

2 | 20
TWO | TWENTY

2 | 20
TWO | TWENTY

Este exemplar é oferecido pela FundBox a

Rui Alpalhão
Pedro Matos Águas
Ricardo Ribeiro de Almeida

2 | 20
TWO | TWENTY

Por ocasião da comemoração dos 20 anos
da empresa que, por vezes, se intitula
a gestora de fundos mais ocidental da Europa



RUI ALPALHÃO
LISBOA, 1963

Licenciado em Economia (UNL, 1985),
Mestre em Gestão (UNL, 1988),
Doutor em Finanças (IUL, 2007)

FundBox: Administrador, 2002-03,
Administrador Delegado, 2003-07,
Vice-Presidente, 2006-...,
Presidente da Comissão Executiva, 2007-...

PEDRO MATOS ÁGUAS
LISBOA, 1963

Licenciado em Ciências Históricas (Universidade Lusíada, 1990)

FundBox: Visita da Box 111, 2005-...,
Comissioned Researcher, 2011-12

RICARDO RIBEIRO DE ALMEIDA
LISBOA, 1973

Licenciado em Ciência Política (ULHT, 1996),
Mestre em Estratégia (UTL, 2002)

FundBox: Assessor de imprensa, 2011-...

NOTA PRÉVIA RUI ALPALHÃO	9
INTRODUÇÃO TWO TWENTY, UM MODO DE VIDA? RUI ALPALHÃO	11
THE ROARING TWENTIES MECANISMOS DE FISCALIZAÇÃO DAS CASAS BANCÁRIAS PORTUGUESAS: 1925-47 PEDRO MATOS ÁGUAS	15
DOIS FUNDOS NOS (VINTE) ANOS DOURADOS FIA E FUNDO DE INVESTIMENTOS ULTRAMARINO: DOIS PRODUTOS DA PRIMEIRA GERAÇÃO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO PORTUGUESES PEDRO MATOS ÁGUAS	39
DOIS NOMES VINTE ANOS: GICES 1992 – 2003, FUNDBOX 2003 – 2012 2 ANÚNCIOS 2 AQUISIÇÕES 2 CAMPEÕES 2 CARTÕES DE NATAL 2 CLOSINGS 2 FUNDOS 2 MÚTUOS 2 OBRAS 2 PRÉMIOS 2 PROJECTOS DE ARQUITECTURA RICARDO RIBEIRO DE ALMEIDA	69
20 OPINIÕES IMOBILIÁRIO RUI ALPALHÃO	92
20 OPINIÕES ECONOMIA & FINANÇAS RUI ALPALHÃO	126
2 PROJECTOS (AINDA) POR EXECUTAR THE SNAKE IN THE HALL PATIO HOTEL REGUENGOS RICARDO RIBEIRO DE ALMEIDA	154
A LINHA DO TEMPO ADMINISTRADORES COM MAIS DE 220 DIAS DE EXERCÍCIO, 1992 – 2012 FUNDOS GERIDOS, 1992 – 2012 SEDES SOCIAIS, 1992 – 2012	9



Rui Alpalhão
Presidente da Comissão Executiva

2|20

TWO | TWENTY

Nota Prévia

Vinte (anos) é um número redondo, que a Sociedade hoje designada FundBox atingiu em Julho de 2012. Durando vinte anos, já se pode dizer que não teve vida curta. Tendo mudado de nome uma vez, de donos e de cidade duas, pode dizer-se que tem tido vida cheia. O volume que tem em mãos não pretende ser um panegírico, nem uma pomposa história dos primeiros vinte anos da pequena Sociedade que, por vezes, se apresenta como a gestora mais ocidental da Europa. É, pelo contrário, a cedência a uma tentação – a de não deixar passar os vinte anos sem produzir algo mais, que possa perpetuar momentos mais marcantes. Cedemos com gosto, o mesmo gosto que temos no exercício da nossa actividade.

O volume que produzimos está organizado da forma que o aniversário e as vicissitudes da vida da Sociedade sugeriram. Em vinte anos, a Sociedade teve duas razões sociais e dois posicionamentos. Vinte, dois, dois, vinte, precisamente a regra tradicional de remuneração dos gestores de fundos prósperos – dois por cento “flat”, vinte por cento dos lucros acima de um “benchmark” predefinido. Infelizmente, o talento dos administradores da Sociedade não se revelou, até à data, suficiente para obter nenhum mandato de gestão remunerado de acordo com esta mítica, e generosa, regra. Fraca compensação, a organização do volume segue escrupulosamente a regra “two-twenty”: um primeiro artigo sobre o título, evidenciando que este é bem mais do que uma regra banal para definir o apuro do gestor, duas peças sobre os antepassados da Sociedade e dos fundos sob sua gestão, as casas bancárias regulamentadas nos anos vinte e os (dois) pioneiros fundos FIA e Ultramarino de Investimento, vinte histórias proporcionadas por vinte anos de labuta na Sociedade, e duas vezes vinte opiniões, sobre imobiliário e economia e finanças, escritas e publicadas nos intervalos.

Embora a Sociedade tenha confessadamente fins lucrativos, e “Two Twenty” seja uma regra de cálculo de remuneração, este volume foi preparado para ser oferecido – à prata da casa, aos Clientes que nos têm confiado os seus capitais, aos muitos profissionais – banqueiros, arquitectos, engenheiros, agentes, advogados, avaliadores e oficiais de outros ofícios – que nos têm dado a honra de trabalhar connosco. Foi preparado com gosto, e é oferecido com gratidão.

Lisboa, 6 de Julho de 2012

Rui Alpalhão



“The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people’s Money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company”

Adam Smith, 1776, [The Wealth of Nations](#)

TWO TWENTY, UM MODO DE VIDA? RUI ALPALHÃO

A tese de Smith resistiu bem a mais de 230 anos de ensaios empíricos¹. A sociedade aberta resistiu igualmente bem ao mesmo período, mantendo-se a forma modal de organização empresarial não obstante o seu eclipse ter merecido honras de título do seminal artigo de 1989 de Michael Jensen na *Harvard Business Review*², que arranca com a tese de ruptura “The publicly held corporation, the main engine of economic progress in the United States for a century, has outlived its usefulness in many sectors of the economy and is being eclipsed”.

Todos os eclipses têm um responsável, e para Jensen o responsável do eclipse da sociedade aberta são os fundos de “private equity”, que não são sociedades abertas, nem tão pouco sociedades. Não têm accionistas dispersos, o chamado “free float”, um conjunto flutuante de investidores pouco informados e passivos. Pelo contrário, são habitualmente detidos por grandes investidores institucionais (fundações, fundos de pensões, “family offices”), tipicamente sofisticados, activos, e activistas. Não estão cotados nem são transaccionáveis em nenhuma bolsa organizada, antes são, por disposição estatutária, liquidados no final de um período predefinido. Autodestroem-se, como as mensagens para Jim Phelps em “Mission: Impossible”.

Apesar de se autodestruírem, os fundos de “private equity” são candidatos a eclipsadores porque os interesses, e os incentivos, de administradores profissionais e accionistas são conflituantes, e são-no mais em empresas geradoras de fluxos de caixa grandes relativamente às oportunidades de investimento acessíveis com valor actualizado líquido positivo apurado com o custo do capital apropriado, o que a gíria da profissão designa “fluxos de caixa livres”³. Entre os

¹ Veja-se, por exemplo, Gordon Donaldson (1984), *Managing Corporate Wealth*, Praeger, que estudando 12 empresas do Fortune 500, concluiu que os respectivos administradores revelavam um comportamento maximizador do poder de compra societário.

² Michael Jensen (1989), “Eclipse of the Public Corporation”, *Harvard Business Review*, Setembro-Outubro.

³ Ver, por todos, Michael Jensen (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, 76(2), pp.323-9.

remédios mais consensuais para este inconveniente estão o uso judicioso de dívida, um factor disciplinador por força da ameaça de insolvência que o credor brande, a concorrência no mercado do produto (quando e se existir), bons sistemas de controle interno ancorados em conselhos de administração compostos por sábios diligentes, e o desenho de contratos incentivadores dos comportamentos dos gestores que mais interessam aos investidores.

As primeiras luzes dos economistas não incidem sobre estas questões, não obstante a sua importância. Nas primeiras aulas de Economia os neófitos são confrontados com uma denominada “teoria do produtor”, ou “teoria da empresa”, que tem infelizmente pouco que ver com empresas. Sendo certo que qualquer modelo distorce a realidade na medida em que a simplifica, na teoria económica introdutória a “empresa” é apresentada como uma caixa negra, operada por alguém (o gestor, mas também poderia ser um duende, ou um intrépido agente da “Impossible Missions Force”⁴) de forma a satisfazer condições marginais relativamente a “inputs” e “outputs” que maximizem o lucro económico⁵. Fora dos manuais introdutórios, a escola dos “direitos de propriedade” de que o maior expoente será o Prémio Nobel de 1991 Ronald Coase estruturou a ideia de que a especificação, quase sempre contratual, de direitos e deveres entre membros de uma organização determina a afectação de custos e recompensas entre eles, e, ao fazê-lo, determina igualmente o respectivo comportamento. Dito de outra forma, o comportamento dos administradores – os agentes - depende da natureza dos seus contratos com os mandantes (os accionistas, ou, mais genericamente, os capitalistas).

Ora nos fundos de “private equity” os contratos entre os investidores - mandantes e os gestores - mandatários são muito diferentes dos

⁴ A semelhança com a sigla em inglês do Fundo Monetário Internacional, mesmo atenta a conjuntura económica portuguesa corrente, é uma mera coincidência.

⁵ O que Michael Jensen e William Meckling, no seu influentíssimo artigo de 1976 no *Journal of Financial Economics* “Theory of the Firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure” designam “an empty box” por oposição à mais usual designação “black box”.

habituais nas sociedades abertas. Estes são mais complexos, aqueles mais simples e assertivos. O arranjo habitual nos fundos de “private equity” é pagar aos gestores 2% do capital disponibilizado pelos mandantes durante o chamado “período de investimento” (aquele em que o capital vai ser aplicado)⁶ acrescido de 20% dos lucros (o “carried interest”), usualmente acima de um “benchmark”⁷. Ao tomar uma parte da sua remuneração na forma de participação em lucros incertos, os gestores de fundos diferem rendimentos do trabalho e convertem-nos em mais valias, necessariamente a longo prazo.

Jensen apresenta este arranjo como generalizável (e não uma curiosidade praticada por uma remota tribo de lacaios do capitalismo, reverentes perante Smith, Hayek e Friedman) e uma alternativa superior, em termos de governação, ao tradicional modelo da sociedade aberta. Numa sociedade gestora de tipo europeu continental, ou numa “PE firm” anglo-saxónica, a reputação dos gestores é essencial: “two bad funds and you are out”, ou seja, um falhanço é aceitável, dois são imperdoáveis, logo fatais. Os investidores / “limited partners” disponibilizam capital por períodos limitados, e têm acesso a uma métrica de criação de valor simples – o retorno do seu investimento. Os “partners” de uma empresa de “private equity” têm o seu dinheiro e/ou a sua remuneração contingentes no sucesso dos seus investimentos, isto é, no seu valor de mercado; tendem pois a ser administradores zelosos, e não funcionários absentistas regiadamente pagos quer façam ganhar muito ou pouco aos seus accionistas.

É certo que o potencial de generalização do modelo “PE firm” não é igual em todos os sectores da economia. A solução tradicional da sociedade aberta com estrutura accionista dispersa, gestores profissionais sem participação significativa na sociedade e um conselho de administração com administradores independentes próximos dos gestores tende a funcionar bem em indústrias com potencial de crescimento, onde as oportunidades de investimento produtivo excedam a capacidade de autofinanciamento. Empresas nestas indústrias têm de se subordinar aos mercados de capitais para levantar fundos com regularidade, um factor disciplinador importante. Em quase todos os restantes casos, é muito argumentável que o fundo de “private equity” como alternativa de modelo organizacional seja superior, ou seja, gere uma melhor afectação de recursos. Talvez haja esperança para o PIB português, apesar de tudo. Estará o segredo na massa? Ou no fundo?

6 É habitual que esta comissão seja reduzida uma vez concluído o período de investimento.

7 Sendo o “benchmark” mais frequentemente observado 8% (Metrick e Yasuda, 2007, “The Economics of Private Equity Funds”, *Review of Financial Studies*, 23, pp.2303-41). A mesma fonte indica, quanto à opção por uma comissão variável de 20%: “The exact origin of the 20 percent focal point is unknown, but previous authors have pointed to Venetian merchants in the middle ages, speculative sea voyages in the age of exploration, and even the book of Genesis as the source”.



“two bad funds and you are out”



LISBOA-RESTAURADORES-1926

**THE
ROARING
TWENTI
ES**

MECANISMOS DE FISCALIZAÇÃO DAS CASAS BANCÁRIAS PORTUGUEASAS: 1925 – 1947

PEDRO MATOS ÁGUAS

Da Criação do Banco de Lisboa à Lei das Sociedades Anónimas

O sistema bancário português moderno tem o seu início em 1821, com a promulgação e publicação da Lei de 31 de Dezembro, que cria o Banco de Lisboa.

Se é certo, que em períodos anteriores já tinham sido implementados alguns procedimentos característicos do sistema financeiro, como o surgimento nos finais do século XVIII do papel-moeda com curso forçado, o que levou a que se falasse da existência de uma “pré-história da banca portuguesa”, o facto é que, se desconhece a actividade de qualquer instituição emissora dotada de uma regulamentação financeira anterior àquela data².

O surgimento da banca em Portugal no primeiro quartel do século XIX, se por um lado, constituiu mais um sintoma do atraso do desenvolvimento económico do país em relação a outras nações europeias³, e por outro, é o resultado de um conjunto de condicionantes conjunturais, sendo certo que ambas irão ser determinantes no desenvolvimento futuro do sistema bancário.

Na verdade, a necessidade de ultrapassar os constrangimentos económicos, colocará em confronto dois modelos distintos de organização político-social – uma assente nas concepções e modelos organizacionais tradicionais, e representada pelo que vulgarmente se apelidou de absolutistas, e outra, os liberais, que em antagonismo vislumbram a solução através de uma reforma estrutural da sociedade. Estes grupos, longe de constituírem blocos unidos, encerram no seu seio subdivisões, com divergências relevantes (a situação as-

sumirá particular importância no que respeita ao conjunto triunfador – os liberais⁴).

A instabilidade resultante, que passará pela Guerra Civil de 1828-1834, perdurará, e as suas réplicas far-se-ão sentir até meados de oitocentos, o que vem agravar a debilidade da organização do poder central e a situação de crise económico-financeira em que o país se encontrava, em virtude das consequências das invasões francesas e do seu envolvimento nas guerras peninsulares⁵.

Perante este contexto, o sector bancário emergente foi largamente estimulado, já que era entendido como um instrumento de financiamento do erário público: o estado ao autorizar a constituição de um banco atribuía-lhe simultaneamente, um conjunto de privilégios concretos (como a capacidade de emitir moeda, ou a concessão de exploração de uma actividade comercial em regime de monopólio) e em contrapartida determinava as ajudas a receber.

Todavia, esta concepção revelou-se profundamente constrangedora para o desenvolvimento do sistema bancário, criando um círculo recessivo.

Na realidade, os recursos absorvidos pelas exigências estatais, anularam a capacidade de oferta de crédito por parte da banca, limitando fortemente o investimento, o que aliado às convulsões sociais e ao atraso económico, determinou uma estagnação da economia. Esta situação não permitiu ao estado encontrar outras fontes de financiamento, tornando-o cada vez mais dependente dos capitais provenientes dos bancos.

¹ Mendes (2002), p. 41.

² Valério (2006), pp 15-17.

³ A título exemplificativo registe-se a fundação do Banco de Amsterdão em 1609, ou o de Inglaterra em 1694.

⁴ Basta lembrar as divergências entre os mais moderados – cartistas – e os mais radicais – vintistas.

⁵ A ida da corte para o Brasil, a ocupação francesa, a administração inglesa, a ausência das cúpulas do poder, a Revolução Liberal de 1820 e a independência do Brasil.

Elucidativo é o facto de que após trinta anos de existência da organização bancária moderna em Portugal (1831-1851), registar-se apenas a actividade de quatro instituições – Banco de Portugal, Banco Comercial do Porto, Companhia Geral da Agricultura das Vinhas do Alto Douro e Caixa Económica do Montepio Geral – mas que na prática se resumia somente aos dois primeiros, também eles os únicos bancos emissores⁶.

No entanto, a década de cinquenta do século XIX não terminará sem que se dê início à inversão da situação, conduzindo a um período de crescimento que se revelou: “o melhor desempenho jamais conseguido pela economia portuguesa e permitiu mesmo alguma recuperação do atraso que ela adquirira até meados do século 19”⁷.

Na base da alteração encontram-se a conjugação de vários factores, dos quais salientam-se três: a estabilização da vida social e política, a implementação de uma política desenvolvimentista assente na realização de grandes obras públicas, e a adopção dos ideais liberais na prática comercial.

Este último aspecto consubstanciou-se através de uma produção legislativa incentivadora da concorrência e da livre iniciativa. Destacam-se neste quadro, e no que concerne ao sector financeiro, as diversas leis promulgadas entre 1858 e 1873, que criaram sete novos bancos emissores, as reformas do sistema tributário, e a Lei de 22 de Junho de 1867, conhecida pela “Lei das Sociedades Anónimas”, que permitia a transformação das sociedades comerciais em anónimas sem depender de uma prévia aprovação governamental conforme estipulava no seu artigo 2º: “As sociedades anonymas constituem-se pela simples vontade dos associados, sem dependência de previa auctorização administrativa e aprovação dos seus estatutos, e regulam-se pelos preceitos d’esta lei”⁸.

Os efeitos no sistema bancário pautam-se por um crescimento aos níveis quer quantitativo (o número de bancos comerciais passou de 5 em 1858 para 56 em 1876) quer qualitativo, como sejam o surgimento ou o desenvolvimento de outras instituições para além dos bancos, como as casas bancárias.

6 Valério (2006), pp. 74–75.

7 Idem ibidem, p. 101.

8 Lei de 22 de Junho de 1867, p. 174.

As Casas Bancárias em Portugal

Inserido no movimento codificador, com o objectivo de substituir um ordenamento jurídico disperso, por um conjunto de normas organizado e sistematizado, para mais rápida e eficazmente regular as relações jurídicas relacionadas com as actividades comerciais, José Ferreira Borges, redigiu o primeiro Código Comercial português, que entrou em vigor em 18 de Setembro de 1833.

Entre as diversas disposições incluía as seguintes referentes à organização do comércio bancário:

- “Comerciante é voz genérica, que compreende os banqueiros, os seguradores, os negociantes de comissão, os mercadores de grosso e retalho, e os fabricantes ou empresários de fábricas na aceção dada”⁹.
- “São banqueiros não só os comerciantes, que se dedicam exclusivamente ao negócio do banco, e transacções sobre os seus árbitrios, mas os que estabelecem caixa e escritório fixo, em que recebam somas em guarda, e delas fazem pagamentos por ordem e cheques, mediante uma comissão ou sem ela”¹⁰.
- “Os banqueiros podem fazer o comércio de banco de conta própria, ou de comissão”¹¹.
- “Quando os banqueiros recebem em guarda uma espécie de moeda determinada na qualidade, são como depositários devedores da espécie. Em regra e no silêncio de convenção são devedores de género”¹².
- “O desconto de letras, ou de outras quaisquer obrigações comerciais, regula-se pela legislação da compra e venda de créditos”¹³.
- “O banqueiro, que cessa os pagamentos, presume-se em quebra culposa, salva a legítima defesa”¹⁴.

9 Borges (1851), p. 7.

10 Idem, p. 18.

11 Idem ibidem.

12 Idem ibidem.

13 Idem ibidem.

14 Idem ibidem.

• “As sociedades comerciais serão de uma das espécies seguintes – companhias, sociedades e parcerias comerciais; As companhias só podem ser estabelecidas por auctorização especial do governo, com aprovação da sua instituição¹⁵”.

Da conjugação do articulado verifica-se que o exercício da prática bancária poderia ser feito com iguais competências por diferentes entidades – “companhias, sociedades e parcerias comerciais” – com a particularidade de que apenas a primeira estava subordinada a uma autorização governamental.

Ao constituírem-se como empresas comerciais por quotas, ou singulares, as casas bancárias adquiriram por inerência, um estatuto que lhes conferia uma grande mobilidade de funcionamento. Esta situação era reforçada pelo facto de não existirem quaisquer organismos de regulação e ou de supervisão.

Decorrente desta liberdade, não é possível datar com exactidão o aparecimento das Casas Bancárias, apontando-se a década de quarta do século XIX, como o período mais provável¹⁶.

A primeira instituição do género de que existe conhecimento é a “Casa Bancária Fortunato Chamiço Júnior”, que foi fundada em Lisboa no ano de 1843, e que constitui a génese do actual Banco Santander-Totta¹⁷. Na base da actividade deste comerciante português estabelecido na capital, encontravam-se negócios relacionados com a venda de lotaria espanhola e de câmbio. Tal como, acontecerá de resto, com José Maria Espírito Santo Silva, que iniciará o seu negócio em 1869, o reconverterá em casa bancária em 1884, e que posteriormente em 1920 será transformado no Banco Espírito Santo (percursor do actual Banco Espírito Santo & Comercial de Lisboa¹⁸).

A plasticidade e a rapidez de resposta destas instituições, permitiram simultaneamente, que a sua expansão se efectuasse, com uma implantação a nível nacional, mas também, que o conjunto final obtido carecia de homogeneidade.

¹⁵ Idem ibidem.

¹⁶ Valério (2006), p. 69

¹⁷ Câmara (1968)

¹⁸ Damas e Ataíde (2004)

O dinamismo demonstrado revela-se também na dimensão que atingem algumas casas bancárias, sobretudo pelo número de representações que alcançam em diferentes zonas do país. Tal é o caso da Casa Bancária José Henriques Totta (a sucessora da Casa Bancária Fortunato Chamiço Júnior) que no Algarve e no ano de 1909 detinha o quarto lugar no número de agentes entre todas as organizações de crédito, e que uma década mais tarde ocupava a respetiva liderança¹⁹. Aspecto tanto mais assinalável, quanto o facto de nas diversas tipologias o sistema bancário ser “caracterizado pela proliferação de empresas e pela sua escala reduzida²⁰”.

