadoras em relação às outras operações, nomeadamente, no processo de fixação do preço. Os preços de alienação foram determinados em resultado de um processo de *bookbuilding*, que consistiu na recolha por parte das entidades colocadoras, junto de diversos investidores internacionais, das respectivas intenções de compra. Esses investidores foram classificados em função da sua qualidade, e o preço de alienação foi

---



fixado por forma a assegurar que a venda das acções fosse efectuada apenas aos investidores classificados com o rating mais elevado, e a um patamar que fosse susceptível de sustentação pelo mercado. Na realidade, no primeiro mês de admissão à cotação, e não obstante a forte pressão de venda gerada por alguns investidores institucionais que apostaram na realização de mais-valias a curto prazo, as acções da Portugal Telecom e da Portucel Industrial foram transaccionadas na Bolsa a preços acima ou ao nível do preço de alienação.

#### **1.4. Peso no Mercado das Empresas Privatizadas Admitidas à Cotação**

Até à data, das empresas que foram já total ou parcialmente privatizadas pelo Estado, 17 foram admitidas à cotação no Mercado de Cotações Oficiais da Bolsa de Valores de Lisboa, onde representam actualmente mais de 1/3 da capitalização bolsista do mercado accionista. As primeiras empresas privatizadas a terem acções admitidas à cotação foram a Unicer (em 16/6/89) e o Banco Totta & Açores (em 30/10/89) que, no final de 1989, representavam 2.5% da capitalização total.

**Quadro VII.7**  
**Peso das Empresas Privatizadas no Mercado**  
**de Cotações Oficiais de Acções da EVL**

	Nº de Empresas Admitidas			Capitaliz. Bolsista (10 <sup>12</sup> Esc)		
	Privatiz.	Total	(1)/(2)	Privatiz.	Total	(3)/(4)
	(1)	(2)	%	(3)	(4)	%
31.12.88	0	158	0.0	0	860	0.0%
31.12.89	2	152	1.3	39	1 542	2.5%
31.12.90	5	152	3.3	113	1 197	9.5%
31.12.91	7	153	4.6	234	1 252	18.7%
31.12.92	12	100	12.0	411	1 277	32.2%
31.12.93	13	89	14.6	660	2 057	32.1%
31.12.94	14	83	16.9	772	2 321	33.3%
30.6.95	17	84	20.2	901	2 455	36.7%

Fontes: Bolsa de Valores de Lisboa (publicações diversas)

O salto mais significativo, em termos do peso das empresas privatizadas na capitalização bolsista do mercado accionista, verificou-se em 1992, e ficou a dever-se:

- à admissão à cotação de 5 novas empresas privatizadas (entre os quais o Crédito Predial Português);
- ao aumento da percentagem do capital social admitido à cotação do BESCL (de 30% para 46.7%) e do BTA (de 49.5% para 70.4%);

-ao aumento de capital por subscrição pública efectuado pelo BPA, que gerou um encaixe de 50.6 milhões de contos;

- à redução do número de empresas admitidas ao Mercado de Cotações Oficiais, de 153 para 100.

No ano de 1993, apesar da capitalização bolsista das empresas privatizadas ter aumentado em 60,6%, o seu peso no mercado manteve-se estagnado, para o que terá contribuído uma subida generalizada das cotações naquele ano, traduzida numa variação do Índice Geral BVL de +53.2%.

Em 30 de Junho de 1995, a situação das empresas privatizadas admitidas à cotação era a seguinte:

**Quadro VII.8**  
**Empresas Privatizadas**  
**Admitidas à Cotação em 30/6/95**

Empresa	Sector de Actividade	Data de Admissão	% Cap. Soc. Admit. à Cotação	Capitaliz. Bolsista (10 <sup>6</sup> Esc)
Unicer	Cervejeiro	16/06/89	93.2	44 885
BTA	Banca	30/10/89	81.8	139 495
Aliança Segur.	Seguradora	22/01/90	93.5	3 981
Tranquilidade	Seguradora	09/05/90	96.7	42 929
BPA	Banca	21/12/90	75.6	174 709
Centralcer	Cervejeiro	22/03/91	69.0	10 357
BESCL	Banca	12/07/91	91.6	147 743
Banco Mello	Banca	03/04/92	60.0	12 960
Mundial Confian.	Seguradora	30/06/92	12.4	7 680
Bonança	Seguradora	13/10/92	75.0	20 025
Império	Seguradora	30/12/92	100.0	22 231
CPP	Banca	30/12/92	100.0	34 375
UBP	Banca	20/04/93	88.5	33 188
Cimpor	Cimento	08/07/94	16.7	33 280
BFE	Banca	02/01/95	24.7	26 059
Portugal Telecom	Telecom.	02/06/95	21.8	115 850
Portucel Indust.	Pasta Papel	28/06/95	34.0	30 879

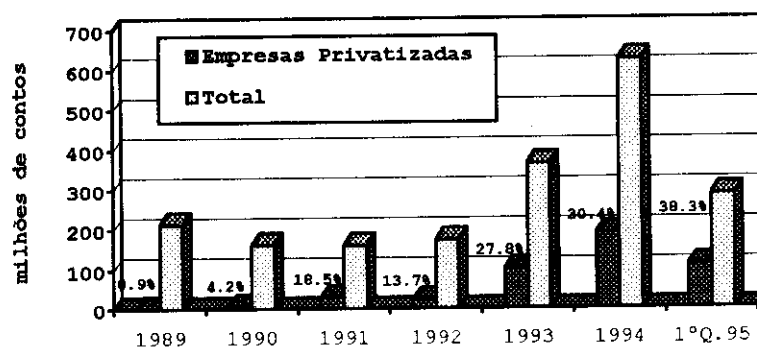
Fontes: Bolsa de Valores de Lisboa (publicações diversas)

Merecem especial referência o BPA e o BESCL, que são a segunda e terceira sociedades com maior capitalização bolsista (7.1% e 6.0% do total, respectivamente), logo atrás do Banco Comercial

Português (8.6% do total). Em conjunto, o BPA, o BESCL e o BTA representam 18.8% do valor total do mercado. A Portugal Telecom, com apenas 21.8% das suas acções admitidas à cotação na BVL, representa 4.7% da capitalização total do mercado.

Também ao nível das transacções as empresas privatizadas têm visto a sua importância aumentar, como se pode verificar pelo gráfico seguinte. As percentagens indicadas nas colunas do gráfico correspondem ao peso do valor das transacções de acções de empresas privatizadas, no total.

**Gráfico VII.9**  
**Valor das Acções Transaccionadas**



Como se pode verificar pelo gráfico, o peso relativo das transacções das acções de empresas privatizadas tem vindo a crescer de forma regular, à excepção do ano de 1992. No 1º semestre de 1995, as empresas privatizadas, com transacções no valor de 110.1 milhões de contos, foram responsáveis por 38.3% do valor das transacções totais realizadas em sessões normais, no Mercado de Cotações Oficiais da BVL.

Também, e apenas com algumas excepções, as empresas privatizadas apresentaram elevados níveis de liquidez.

O indicador de liquidez bolsista IF2, evidencia que das catorze empresas privatizadas admitidas à cotação até 1994, nove foram transaccionadas em mais de 90% das sessões de bolsa em que estiveram admitidas à cotação, e dessas, quatro foram transaccionadas em mais de 99% das sessões (BESCL, BPA, BTA e Tranquilidade). Apenas duas empresas (o Banco Mello e a Bonança) não tiveram transacções em mais de 50% das sessões.

---

**Quadro VII.10**  
**Liquidez das Acções das Empresas Privatizadas**  
**(1994)**

Empresa	Nº Acções Transacc. (10 <sup>3</sup> )	Vol. de Transacc. (10 <sup>12</sup> Esc)	% no Vol. Transacc. Total	Índices de Liquidez	
				Índ. IF2 <sup>2</sup>	Índ. IT <sup>3</sup>
BESCL	19 577	60 821	9.7	99.58	31.56
BTA	12 265	41 555	6.6	99.17	46.32
BPA	12 832	29 934	4.8	99.53	20.64
Cimpor	5 112	14 494	2.3	98.33	90.01
Unicer	2 744	11 890	1.9	97.05	28.66
CPP	6 080	10 217	1.6	97.57	24.56
Império	5 406	7 356	1.2	90.94	25.52
Banco Mello	3 587	4 003	0.6	42.43	186.38
Tranquilidade	1 958	3 978	0.6	99.17	10.78
Mundial Conf.	1 389	3 245	0.5	63.56	23.04
UBP	2 515	2 686	0.4	91.09	9.70
Centralcer	276	738	0.1	77.32	4.20
Bonança	19	77	0.0	40.92	0.67
Aliança Segur.	66	52	0.0	60.56	1.17