Infelizmente, e conforme sublinhou Nuno Valério,²¹ a ausência de elementos documentais impede a elaboração de uma análise de conjunto, pelo que os dados avançados resultam de investigações e recolhas parcelares.

Acresce que, também do ponto de vista jurídico existe um hiato no que se refere às casas bancárias. Com efeito, com excepção do novo Código Comercial de 1888 (que no essencial mantém as disposições gerais similares às do código de 1833²²), a restante legislação referente à actividade financeira, em especial o Decreto de 12 de Julho de 1894 e a Lei de 3 de Abril de 1896 (que visavam reformar o sistema bancário, na sequência da grave crise bancária de 1891 e que determinou o fim do período expansionista iniciado em meados do século) dispunham claramente que os seus destinatários eram as sociedades anónimas e as cooperativas²³. Esta lacuna jurídica perdurará até aos anos vinte do século XX.

A legislação de 1925

Ao longo das duas primeiras décadas da centúria de novecentos, ocorreram em Portugal, um conjunto de acontecimentos – a alteração do regime político, a incidência de uma pandemia e a eclosão e participação na 1ª Primeira Guerra Mundial – que conjugados com a

¹⁹ Mendonça (2011)

²⁰ Mendes (202), p. 43

²¹ Valério (2006), p. 128

²² Código Comercial Português de 1888, Artigo 105º, p. 42 e Artigos 362º e 363º, p. 127.

²³ Artigos 1º e 2º do decreto e da lei

instabilidade política-governativa e a debilidade económica, culminou com um período depressivo marcado por um surto inflacionista sem precedentes (impulsionado na sua base pelas necessidades decorrentes da liquidação das dívidas contraídas durante o conflito) e uma forte quebra do produto interno bruto.

A necessidade de o estado conseguir verbas, mas que incidissem apenas sobre o rendimento efectivo, levou à adopção de uma reforma fiscal em 1922, completada por outra nos direitos aduaneiros. O aumento das receitas obtidas, permitiram reduzir os saldos negativos das contas públicas, o que associado a uma política monetária de curto prazo (que substituiu os empréstimos contraídos ao Banco de Portugal por empréstimos feitos nos mercados) e uma alteração da situação internacional (a abertura de negociações para um reescalonamento do pagamento das dívidas de guerra – concluídas em 1926 – e a entrada de capitais provenientes dos pagamentos das reparações impostas à Alemanha) determinaram a recuperação de confiança por parte dos agentes económicos, uma estabilização económica e financeira e por fim o controlo da inflação em 1924.

É neste quadro que surge a legislação bancária de 1925 que compreende os Decretos nºs 10474 de 17 de Janeiro e 10634 de 20 de Março²⁴.

Diagnosticada a situação, em “que as instituições de natureza bancária se multiplicaram e pulverizaram sob a influência da guerra, da inflação fiduciária e da desorganização económica geral, por forma que, em muitos casos não reúnam as condições de capital para exercerem a sua missão com eficácia²⁵”, urgia dotar o sistema bancário de uma estrutura organizada.

Um dos aspectos prendia-se com a actuação dos bancos emissores que “não têm podido desempenhar cabalmente, como banco dos bancos e banqueiros, a sua função essencial – mantendo estável a relação entre o valor do crédito criado e o valor da moeda²⁶”.

É assim criada uma hierarquização entre as diversas instituições de

24 Apesar de versarem sobre as mesmas matérias e de não encerrarem entre si diferenças muito significativas, será apenas o segundo que vigorará, devido a divergências jurídico-políticas conjunturais. Ver Valério (2006), pp. 229-230.

25 Decreto nº 10474, Diário do Governo, 1ª série, nº 13, de 17 de Janeiro de 19225, pp. 65 e 66.

26 Decreto nº 10634, Diário do Governo, 1ª série, nº 61, p. 313.

crédito, conferindo ao Banco de Portugal (o banco emissor metropolitano) um lugar de segunda ordem, ao determinar uma retirada progressiva do mercado de desconto directo²⁷:

“Art. 30.º Ao Banco de Portugal é vedado, de futuro e de harmonia com o preceituado no § 2º deste artigo, em Lisboa e Porto, fazer o desconto directo, funcionando nesta espécie de operações de crédito apenas como um banco de redesconto para os bancos e casas bancárias nacionais (...)

§ 2.º (transitório). Para a execução do disposto neste artigo, o Governo do banco fixará, de harmonia com as circunstâncias do mercado, quais os prazos e percentagens em que o montante da verba actualmente aplicada pelo banco a desconto directo nas praças de Lisboa e Porto deverá ser reduzido e transferido para redesconto aos bancos e casas bancárias das mesmas praças²⁸”.

Outro ponto importante que resulta dos dois diplomas, é o que se refere às casas bancárias. Desde logo, porque se trata da primeira regulamentação de que são objecto específico, e pelo facto de as equiparar ao regime dos bancos comerciais²⁹.

Na verdade, com excepção das limitações impostas às composições dos corpos gerentes, que se destinavam exclusivamente aos bancos (artigo 31º³⁰) e dos montantes mínimos exigidos para as respectivas constituições³¹ – os capitais próprios para os bancos eram de 500\$00 (ouro) para os situados em Lisboa e Porto, e de 200\$00 (ouro) para o resto do país, enquanto para as casas bancárias o valor era de 250\$00 (ouro) para as criadas em Lisboa e Porto e de 100\$00 (ouro) para o resto do país³² – as restantes disposições aplicavam-se de modo idêntico.

27 No Decreto de 17 de Janeiro a retirada era imediata e total (artigo 29º). Diário do Governo, 1ª série, nº 13, de 17 de Janeiro de 1925, p. 68.

28 Diário do Governo, 1ª série, nº 61, p. 316.

29 A casa bancária é definida como perseguindo os mesmos objectivos que os bancos; Ver Artigo 4º do Decreto nº 10634, Diário do Governo, 1ª série, nº 61, p. 314.

30 Diário do Governo, 1ª série, nº 61, p. 316

31 O Decreto de 17 de Janeiro, artigo 7º, instituiu como valores mínimos de capital social (e não próprio) para a criação dos bancos e das casas bancárias os montantes de 500\$00/ouro e 250\$00/ouro, respectivamente. Diário do Governo, 1ª série, nº 13, de 17 de Janeiro de 1925, p. 66.

32 Diário do Governo, 1ª série, nº 61, p. 314.

De acordo com o Decreto nº 10634, inserem-se neste quadro, entre outras, a obrigatoriedade das casas bancárias:

- Passarem a necessitar de aprovação governamental, para a sua constituição (artigos 6º e 8º), para quaisquer alterações do pacto social (artigo 12º, nº 5) e para a abertura de filiais ou de agências (artigo 12º, nº 6).
- Elaborarem e manterem uma contabilidade organizada e procederem à sua publicitação periódica quer junto de instituições públicas quer de privados (artigos 42º a 47º).
- Preencherem e actualizarem um registo com os dados mais relevantes de cada uma das empresas (artigos 48º a 50º).

Paralelamente são também definidas as limitações à acção dos estabelecimentos bancários. A primeira é a imposição da obrigatoriedade do exercício exclusivo da actividade bancária (artigos 1º e 4º). Das restantes (artigo 34º) ressaltam as que visam impedir o estabelecimento da desconfiança sobre as organizações de crédito, evitar a actividade especulativa e canalizar os recursos disponíveis para aplicações produtivas, pelo que são colocados limites a atribuição de crédito. Assim é expressamente proibido aos bancos e às casas bancárias:

- 1.º Adquirir de conta própria as suas acções ou acções não liberadas de qualquer entidade congénere;
- 2.º Fazer empréstimos sobre penhor das suas próprias acções, além de quinze por cento do capital realizado do banco;
- 3.º Fazer operações da chamada especulação cambiária, seja sobre títulos de crédito em montante superior a dez por cento do seu capital social;
- 4.º Ter por desconto, por empréstimo caucionado ou por qualquer outra forma, responsabilidade total superior ao montante do seu capital, fundo de reserva, de depósitos a prazo e percentagem dos depósitos à ordem a fixar pelo Conselho Bancário;
- 5.º Conceder a um só indivíduo ou sociedade crédito no montante superior a um décimo da soma do capital e fundo de reserva do estabelecimento credor³³;

³³ Idem p. 316.

Uma derradeira linha de força a assinalar nesta legislação, é o reforço do papel do Estado junto do sistema bancário português.

Se existência das próprias leis, constitui por si só, um sintoma desta situação – a necessidade e capacidade de as formular, revelam um enfraquecimento e uma ingerência num sector de actividade tradicionalmente caracterizado por uma regulamentação externa muito ténue ou inexistente – as suas disposições acentuarão este pendor.

Desde logo, sobressai a posição de subordinação das instituições bancárias relativamente às decisões governamentais – particularmente do Ministério das Finanças – que se assumem determinantes para a existência daquelas, conforme já mencionado anteriormente.

A capacidade interventiva estatal adquire uma maior dimensão pelo facto de não se reduzir a uma postura superveniente, mas ela assume também uma atitude interventiva na prática corrente dos estabelecimentos bancários, como seja a fixação do valor dos juros a pagar, dos montantes a ter em caixa quotidianamente, e dos prazos máximos para a realização do capital depositado:

“Art. 37.º O juro atribuído aos depósitos em conta corrente à ordem nunca poderão exceder, nos estabelecimentos bancários, metade da taxa média de desconto do Banco de Portugal durante o semestre anterior à liquidação do mesmo juro, sendo o limite máximo determinado e publicado pelo Conselho Bancário.

Art. 38.º Os bancos e casas bancárias terão sempre na sede, agências, filiais e sucursais, uma importância total em caixa, incluindo os depósitos à ordem noutros estabelecimentos, que perfaça, pelo menos, um quinto da quantia atingida pelos depósitos à ordem em moeda corrente. (...)”

Art. 40.º As contas de letras a receber, letras descontadas e de transferência, câmbio, agências, fundos flutuantes, da escrituração dos bancos e das casas bancárias nacionais e estrangeiras representarão valores realizáveis, a prazo nunca excedente a noventa dias, de quatro quintos, pelo menos da importância total dos depósitos à ordem³⁴.”

³⁴ Decreto nº 10634, Diário do Governo, 1ª série, nº 61, p. 317.

Também ao nível dos bancos emissores assiste-se a um reforço da presença do Estado, nomeadamente, através da inclusão de seus representantes, por nomeação governamental, nos principais órgãos directivos: um Vice-governador e dois directores no caso do banco emissor metropolitano – Banco de Portugal – e de três Vice-governadores junto do banco emissor das colónias – Banco Nacional Ultramarino – (artigo 29^{o35}).

Concomitantemente, foi criado o Conselho Bancário³⁶, que era composto por nove elementos – os governadores do Banco de Portugal (que presidia) e do Banco Nacional Ultramarino, o administrador geral da Caixa Geral de Depósitos, o inspector do Comércio Bancário, o director geral do Comércio e Industria, dois vogais eleitos pelas instituições bancárias de Lisboa e um pelas do Porto e um vogal nomeado pelo governo (que era o secretário). Tratava-se de um órgão que exercia funções essencialmente consultivas junto do Ministério das Finanças em matérias relacionadas com as empresas bancárias: de que se destacavam a elaboração de pareceres sobre os processos de constituição, as multas e coimas a aplicar por infracções cometidas, e as taxas de juro a aplicar nos depósitos à ordem. A sua constituição – marcada fortemente pela presença de elementos da administração pública e das instituições de crédito especial – contribuiu para um reforço de uma postura centralizadora e intervencionista, o que não deixou de suscitar críticas³⁷.

Instituída e adoptada a regulação do sector bancário do ponto de vista formal, tornava-se necessário que se garantisse a sua execução e implementação na prática, de molde a que não se repetissem insucessos anteriores³⁸.

Neste sentido, o artigo 53^o da legislação de 20 de Março de 1925 atribuiu as funções fiscalizadoras do sistema bancário à Inspeção do Comércio Bancário³⁹, sendo definidas como suas tarefas prioritárias verificar:

³⁵ Idem, p. 316. O Decreto nº 10474 criava o lugar de dois vice-governadores para junto dos dois bancos emissores.

³⁶ Artigo 51^o; Idem, p. 318.

³⁷ Lopes (2011).

³⁸ A legislação bancária de 1896, apesar de mais restrita e incompleta, procurava impor alguma regulamentação, o que foi inviabilizado pela inexistência de uma fiscalização eficaz.

³⁹ Resulta da transformação da Inspeção de Câmbios, sendo dotada com uma divisão destinada exclusivamente à fiscalização bancária, artigo 1^o do Decreto nº 9130 de 20 de Setembro de 1923, Legislação Portuguesa: Publicada no ano de 1925, Lisboa, Imprensa Nacional, 1926, p. 268.

“a) Se o capital do estabelecimento existe realmente nos limites fixados, ou se acha sofismado por qualquer forma, ou reduzido em consequência de operações más, ou se foi aumentado por maneira diversa da estabelecida pela lei em vigor;

b) Se existe nas condições legais o fundo de reserva;

c) Se foram feitas operações proibidas;

d) Se os estabelecimentos estrangeiros estão funcionando nos termos da lei⁴⁰.”

Em virtude da acção supervisora, a Inspeção do Comércio Bancário, assume também o papel de interlocutor por excelência entre as empresas bancárias e o executivo, pois é por si que passarão obrigatoriamente: os pedidos, para a constituição de novas empresas (artigo 8^o); as solicitações, para quaisquer alterações internas – como estatutos, capital social ou nome comercial (artigo 12^o, nº 5); os envios, dos balancetes mensais, com as respectivas contas (artigo 42^o); as listagens com as composições das assembleias gerais nas vésperas de cada realização (artigo 45^o); e os relatórios anuais de contas, na mesma altura em forem apresentados ou remetidos aos sócios ou accionistas (artigo 47^o).

A eficácia da actividade inspectiva pressupõe a existência de sanções. O regime sancionatório aprovado (artigos 61^o a 67^o) apresenta duas tipologias distintas. De um lado, um conjunto de medidas que vão desde de multas e de coimas, até à suspensão ou cassação da licença para o exercício da “indústria bancária”, consoante a infracção cometida, e relacionam-se directamente com as práticas burocráticas da Inspeção do Comércio Bancário (artigos 62^o a 67^o). Noutra parte, encontra-se a figura do Comissário do Governo (artigo 61^o). Trata-se de um agente hierárquica e funcionalmente dependente do Ministro das Finanças, que é colocado junto da direcção das empresas que tenham deixado de cumprir com as suas obrigações, até que seja superada a crise ou se decreta a extinção. O recurso à utilização deste modelo interventivo será amplo, já que “o regime de intervenção do estado permite a articulação entre o comissário do governo e a assembleia de credores, também prevista no art^o 61 da legislação de 1925. Competirá a estes dois órgãos assumirem em

⁴⁰ Decreto nº 10634, Diário do Governo, 1^a série, nº 61, p. 318.

coordenação com os accionistas a gestão das instituições bancárias numa situação de crise. Os poderes de intervenção dos comissários são vastos podendo sobrepor-se às decisões tomadas pela administração e pelos accionistas, suspender processos judiciais em curso, incluindo processos de falência, tomar a decisão de fecho ou de reconstituição do banco intervencionado. Vão também assumir um papel importante na dinamização e coordenação das assembleias de credores e na ligação às assembleias de accionistas⁴¹.”

Independentemente do dinamismo demonstrado na acção de supervisão do sistema bancário por entidades exteriores à Inspeção do Comércio Bancário, continuará a competir a esta, toda a coordenação processual, pelo que será através da análise dos seus arquivos, que poderemos recolher informação sobre as casas bancárias.

A Acção Inspectiva e as Casas Bancárias: 1925-1947⁴²

Em termos contextuais, o período cronológico⁴³ em causa é marcado por vários acontecimentos de diversa ordem.

A nível interno, regista-se o escândalo do Banco Angola e Metrópole (1925) – que acentuou o clima de descrédito dos portugueses nas instituições públicas –, e as alterações políticas ocorridas: o derrube do sistema democrático da 1ª República e a instauração de uma ditadura militar (1926-1933), seguida pelo regime autoritário do Estado Novo (1933-1974).

Internacionalmente corresponde à época “das crises e das guerras”, em que avultam a Grande Depressão (1929) – que implicou uma retracção económica e o colapso do regime do padrão-divisas-ouro do sistema monetário internacional – e dois conflitos – a Guerra Civil de

Espanha (1936-1939) e a II Guerra Mundial (1939-1945) – perante os quais Portugal adopta oficialmente a mesma posição de neutralidade.

Em termos do sistema bancário, a conjugação destes factores, vai determinar, por um lado, o reforço da intervenção do Estado⁴⁴, e por outro, a acentuação da dimensão doméstica das instituições de crédito, o que origina uma redução do número das empresas financeiras e a formação de unidades de maior dimensão.

Assim, no ano de 1925, e de acordo com as fontes disponíveis, o número de casas bancárias a operar legalmente no território continental português e nos arquipélagos da Madeira e dos Açores ascendia a pouco mais de meia centena: 56 (cinquenta e seis⁴⁵).

Geograficamente, as casas bancárias encontravam-se distribuídas da seguinte forma: catorze no Porto; treze em Lisboa; doze no Centro Sul (zona compreendida entre o norte do distrito de Lisboa e o sul do de Coimbra, e assim localizadas: duas em Tomar e Abrantes, e uma na Figueira da Foz, Leiria, Alcobaça, Caldas da Rainha, Peniche, Santarém, Torres Vedras e Vila Franca de Xira, respectivamente); seis no arquipélago da Madeira (todas no Funchal); cinco no Sul (duas em Faro e uma em Elvas, Setúbal e Olhão); quatro no Norte (duas em Famalicão uma em Braga e outra em Guimarães); e duas no arquipélago dos Açores (ambas em Ponta Delgada).

Tendo em conta os elementos apresentados, sobressai, para além da tradicional hegemonia de Lisboa e Porto, o valor apresentado pela zona Centro Sul, que uma vez juntos perfazem mais de dois terços da totalidade das casas bancárias existentes (gráfico I). No plano oposto, registo para o fraco número apresentado pelas zonas norte e sul, e com especial destaque para as regiões das Beiras interiores, Trás-os-Montes, Alto Minho e Baixo Alentejo, que não registam a existência de qualquer presença destas instituições de crédito.

⁴¹ Lopes (2011), p. 10.

⁴² Os dados apresentados resultam de informações recolhidas no espólio documental relativo às Casas Bancárias da Inspeção do Comércio Bancário e existente no Arquivo Histórico do Banco de Portugal. Apesar da sua dimensão e de não se encontrar tratada, a documentação analisada permitiu detectar diversas lacunas, pelo que, os resultados reproduzem uma realidade das casas bancárias que poderá não corresponder à sua totalidade.

⁴³ Os limites cronológicos resultam de que, até à publicação do Decreto-Lei nº 36542 de 15 de Outubro de 1947, o regime de fiscalização do sector bancário, preconizada pelo Decreto nº 10634 de 20 de Março de 1925 permanecer inalterável, nomeadamente as competências atribuídas à Inspeção do Comércio Bancário.

⁴⁴ A Lei nº 1894 de 11 de Abril de 1935, reformula a legislação de 1925 e reforça os poderes do Ministro das Finanças junto das instituições de crédito.

⁴⁵ Ver Anexo I.

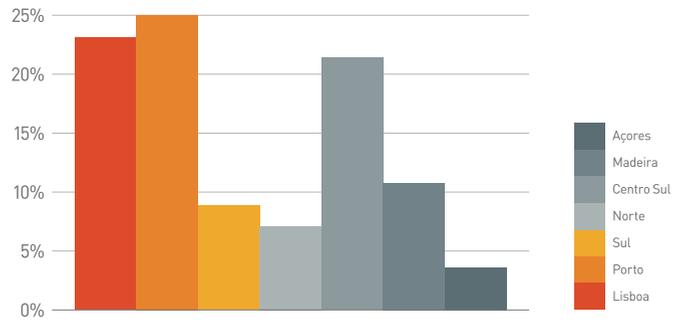


Gráfico I: Distribuição Geográfica das Casas Bancárias em 1925 (%).

Independentemente do valor como indicador do desenvolvimento económico que representa a presença de uma casa bancária⁴⁶, o facto é que a tipologia da sua distribuição geográfica permanece inalterável nas suas linhas essenciais, sendo mesmo até reforçada:

- Entre as doze novas instituições fundadas ao longo deste período (ver quadro I), quatro situavam-se no Porto e no Centro Sul (com duas em Alenquer, uma em Alcobça e nas Caldas da Rainha, respectivamente), duas em Lisboa e duas no Sul (uma em Elvas e outra em Faro).
- No caso das dezassete casas bancárias que permanecerão em actividade para além de 1947 (Anexo III), encontramos: cinco em Lisboa, quatro no Porto e no Centro Sul (com duas sediadas em Tomar, e uma em Peniche e outra na Figueira da Foz), duas no Sul (Olhão e Elvas) e uma em cada um dos arquipélagos da Madeira (Funchal) e dos Açores (Ponta Delgada).

⁴⁶ Neste período assiste-se ao desenvolvimento das redes dos bancos com o estabelecimento de vários balcões e agências, podendo-se começar a falar de uma cobertura de âmbito nacional de algumas instituições como o caso do Banco Espírito santo e Comercial de Lisboa – Damas e Ataíde (2004).

QUADRO I: CASAS BANCÁRIAS PORTUGUESAS FUNDADAS ENTRE 1925 - 1947

Nome	Localidade	Data da Fundação	Data da Extinção
Carlos Saudade e Silva	Caldas da Rainha	6/11/1928	4/2/1935
Aníbal Martins Caiado	Faro	5/12/1928	30/1/1941
José Emídio Raposo de Magalhães	Alcobaça	10/5/1929	1942
Francisco Carvalho Martins	Alenquer	5/12/1929	7/5/1931
Cupertino de Miranda & C ^a	Porto	1931	26/12/1942
Reis & C ^a	Alenquer	7/5/1931	5/7/1933
Joaquim Pinto Leite, Filho & C ^a	Porto	13/6/1931	23/2/1935
Luís Ferreira Alves & C ^a , L ^a	Porto	11/10/1931	9/6/1936
Joaquim Pinto Leite & Filhos	Porto	23/2/1935	24/12/1942
Almeida, Basto, Piombino & C ^a	Lisboa	2/7/1941	4/4/1972
Piano, Pereira & C ^a *	Lisboa	1/7/1944	16/9/1953
Lopes & Brás	Elvas	7/5/1946	31/5/1952

Durante estes vinte e dois anos foram assinaladas sessenta e oito⁴⁷ casas bancárias, correspondente à soma das existentes em 1925 – cinquenta e seis – com as que surgiram até 1947 – doze (Anexo II).

Aspecto desde logo a destacar, é o aparente elevado volume de instituições que se extinguem, avultam cerca de 75% de encerramentos, repartidos por cinco formas processuais diferentes: liquidações voluntárias, liquidações coercivas, reconstituições, incorporações e fusões (gráfico II).

Ao invés do que se poderia supor, este conjunto de encerramentos não correspondem a um desaparecimento efectivo e a uma retracção massiva das instituições bancárias, eles reflectem antes uma resposta adaptativa às novas condições vigentes, já que 43% vão originar o surgimento de novas empresas (gráfico III).

⁴⁷ Foram assinaladas ainda mais duas instituições – Nunes & Nunes e José Júlio da Rocha Abreu – mas das quais não constam dados que nos permitam incluir neste rol (no segundo caso apesar da referência não existe qualquer processo).

Encontram-se neste âmbito as liquidações voluntárias com 17 casos, correspondente a 33,33% da totalidade dos encerramentos. Trata-se de instituições bancárias que requereram e procederam voluntariamente à sua extinção, e de entre elas, apenas um pequeno grupo – cerca de 9,80% – o faz de forma definitiva, ou seja, desliga-se por completo do sistema bancário.

Na verdade, a grande maioria – 23,52% – destas liquidações ocorrem para que se criem outras unidades bancárias. De entre eles, 9,80%, originam novas casas bancárias, e 13,73% fundam novos bancos – entre os quais se destacam alguns que viriam a ter um papel de relevo na vida económica e financeira do país como o Banco Pinto & Sotto Mayor e o Banco Burnay em 1925, o Banco Fonseca Santos & Viana e o Banco Borges & Irmão em 1937, e o Banco Português do Atlântico em 1942.

Seguem-se as empresas que se reconstituíram (11,8%), ou seja, que após entrarem em incumprimento, de serem alvo da atenção da entidade fiscalizadora – Inspeção do Comércio Bancário – e verem nomeado um Comissário do Governo para junto das respectivas

administrações, conseguiram estruturar um plano de superação da crise, que uma vez aprovado – através de concordata homologada ou de portaria – permite prosseguir a actividade.

Dos seis casos assinalados de Reconstituições, constata-se que a grande maioria (dois terços) opta por se transformar em bancos, permanecendo o outro terço como casas bancárias.

Esta proporcionalidade é ainda mais acentuada no que respeita às novas unidades que surgiram, fruto das fusões dos estabelecimentos de crédito. Na verdade a esmagadora maioria – quatro quintos – redundou na criação de bancos, na modalidade de extinção que se revelou a menos atractiva (corresponde apenas a 9,8%).

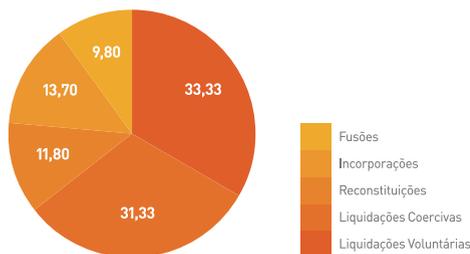


Gráfico II: Processos de Extinção das Casas Bancárias 1925-1947 (%).

Diversas são as consequências das liquidações coercivas (16 casos), de que são objeto as casas bancárias que foram encerradas após a instauração de processos pela Inspeção do Comércio Bancário, na sequência de incumprimentos, que na totalidade dos casos identificados, corresponderam à suspensão de pagamentos, e que culminam com a extinção das processadas.

A fórmula processual era sempre idêntica: iniciava-se com a nomeação de um Comissário do Governo para junto das empresas, imediatamente após tomada de conhecimento da infracção, a fim de verificar as possibilidades de superação da situação.

Concluída a avaliação, e no caso de não ser possível a adopção de uma solução de viabilização (Reconstituição), ordenava-se o encerramento da empresa, era-lhe retirada a licença para o “exercício da indústria bancária”, em simultâneo com a nomeação de uma Comissão Liquidatária (composta por três elementos⁴⁸, o Comissário do Governo, que presidia, e um representante dos credores e outro dos sócios), a quem competia superentender as acções tendentes à liquidação das dívidas – como o levantamento dos credores e dos montantes em débito, ou a organização e coordenação da venda dos bens e do rateio do respectivo produto – após o que era decretada a extinção da respectiva firma⁴⁹.

O tempo de duração dos processos revela-se longo, e em todos os casos os prazos são sucessivamente prorrogados. A duração média dos processos ronda os oito anos, sendo que o com menor duração foi o que envolveu a Viscondessa do Tramagal & C^a (três anos, um mês e dez dias), situando-se no polo oposto a liquidação da casa Henrique Figueira da Silva (quinze anos, quatro meses e nove dias).

As razões para esta morosidade parecem radicar em factores directamente relacionados com as debilidades da estrutura administrativa – falta de meios e de recursos humanos e deficientes meios de comunicação – que pela sua necessidade de afirmação, impõe uma rigidez burocrática dentro de uma cadeia fortemente hierarquizada.

Embora não se possam excluir a existência de resistências locais ou regionais como factores de abrandamento, elas serão diminutas, acabando por serem ultrapassadas.

De modo idêntico, não se poderá falar em bloqueios internos motivados por oposições de carácter político.

Elucidativo a este respeito, é o registo de que, entre os casos analisados, com a exclusão de um pequeno grupo – cinco – os processos

⁴⁸ Apesar de prevista a existência de uma Comissão Liquidatária Especial com mais elementos, esta apenas ocorreu por uma vez, no caso do processo da casa Henrique Figueira da Silva.

⁴⁹ De todos os casos analisados apenas por uma vez – Oliveira, Rodrigues & C^a -, a decisão de extinção foi contestada com recurso. O encerramento acabou por ser confirmado por Acórdão do Supremo Conselho da Administração Pública.

terão na sua condução o mesmo Comissário do Governo⁵⁰, desde o seu início até ao fim,

A única situação em que é perceptível a existência de uma conflituosidade entre o poder central e outros órgãos administrativos é a que ocorre durante a liquidação da casa Henrique Figueira da Silva do Funchal.

Conforme já anteriormente referido, o processo de que foi objecto esta empresa, encerra duas originalidades, por um lado, a sua excessiva duração, e por outro, a existência de uma Comissão Liquidatária Especial (cf. nota nº 48), presidida por um elemento que não o Comissário do Governo, como acontecia com os restantes casos ordinários.

Será justamente com este “novo elemento” que se irá estabelecer o confronto, a ponto de verificarmos que a Comissão Liquidatária Especial teve sete presidentes, sendo que, aos primeiros quatro anos de vida corresponderam seis titulares, enquanto nos restantes onze anos, existiu apenas um, que por sinal era também o Director de Finanças do Funchal.

Esta rotatividade parece ter tido as suas causas em discordâncias em matérias relacionadas com o desenvolvimento económico do arquipélago madeirense, mas com implicações políticas.

Acontece, que os elementos locais defendiam a necessidade de apoiar a reorganização dos estabelecimentos bancários em detrimento da sua extinção, pois estes eram considerados indispensáveis para a revitalização do comércio da Madeira.

Por seu turno, o poder central, para além de não dispor de verbas, via com alguma desconfiança esta elite madeirense, já que os tinha como simpatizantes dos revoltosos que levaram a cabo a Revolta da Madeira (de 4 de Abril a 2 de Maio de 1931) desafiando o poder da Ditadura Militar vigente em Lisboa, pelo que opta pela imposição de uma estratégia liquidatária coerciva.

⁵⁰ As casas bancárias cujos processos terão mais de um Comissário do Governo são: Sousa Lopes & Cª, Lª, Brandão & Cª, Manuel Dias Sancho, Raposo do Amaral Severim & Comandita Sucessores, Lª e a Henrique Figueira da Silva.

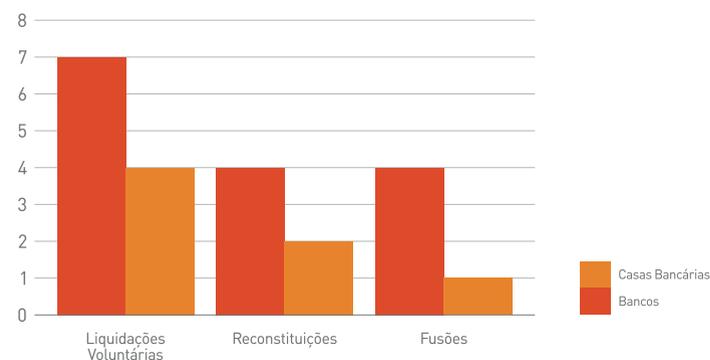


Gráfico III: Bancos e Casas Bancárias criados a partir dos processos de extinção das Casas Bancárias.

Uma quinta via pela qual se processam as liquidações é a que se prende com as incorporações.

A acção incorporadora revela um duplo dinamismo. Desde logo, porque a sua simples existência pressupõe uma capacidade reactiva perante as mutações da orgânica do sector financeiro.

Na verdade, em virtude das condicionantes externas, as instituições de crédito centralizam a sua acção no mercado interno, o que determinou a necessidade de crescerem e solidificarem domesticamente, pelo que a incorporação surge como uma resposta para o redimensionamento.

O segundo momento, resulta da acção incorporadora em concreto. Analisando o conjunto de operações de incorporação realizadas durante este período, verificamos que existe um equilíbrio relativamente às entidades incorporantes, isto é, quatro dos sete casos são para bancos e três para casas bancárias. Ampliando a escala de análise, constatamos que, enquanto as incorporações operadas pelos bancos são executadas por instituições diferentes, no caso das casas bancárias, elas são todas feitas pela mesma – Casa Bancária Raposo de Magalhães -, que por sua vez havia já sido resultado de uma anterior fusão, ocorrida já durante este período.

QUADRO II: CASAS BANCÁRIAS CLANDESTINAS ALVO DE PROCESSOS DA INSPECÇÃO DO COMÉRCIO BANCÁRIO: 1925 - 1947

Nome	Localidade	Data da Suspensão de Pagamentos	Duração do Processo
Pereira, Fernandes & Barro Lima	Arcos de Valdevez	27/1/1932	2/2/32 - 13/6/39
Miguel dos Reis	Gouveia	22/2/1932	22/2/32 - 4/5/38
Lino Martins Coelho	Gouveia	23/2/1932	23/2/32 - 2/3/41
Manuel Costa Lobo, Sucursal, L ^a	Vila Real	2/7/1932	26/8/32 - 20/9/44
Castro, Marques & C ^a	Silves	3/10/1931	17/10/33 - 10/4/37
Domingos Gonçalves de Sá & Filhos (Sociedade Sá Filhos) *	Porto	22/11/1933	23/1/34 - 29/12/51
C ^a dos Vinhos Gonçalves de Sá *	Vila Nova de Gaia	22/11/1933	23/1/34 - 29/12/51
J. Cansado & Comandita	Tavira	21/10/1935	27/5/36 - 7/1/50
Botelho, Medeiros, L ^a	Vila Franca do Campo	1940	26/11/40 - 30/10/43

* Os processos decorreram em simultâneo sob a égide do mesmo Comissário do Governo e da mesma Comissão Liquidatária.

A dimensão reguladora e fiscalizadora da Inspeção do Comércio Bancário também actuou junto das casas bancárias ilegais, do que resultou a instauração dos processos e culminou com a respectiva liquidação coerciva (quadro II).

As empresas em questão, eram sociedades comerciais, que a par de outros desempenhos, exerciam actividades bancárias sem possuírem a respectiva licença.

Tratava-se de estabelecimentos que exerciam funções financeiras há muito tempo, e nalguns casos, apurou-se que eram antigas casas bancárias, cuja autorização lhes havia sido retirada por incumprimento das exigências legais – Pereira, Fernandes & Barro Lima e J. Cansado & Comandita⁵¹ – com a curiosidade de a sua acção ser do conhecimento das autoridades e até alvo de sanções: tal é o que se passa com Botelho, Medeiros, L^a, que por despacho do Subsecretário de Estado das Finanças de 17/10/1935, é condenada ao pagamento de uma multa e à liquidação de todas as operações de natureza bancária nos doze meses subseqüentes, prazo que foi sucessivamente

prorrogado até ao início da suspensão dos pagamentos⁵². Um outro aspecto revelador desta situação de proximidade com as instituições públicas, é o facto passado com a sociedade Manuel Costa Lobo, Sucursal, L^a, que de sua livre iniciativa, informa a Inspeção do Comércio Bancário de situação difícil em que se encontrava⁵³.

Esta atitude complacente das autoridades centrais, parece decorrer da limitação de meios e da localização das empresas, já que a grande maioria situavam-se em zonas afastadas dos grandes centros, em locais onde constituíam a única unidade do género – tal é o caso das casas Pereira, Fernandes & Barro Lima, em Arcos de Valdevez, Miguel dos Reis e Lino Martins Coelho, em Gouveia, e Manuel Costa Lobo, Sucursal, L^a, em Vila Real.

Os trâmites processuais revelam-se em tudo similares aos instaurados junto das casas legais, no entanto, a complexidade dos processos afigura-se maior.

51 Arquivo Histórico do Banco de Portugal – Elementos Históricos Relativos às Instituições de Crédito: Processos de Pereira, Fernandes & Barro Lima e de J. Cansado & Comandita.

52 Idem: Processo de Botelho, Medeiros, L^a.

53 Idem: processo Manuel Costa Lobo, Sucursal, L^a.

Indicadores desta situação são o facto de em metade dos casos – Pereira, Fernandes & Barro Lima, Lino Martins Coelho, Manuel Costa Lobo, Sucursal, L^a, Domingos Gonçalves de Sá & Filhos (Sociedade Sá Filhos) e C^a dos Vinhos Gonçalves de Sá – verificar-se a substituição do Comissário do Governo, apesar de, na maioria dos processos⁵⁴, a sua posição ser reforçada com a assunção das competências das diferentes Comissões Liquidatárias, em resultado da extinção prematura destas.

O auge das resistências à intervenção fiscalizadora, verificou-se no processo conjunto que agrupou Domingos Gonçalves de Sá & Filhos (Sociedade Sá Filhos), do Porto, e C^a dos Vinhos Gonçalves de Sá, de Vila nova de Gaia.

Perante as evidências de práticas de gestão fraudulenta, foi decidido proceder à liquidação imediata e coerciva destas empresas.

Os processos decorreram em simultâneo, e optou-se pela nomeação de um único Comissário do Governo, e criação de uma só Comissão Liquidatária, em virtude de existirem entre estas empresas uma comunhão de interesses e uma gerência comum.

O processo revelou-se extremamente longo (quase dezoito anos) e no seu trajecto conheceu três Comissários do Governo⁵⁵, duas Comissões Liquidatárias, com diversas composições, e a última não durou até ao final, além de um considerável rol de recursos judiciais sobre decisões adoptadas no âmbito das extinções decretadas.

Contudo, o processo é concluído, com a Inspeção do Comércio Bancário a fazer cumprir as suas decisões, e a ultrapassar todos os obstáculos entre os quais destaca-se a transferência de uma quantia depositada no Brasil, que fazia parte dos créditos das empresas em liquidação.

⁵⁴ Com exclusão do processo da empresa Lino Martins Coelho em todos os restantes – Pereira, Fernandes & Barro Lima, Miguel dos Reis, Manuel Costa Lobo, Sucursal, L^a, Castro, Marques & C^a, Domingos Gonçalves de Sá & Filhos (Sociedade Sá Filhos), C^a dos Vinhos Gonçalves de Sá, J. Cansado & Comandita e Botelho, Medeiros, L^a – assiste-se à extinção prematura da respectiva Comissão Liquidatária.

⁵⁵ Um dos Comissários do Governo que ocupou o lugar entre 8/5/35 e 26/11/40, foi Joaquim Trigo de Negreiros, político do Estado Novo, que foi deputado, Subsecretário de Estado das Corporações e Previdência Social e Ministro do Interior.

A necessidade de obter e arrecadar o maior volume de capital possível, revelava-se uma das principais preocupações das acções dos Comissários do Governo nos processos de liquidações coercivas quer sobre casas legais quer sobre as clandestinas, de modo a procurar saldar as dívidas das liquidadas.

Apesar de não avultarem informações sobre os montantes finais restituídos, as disponíveis, mostram uma diversidade dos valores pagos, mas que na generalidade, traduzem-se pela liquidação de uma pequena parcela do passivo.

Convém referir que a liquidação não era linear, em alguns casos era feita uma destrição de entre os credores – os privilegiados e os comuns, com a óbvia prioridade para os primeiros – sendo que, também aqui não existe uma uniformidade de procedimentos.

O processo em que os credores (sem distinção) foram ressarcidos ao nível mais baixo, foi o que envolveu a Mena & Pinto de Abrantes, onde as disponibilidades permitiram pagar um rateio de 1,2% dos débitos.

No plano oposto, situa-se a liquidação da empresa clandestina J. Cansado & Comandita, de Tavira, que é a única em que a totalidade do montante do passivo foi integralmente pago, conforme o ofício do Comissário do Governo – José Valeriano da Glória Pacheco – de 30/12/46⁵⁶.

Assinale-se que em dois casos – Brandão & C^a, de Famalicão, e Botelho, Medeiros, L^a, (casa clandestina) de Vila Franca do Campo – houve lugar ao depósito de verbas remanescentes, resultantes de créditos distribuídos mas não reclamados.

⁵⁶ Arquivo Histórico do Banco de Portugal – Elementos Históricos Relativos às Instituições de Crédito: Processos de Pereira, Fernandes & Barro Lima e de J. Cansado & Comandita.

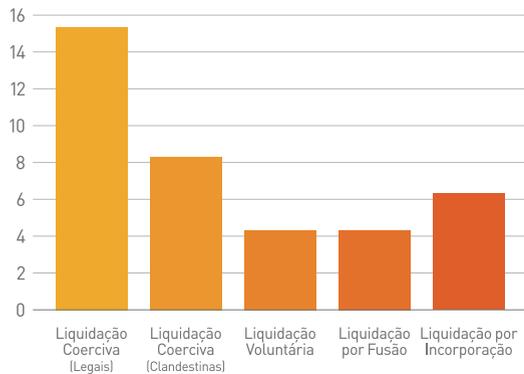


Gráfico IV: Valores Finais Absolutos do Encerramento das Casas Bancárias Segundo os Processos de Extinção.

Em termos absolutos, o número de encerramentos definitivos das casas bancárias, (descontando as reconstituições e reformulações e acrescentando a liquidação dos operadores clandestinos), neste período ascendeu a quarenta e dois, apresentando a seguinte repartição, tendo em conta as diferentes tipologias: cinco através de liquidação voluntária, dezasseis por liquidação coerciva de instituições legais, nove de liquidação coerciva dos estabelecimentos clandestinos, sete por incorporação e cinco em resultado de fusões (gráfico IV).

Verifica-se assim, o papel determinante que a entidade fiscalizadora assume na vida destas instituições de crédito, em que cerca de 60% dos encerramentos decorrem da sua acção directa (38,1% e 21,4%, resultam respectivamente, das liquidações coercivas executadas sobre as empresas legais e clandestinas). Em contrapartida, as extinções, fruto da regulação do mercado, situam-se num nível inferior, quase em metade – 28,6% – que advêm da soma das incorporações (16,7%) com as fusões (11,9%). Por último, registam-se as liquidações voluntárias (11,9%) decretados pelas próprias, originadas por motivações tão díspares como o falecimento de um sócio, partilha de bens por herança, ou um redireccionamento dos investimentos.

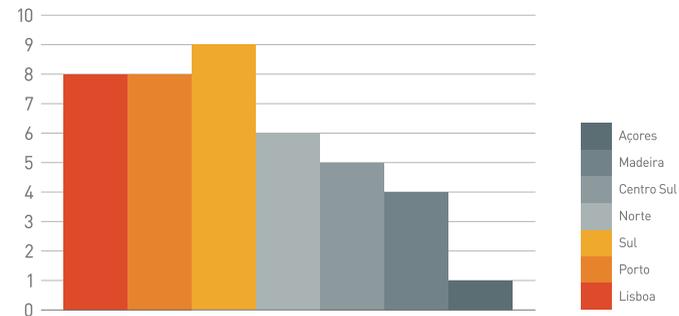


Gráfico V: Distribuição Geográfica da Extinção das Casas Bancárias (valores absolutos).

A correspondente distribuição geográfica destes dados (gráfico V) revela-nos, comparativamente com os dados já anteriormente referidos sobre a localização das casas bancárias em actividade no início, e as fundadas durante este período, uma maior capacidade de resistência das instituições sediadas na capital, relativamente ao resto do país (este aspecto torna-se ainda mais notório, quando comparada a distribuição geográfica dos diversos processos de extinção das casas bancárias – gráfico VI). Uma referência particular aos resultados apresentados pelas zonas norte e sul, cuja elevada discrepância dos valores, quando comparados com os apresentados inicialmente, deve-se à inclusão nestes últimos dos estabelecimentos clandestinos.