**Fontes:** Bolsa de Valores de Lisboa (publicações diversas)

<sup>2</sup> Índice de Frequência 2 (IF2) = Número de sessões com cotação oficial / Número de sessões a que o título foi admitido x 100. Este indicador apura o peso do número de sessões em que o valor mobiliário foi transaccionado acima do lote mínimo, no número total de sessões a que foi admitido.

<sup>3</sup> Índice de Transacção (IT) = (Quantidade média transaccionada por sessão x número de sessões) / Quantidade média admitida em sessão) x 100. Este indicador dá uma ideia da rotatividade do valor mobiliário, relacionando a quantidade transaccionada, anualizada, com a quantidade média admitida em sessão de bolsa.

Em termos de rotatividade das acções (Índice IT), em 1994, destacaram-se o Banco Mello e a Cimpor, merecendo esta última particular destaque pelo facto de a empresa só ter sido admitida à cotação no início do 2º semestre do ano.

As acções da Centralcer, da Aliança Seguradora e da Bonança, destacaram-se pela negativa, apresentando em 1994 níveis de transacções/liquidez muito reduzidos.

### **1.5. Conclusões e Perspectivas para o Mercado de Capitais**

A principal conclusão a retirar dos factos expostos, é que o processo das privatizações contribuiu de forma inequívoca para o desenvolvimento do mercado accionista, quer ao nível da sua dimensão, quer ao nível da sua liquidez.

As recentes operações de privatização da Portugal Telecom e da Portucel Industrial, com preço fixado através de um processo de *book-building* e com uma parcela do capital a alienar directamente a investidores estrangeiros, constituíram marcos importantes e geraram efeitos

---



benéficos que certamente contribuirão para um maior desenvolvimento do mercado:

- aumentou a capitalização bolsista do mercado, em especial devido à operação de privatização da Portugal Telecom;
- aumentou a diversidade da oferta, reforçando o peso das empresas não financeiras, atenuando um dos principais pontos fracos do mercado português, o de estar excessivamente concentrado em bancos e seguradoras;
- aumentou a notoriedade do mercado português no estrangeiro; a Portugal Telecom encontra-se simultaneamente cotada nas bolsas de valores de Lisboa, Nova York e Londres; nas duas operações, as administrações das empresas efectuaram prolongados *road-shows* para promoção das empresas e do mercado nacional; estas operações tiveram o condão de atrair um leque muito alargado de investidores estrangeiros, que nunca tinham efectuado qualquer operação em Portugal, e que certamente continuarão a prestar atenção às oportunidades de investimento que surgirem no nosso país.

Pensamos, assim, que o processo de privatizações contribuiu decisivamente para criar as condições para que o mercado de capitais português possa dar um salto qualitativo, no sentido da passagem

gradual de mercado emergente a mercado desenvolvido.

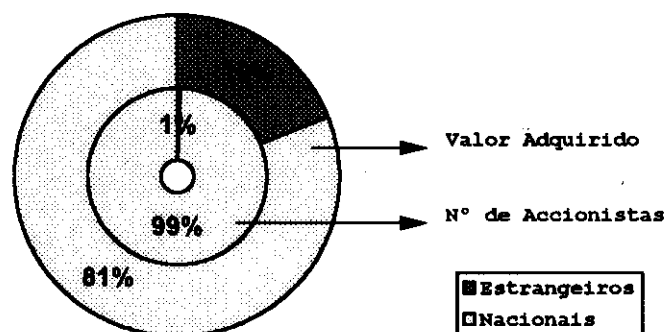
## **2. Participação dos portugueses, sobretudo trabalhadores e pequenos subscritores**