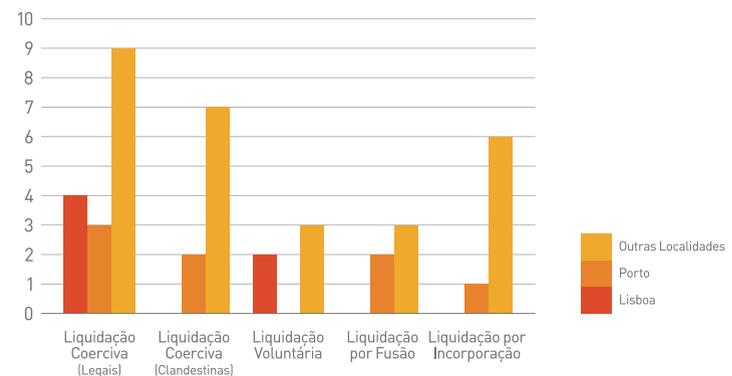


Gráfico VI: Distribuição Geográfica dos Processos de Extinção das Casas Bancárias.

Considerações Finais

Surgidas num período de forte expansão económica, em que o dinamismo impeliu que a criação das instituições decorresse mais de uma atitude reactiva do que activa face às necessidades, as casas bancárias, alcançaram uma enorme vitalidade, dadas a sua estrutura simples, e a ampla liberdade de acção.

A situação alterou-se com o colapso do sistema económico do «euro mundo», após a 1ª Guerra Mundial, e a necessidade de criar “mecanismos disciplinadores” dos agentes e dos mercados como forma de superação da crise.

No que concerne ao sistema bancário é promulgada a legislação de 1925, cuja implementação foi profundamente marcada por fatos exógenos (crises e conflitos) e endógenos (a adopção de regime político autoritário).

Os mecanismos de controlo e de fiscalização, revelam um reforço da autoridade do estado, e uma vez postos em prática têm como consequência uma redução desta tipologia de instituições de crédito, com particular incidência para as sediadas fora dos grandes centros urbanos de Lisboa e do Porto.

A lógica de crescimento prevalecente assenta num redimensionamento das instituições, substituindo a ideia da pluralidade local por uma cobertura de âmbito nacional, que se poderia resumir através da divisa: «menor quantidade, a mesma qualidade e maior solidez».

A nova concepção conduz, a que se dê uma preferência pelo banco, como a unidade preponderante do sistema bancário.

Esta tendência concentracionária e de redução das entidades bancárias comerciais permanece e acentua-se para além de 1947 (Anexo III), embora com contornos diferentes, uma vez que, as causas resultaram mais de circunstancialismos directos dos mercados, do que da acção fiscalizadora.

Das dezassete casas bancárias que permaneceram em funcionamento, cinco delas procurarão adaptar-se liquidando-se naturalmente e originando outras tantas novas.

Todavia, a estratégia não resulta e conjuntamente com mais sete, acabam por se transformar ou incorporar em bancos.

A instauração de processos e a consequente liquidação coerciva acontece apenas por três vezes, com a particularidade de a derradeira intervenção concluir pela extinção da casa mais antiga a laborar: Costa & Cª da Figueira da Foz.

Permanecerão em actividade somente duas empresas – Pancada, Morais & Cª, de Lisboa, e a Manuel Mendes Godinho & Filhos, de Tomar – que depois de nacionalizadas em 1975, e por despacho do Secretário de Estado do Tesouro de 12 de Abril de 1976⁵⁷, serão incorporadas, respectivamente, nos bancos Fonsecas & Burnay e Espírito Santo & Comercial de Lisboa.

Se é certo que a inexistência de um supervisor marcou os primeiros anos de vida das casas bancárias, não é menos verdade, que após o seu aparecimento, a sua relevância não cessa de crescer, ao ponto de culminar por decretar a extinção destas empresas.

⁵⁷ Arquivo Histórico do Banco de Portugal: Processo de Pancada, Morais & Cª (Lisboa).

Bibliografia

Fontes Documentais

Arquivo Histórico do Banco de Portugal

Elementos históricos Relativos às Instituições de Crédito – Processos das Casas Bancárias:

- Blandy Brothers & C^a
- Pinto & Sotto Mayor
- Henry Burnay & C^a
- Beck, Posser & C^a
- Fonseca & Araújo, L^a
- Marques, Pereira & C^a
- Cupertino de Miranda & Irmão
- Rocha Machado & C^a
- António Couto e Silva
- Oliveira, Rodrigues & C^a
- Sardinha & C^a
- Francisco Carvalho Martins
- Joaquim Pinto Leite & C^a
- Luís Ferreira Alves & C^a
- Manuel Dias Sancho
- Ventura, Coelho, Counhago
- José António da Rocha
- Reis & C^a
- Rodrigues, Irmão & C^a
- Pinto & C^a
- Correia Leite, Santos & C^a
- Sousa, Lopes & C^a, L^a
- Viscondessa do Tramagal & C^a
- Carlos Saudade e Silva
- Joaquim Pinto Leite, Filho & C^a
- Raposo do Amaral Severim & C^a Sucessores, L^a
- Raúl P. Santos
- Luís Ferreira Alves & C^a, L^a
- Pêgo, Soromenho & C^a, L^a
- Sousa Júnior & Sucessores
- Fonecas, Santos & Viana
- Brites & Esteves
- Borges & Irmão
- José Joaquim Machado & C^a*
- Manuel João Telhada
- José Augusto Dias, Filho & C^a
- Pinto da Fonseca & Irmão
- Matos & Baião
- M. A. Martins Pereira
- Dias, Costa & Costa
- Aníbal Martins Caiado
- Mena & Pinto
- Basto & Piombino
- Casa Bancária José Emídio Raposo de Magalhães
- Joaquim Pinto Leite & Filhos

- Cupertino de Miranda & C^a
- Brandão & C^a
- A. Piano Júnior & C^a
- Porto Covo & C^a
- Reid, Castro & C^a
- Henrique Figueira da Silva
- José Lopes
- J. & F. Mendonça
- J. M. Fernandes Guimarães & C^a
- Lopes & Brás
- Viúva de António Trindade, Sucessor Francisco de Freitas Trindade
- Frazão Pacheco & Comandita
- José Henriques Totta, L^a
- Piano, Pereira & C^a *
- Fernandes Magalhães, L^a

Piano & C^a

- António Gonçalves da Silva
- Blandy Brothers & C^a, L^a
- Francisco Silva Brás, Sucessor de Lopes & Brás
- Costa & C^a
- António Gonçalves da Silva, L^a
- Blondy Brothers (Barqueiros)
- António Costa & Irmão
- Almeida, Basto, Piombino & C^a
- Pinto de Magalhães L^a
- Sousa, Cruz & C^a, L^a
- Augustine Reis & C^a
- Casa Pancada, Morais & C^a
- Casa Bancária Manuel Mendes Godinho & Filhos

Legislação

- Código Comercial Portuguez de 1888, Coimbra, Imprensa da Universidade, 1889.
- Lei de 12 de Julho de 1894, Diário do Governo, n.º 155, de 13 de Julho de 1894, págs. 1828-1830.
- Lei de 3 de Abril de 1896, Diário do Governo, n.º 77, de 8 de Abril de 1896, pág. 857.
- Decreto n.º 9130, Legislação Portuguesa publicada no ano de 1923, segundo semestre, Lisboa, Imprensa Nacional, 1926, pág. 268 e 269.
- Decreto n.º 10474, de 17 de Janeiro, Diário do Governo, 1.ª série, n.º 13, 17 de Janeiro de 1925, Lisboa, Imprensa Nacional, 1925, págs. 62-72.
- Decreto n.º 10634, de 20 de Março, Diário do Governo, 1.ª série, n.º 61, 20 de Março de 1925, Lisboa, Imprensa Nacional, 1925, págs. 313-320.
- Decreto n.º 9983, de Legislação Portuguesa publicada no ano de 1932, segundo semestre, Lisboa, Imprensa Nacional, 1940, págs. 336 e 337.
- Lei n.º 1894, de 11 de Abril, Legislação Portuguesa publicada no ano de 1925, primeiro semestre, Lisboa, Imprensa Nacional, 1944, págs. 341 a 343.
- Decreto-Lei n.º 36542, de 15 de Outubro n.º 10634, Diário do

Governo, 1.ª série, n.º 240, 15 de Outubro de 1947, Lisboa, Imprensa Nacional, 1947, págs. 1005 e 1006.

- Decreto-Lei n.º 37470, de 7 de Julho, Legislação Portuguesa publicada no ano de 1949, segundo semestre, Lisboa, Imprensa Nacional, 1955, pág. 8 e 9.

Obras Publicadas

BORGES, José Ferreira, (1851). *Código Comercial Portuguez de 1833*, Coimbra, Imprensa da Universidade.

CÂMARA, João Sousa da, (1972). *O Banco Lisboa & Açores: 1875-1969*, Lisboa.

CÂMARA, João Sousa da, (1968). *O Banco Totta-Aliança: 125.ª aniversário: 1843-1968*, [Lisboa].

DAMAS, Carlos Alberto, ATAÍDE, Augusto de, (2004). *O Banco Espírito Santo: Uma dinastia financeira portuguesa*, 1.º Vol., Banco Espírito Santo.

Direcção Geral de Estatística, (1933). *Situação Bancária no ano de 1932*, Lisboa, Imprensa Nacional de Lisboa.

LOPES, Fernando, (2011). *Economic Crises and Bank Regulation in Portugal*, comunicação apresentada no 31.º Encontro Nacional da Associação Portuguesa de História Económica e Social, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, 18 e 19 Novembro de 2011; versão electrónica em – http://www4.fe.uc.pt/aphes31/papers/sessao_4e/fernando_lopes_paper.pdf – último acesso em 19/09/2012.

MARTINS, Mário da Costa, LIMA, Joaquim Gomes, (1988). *Arthur Cupertino de Miranda: homenagem Nacional – 1988*, [Porto].

MATA, Eugénia, VALÉRIO, Nuno, (1994). *História Económica de Portugal*, Lisboa, Presença.

MENDES, José Amado, (2002). *A empresa bancária em Portugal no século XX: Evolução e estratégias*, Gestão e Desenvolvimento, n.º 11, Lisboa; versão electrónica – http://www4.crb.ucp.pt/biblioteca/gestaodesenv/GD11/gestaodesenv11_39.pdf – último acesso em 19/09/2012.

MENDONÇA, Artur Ângelo Barracosa, (2011). *Contributos para a História da Expansão do Sistema Bancário no espaço regional (1874-1930): O Caso do Algarve*, XXXI Encontro da Associação Portuguesa de História Económica e Social, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, 18 e 19 de Novembro de 2011; versão electrónica – http://www4.fe.uc.pt/aphes31/papers/sessao_2f/artur_mendonca_paper.pdf – último acesso em 19/09/2012.

SÁ, Francisco Valeriano de, (2005). *Banco Nacional Ultramarino: crónica do seu percurso*, Lisboa, Plátano.

VALÉRIO, Nuno [coord.], (2006). *História do Sistema Bancário Português*, Vol. I, Lisboa, Banco de Portugal.

VALÉRIO, Nuno [coord.], (2010). *História do Sistema Bancário Português*, Vol. II, Lisboa, Banco de Portugal.

ANEXO I: CASAS BANCÁRIAS PORTUGUESAS EM 1925

Nome	Localidade	Data Fundação	Data Extinção	Observações
Pinto & Sotto Mayor	Lisboa	30/6/1914	14/3/1925	Liquidada naturalmente: Passa a Banco Pinto & Sotto Mayor
Henry Burnay & C ^a	Lisboa	22/3/1875	24/10/1925	Liquidada naturalmente: Passa a Banco Burnay
Beck, Posser & C ^a	Lisboa	1924	Novembro 1925	Liquidada naturalmente para pagamento de dívida da sociedade antecessora
Fonseca & Araújo, L ^a	Porto	Anterior a 1920	1926	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 24/3/1926
Marques, Pereira & C ^a	Lisboa	Anterior a 1920	29/11/1926	Liquidada naturalmente: Extinção requerida pelo próprio
Cupertino de Miranda & Irmão	Porto	14/5/1919	10/10/1928	Fundiu-se com Rocha Machado e criou o Banco do Comércio e Ultramar (extinto em 1932)
Rocha Machado & C ^a	Funchal	Anterior a 1920	10/10/1928	Fundiu-se com Cupertino de Miranda & Irmão e criou o Banco do Comércio e Ultramar (extinto em 1932)
António Couto e Silva	Alcobaça	Anterior a 1920	10/5/1929	Fundiu-se com o banqueiro J. Emídio Raposo de Magalhães e criou a Casa Bancária Raposo de Magalhães
Oliveira, Rodrigues & C ^a	Lisboa	22/10/ 1922	28/4/1931	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 21/2/1927
Sardinha & C ^a	Funchal	Anterior a 1920	6/5/1931	Reconstitui-se: passa a Banco Sardinha
Joaquim Pinto Leite & C ^a	Porto	Anterior a 1920	23/6/1931	Liquidada naturalmente: Passa a Joaquim Pinto Leite, Filho & C ^a (por morte de um sócio)
Luís Ferreira Alves & C ^a	Porto	Anterior a 1920	11/10/1931	Reconstitui-se: passa a Luís Ferreira Alves & C ^a , L ^a
Manuel Dias Sancho	Faro	1921	2/12/1931	Reconstitui-se: passa a Banco do Algarve
Ventura, Coelhos, Counhago & C ^a	Porto	Anterior a 1920	9/1/1932	Reconstitui-se: passa a Banco da Estremadura
José António da Rocha	Braga	Anterior a 1925	1/7/1933	Liquidada naturalmente: Extinção requerida pelo próprio
Rodrigues, Irmão & C ^a	Funchal	19/4/1922	12/9/1933	Fundiu-se com o Banco Sardinha e com Banco Madeira (antigo) originou o Banco Madeira (moderno)
Pinto & C ^a	Famalicão	1º Trimestre de 1917	8/2/1934	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 1/11/1930
Correia Leite, Santos & C ^a	Lisboa	Anterior a 1923	11/8/1934	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 25/11/1929
Sousa, Lopes & C ^a , L ^a	Vila Franca de Xira	Anterior a 1925	3/6/1934	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 4/12/1930
Viscondessa do Tramagal & C ^a	Abrantes	Anterior a 1922	31/12/1934	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 21/11/2931
Raposo do Amaral Severim & C ^a Sucessores, L ^a	Ponta Delgada	1917	22/2/1936	Reconstitui-se: passa a Banco Agrícola de São Miguel (dissolveu-se por escritura em 18/3/1971)
Raúl P. Santos	Setúbal	Anterior a 1925	11/5/1936	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 30/3/1931
Pêgo, Soromenho & C ^a , L ^a	Porto	Anterior a 1925	24/12/1936	Incorporada no Banco de Barcelos
Sousa Júnior & Sucessores	Guimarães	Anterior a 1925	24/12/1936	Incorporada no Banco de Barcelos
Fonsecas, Santos & Viana	Lisboa	27/5/1861	4/1/1937	Liquidada naturalmente: Passa a Banco Fonseca, Santos & Viana
Brites & Esteves	Leiria	17/1/1923	12/3/1937	Incorporada na casa Raposo de Magalhães
Borges & Irmão	Porto	27/12/1884	3/8/1937	Liquidada naturalmente: Passa a Banco Borges & Irmão
José Joaquim Machado & C ^{a*}	Torres Vedras	Anterior a 1920	26/10/1937	Incorporada na casa Raposo de Magalhães; processo c/início em 30/6/1937

ANEXO I (CONTINUAÇÃO): CASAS BANCÁRIAS PORTUGUESAS EM 1925

Nome	Localidade	Data Fundação	Data Extinção	Observações
Manuel João Telhada	Santarém	1920	4/8/1938	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 18/3/31
José Augusto Dias, Filho & Cª	Porto	29/1/1906	21/3/1939	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 23/3/1926
Pinto da Fonseca & Irmão	Porto	10/5/1893	8/8/1939	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 6/5/1926
Matos & Baião	Faro	1915	1940	Incorporada no Banco do Algarve
M. A. Martins Pereira	Caldas da Rainha	Anterior a 1920	25/5/1940	Incorporada no Banco Lisboa & Açores
Dias, Costa & Costa	Lisboa	Anterior a 1916	8/7/1940	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 17/5/1930
Mena & Pinto	Abrantes	Anterior a 1925	22/3/1941	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 11/6/1931
Basto & Piombino	Lisboa	1/3/1881	2/7/1941	Liquidada naturalmente: Passa a Almeida, Basto, Piombino & Cª
Brandão & Cª	Famalicão	1904	9/10/1943	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 10/3/1931
A. Piano Júnior & Cª	Lisboa	1918	1/7/1944	Reconstitui-se: Passa a Piano, Pereira & Cª
Porto Covo & Cª	Lisboa	Anterior a 1920	9/8/1944	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 12/5/1937
Reid, Castro & Cª	Funchal	Anterior a 1910	18/8/1944	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 15/12/1931
Henrique Figueira da Silva	Funchal	Anterior a 1925	31/3/1946	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 22/11/1930
José Lopes	Elvas	1905	7/5/1946	Liquidada naturalmente: Passa a Lopes & Brás
J. & F. Mendonça]	Olhão	Anterior a 1920	10/10/1948	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 16/3/1936
J. M. Fernandes Guimarães & Cª	Porto	1909	14/12/1950	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 19/11/1938
Viúva de António Trindade, Sucessor Francisco de Freitas Trindade	Peniche	Criada entre 1910 e 1920	24/9/1952	Liquidada naturalmente: Passa a Pinto de Magalhães, Lª
Frazão Pacheco & Comandita	Ponta Delgada	Anterior a 1925	11/5/1953	Incorporada no Banco Português do Atlântico
José Henriques Totta, Lª	Lisboa	19/3/1921	29/6/1953	Liquidada naturalmente: Passa a Banco José Henriques Totta
Fernandes Magalhães, Lª	Porto	1905	10/4/1954	Liquidada naturalmente: Passa a Banco Fernandes Magalhães
António Gonçalves da Silva	Tomar	Anterior a 1925	20/12/1956	Liquidada naturalmente: Passa a António Gonçalves da Silva, Lª
Blandy Brothers & Cª, Lª	Funchal	20/12/1924	12/12/1958	Liquidada naturalmente: Passa a Blandy Brothers (Barqueiros) Lª
Costa & Cª	Figueira da Foz	1864	Abril 1960	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 25/3/1953
António Costa & Irmão	Porto	Anterior a 1925	1/8/1967	Incorporada no Banco de Angola
Sousa, Cruz & Cª, Lª	Porto	16/6/1924	14/3/1973	Incorporada na Augustine Reis & Cª e com ela cria o Banco Intercontinental Português
Augustine Reis & Cª	Lisboa	Anterior a 1920	14/3/1973	Liquidada naturalmente: Passa a Banco Português depois de incorporar a Sousa, Cruz & Cª, Lª
Casa Pancada, Morais & Cª	Lisboa	7/9/1921	12/4/1976	Incorporada no Banco Pinto & Sotto Mayor (depois de nacionalizada em 1975)
Casa Bancária Manuel Mendes Godinho & Filhos	Tomar	Anterior a 1915	12/4/1976	Incorporada no Banco Espírito Santo & Comercial de Lisboa (depois de nacionalizada em 1975)

ANEXO II: CASAS BANCÁRIAS PORTUGUESAS: 1925 - 1947

Nome	Localidade	Data Fundação	Data Extinção	Observações
Pinto & Sotto Mayor	Lisboa	30/6/1914	14/3/1925	Liquidada naturalmente: Passa a Banco Pinto & Sotto Mayor
Henry Burnay & C ^a	Lisboa	22/3/1875	24/10/1925	Liquidada naturalmente: Passa a Banco Burnay
Beck, Posser & C ^a	Lisboa	1924	Novembro 1925	Liquidada naturalmente para pagamento de dívida da sociedade antecessora
Fonseca & Araújo, L ^a	Porto	Anterior a 1920	1926	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 24/3/1926
Marques, Pereira & C ^a	Lisboa	Anterior a 1920	29/11/1926	Liquidada naturalmente: Extinção requerida pelo próprio
Cupertino de Miranda & Irmão	Porto	14/5/1919	10/10/1928	Fundiu-se com Rocha Machado e criou o Banco do Comércio e Ultramar (extinto em 1932)
Rocha Machado & C ^a	Funchal	Anterior a 1920	10/10/1928	Fundiu-se com Cupertino de Miranda & Irmão e criou o Banco do Comércio e Ultramar (extinto em 1932)
António Couto e Silva	Alcobaça	Anterior a 1920	10/5/1929	Fundiu-se com o banqueiro J. Emídio Raposo de Magalhães e criou a Casa Bancária Raposo de Magalhães
Oliveira, Rodrigues & C ^a	Lisboa	22/10/ 1922	28/4/1931	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 21/2/1927
Sardinha & C ^a	Funchal	Anterior a 1920	6/5/1931	Reconstitui-se: passa a Banco Sardinha
Francisco Carvalho Martins	Alenquer	5/12/1929	7/5/1931	Liquidada naturalmente: Passa a Reis & C ^a
Joaquim Pinto Leite & C ^a	Porto	Anterior 1920	23/6/1931	Liquidada naturalmente: Passa a Joaquim Pinto Leite, Filho & C ^a
Luis Ferreira Alves & C ^a	Porto	Anterior a 1920	11/10/1931	Reconstitui-se: passa a Luis Ferreira Alves & C ^a , L ^a
Manuel Dias Sancho	Faro	1921	2/12/1931	Reconstitui-se: passa a Banco do Algarve
Ventura, Coelhos, Counhago & C ^a	Porto	Anterior a 1920	9/1/1932	Reconstitui-se: passa a Banco da Estremadura
José António da Rocha	Braga	Anterior a 1925	1/7/1933	Liquidada naturalmente: Extinção requerida pelo próprio
Reis & C ^a	Alenquer	7/5/1931	5/7/1933	Liquidada naturalmente
Rodrigues, Irmão & C ^a	Funchal	19/4/1922	12/9/1933	Fundiu-se com o Banco Sardinha e com Banco Madeira (antigo) originou o Banco Madeira (moderno)
Pinto & C ^a	Famalicão	1º Trimestre de 1917	8/2/1934	Liquidada por processo c/início em 1/11/1930
Correia Leite, Santos & C ^a	Lisboa	Anterior a 1923	11/8/1934	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 25/11/1929
Sousa, Lopes & C ^a , L ^a	Vila Franca de Xira	-	3/6/1934	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 4/12/1930
Viscondessa do Tramagal & C ^a	Abrantes	Anterior a 1922	31/12/1934	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 21/11/2931)
Carlos Saudade e Silva	Caldas da Rainha	6/11/1928	4/2/1935	Incorporada na casa Raposo de Magalhães
Joaquim Pinto Leite, Filho & C ^a	Porto	13/6/1931	23/2/1935	Liquidada naturalmente: Passa a Joaquim Pinto Leite & Filhos
Raposo do Amaral Severim & C ^a Sucessores, L ^a	Ponta Delgada	1917	22/2/1936	Reconstitui-se: passa a Banco Agrícola de São Miguel (dissolveu-se por escritura em 18/3/1971)
Raúl P. Santos	Setúbal	Anterior a 1925	11/5/1936	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 30/3/1931
Luis Ferreira Alves & C ^a , L ^a	Porto	11/10/1931	9/6/1936	Liquidada naturalmente: Passa a Banco Ferreira Alves

ANEXO II (CONTINUAÇÃO): CASAS BANCÁRIAS PORTUGUESAS: 1925 - 1947

Nome	Localidade	Data Fundação	Data Extinção	Observações
Pêgo, Soromenho & C ^a , L ^a	Porto	Anterior a 1925	24/12/1936	Incorporada no Banco de Barcelos
Sousa Júnior & Sucessores	Guimarães	Anterior a 1925	24/12/1936	Incorporada no Banco de Barcelos
Fonsecas, Santos & Viana	Lisboa	27/5/1861	4/1/1937	Liquidada naturalmente: Passa a Banco Fonseca, Santos & Viana
Brites & Esteves	Leiria	17/1/1923	12/3/1937	Incorporada na casa Raposo de Magalhães
Borges & Irmão	Porto	27/12/1884	3/8/1937	Liquidada naturalmente: Passa a Banco Borges & Irmão
José Joaquim Machado & C ^{a*}	Torres Vedras	Anterior a 1920	26/10/1937	Incorporada na casa Raposo de Magalhães
Manuel João Telhada	Santarém	1920	4/8/1938	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 18/3/31
José Augusto Dias, Filho & C ^a	Porto	29/1/1906	21/3/1939	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 23/3/1926
Pinto da Fonseca & Irmão	Porto	10/5/1893	8/8/1939	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 6/5/1926
Matos & Baião	Faro	1915	1940	Incorporada no Banco do Algarve
M. A. Martins Pereira	Caldas da Rainha	Anterior a 1920	25/5/1940	Incorporada no Banco Lisboa & Açores
Dias, Costa & Costa	Lisboa	Anterior a 1916	8/7/1940	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 17/5/1930
Anibal Martins Caiado	Faro	5/12/1928	30/1/1941	Liquidada naturalmente
Mena & Pinto	Abrantes	Anterior a 1925	22/3/1941	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 11/6/1931
Basto & Piombino	Lisboa	1/3/1881	2/7/1941	Liquidada naturalmente: Passa a Almeida, Basto, Piombino & C ^a
Casa Bancária José Emídio Raposo de Magalhães	Alcobaça	10/5/1929	1942	Liquidada naturalmente: Passa a Banco Raposo de Magalhães.
Joaquim Pinto Leite & Filhos	Porto	23/2/1935	24/12/42	Funde-se com o Banco Ferreira Alves e cria o Banco Ferreira Alves & Pinto Leite
Cupertino de Miranda & C ^a	Porto	1931	26/12/1942	Liquidada naturalmente: Passa a Banco Português do Atlântico
Brandão & C ^a	Vila Nova de Famalicão	1904	9/10/1943	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 10/3/1931
A.Piano Júnior & C ^a	Lisboa	1918	1/7/1944	Reconstitui-se em 2/7/29: Passa a Piano, Pereira & C ^a
Porto Covo & C ^a	Lisboa	Anterior a 1920	9/8/1944	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 12/5/1937
Reid, Castro & C ^a	Funchal	Anterior a 1910	18/8/1944	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 15/12/1931
Henrique Figueira da Silva	Funchal	Anterior a 1925	31/3/1946	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 22/11/1930
José Lopes	Elvas	1905	7/5/1946	Liquidada naturalmente: Passa a Lopes & Brás
J. & F. Mendonça	Olhão	Anterior a 1920	10/10/1948	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 16/3/1936
J. M. Fernandes Guimarães & C ^a	Porto	1909	14/12/1950	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 19/11/1938
Lopes & Brás	Elvas	7/5/1946	31/5/1952	Liquidada naturalmente: Passa a Francisco Silva Brás, Sucessor de Lopes e Brás

ANEXO III: CASAS BANCÁRIAS PORTUGUESAS: 1947 - 1974

Nome	Localidade	Data Fundação	Data Extinção	Observações
J. & F. Mendonça	Olhão	Anterior a 1920	10/10/1948	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 16/3/1936
J. M. Fernandes Guimarães & Cª	Porto	1909	14/12/1950	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 19/11/1938
Lopes & Brás	Elvas	7/5/1946	31/5/1952	Liquidada naturalmente: Passa a Francisco Silva Brás, Sucessor de Lopes e Brás
Viúva de António Trindade, Sucessor Francisco de Freitas Trindade	Peniche	Criada entre 1910 e 1920	24/9/1952	Liquidada naturalmente: Passa a Pinto de Magalhães, Lª
Frazão Pacheco & Comandita	Ponta Delgada	Anterior a 1925	11/5/1953	Incorporada no Banco Português do Atlântico
José Henriques Totta, Lª	Lisboa	19/3/1921	29/6/1953	Liquidada naturalmente: Passa a Banco José Henriques Totta
Piano, Pereira & Cª *	Lisboa	1/7/1944	16/9/1953	Liquidada naturalmente: Passa a Piano & Cª
Fernandes Magalhães, Lª	Porto	1905	10/4/1954	Liquidada naturalmente: Passa a Banco Fernandes Magalhães
Piano & Cª	Lisboa	16/9/1953	29/12/1955	Incorporada na Pinto de Magalhães, Lª
António Gonçalves da Silva	Tomar	Anterior a 1925	20/12/1956	Liquidada naturalmente: Passa a António Gonçalves da Silva, Lª
Blandy Brothers & Cª, Lª	Funchal	20/12/1924	12/12/1958	Liquidada naturalmente: Passa a Blandy Brothers (Barqueiros) Lª
Francisco Silva Brás, Sucessor de Lopes & Brás	Elvas	31/5/1952	15/2/1960	Incorporada na Pinto de Magalhães, Lª
Costa & Cª	Figueira da Foz	1864	Abril de 1960	Liquidada coercivamente: processo iniciado em 25/3/1953
António Gonçalves da Silva, Lª	Tomar	20/12/1956	19/2/1962	Incorporada na Pinto de Magalhães, Lª
Blondy Brothers (Barqueiros)	Funchal	12/12/1958	28/11/1966	Incorporada no BESCL
António Costa & Irmão	Porto	Anterior a 1925	1/8/1967	Incorporada no Banco de Angola
Almeida, Basto, Piombino & Cª	Lisboa	2/7/1941	4/4/1972	Incorporada no Banco do Alentejo
Pinto de Magalhães Lª	Peniche/Porto	24/9/1952	12/5/1972	Liquidada naturalmente: Passa a Banco Pinto de Magalhães
Sousa, Cruz & Cª, Lª	Porto	16/6/1924	14/3/1973	Incorporada na Augustine Reis & Cª
Augustine Reis & Cª	Lisboa	Anterior a 1920	14/3/1973	Liquidada naturalmente: Passa a Banco Intercontinental Português depois de incorporar a Sousa, Cruz & Cª, Lª
Casa Pancada, Morais & Cª	Lisboa	7/9/1921	12/4/1976	Incorporada no Banco Fonseca & Burnay (depois de nacionalizada em 1975)
Casa Bancária Manuel Mendes Godinho & Filhos	Tomar	Anterior a 1915	12/4/1976	Incorporada no Banco Espírito Santo & Comercial de Lisboa (depois de nacionalizada em 1975)



LISBOA-RESTAURADORES-1961

O FUNDO DE INVESTIMENTOS ATLÂNTICO E O FUNDO DE INVESTIMENTOS ULTRAMARINO: DOIS PRODUTOS DA PRIMEIRA GERAÇÃO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO PORTUGUESES

PEDRO MÁTOS ÁGUAS

Nota Introdutória: Uma explicação

Quando em Portugal, nos anos noventa do século passado, os Fundos de Investimento registaram um forte incremento e desenvolvimento, muitos assinalaram a relevância deste dinamismo, tanto mais que, tratava-se de uma actividade recente e destituída de qualquer tipo de “tradição”.

Se é verdade, que a criação dos produtos financeiros que estão na génese “desta explosão”, remontava apenas a alguns anos antes – segunda metade da década de oitenta –, não é menos certo que, estava-se em presença de um reinício e não de um início.

Na realidade, embora sem quaisquer ligações com os actuais, os primeiros Fundos de Investimentos surgiram no nosso país há quase meio século.

É pois sobre este primeiro período de existência dos fundos em Portugal, que versa o presente trabalho, nomeadamente sobre o Fundo de Investimentos Atlântico (FIA) e o Fundo de Investimentos Ultramarino (FIUL), ambos pioneiros: O FIA foi o primeiro fundo criado, e o FIUL consistiu no primeiro fundo misto.

Tendo como factor prioritário a divulgação da informação histórica em detrimento de qualquer análise, privilegiou-se o âmbito descritivo, pelo que para uma melhor percepção, são inseridos dois pontos prévios em que sumariamente faz-se uma definição dos principais conceitos relativos aos fundos e uma caracterização do enquadramento conjuntural do período em apreço.

Os Fundos de investimento: Síntese conceptual e histórica

A necessidade de captar, aplicar e gerir as poupanças colectivas de pequenos e médios aforradores, esteve na origem da criação dos Fundos de Investimento.

Assim sendo, definiram-se como Fundos de Investimento os “conjuntos de valores pertencentes a uma pluralidade de pessoas, singulares e colectivas, em que cada participante será titular de quotas-partes dos valores que as integram¹,” que se traduzem no número de unidades de participação (UP) subscritas.

Conceptualmente os Fundos de Investimento assumiriam diferentes modalidades, tendo em consideração quatro áreas: a natureza do investimento, a forma jurídica, a afectação dos rendimentos gerados e a política de investimentos.

Neste sentido, do ponto de vista da natureza do investimento, podem ser classificados como Mobiliários – quando a constituição da sua carteira de títulos incluísse valores mobiliários (como numerário, depósitos bancários, acções e obrigações) – ou Imobiliários – quando a carteira de títulos incluísse valores imobiliários (como imóveis, acções, obrigações, depósitos bancários e numerário) – e por fim Mistos – em que o património engloba aplicações quer mobiliárias quer imobiliárias.

Juridicamente podem revestir-se de duas formas, Aberto – quando estão acessíveis aos investidores em geral, sendo o seu capital variável, e a sua subscrição e regate, ilimitados e contínuos – e Fechado

¹ Artigo 2º do Decreto nº 46 342 de 20/05/1965.

– caracterizado pela rigidez, em que o capital é fixado previamente, e os certificados são transaccionados uma vez, e o resgate é feito apenas no final do período marcado quando há lugar à liquidação do fundo.

Quanto à afectação dos rendimentos gerados, os fundos apresentam duas modalidades: De Rendimento – têm como objectivo a distribuição de rendimentos pelos seus participantes – e De Valorização – buscam a valorização do capital investido, e como tal dão prevalência ao reinvestimento dos proveitos gerados.

Por último, tendo em conta a política de investimentos, dividem-se em Especializados – é executado um investimento concentrado e em determinada tipologia de aplicações – ou Generalistas – adoptam uma política diversificada de investimentos em diversas áreas.

Em termos concretos, a acção dos Fundos de investimentos assenta na existência de um trio de intervenientes.

À cabeça surge a Entidade Gestora, a quem compete a gestão e administração do fundo, cujas tarefas que executa são em nome dos participantes, e onde se incluem a autorização para a emissão, o seu reembolso e o valor das UP, seleccionar a constituição da carteira de títulos, dar instruções aos depositários sobre operações relevantes (compra e venda, subscrição ou regate de UP) e fornecer periodicamente informação actualizada sobre a sua orgânica e as principais linhas de acção preconizadas para o fundo.

Em segundo plano encontra-se a Instituição Depositária, com atribuições de carácter bancário (recebe os valores do fundo, efectua as operações de compra e venda de valores, cobrança de juros e de dividendos, e satisfaz os pedidos de subscrição e reembolso) e de velar pelo cumprimento do regulamento do fundo.

O terceiro elemento é o investidor, que ao adquirir as UP de um fundo de investimento, torna-se proprietário desse mesmo fundo na proporção directa do valor da sua aquisição. O perfil padrão do investidor visado, corresponde ao pequeno e médio aforrador que isoladamente não conseguiria aceder a investir em determinados mercados, quer pelo volume de capital necessário, quer pelo desconhecimento para poder efectuar uma análise das oportunidades de negócio.

Deste modo, os Fundos de Investimento oferecem vantagens ao nível da rentabilidade (a gestão é atribuída a peritos, a dimensão das carteiras de títulos permite a realização de economias de escala e ao participante é permitido alcançar a mercados e investimentos, que isoladamente não conseguiria), da segurança (a diversificação de investimentos em função das possibilidades de uma carteira maior, garante um risco menor do investimento, a existência de uma instituição depositante constitui uma garantia acrescida para o investidor e as disposições legais de obrigação de informação e de transparência na gestão do fundo, implicam um melhor e constante conhecimento das operações) e de liquidez (a garantia da existência da possibilidade de resgate das UP em qualquer momento, nomeadamente junto da instituição depositante, no caso dos fundos abertos, ou da venda em bolsa no dos fundos fechados).

Em termos históricos, os primeiros Fundos de Investimento surgiram na Europa, no século XIX, – em 1849 na Suíça com a Société Civile Genèveoise d'Emploi de Fonds, e mais tarde surge em 1868 no Reino Unido o Foreign & Colonial Government Trust – propagando-se posteriormente até os Estados Unidos da América². Tratava-se no entanto, de fundos fechados, caracterizados por uma reduzida dinâmica e que não foi alterada, nem mesmo com o aparecimento dos fundos abertos, já no decorrer dos anos vinte do século XX nos Estados Unidos da América, o que poderia ser explicado pelo facto de a legislação americana de então afastar os bancos desta actividade, conservando-a na órbita especificamente parabancária³.

A modificação da situação verificou-se a partir dos anos quarenta e acentuou-se no período após a 2ª Guerra Mundial (1939/1945) com as condições vantajosas que surgiram para o crescimento económico. A trajectória de sucesso dos Fundos de Investimento, registou um movimento de sentido inverso ao inicial, ou seja, do novo mundo para o velho continente, numa espiral de crescimento imparável: “de 1940 para 1966, os activos líquidos dos fundos de investimento americanos passaram de 450 milhões de dólares para 38 biliões e o número de indivíduos detentores de certificados subiu de 300.000 para mais de 3 milhões e 500 mil⁴”.

² Ver Coelho, Fazenda e Mendes (2002), p. 11.

³ Ver Valério (2010), p. 16.

⁴ Passeiro (1967), p. 7.

Este êxito contribuiu também para por cobro ao receio manifestado por várias entidades, que temiam um aumento dos fenómenos especulativos nas bolsas de valores, em virtude da actividade de compra e venda de títulos pelos gestores deste novo produto financeiro.

A prática mostrou que o aparecimento destas novas instituições, não apenas permitiu um alargamento do mercado – a maioria dos “novos clientes” não eram investidores do mercado de capitais – como também constatar, que os fundos investimento actuavam como um factor de estabilidade, já que os seus subscritores pautavam-se por efectuar aquisições de longa duração, o que conjugado com o facto de os gestores das carteiras serem peritos, levava a que estes não agissem de forma precipitada, o que contribuía para a estabilização dos movimentos bolsistas.

A economia portuguesa na era da criação dos Fundos de Investimento: Breves traços

Os Fundos de Investimento surgem no nosso país em meados da década de sessenta do século passado, prolongando-se a sua vida por cerca de uma dezena de anos, integrando-se assim, no que se convencionou apelar de “época de ouro do crescimento económico português”, pois “anos houve, neste período, em que a produção industrial chegou a crescer mais de 20 por cento (...) foi este o período de maior crescimento económico da história do país”⁵.

Na realidade, Portugal registou, durante esse período, um conjunto de resultados excepcionais do ponto de vista económico – a média do produto interno bruto per capita anual foi de 6,5%, (com uma acentuada aceleração a partir de 1960⁶, com os valores a ascenderem a 11%), a taxa de produtividade total dos factores entre 1961-73, situou-se nos 4,6%, e em 1973 atingiu-se uma taxa de investimento de 36%, uma das mais elevadas a nível mundial – de modo que o padrão médio de vida quadruplicou, malgrado um surto inflacionista que surge no final dos anos sessenta e no início dos seguintes.

⁵ Barreto (2002), p. 3

⁶ Ver Alguns aspectos da economia portuguesa em 1965 (1966), pp.12-16.

Concomitantemente ocorreram um conjunto de mudanças estruturais de âmbito económico, quer em termos internos quer externos⁷.

As primeiras englobam a redistribuição populacional (fluxos migratórios rurais para os centros urbanos – particular enfoque para Lisboa – e para o exterior – que determinou uma redução da população), a diminuição do peso tradicional da taxa de empregabilidade na actividade agrícola (desceu de metade para um terço da população activa), a intensificação da industrialização (com destaque para o crescimento das indústrias químicas, produção de máquinas, material eléctrico e de transporte) e o desenvolvimento do sector terciário (em que os sectores mais modernos como os transportes, as comunicações, o comércio, a educação e a administração pública em parceria com o turismo, revelaram-se os mais dinâmicos).

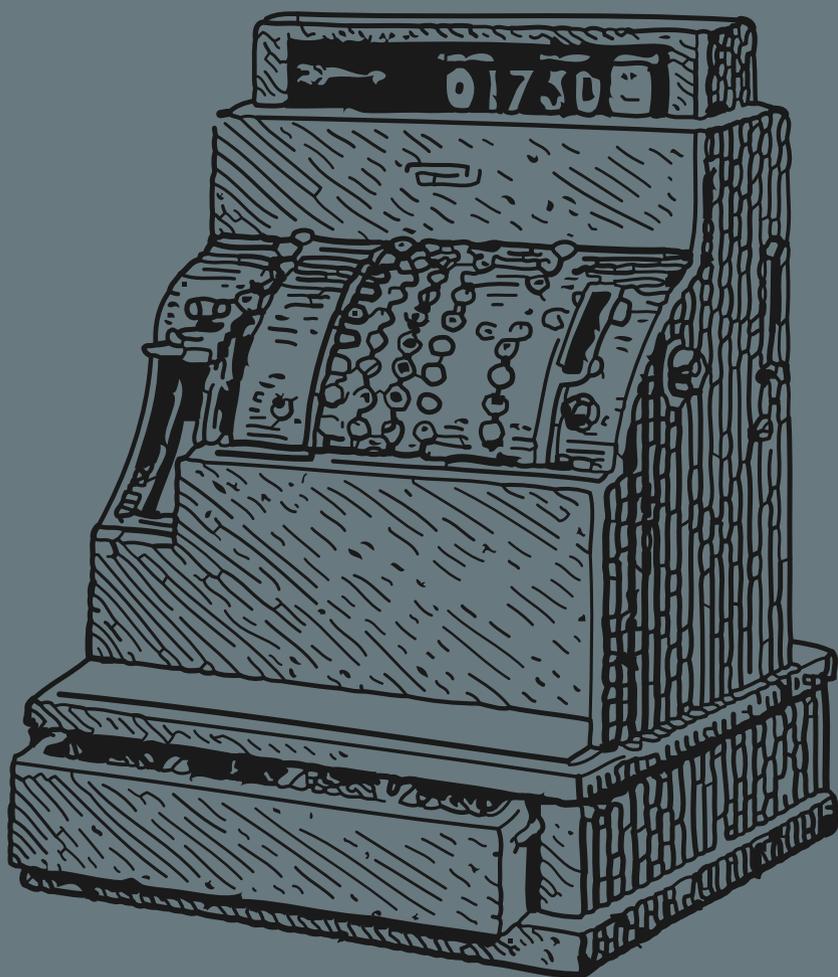
Do ponto de vista internacional, Portugal inicia o abandono do “isolacionismo a que se tinha votado”, e integra-se em espaços internacionais – entra para a EFTA (Associação Europeia de Comércio Livre) em 1960, adere ao FMI (Fundo monetário Internacional) em 1961 e ao GATT (Acordo Geral de Comércio e Preços) em 1962, e recebe o primeiro financiamento do Banco Mundial em 1963 – e como consequência regista uma exposição e interacção a factores exteriores – o grau de abertura da economia sobe de 14% para 25% (1959/73), o índice das quotas de mercado das exportações nacionais cresce 26% (1959/65) e os direitos aduaneiros sofrem uma redução de 4,7% (de 12% em 1959, passam a 7,3% em 1967).

O dinamismo registado não decorreu fora da acção do Estado, cuja atitude “tendeu a evoluir no sentido de reduzir a importância real dos tradicionais esquemas de corporações e do condicionalismo industrial, de aumentar a importância da planificação indicativa e de criar novos mecanismos, adaptados a uma economia mais sofisticada⁸”.

Neste sentido, avulta uma série de diplomas de entre os quais sobressaem os Decretos-Lei nº 46312 de 28 de Abril de 1965, e o nº 46666 de 24 de Novembro de 1965, e a Lei nº 3/72 de 27 de Maio, que embora incidam sobre esferas diferentes, conduzem a uma liberalização da actividade económica.