### **2.1. Participação de Accionistas Portugueses e Estrangeiros**

Um dos objectivos explícitos na lei-quadro das privatizações, era o de possibilitar uma ampla participação das entidades portuguesas na titularidade do capital das empresas a privatizar. Neste sentido, desde o início do processo, o regime legal de enquadramento das privatizações tem estabelecido limites à aquisição de acções por entidades estrangeiras. Inicialmente, esse limite foi fixado em 10%. Na lei-quadro das privatizações, estabeleceu-se que o limite passaria a ser fixado, caso a caso. Em 1994, foi alargado para 25% o limite máximo de capital que as entidades estrangeiras podem deter no capital de sociedades cujo processo de privatização já se encontre concluído, desde que não tenha sido fixado um limite superior.

O Gráfico VII.11 evidencia o peso dos accionistas estrangeiros, nas operações de privatização concretizadas até ao final do primeiro semestre de 1995.

**Gráfico VII.11**  
**Participação de Investidores Estrangeiros**



Nas quatro primeiras operações de privatização, realizadas em 1989, a procura por parte dos investidores estrangeiros foi muito elevada, tendo ultrapassado largamente o limite máximo de 10% permitido pela lei. No total das operações de privatização já concretizadas, verifica-se que menos de 1% dos accionistas são estrangeiros, embora o valor total das acções por eles adquiridas tenha representado cerca de 19% do total alienado.

As operações em que se verificou uma maior participação de accionistas estrangeiros, em termos da percentagem do valor total por eles adquirido, foram a quarta fase da privatização do BPA (100%, já que foi destinada a um conjunto de parceiros estratégicos de que apenas faziam parte instituições estrangeiras), a Portugal Telecom (82%, na venda directa), a Portucel Industrial (82%, na venda directa), a Petrogal (48%), a Cossec (45%), a Bonança/3<sup>a</sup> (36%), a Cimpor (33%), a Centralcer (26%), o Crédito Predial Português (25%) e a Sociedade Financeira Portuguesa (24%).

Na sequência das operações de privatização, as empresas em que os investidores estrangeiros ficaram a deter uma maior percentagem do capital social foram a Centralcer (26%), o Crédito Predial Português (24%) e a Cossec (21%). Com mais de 10% do capital social nas mãos de não residentes, ficaram ainda a Aliança Seguradora, o BESCL, a Unicer, a Portugal Telecom, a Portucel Industrial, a Império, a Petrogal e a Bonança<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Nestas percentagens consideraram-se apenas as acções detidas directamente por não residentes; não se consideraram as participações indirectas.

No entanto, na sua generalidade, as empresas privatizadas ficaram sobre o controlo de accionistas nacionais.

## **2.2. Participação de Trabalhadores e Pequenos Subscritores**

Outro objectivo explícito do processo de privatizações, era estimular os cidadãos portugueses, em especial os trabalhadores e pequenos subscritores, a participarem activamente nas operações de privatização.

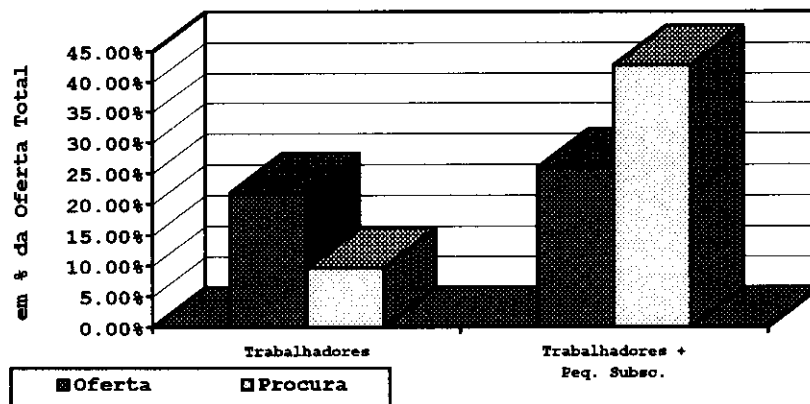
Como estímulo, as privatizações concretizadas através de Ofertas Públicas de Venda em geral incluíam uma tranche destinada aos trabalhadores das empresas a privatizar, a qual, tipicamente, representava cerca de 20% a 25% do número total das acções a alienar, a um preço fixo que incluía um desconto de cerca de 10% relativamente ao preço base de oferta. Igualmente, a maior parte das OPV previa uma tranche destinada a pequenos subscritores e emigrantes, também a um preço fixo abaixo do preço base de oferta, mas em que o desconto era menor. Em muitos casos, esta tranche era essencialmente constituída pelas acções sobrantes da tranche