⁷ Ver Mata e Valério (1994), pp. -

⁸ Valério (2010), p. 157



A economia portuguesa na era da criação dos Fundos de Investimento: Breves traços

Os Fundos de Investimento surgem no nosso país em meados da década de sessenta do século passado, prolongando-se a sua vida por cerca de uma dezena de anos, integrando-se assim, no que se convencionou apelar de “época de ouro do crescimento económico português”, pois “anos houve, neste período, em que a produção industrial chegou a crescer mais de 20 por cento (...) foi este o período de maior crescimento económico da história do país”.

Na realidade, Portugal registou, durante esse período, um conjunto de resultados excepcionais do ponto de vista económico – a média do produto interno bruto per capita anual foi de 6,5%, (com uma acentuada aceleração a partir de 1960, com os valores a ascenderem a 11%), a taxa de produtividade total dos factores entre 1961-73, situou-se nos 4,6%, e em 1973 atingiu-se uma taxa de investimento de 36%, uma das mais elevadas a nível mundial – de modo que o padrão médio de vida quadruplicou, malgrado um surto inflacionista que surge no final dos anos sessenta e no início dos seguintes.

Enquanto o primeiro, ao reconhecer a importância e o dinamismo do movimento de capitais internacionais, abre as portas ao investimento estrangeiro em diversos domínios domésticos, os restantes, que versavam, respectivamente, sobre o condicionamento industrial e o fomento industrial, vão agilizar a implementação dos investimentos, através da eliminação de barreiras e de controlos burocráticos.

Um outro elemento igualmente importante e emanado da “tutela governamental” é o planeamento indicativo, que se traduz pela elaboração e aplicação de três planos de fomento – 1953/1958 (Iº), 1959/1964 (IIº), e 1967/1973 (IIIº) – e um intercalar – 1965/1966.

Marcados pelo elevado valor médio dos investimentos com 25,45% do PIB, os Planos de Fomento, diferenciam-se em função dos objectivos, podem ser subdivididos em dois grupos: Iº (1953/58) e o IIº (1959/64) de um lado, e Intercalar (1965/66) e IIIº (1967/73), do outro.

Assim, para os dois primeiros planos a ênfase é colocada na construção de infra-estruturas (com um valor despendido de 2% e de 4% do PIB) e para a industrialização; os terceiro e quarto planos acentuam a tónica na necessidade de preparar as empresas para a concorrência a nível externo, abandonando o modelo de crescimento baseado na orientação interna, e em sua substituição a criação de uma política de apoio às exportações, sendo que o investimento nas infra-estruturas mantém-se, mas orientando-se para acções multiplicadoras como a formação bruta de capital fixo.

A abertura da economia permitida pelo afrouxamento do “jugo governamental”, possibilitou o desenvolvimento da iniciativa privada nacional, com particular atenção para a afirmação e consolidação dos grupos económicos, cuja acção é marcada por um reforço – no caso dos de base financeira – ou pelo estabelecimento de uma ligação, directa ou indirecta – nos de base industrial – de um sector bancário moderno e competitivo, que é o responsável pela introdução de um conjunto de inovações bancárias e parabancárias, nos quais se incluem os Fundos de Investimento.

O Fundo de Investimentos Atlântico: FIA

Em 11 de Junho de 1964, o então Ministro das Finanças, António Manuel Pinto Barbosa, profere um despacho em que, depois de reconhecer a utilidade e importância demonstrada pelos fundos de investimento noutros países, aprova a constituição de uma sociedade anónima, denominada Sociedade de Administração e Gestão dos Bens Mobiliários Atlântico, S.A.R.L. (SAGA), “que terá por objecto exclusivo a administração e gestão, por conta dos participantes no Fundo de Investimentos Atlântico, do conjunto de valores mobiliários que o constituem, bem como a emissão de certificados representativos das partes de propriedade no referido Fundo⁹”.

Surgia assim, o primeiro Fundo de Investimentos em Portugal, de cariz exclusivamente mobiliário, com a particularidade de o fazer ainda antes da actividade se encontrar legislada, pelo que, houve necessidade de no referido despacho proceder-se a uma regulamentação das relações entre os diferentes intervenientes: sociedade gestora, banco depositário e o fundo.

Neste sentido: determina-se 500.000\$00 (quinhentos mil escudos) como o valor mínimo para o capital social da SAGA (artigo 1º); institui-se o Banco Português do Atlântico (BPA), como banco depositário (artigo 4º) responsabilizando-o solidariamente com a sociedade gestora pelos compromissos assumidos na administração (artigo 14º); define-se a forma de fundo aberto, com a obrigatoriedade de se proceder ao reembolso das partes sempre que o forem solicitadas pelos portadores (artigo 8º), bem como a forma de cálculo do respectivo preço a pagar (artigo 6º); estabelece-se uma política transparência através da transmissão permanente aos investidores de informação, nomeadamente sobre os preços de compra e venda, a composição do património, e os regulamentos do fundo (artigos 9º, 10º e 13º); e limita-se a participação de acções de uma mesma sociedade nos activos do fundo (artigo 11º), a fim de impedir processos especulativos ou dependências excessivas.

⁹ Preambulo do Despacho do Ministro das Finanças de 11 de Junho de 1964, Diário do Governo, nº 145, 3ª série, de 22/6/1964, p. 2161.

QUADRO 1: EVOLUÇÃO DO PATRIMÓNIO, DO RENDIMENTO DISTRIBUÍDO E VALOR DAS UP

Anos	Património			Rendimento Distribuído pelas Unidades de Participação (UP)			
	Valor Global	Valor dos Títulos	Valor dos Depósitos	Valor Global	Nº de UP	Valor por UP	Valor das UP a 30/6
1965	71.801.056\$00	64.644.425\$00	7.156.631\$00	1.514.829\$00	504.943	3\$00	146\$50
1966	242.465.886\$70	218.186.357\$00	24.279.529\$70	4.882.745\$00	1.395.070	3\$50	179\$00
1967	303.330.239\$90	286.406.957\$50	16.923.282\$40	8.723.800\$00	1.744.760	5\$00	179\$10
1968	251.087.718\$70	239.394.410\$50	11.693.308\$20	8.382.840\$00	1.676.568	5\$00	154\$30
1969	273.620.820\$00	265.817.44\$50	7.803.375\$50	9.063.864\$00	1.510.644	6\$00	186\$50
1970	266.035.945\$60	256.915.174\$00	9.120.771\$60	8.782.018\$00	1.254.574	7\$00	218\$50
1971	208.620.393\$93	- ¹⁰	- ¹¹	6.884.473\$00	917.964	7\$50	208\$50
1972	203.822.904\$50	196.787.150\$00	7.035.754\$50	6.616.297\$50	882.173	7\$50	238\$00
1973	430.817.509\$00	407.558.240\$00	23.259.269\$00	11.496.812\$50	919.745	12\$50	482\$50
1974 ¹²	477.433.935\$10	458.148.800\$00	19.285.135\$10	15.912.885\$00	1.060.859	15\$00	463\$50

Fontes: Relatórios e contas do FIA (1965/74).

A constituição dos corpos gerentes da SAGA (Anexo I) não só reflectia a preponderância do grupo impulsionador – BPA, com particular destaque para o seu presidente, Arthur Cupertino de Miranda¹³, tido como o principal ideólogo do projecto¹⁴ – quer directamente quer mediante empresas suas participadas (Companhia de Seguros Ourique, Banco Comercial de Angola e Banco do Algarve) mas também a presença das entidades bancárias estrangeiras – Handelsbank in Zurich, da Suíça, e c. G. Trinkaus, de Dusseldorf, da República Federal da Alemanha – que simultaneamente conferiam uma chancela de credibilidade em função da experiência em iniciativas desta natureza e dotavam os fundos de uma dimensão internacional.

¹⁰ Valores não disponíveis.

¹¹ Valores não disponíveis.

¹² Valores baseados na data da última sessão da bolsa de valores de Lisboa em 24/4/74.

¹³ A permanência de Arthur Cupertino de Miranda na presidência do Conselho de Administração da SAGA, para além de 1971, constitui um sintoma da sua ligação pessoal aos fundos, já que nesse ano havia abandonado o cargo de Presidente do Conselho de Administração do BPA, na sequência do impedimento de proceder à venda da sua posição no grupo a António Champalimaud, conforme acordado entre ambos num encontro ocorrido em Paris, no mês de Junho de 1970.

¹⁴ Martins e Lima (1988), p. 12

Uma análise da evolução dos dados mais relevantes dos FIA, ao longo dos seus dez anos de vida – 1964/1974 – (Anexo II e quadro nº 1) permite-nos identificar três subperíodos:

- o primeiro constituído pelo triénio inicial (1964/67) marcado por um crescimento constante em todas as áreas;
- o segundo corresponde ao quinquénio seguinte (1968/72) em que a realização de mais-valias pelos investidores conjugadas com alguns acontecimentos na esfera doméstica (como a reduzida formação bruta de capital fixo, a doença e substituição do Presidente do Conselho de Ministros, ou as elevadas taxas de capitais praticadas e a necessidade de crédito por parte das empresas) e internacional (guerra Israelo-árabe, a crise estudantil e a invasão da Checoslováquia em 1968, a crise da bolsa nova Iorque em 1969 ou as oscilações cambiais da libra em 1972) levaram a um abrandamento do crescimento, com a diminuição do número de UP em circulação e respectivas taxas de valorização, e do montante do valor global do património;

- o último engloba o biénio final (1973/74) caracterizado por um aumento exponencial da valorização dos fundos nos seus variados domínios.

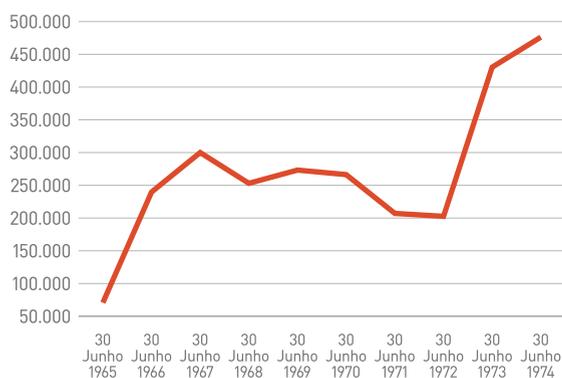


Gráfico I: Evolução do Valor Global do Património do FIA (contos).
Fontes: Relatórios e contas do FIA 1965/1974.

No caso concreto do valor global do património do FIA, após um aumento de mais de 322% – passa de 71.801.056\$00 para 303.330.239\$90 – entre 1965/67, assiste-se a um decréscimo de modo que em 1972 apresentava um recuo de cerca de um terço, a que segue a explosão nos dois anos subsequentes com uma taxa de crescimento na ordem dos 134,5%, atingindo o número recorde 477.433.935\$10.

Quanto à composição do património do FIA, o seu cariz imobiliário é determinante para o peso esmagador que tem o valor da carteira dos títulos em detrimento do valor dos depósitos, apresentando-se de uma forma constante, aquela com valores relativos iguais ou superiores a 90% e esta com iguais ou inferiores a 10%.

Diverso é o resultado, quando observamos diacronicamente a evolução dos valores absolutos das duas modalidades de património. Assim, enquanto os títulos seguem na generalidade o padrão traçado – triénio inicial de crescimento, quinquénio de oscilação e queda e por fim o biénio de aumento exponencial – os montantes em depósito revelam alguns desvios: o início do decréscimo verifica-se

logo no terceiro exercício, apresenta uma evolução em “contra ciclo” no ano de 1970 (ligeiro aumento), repetindo-se no último ano, agora em sentido inverso (ligeira diminuição). A explicação parece radicar no facto deste montante constituírem “reservas disponíveis”, não apenas para aplicações mobiliárias, mas para reforço dos volumes a distribuir ou a reembolsar junto dos participantes, como foi o caso (o que abordaremos mais adiante, quando referirmo-nos à oscilação das UP em circulação).

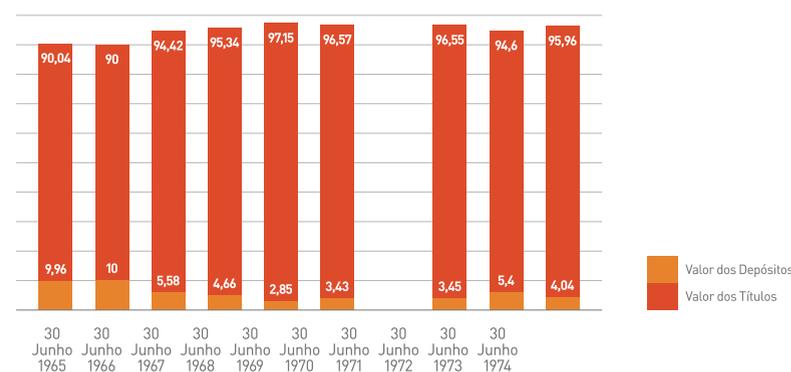


Gráfico II: Composição do Valor do Património do FIA (%).
Fontes: Relatórios e contas do FIA 1965/1974 (não foi possível obter os dados relativos ao exercício de 1971).

A derradeira nota relacionada com o património do FIA prende-se com a composição da carteira de títulos.

A política de gestão adoptada, baseia-se na diversificação sectorial dos títulos investidos, como forma de melhor responder às oscilações do mercado, num equilíbrio que procura conjugar as potencialidades de crescimento sem descurar a rentabilidade.

As vicissitudes que a carteira vai sofrer, relacionam-se tanto com aspectos conjunturais, como limitações de ordem jurídica (restrições do volume de participações de uma mesma entidade, ou os “shares” impostos às empresas estrangeiras) que originarão alterações não apenas, entre os diferentes subperíodos, como mesmo dentro destes.

A composição da carteira inicial revela a aposta em sectores que proporcionassem um rápido crescimento e um consequente retorno, tendo em conta a necessidade premente de uma afirmação.

Neste sentido, se enquadra a forte aposta no sector hidroeléctrico (reduzida ao longo dos anos seguintes), e nas indústrias transformadoras – pasta de papel, químicos e petróleos – ao lado do crédito e seguros, cujas empresas beneficiaram de altas pronunciadas de cotações, durante todo este espaço temporal.

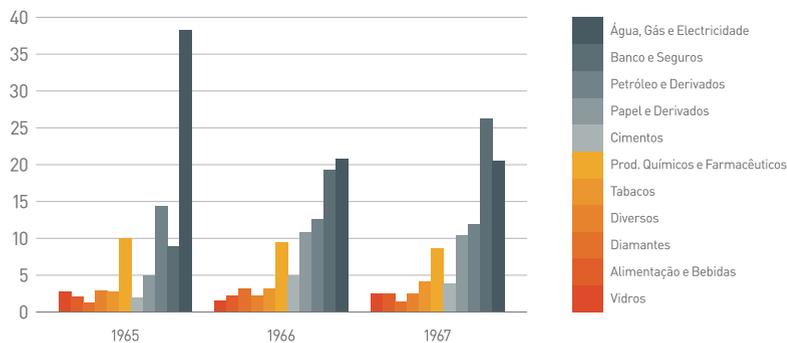


Gráfico III: Composição da Carteira de Títulos do FIA por Sectores de Actividade (%).
Fontes: Relatórios e contas do FIA 1965/1967.

O segundo momento coincide com uma era depressiva, o que conjugada com a elevada valorização que as UP alcançaram em virtude do sucesso dos primeiros anos, promoveu uma procura de reembolsos por parte dos detentores.

A reorganização operada como resposta, traduziu-se pelo reforço da carteira em torno de um “núcleo duro”, que garantia a manutenção de taxas de rentabilidade, e que ao longo destes anos foi adquirindo uma dimensão uniformizada entre si.

A composição deste núcleo englobava para além do conjunto dos sectores “tradicionais” que transitaram da época anterior – hidroeléctrica, industria transformadora de papel, de petróleo e química e

o crédito e os seguros – novas “áreas” em expansão (os cimentos), ou tradicionais que eram alvo de um surto desenvolvimentista dada aplicações de novas técnicas e tecnologias (tabacos).

Digna de nota é o crescimento que a entidade genericamente designada por “Diversos” regista. Entre a multiplicidade de sectores que incluía, encontravam-se empresas de segmentos que se viriam a afirmar no mercado (designadamente no ramo do imobiliário e do turismo). No entanto, dadas as diminutas participações de cada um deles, é difícil afirmar até que ponto se tratava de uma atitude prospectiva para o futuro.

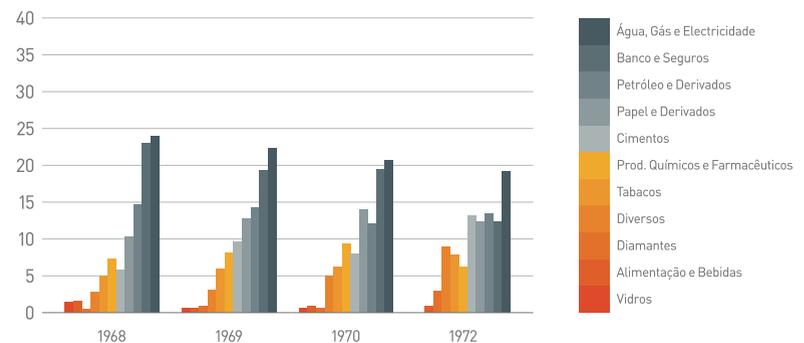


Gráfico IV: Composição da Carteira de Títulos do FIA por Sectores de Actividade (%).
Fontes: Relatórios e contas do FIA 1968/1972 (Não foi possível encontrar os dados para o exercício referente a 1971).

O espetacular movimento altista verificado na Bolsa de Valores de Lisboa iniciado no final do ano de 1972, originou um surto expansionista que se traduziu por uma subida generalizada das cotações.

Em termos do FIA a repercussão ocorreu logo em 1973, com um retorno a uma situação similar ao ano de 1965, apresentado a hegemonia de um sector que oferecia uma elevada e rápida taxa de rentabilidade – o cimenteiro.

A correcção operada em 1974, deve-se não só à necessidade de diversificação dos investimentos, mas também ao abrandamento bolsista.

A preferência voltou a incidir nas áreas dos seguros, do crédito e das empresas transformadoras, que continuavam a oferecer garantias de ganhos importantes, ao mesmo tempo que, prossegue o reforço do já mencionado dos “Diversos” e o despontar do grupo do campo alimentar.

No polo oposto situam-se, a indústria vidreira (quer depois de um decréscimo constante deixa de figurar na carteira de títulos) e o mercado de títulos de rendimento fixo (que manterá apenas uma presença residual, a que não será alheio o movimento inflacionista surgido no final dos anos sessenta e que o mercado de capitais muita mais atraente e rentável).

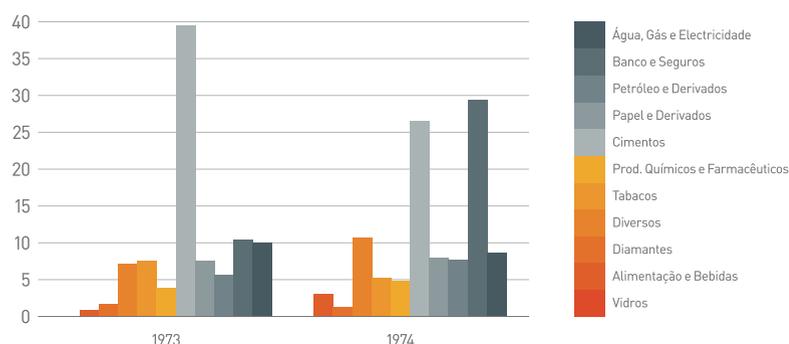


Gráfico V: Composição da Carteira de Títulos do FIA por Sectores de Actividade (%).
Fontes: Relatórios e contas do FIA 1973/1974.

A preocupação expressa pela manutenção de uma extrema selectividade no que respeita à gestão dos fundos, teve uma repercussão directa quer no volume de unidades de participação – UP – em circulação quer na sua valorização.

Ao longo dos primeiros três anos de existência do FIA, a valorização das UP ascendeu a 43,2%, ao mesmo tempo que se atribuiu um rendimento líquido de 4%, como valor por UP a elevar-se de 3\$00, para 3\$50 e 5\$00.

O clima de confiança reflectia-se no superavit da relação entre as aquisições e os reembolsos das UP, mantendo-se sucessivamente crescente o volume destas em circulação – de 504.943 em 1965, para 1.744.760 em 1967 -, ou seja um crescimento de 245,5%.

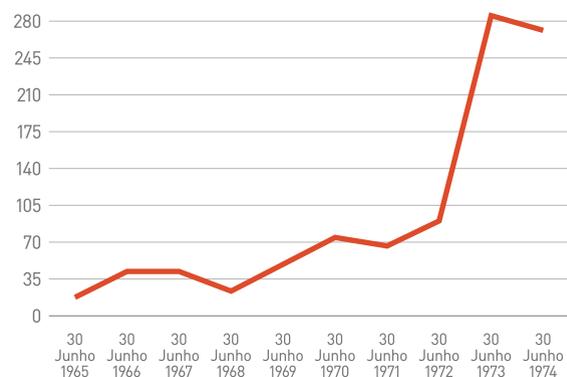


Gráfico VI: Evolução da Taxa de Valorização das UP do FIA (%).
Fonte: Relatórios e contas do FIA 1965/1974.

O período recessivo que se fez sentir na Bolsa de Valores de Lisboa a partir de 1968 determinou que os investidores do fundo optassem pela realização de mais-valias, pelo que, se dá início a ciclo de cinco anos consecutivos – 1968/72 – em que o volume de UP em circulação decai constantemente, num recuo inicial de 4% no primeiro ano, chega-se a 1972 com menos 49,3% das UP em circulação, ou seja, uma descida para quase metade: de 1.744.760 passa para 882.173.

A resposta da administração do FIA para tentar estancar esta corrida aos reembolsos, procurou manter e aumentar o rendimento líquido anual por UP.

Assim, se numa primeira fase (1968) manteve o valor e a taxa de rentabilidade do exercício anterior – 5\$00 e 4,0% -, nos anos seguintes procedeu a um aumento constante, de modo que no final (1972), correspondiam respectivamente a 7\$50 e 6,0%, (o que se traduzia por uma valorização de 2\$50, isto é, um crescimento de 50%).

Acontece que, o marasmo que caracterizava o mercado de capitais, fez com que o valor das UP sofresse por duas vezes um decréscimo – 1968 e 1971 -, com especial destaque para o primeiro, que pela sua dimensão e características, revelou-se indutor de desconanças e incertezas junto dos participantes.

Na realidade, na contração registada em 1968, o preço das UP desceu de 179\$10 para 154\$30 (montante só superior ao atingido no final do primeiro exercício) representando uma variação negativa da taxa de valorização na ordem dos 19,84% em relação ao ano imediatamente anterior (43,28%).

Por outro lado, a situação verificada em 1971, pauta-se por uma variação de valores mais baixos (8%), e com as cotações das UP a reflectir outro tipo de preços, o que a situa numa fase inicial de retoma do ciclo, pressupondo a sua razão de ser a existência de uma outra lógica subjacente – a simples tomada de mais-valias.

Aliás, os resultados de 1972 demonstram a evolução dessa retoma, com a recuperação da baixa verificada nas UP, atingindo-se o máximo de sempre – 238\$00 – representando uma valorização de 90,4%, o que correspondia a um crescimento médio anual de 11,3%, constituindo a antecâmara do período de crescimento subsequente, apesar de que, mesmo assim, revelar um número superior de UP apresentadas a reembolso do que emitidas.

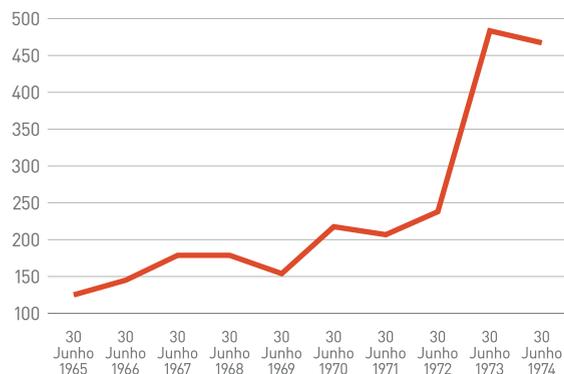


Gráfico VII: Evolução do Valor das UP do FIA (escudos).
Fontes: Relatórios e contas do FIA 1965/1974.

Como já anteriormente referido, a ascensão vertiginosa registada no mercado de capitais lisboeta, vai interferir com todos os interlocutores e o FIA não constituirá uma excepção.

O resultado corresponde, que em dois anos, se assista a uma valorização exponencial nos diferentes aspectos das UP: nos valores líquidos a atribuir (aumento de 60% e 100%); nas taxas de valorização dos preços (aumento de 286% e de 270,8%); e no aumento do número em circulação (após cinco anos o volume de UP emitidas superou as reembolsadas).

O ano de 1974 “que consagra os recordes do FIA” é também o último da sua actividade, pois as alterações políticas decorrentes do golpe de estado de 25 de Abril, determinarão a sua extinção, que virá a ocorrer com a sua nacionalização e transformação das suas UP em títulos da dívida pública¹⁵.

Assinale-se o esforço da SAGA para manter a operacionalidade do fundo, pelo que elabora e aprova, em Agosto de 1974, quatro meses o encerramento da Bolsa de Valores de Lisboa, o que viria a constituir o seu último relatório e contas, no qual o seu Conselho de Administração não deixava de expressar a sua opinião: “acreditamos sinceramente que, para além de outros mecanismos de captação de poupança que devam ser criados, caberá sempre aos Fundos de Investimento – na sua fórmula actual e noutras mais adaptadas às realidades presentes – um papel decisivo no futuro contexto do mercado financeiro português, cujo regular funcionamento se impõe, com a maior brevidade, como elemento indispensável ao esforço de investimento de que o País carece¹⁶”.

¹⁵ Decreto-Lei n.º 539/76, Diário da República, 1.ª série, n.º 159, de 9 de Julho de 1976.

¹⁶ SAGA (1974), p. 12.

O Fundo de Investimentos Ultramarino: FIUL¹⁷

O hiato jurídico que se verificou a quando da constituição dos primeiros fundos de investimento em Portugal¹⁸, apenas foi colmatado com a elaboração por parte do governo, no ano de 1965, do Decreto-Lei n.º 46302¹⁹, de 27 de Abril e do Decreto n.º 46342²⁰ de 20 de Maio.

O primeiro apresenta um cariz genérico e vem na sequência da necessidade de regulamentar as instituições que exerciam funções de crédito e que não se encontravam abrangidas pela legislação vigente.

Deste modo, são definidas as instituições parabancárias, com a tipificação de alguns exemplos – sociedades gestoras de fundos mobiliários ou imobiliários, ou outro tipo de sociedades que executem a gestão de carteiras de títulos, como as holdings e as factoring – (artigo 1.º), é assegurado o papel de supervisão do Estado, com a necessidade da existência de uma prévia autorização do Ministério das Finanças para a sua constituição e funcionamento (artigo 2.º) e determina que as instituições já existentes e que sejam abrangidas por este diploma, se adequem às disposições inseridas neste último (artigo 6.º).

O Decreto n.º 46342 surge no seguimento do anterior e tem como objecto principal dotar de regras, o funcionamento dos fundos de investimento mobiliário aberto, assim com as sociedades gestoras e as entidades depositárias, sendo de destacar:

- O reconhecimento da relevância dos fundos de investimento na captação de poupanças, no apoio aos pequenos e médios aforradores, no papel estabilizador do mercado de capitais, e na “ajuda que

¹⁷ Para elaboração deste ponto, não posso deixar de salientar a apoio do Gabinete do Património da Caixa Geral de Depósitos, em especial do Rui Miguel Costa e da Filomena Rosa, a quem agradeço pela disponibilidade demonstrada e colaboração prestada, na recolha documental nos antigos Arquivo Histórico e Biblioteca do Banco Nacional Ultramarino.

¹⁸ Posteriormente aos FIA, surgiram os Fundos de Investimento para o Desenvolvimento Económico e Social (FIDES), também de cariz mobiliário, geridos pela Sociedade de Gestão de Títulos, SARL (SOGESTIL), tendo como entidades depositantes o Banco Totta-Alliança, SARL, o Banco Lisboa & Açores, SARL, e a Casa Bancária Pancada, Moraes & C.º, segundo Despacho do Ministro das Finanças de 9 de Abril de 1965 (Diário do Governo, n.º 94, 3.ª série, de 21/4/1965).

¹⁹ Diário do Governo, n.º 92, 1.ª série, de 24/4/1965, pp. 493-494.

²⁰ Diário do Governo, n.º 112, 1.ª série, de 20/5/1965, pp. 701-703.

podem conferir à realização dos programas de desenvolvimento económico e como um dos meios de financiar esse mesmo desenvolvimento²¹” (preâmbulo);

- A definição de fundos como conjunto de valores pertencentes a diversas pessoas, cuja administração é exercida por sociedades gestoras em nome dos participantes, sendo confiados a uma ou várias entidades depositárias (artigo 2.º);

- A determinação de que às sociedades gestoras é vedado outro fim que não seja a administração dos fundos (artigo 4.º) e devem constituir-se como sociedades anónimas portuguesas, sediadas em Portugal e com um capital social mínimo de 2.500.000\$00 (artigo 5.º);

- A regulação das formas de remunerações que as sociedades gestoras poderão cobrar (artigo 8.º);

- A tipologia de que devem revestir a entidades depositárias – instituições de crédito do estado, bancos comerciais, emissores ou de investimento – e as suas atribuições – quer bancárias quer de vigilância pelo cumprimento do regulamento de gestão do fundo (artigo 9.º);

- As limitações à aplicação do património do fundo, que não poderá ser superior a 10% em dinheiro ou depósitos bancários, que nenhuma empresa poderá constituir mais de 10% dos valores representados no fundo, ou que o valor de cada empresa representada será sempre equivalente ou inferior a 10% dos montantes mobiliários por ela emitidos (artigo 10.º).

- A divisão do património do fundo em unidades participação de iguais características, que ao serem adquiridos, os detentores conferem um mandato às sociedades gestoras para os administrar por sua conta (artigo 11.º);

- A adopção de uma política de informação constante por parte da sociedade gestora junto dos participantes por forma a conhecerem os preços das unidades de participação, o relatório e contas anuais, assim com a composição da carteira de títulos (artigos 13.º, 14.º e 17.º);

²¹ Idem ibidem, p. 701.

- A imposição de uma solidariedade de responsabilidades entre a entidade depositante e a sociedade gestora pelo cumprimento dos compromissos assumidos (artigo 20º).

Decorridos apenas alguns meses sobre a entrada em vigor destes dois diplomas, em 25 de Agosto, o Banco Nacional Ultramarino (BNU), através do seu Vice-Governador, o Visconde de Merceana, requeria ao Ministro do Ultramar²², a autorização para constituir na então província de Moçambique, uma sociedade anónima – Sociedade Moçambicana de Administração e Gestão de Bens, SARL (SOMAGEBE) – com o intuito de administrar e gerir um fundo de investimento misto – Fundo de Investimentos Ultramarino (FIUL) – solicitando brevidade na resposta²³.

Na base deste pedido estava a constatação de o BNU, então o banco emissor para as colónias (com excepção de Angola), possuir em Moçambique um vasto património imobiliário, que apesar do seu valor e situação, não se afigurava de facilmente transaccionáveis, pelo que levantadas várias hipóteses de superação, a criação de um fundo de investimentos misto afigurava-se como a melhor solução para o banco pois permitiria “desmobilizar as propriedades do banco, assegurar trabalho a SOFIL [sociedade construtora moçambicana pertencente ao BNU] e captar poupanças inertes, a que garante completa liquidez e um juro remunerador (...) além de que, enquanto para a criação de um Fundo de Investimentos basta a autorização do Ministro do Ultramar, para a criação de uma Sociedade Imobiliária, e seu funcionamento, seriam necessárias sucessivas autorizações do Conselho de Ministros para os Assuntos Económicos²⁴”.

O processo demorará algum tempo, e levará à realização de vários estudos, tendo inclusivamente, o Ministro do Ultramar, constituído um grupo de trabalho específico para analisar o assunto, o qual apresentou várias propostas – como a presença dos detentores de

²² Embora se tratasse de matéria do foro do Ministério das Finanças, como dizia respeito a uma província ultramarina, competia ao Ministro do Ultramar coordenar todo o processo e proferir o respectivo despacho final (apesar de ser requerido um parecer do Ministro das Finanças).

²³ Carta do Visconde de Merceana ao Comissário do Governo com cópia do requerimento, Arquivo Histórico da Caixa Geral de Depósitos, Fundo – Banco Nacional Ultramarino, Referência Fundo do Comissário do Governo.

²⁴ Relatório do Chefe do contencioso do BNU datado de 23/7/1965, Arquivo Histórico da Caixa Geral de Depósitos, Fundo – Banco Nacional Ultramarino, Referência Fundo de Investimentos.

participações nas Assembleias Gerais da sociedade gestora, a necessidade de um reforço do valor do capital e das reservas em relação ao montante global dos fundos administrados, ou a imposição de normas para os investimentos da sociedade gestora – o que levou a uma reacção de contestação por parte do BNU²⁵.

Finalmente, após dezoito meses sobre o requerimento inicial, o Ministro do Ultramar, Joaquim Moreira da Silva Cunha, elabora o Decreto nº 47571, promulgado pelo Presidente da República em 2 de Março de 1967²⁶, que autoriza a criação da SOMAGEBE e a sua acção como gestora do FIUL.

Tal como ocorreu, a quando da criação do seu “parente metropolitano” FIA, a situação de facto veio antecipar-se à jurídica, pois até à data ainda não havia sido legislada a situação referente aos fundos de investimentos no ultramar, pelo que a norma estabelece o conjunto de condições que tanto o regulamento de gestão como os estatutos da sociedade gestora deveriam conter.

Em termos concretos, as disposições do Decreto nº 47571, seguem as grandes linhas preconizadas pela lei geral destinada ao continente e contida no Decreto nº 46342 (atrás referidas), estando as diferenças relacionadas com o cariz mobiliário e imobiliário do fundo e com a estrutura do mercado de capitais de Moçambique.

As “principais novidades” que constam no diploma de 2 de Março de 1967, são as seguintes:

- O capital social mínimo para a constituição da sociedade gestora será de 7.500.000\$00 (artigo 2º);
- O montante do capital e das reservas da sociedade gestora nunca poderão ser a 5% do valor total dos certificados emitidos;
- O banco depositário – BNU – poderá durante os primeiros cinco anos de existência do fundo, deter até ao limite máximo de 50.000.000\$00 em certificados (artigo 5º) e será responsável

²⁵ Carta de Francisco Vieira Machado, Governador do BNU, datada de 14/4/1966, ao Comissário do Governo com cópia da resposta do banco aos problemas levantados pelo grupo de trabalho, Arquivo Histórico da Caixa Geral de Depósitos, Fundo – Banco Nacional Ultramarino, Referência Fundo do Comissário do Governo.

²⁶ Diário do Governo, nº 52, 1ª série, de 2/3/1967, pp. 241-242.

solidariamente com a empresa gestora pelos compromissos assumidos por esta última (artigo 12º);

- A empresa gestora só poderá adquirir imóveis construídos durante os primeiros cinco anos de existência do fundo, período a partir do qual só o poderá efectuar no caso de os mesmos se destinarem a ser demolidos, o que terá de se efectuar nos dois anos imediatamente subsequentes à sua compra (artigo 6º);
- O valor dos bens imóveis do fundo, não poderão exceder 80% do património do fundo (artigo 7º §1º);
- O limite máximo da representação dos valores mobiliários para qualquer entidade ou para qualquer lote de títulos de uma mesma empresa é de 20% do seu volume global (artigo 7º §2 e §3);

Assinada a escritura de constituição da sociedade gestora, e eleitos os seus órgãos sociais, em 26 de Maio, procede-se durante o mês seguinte à montagem dos serviços de modo que em 1 de Julho de 1967 o Fundo de Investimentos Ultramarino, o primeiro existente nas colónias portuguesas e o primeiro de carácter misto a nível nacional, iniciasse a sua actividade.

O primeiro semestre de vida do FIUL pauta-se por um sucesso, reflectindo um crescimento mediano mas consolidado com uma valorização do património na ordem dos 16,59%, ao mesmo tempo que as unidades de participação (UP) passaram de 162.600 para 182.926 (a que corresponde um aumento de 12,5%).

QUADRO 2: EVOLUÇÃO DO PATRIMÓNIO DO FIUL NOS PRIMEIROS SEIS MESES DE ACTIVIDADE (VALORES EM CONTOS)

Meses	Património			Total
	Depósitos à Ordem	Imoveis	Títulos	
Julho/67	40.000	-	-	40.000
Agosto/67	719	35.172	9.500	45.391
Setembro/67	918	35.172	9.500	45.590
Outubro/67	1.057	35.172	9.500	45.809
Novembro/67	1.165	35.271	9.500	45.936
Dezembro/67	985	35.971	9.680	46.636

Fonte: 1º Relatório e contas do FIUL - Dezembro de 1967.

A evolução da situação patrimonial ao longo do ano de 1967 (quadro 2) – com os imoveis a traduzirem 77,13% do valor global, contra 20,76% dos títulos e 2,11% dos depósitos bancários – denota não apenas “vocação imobiliária do fundo”, mas também, a fragilidade em se encontrava o mercado de capitais moçambicano, marcado pela exiguidade do número de empresas e a inexistência de uma bolsa de valores, o que esteve na origem de vários vaticínios reticentes relativamente ao sucesso deste fundo²⁷.

N  obstante as d vidas, no final do primeiro exercício, os resultados ascenderam a 1.357.498\$00, tendo-se fixado o montante de 1.262.189\$00 para distribuir pelos participantes, o que correspondeu   atribui o de 6\$90/UP, o que na prática equivale a uma taxa de remunera o líquida de 5,52%/ano, tendo em conta que resulta de 6 meses de actividade, e que o preço da cota o das UP no início era de 250\$00.

Também os certificados acusaram uma valoriza o significativa – 8,96% – com o valor de transac o, antes do fecho do ano e da distribui o de dividendos a cotar-se em 261\$20, o que conjugado com os

²⁷ Ver Passeiro (1967), pp. 13-14.

restantes indicadores, constituem “a garantia, por um lado, do progresso, e, por outro lado, da segurança do FIUL²⁸”.

A análise dos seis exercícios completos subsequentes – 1968/1973 –, e que abarcam quase toda a restante vida útil do FIUL (Anexo III) permite-nos observar que o processo de crescimento sustentado iniciado em Julho de 1967 se manter , e de que em certa medida será reforçado.

No caso do património do FIUL constata-se que a evolu o   constante, com taxas de crescimento anual do valor global a situarem-se entre os 19,72% em 1971 e 83,69% em 1969.

²⁸ Parecer do conselho Fiscal da SOMAGEBE, Relatório e Contas do FIUL, exercício de 1967, p.9, Arquivo Histórico da Caixa Geral de Depósitos, Fundo - Banco Nacional Ultramarino, Referência Fundo do Comissário do Governo, 96º Relatório do Comissário do Governo, 1º trimestre de 1969.

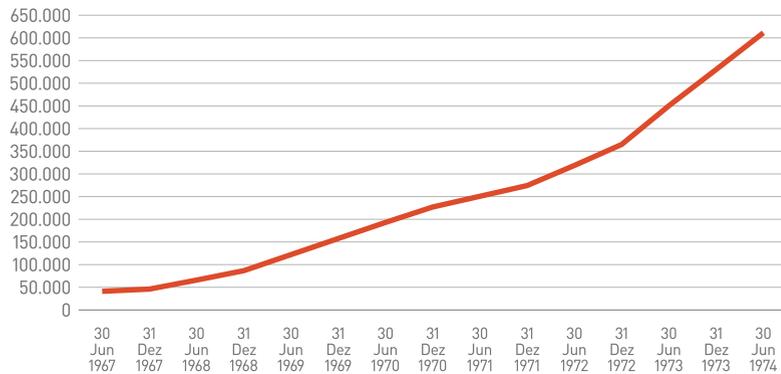


Gráfico VIII: Evolução do Valor do Património Global do FIUL (valores em contos).
Fontes: Relatórios e Contas do FIUL: 1967/1973.

Descendo o grau de análise, e distribuindo o valor do património pelas diferentes áreas de aplicação – depósitos bancários, imóveis e títulos – verificamos a forte presença do imobiliário em detrimento das restantes duas, a que não será indiferente a já referida estreiteza dos mercados de capitais existentes em Moçambique.

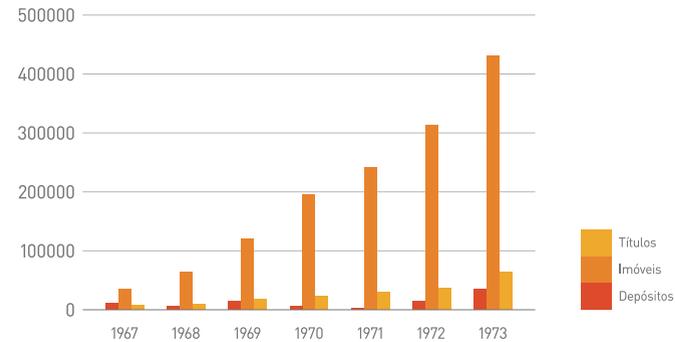


Gráfico IX: Situação do Património Global do FIUL por Áreas de Investimento (valores em contos).
Fontes: Relatórios e Contas do FIUL: 1967/1973.

O acentuado cariz imobiliário demonstrado pelo FIUL, conduz a que nos exercícios entre 1970 e 1973 o valor do peso deste sector, em relação ao montante global do património, corresponda as taxas de 86,21%, 88,42%, 85,35% e 81,15% (Anexo IV), o que representa uma violação da disposição consagrada no artigo 7º §1º, do Decreto nº 47571, que determinava como cota máxima – 80%. A não existência de qualquer referência sobre esta ilegalidade, reiteradamente cometida ao longo de quatro anos consecutivos, leva-nos a supor que as próprias autoridades locais a quem incumbia a fiscalização em primeira instância – Inspeção Provincial do Crédito e Seguros de Moçambique – era conhecedora das limitações, preferindo ignorar a situação.

QUADRO 3: SITUAÇÃO PATRIMONIAL DO FIUL (IMÓVEIS)

Data	Nº de Imóveis	Imóveis em Construção	Imóveis em Projecto de Execução ou Estudo	Localização
1967	3	-	-	-
1969	13	-	-	-
1970	22	-	6	-
1971	26	7	2	-
1972	29	2	10	L. Marques (24); Beira (2); Tete (2); Nacala (1)
1973	35	2	6	L. Marques (30); Beira (2); Tete (2); Nacala (1)

Fonte: Relatório e contas do FIUL de 1973.

No que respeita ao património concreto, o número de imóveis adquiridos sobe de três em 1967 para trinta e cinco, em 1973, estando na sua grande maioria já edificados, o que revela simultaneamente a necessidade de investir em meios rentáveis (daí que a grande maioria se situe na capital Lourenço Marques) e o aproveitamento da moratória de cinco anos para a aquisição de edifícios construídos cujo prazo expirava em 1973 (conforme ressalva do artigo 6º do Decreto nº 47571).

A informação disponível não nos permite elaborar qualquer registo cadastral dos bens comprados, pelo que ficamos a desconhecer se na carteira constituída constavam algumas das propriedades pertencentes ao grupo BNU e que teriam estado na origem da

apetência para constituição do fundo com a vertente imobiliária. Como curiosidade, refira-se que a única referência sobre transacções patrimoniais, prende-se com uma carta enviada a um dos Administradores do BNU – José Manuel Passeiro – por parte de um funcionário do BNU de Lourenço Marques, que “pede a atenção para os terrenos de um amigo e cliente do banco, muito bem situados em Lourenço Marques e que poderiam ser uteis para o FIUL²⁹”. A resposta é lacónica e solicita que tais “ofertas” deveriam ser apresentadas directamente à administração da sociedade gestora.

²⁹ Arquivo Histórico da Caixa Geral de Depósitos, Fundo – Banco Nacional Ultramarino, Referência Fundos de Investimentos ultramarinos.