dos trabalhadores. Estas duas tranches caracterizavam-se ainda por introduzirem um limite máximo a adquirir por investidor, que era bastante inferior aos limites fixados nas outras tranches, nomeadamente, na tranche destinada ao público em geral, e pela restrição à venda durante um período alargado, em geral, 6 meses a 1 ano. O facto de uma percentagem do total investido nas operações de privatização ser dedutível à matéria colectável, em sede de IRS, constituía um estímulo adicional à participação pelos trabalhadores e pequenos subscritores.

No caso dos trabalhadores, verificou-se, para o conjunto das OPV realizadas, que o valor das acções procuradas correspondeu a 43% do montante total que lhes estava reservado. Este facto, *per si*, não é considerado negativo, porque o que se pretendia era precisamente dar prioridade aos trabalhadores na aquisição das acções, assegurando que a sua procura fosse totalmente satisfeita, tanto quanto possível. Ao mesmo tempo, a existência de sobras na tranche destinada aos trabalhadores não levantava quaisquer problemas, porque as acções sobrantes transitavam para as restantes tranches.

---

Gráfico VII.12  
Participação dos Trabalhadores e Pequenos  
Subscritores nas Privatizações  
(por OPV)

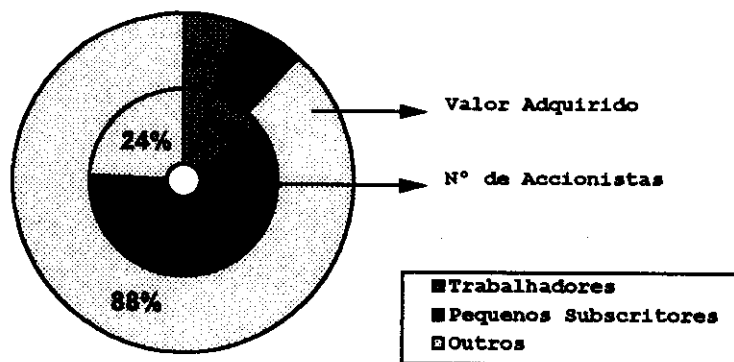


As operações em que se verificou uma maior participação dos trabalhadores foram as duas do BESCL, em que os trabalhadores adquiriram acções num valor total de 16.8 milhões de contos, seguida da Portugal Telecom (6.1 milhões de contos) e BPA/1ª (5.5 milhões de contos). Apenas em três operações a procura dos trabalhadores excedeu a quantidade oferecida - Jornal de Notícias, Rodoviária do Sul do Tejo e Portucel Industrial, sendo que apenas esta última teve uma dimensão expressiva.

Considerando em conjunto os trabalhadores e os pequenos subscritores, verifica-se que o valor das acções procuradas correspondeu a 164% das acções oferecidas nestas duas tranches. O gráfico VII.12 ilustra esta situação.

O número total de accionistas nas 57 operações de privatização realizadas até ao final do 1º Quadrimestre de 1995 era de cerca de 560 mil, dos quais cerca de 85 mil são trabalhadores e cerca de 340 mil são pequenos accionistas<sup>5</sup>.

Gráfico VII.13

**Estrutura Accionista nas Privatizações**

<sup>5</sup> Estes números certamente pecam por excesso, já que foram obtidos através da adição do número de accionistas em cada uma das operações de venda, estando duplicados os accionistas que subscreveram acções em mais do que uma operação de venda da mesma empresa.



No entanto, tendo em conta o reduzido valor médio das ordens de compra destes accionistas, verifica-se que o seu peso no total, em termos de valores adquiridos, é bastante inferior. Os trabalhadores das empresas adquiriram acções no valor total de 57.8 MC, o que corresponde a 5.1% do valor de alienação das mesmas. Os pequenos subscritores adquiriram 76.1 MC, que representam 7.5% do valor total alienado.

---