QUADRO 4: SITUAÇÃO PATRIMONIAL DO FIUL POR ÁREAS DE INVESTIMENTO (VALORES EM CONTOS)

Datas	Património Global	Depósitos Bancários		Imoveis		Títulos	
		\$	%	\$	%	\$	%
01-07-67	40.000	40.00	100,00%	-	-	-	-
31-12-67	46.636	985	2,11%	35.971	77,13%	9.680	20,76%
31-12-68	84.215	8.513	10,11%	65.357	77,60%	10.345	12,29%
31-12-69	154.696	15.141	9,79%	120.003	77,57%	19.550	12,64%
31-12-70	228.188	6.121	2,69%	196.732	86,21%	25.334	11,10%
31-12-71	273.208	1.384	0,48%	241.592	88,42%	30.231	11,10%
31-12-72	366.148	16.492	4,50%	312.505	85,35%	37.150	10,15%
31-12-73	529.057	36.279	6,86%	429.352	81,15%	63.424	11,99%
01-05-74	609.597	54.572	8,95%	480.297	78,79%	74.727	12,26%

Fontes: Relatórios e contas do FIUL 1967/1973.

De uma forma global poder-se-á afirmar que os valores dos depósitos bancários foram sempre baixos, sobretudo quando comparados com as outras tipologias patrimoniais, o que advém da necessidade de investir em produtos que garantam um maior retorno.

Após um arranque inicial marcado por alguma oscilação – revelador de uma certa inconstância dos investimentos – os montantes em depósitos bancários, descrevem, quer em valores absolutos, quer relativos, uma queda acentuada (1969/72), para no biénio seguinte en-cetarem uma recuperação, estabelecendo-se uma relação inversamente proporcional com os números referentes ao imobiliário.

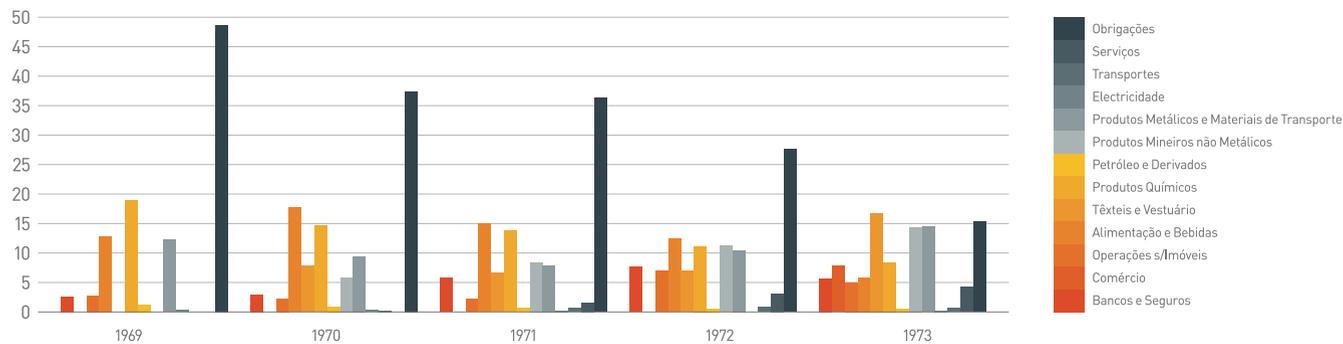


Gráfico X: Situação Patrimonial do FIUL - Composição da Carteira de Títulos (%).
Fontes: Relatórios de contas do FIUL 1969/1973.

Situação diversa é a que ocorre com os títulos que constituem o património do FIUL. Já se referiu a exiguidade do mercado de capitais moçambicano para justificar algumas das limitações de se efectuarem investimentos neste domínio, no entanto, uma análise comparativa quer dos seus valores diacrónicos, quer da evolução da composição da carteira de títulos permitem-nos efectuar algumas observações.

Uma primeira nota prende-se com o valor constante do peso deste tipo de investimentos quando comparados com os restantes, independentemente de se verificar um constante crescimento em termos absolutos, pois com excepção do primeiro ano em que o volume despendido com o imobiliário era reduzido, o peso do valor dos títulos no conjunto patrimonial do FIUL apresenta uma oscilação máxima de 2,49%.

Um segundo aspecto é a evolução da carteira de títulos no sentido de uma maior diversificação e equilíbrio entre os diferentes sectores comerciais, revelador de um crescente dinamismo da economia moçambicana³⁰, e permitindo uma maior robustez e capacidade de superação de eventuais oscilações sectoriais.

Na verdade, de um conjunto de oito áreas diferentes presentes em 1969, passa-se em 1973, para treze, incluindo novos campos como os serviços ou o comércio. Constitui porventura um sintoma desta situação, o facto de os relatórios referentes aos dois primeiros exercícios não discriminarem os títulos, pelo que, torna-se impossível apresentar as composições das carteiras dos anos de 1967 e 1968.

De igual modo, assinala-se um outro movimento no sentido de uma distribuição mais equitativa entre os diferentes sectores representados na carteira de títulos. Merecem um destaque especial a sucessiva diminuição do peso das obrigações (que de 47,%, passa para 15,5%) e em sentido inverso a afirmação de sectores como os têxteis e o vestuário, a produção de produtos minerais não metálicos e a produção de produtos metálicos e de materiais de transporte.

³⁰ Relatório Anual do Administrador por parte do Estado – António Júlio de Castro Fernandes – para o Ministério de Ultramar, Maio de 1972, Arquivo Histórico da Caixa Geral de Depósitos, Fundo – Banco Nacional Ultramarino, Referência Relatório Anual do Administrador por parte do Estado.

QUADRO 5: EVOLUÇÃO DAS UP DO FIUL

Rendimento a Distribuir pelas Unidades de Participação (UP) (valores em escudos)						
Data	Valor Global (escudos)	Nº de UP	Valor por UP (escudos)	Rendimento Líquido Anual % ³¹	Valor das UP a 31/12 (escudos)	Taxa de Valorização das UP (%) ³²
01-07-67	-	162 600	-	-	250\$00	-
31-12-67	1.262.189\$40	182 926	6\$90	5,52	261\$20	8,96
31-12-68	4.978.140\$00	331 876	15\$00	6,00	274\$20	9,68
31-12-69	9.052.500\$00	603 500	15\$00	6,00	276\$70	10,68
31-12-70	14.196.060\$00	876 300	16\$20	6,50	282\$10	12,80
31-12-71	18.200.000\$00	1 040 000	17\$50	7,00	285\$80	14,32
31-12-72	24.219.125\$00	1 383 950	17\$50	7,00	287\$70	15,08
31-12-73	34.649.125\$00	1 979 950	17\$50	7,00	289\$50	15,80

Fontes: Relatórios e contas do FIUL 1967/1973.

Ao longo de seis anos e meios de actividade, e numa trajectória sempre crescente, o FIUL registou um aumento sucessivo: do volume do rendimento a distribuir pelos seus participantes, do número de UP em circulação, do montante a atribuir por UP, e do valor das cotações das UP.

Na verdade, foram distribuídas pelos participantes rendimentos que ascenderam a 106.557.139\$40, dos quais os 34.649.125\$00 do último exercício, representavam um aumento respectivamente de 2645% e de 43%, relativamente ao volume atribuído em 1967 e no ano imediatamente anterior.

De igual modo, o número de UP em circulação prosperou continuamente ao longo deste período, de forma que no ano de 1973 alcançava-se a cifra de mais 1117% de aumento, em comparação com as 162.600 iniciais.

O montante a atribuir por UP/ano, registou uma variação positiva de 146,3% – passou de 6\$90 para 17\$00 – significando um lucro líquido

³¹ Valorização Anual das Unidades de Participação em relação ao preço base de compra de 250\$00.

³² Valorização Anual das Unidades de Participação em relação ao preço base de compra de 250\$00

total de 45%, a que correspondeu uma taxa média dos lucros líquidos anuais de 6,92%.

O índice de crescimento mais baixo verificou-se ao nível das cotações das UP, com a subida do preço a ascender a 39\$50, o que equivaliu a uma taxa global de 15,8%, enquanto a média anual situou-se nos 2,43%.

A razão para esta evolução positiva e imparável parece radicar no reduzido número de ofertas de captação de poupanças, que à altura existiriam em Moçambique, o que conjugado com o clima de confiança e de crescimento, levava a que os investidores do FIUL, apesar das mais-valias que poderiam obter com a venda dos certificados, preferiam mante-los e aumentar inclusivamente o seu volume, facto que aliás, os serviços locais do BNU demonstravam conhecer: “aparte o FIUL e o empolamento acusado pela carteira de depósitos a prazo, não se descortinam expressões dignas de relevo na mobilização das poupanças. As Obrigações do Tesouro, não obstante o aliciente do juro e do favor fiscal, foram na sua maioria subscritas por investidores institucionais³³”.

³³ Relatório da Directoria de Moçambique do BNU, 1968, Arquivo Histórico da Caixa Geral de Depósitos, Fundo – Banco Nacional Ultramarino, Referência Relatório da Directoria de Moçambique.

Os acontecimentos políticos ocorridos a 25 de Abril de 1974 em Portugal, e as alterações decorrentes, que determinaram a nacionalização do BNU³⁴ e o início do processo de independência de Moçambique, levaram à extinção do FIUL, nesse mesmo ano.

Este final abrupto, levará a que muitas interrogações se coloquem e muitas dúvidas ainda subsistam – tais como: “qual a continuidade do ritmo de crescimento?”, “quais as consequências do crescimento e da complexificação da carteira de títulos?”, “até que ponto a evolução da dinâmica da economia moçambicana não conduziria ao aparecimento de novos produtos de captação de poupanças?”, ou ainda “qual a influência do estabelecimento de uma bolsa de valores no território ultramarino?” – apesar de ser aliciante a construção de cenários, não é esse o nosso objectivo.

Nota Final: Dois fundos uma comparação

Como observamos, o FIA e o FIUL apresentam, tendo em conta a função da natureza diversa do investimento praticado, e dos mercados onde actuam, lógicas e comportamentos diferenciados, pelo que, a elaboração de uma comparação exaustiva entre ambos, afigura-se uma tarefa de validade diminuta.

Todavia, apesar das diferenças, estamos em presença de produtos financeiros, que apresentam o mesmo objectivo – a captação de poupanças mediante o valor da oferta das suas taxas de rentabilidades – e que sentiam uma concorrência comum: os depósitos bancários.

³⁴ Decreto-Lei nº 451 de 13/9/74, Diário da República, nº 214, 1ª série, de 13 de Setembro de 1974.

QUADRO 6: TAXA DE VALORIZAÇÃO ANUAL DA RENTABILIDADE: FIA, FIUL E DEPÓSITOS BANCÁRIOS

Anos	FIA		FIUL		Depósito à Ordem ³⁷	Depósito a Prazo ³⁷		
	R.L.A. ³⁵	V.UP ³⁶	R.L.A.	V.UP		3 Meses	6 Meses	12 Meses
1965	2,4	17,20	-	-	0,125 - 0,5	2 - 2,5	2 - 4	2 - 4
1966	2,8	43,20	-	-	0,125 - 0,5	2 - 2,5	2 - 3,5	2 - 3,5
1967	4,0	43,28	5,52	8,96	0,5 - 1	2,5 - 3	2,5 - 4	2,5 - 4
1968	4,0	23,44	6,00	9,68	0,5 - 1	2,5 - 3	3 - 4	3 - 4
1969	4,8	49,20	6,00	10,68	0,5 - 1	2,5 - 3	3 - 4	3 - 4
1970	5,6	74,80	6,50	12,80	1	3	4 - 5	4 - 5
1971	6,0	66,80	7,00	14,32	1	3,25	4,25 - 5,25	4,25 - 5,25
1972	6,0	90,40	7,00	15,08	1	3,25	4,25 - 5,25	4,25 - 5,25
1973	10,0	286,00	7,00	15,58	0,5	3,5	4,5 - 6	4,5 - 6
1974 ³⁸	12,0	270,80	-	-	0,5	4,5	6,5 - 9	6,5 - 9

Fontes: Relatórios e contas FIA (1964/1974) e FIUL (1967/1973); Depósitos (estatísticas do Banco de Portugal - taxas de juro 1947-1974).

Neste sentido, tendo em conta que os índices praticados pelos bancos comerciais não demonstravam grandes discrepâncias entre o mercado metropolitano e o moçambicano, calcularam-se os valores médios anuais praticados, a partir dos dados fornecidos pelo Banco de Portugal, e compararam-se com as taxas de rentabilidade líquidas anualmente oferecidas pelos fundos.

³⁵ R.L.A. – Rendimento Líquido Anual (valor distribuído por UP em relação ao preço base de compra de 125\$00/FIA e de 250\$00/FIUL).

³⁶ V. UP – Valorização Anual das Unidades de Participação em relação ao preço base de 125\$00/FIA e de 250\$00/FIUL.

³⁷ Variação dependente dos montantes aplicados (valores médios anuais)

³⁸ A cotação é feita com base na sessão de 24 de Abril, já que após o dia 25 de Abril de 1974 foram suspensas todas as transacções de valores mobiliários.

Independentemente, das diferenças nos ritmos e valores de crescimento demonstrados por ambos os fundos de investimento (consequência de características intrínsecas já anteriormente referidas), o resultado obtido, pautou-se pela superioridade constante das suas ofertas em detrimento das instituições de crédito comerciais.

As consequências do êxito alcançado, reflectiram-se no elevado grau de aquisições e nas valorizações anuais das UP, reafirmando o princípio de que a racionalidade está sempre subjacente no comportamento económico dos indivíduos.

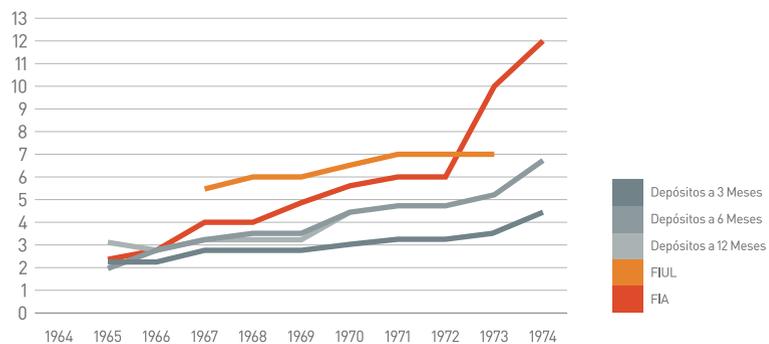


Gráfico XI: Taxa do Rendimento Líquido Anual - FIA, FIUL e Depósitos Bancários (%).

Fontes: Relatórios e contas FIA (1964/1974) e FIUL (1967/1973);

Depósitos (estatísticas do Banco de Portugal - taxas de juro 1947-1974).

Interrompido o curso de FIA e FIUL, numa altura em que o êxito estava assegurado, embora numa conjuntura expansionista, jamais poderemos saber se a vitalidade demonstrada permaneceria noutras circunstâncias, como numa época recessiva idêntica a que marcou a segunda metade da década de setenta, pelo que, malgrado exista sempre um princípio, um meio e um fim, permanece a sensação que neste caso, isso não ocorreu.

BIBLIOGRAFIA

1. Fontes Documentais

Arquivo Histórico da Caixa Geral de Depósitos

- Fundo do Banco Nacional Ultramarino – Fundo do Comissário do Governo:
- Referência: Relatórios dos Administradores por parte do Estado.
- Referência: Relatórios do Comissário do Governo.
- Referência: Relatórios da Directoria de Moçambique do BNU.
- Referência: Fundo de Investimentos Ultramarino.
- Referência: Sociedade Moçambicana de Administração e Gestão de Bens, SARL.

2. Legislação

- Decreto n.º 46342, Diário do Governo, n.º 112, 1.ª série, de 20 de Maio de 1965.
- Decreto n.º 47571, Diário do Governo, n.º 52, 1.ª série, de 2 de Março de 1967.
- Decreto-Lei n.º 46302, Diário do Governo, n.º 92, 1.ª série, de 27 de Abril de 1965.
- Decreto-Lei n.º 451, Diário da República, n.º 214, 1.ª série, de 13 de Setembro de 1974.
- Decreto-Lei n.º 132-A/75 de 14 de Março de 1975, Diário da República n.º 62, 1.ª série de 14 de Março de 1975.
- Decreto-Lei n.º 539/76 de 9 de Julho, Diário da República, n.º 159, 1.ª série, de 9 de Julho de 1976.
- Despacho do Ministro das Finanças de 11 de Junho de 1964, Diário do Governo, n.º 145, 1.ª série, de 22 de Maio de 1964.
- Estatutos da SAGA – Sociedade de Administração e Gestão de Bens Mobiliários Atlântico, S.A.R.L., Diário do Governo, n.º 163, 3.ª série, 13 de Julho de 1964.

3. Periódicos

- Boletim Trimestral do Banco Nacional Ultramarino, n.º 66/67, Segundo e Terceiros Trimestres de 1966, Lisboa, Banco Nacional Ultramarino.
- Boletim Trimestral do Banco Nacional Ultramarino, n.º 69, Primeiro Trimestre de 1967, Lisboa, Banco Nacional Ultramarino.
- Boletim Trimestral do Banco Nacional Ultramarino, n.º 81, Primeiro Trimestre de 1970, Lisboa, Banco Nacional Ultramarino.
- Boletim Trimestral do Banco Nacional Ultramarino, n.º 93, Primeiro Trimestre de 1973, Lisboa, Banco Nacional Ultramarino.
- Boletim Trimestral do Banco Nacional Ultramarino, n.º 94, Segundo Trimestre de 1973, Lisboa, Banco Nacional Ultramarino.
- Boletim Trimestral do Banco Nacional Ultramarino, n.º 97, Primeiro Trimestre de 1974, Lisboa, Banco Nacional Ultramarino.
- Boletim Trimestral do Banco Nacional Ultramarino, n.º 98, Segundo Trimestre de 1974, Lisboa, Banco Nacional Ultramarino.
- Boletim Trimestral do Banco Nacional Ultramarino, n.º 99, Terceiro Trimestre de 1974, Lisboa, Banco Nacional Ultramarino.

- Diário (Lourenço Marques), n.º 18434, de 3 de Junho de 1971.
- Diário (Lourenço Marques), n.º 18789, de 3 de Junho de 1972.
- Diário (Lourenço Marques), n.º 19316, de 1 de Dezembro de 1973.
- Diário de Moçambique, n.º 6635, de 4 de Julho de 1969.
- Diário de Moçambique, n.º 7271, de 4 de Março de 1971.
- Notícias da Beira, n.º 7473, de 27 de Junho de 1970.
- Notícias da Beira, n.º 7659, de 5 de Janeiro de 1971.
- Notícias da Beira, n.º 7762, de 19 de Abril de 1971.
- Notícias da Beira, n.º 8163, de 5 de Junho de 1972.
- Notícias da Beira, n.º 8195, de 8 de Julho de 1972.
- Notícias da Beira, n.º 8515, de 1 de Junho de 1973.
- Notícias da Beira, n.º 8541, de 1 de Julho de 1973.
- Notícias da Beira, n.º 8717, de 1 de Janeiro de 1974.
- Notícias da Beira, n.º 8747, de 1 de Fevereiro de 1974.
- Notícias da Beira, n.º 8835, de 1 de Maio de 1974.
- O Século, 2 de Julho de 1971.
- A Tribuna, n.º 1452, de 14 de Janeiro de 1969.

4. Obras Publicadas

- BARRETO, António, (2002). *A mudança social em Portugal, 1960/2000*, Lisboa, Instituto de Ciências Sociais, working papers, first draft, versão on-line em <http://www.ics.ul.pt/publicacoes/workingpapers/wp2002/WP6-2002.pdf>, último acesso em 22/9/2012.
- BANCO PORTUGUÊS DO ATLÂNTICO, (1966), *Alguns aspectos da economia portuguesa em 1965*, Lisboa, Banco Português do Atlântico.
- BANCO PORTUGUÊS DO ATLÂNTICO, (1988), *Um fundo de investimento*, Lisboa, Banco Português do Atlântico.
- COELHO, Miguel, FAZENDA, Ana Rita, MENDES, Victor, (2002). *Os fundos de investimento em Portugal*, Cadernos do Mercado de Valores Imobiliários, n.º 13, (Abril), Lisboa, Comissão do Mercado de Valores Imobiliários, versão on-line em http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/oe5aa1e7d6a84e37905f852642b4167ffundos_invest_PT.pdf, último acesso em 22/09/2012.
- MATA, Eugénia, VALÉRIO, Nuno, (1994). *História Económica de Portugal*, Lisboa, Presença.
- MARTINS, Mário da Costa, LIMA, Joaquim Gomes, (1988). *Arthur Cupertino de Miranda: homenagem Nacional – 1988*, [Porto].
- PASSEIRO, José Manuel, (1967). *Sociedade Moçambicana de Administração e Gestão de Bens*, Banco Nacional Ultramarino, Lisboa.
- SAGA, (1965). *Relatório do exercício 1964/65 do Fundo de Investimentos Atlântico*, [Sociedade de Administração e Gestão de Bens Atlântico, SARL – SAGA], Lisboa.

SAGA, (1966). *Relatório do exercício 1965/66 do Fundo de Investimentos Atlântico*, [Sociedade de Administração e Gestão de Bens Mobiliários Atlântico, SARL – SAGA], Lisboa.

SAGA, (1967). *Relatório do exercício 1966/67 do Fundo de Investimentos Atlântico*, [Sociedade de Administração e Gestão de Bens Mobiliários Atlântico, SARL – SAGA], Lisboa.

SAGA, (1968). *Relatório do exercício 1967/68 do Fundo de Investimentos Atlântico*, [Sociedade de Administração e Gestão de Bens Mobiliários Atlântico, SARL – SAGA], Lisboa.

SAGA, (1969). *Relatório do exercício 1968/69 do Fundo de Investimentos Atlântico*, [Sociedade de Administração e Gestão de Bens Mobiliários Atlântico, SARL – SAGA], Lisboa.

SAGA, (1970). *Relatório do exercício 1969/70 do Fundo de Investimentos Atlântico*, [Sociedade de Administração e Gestão de Bens Mobiliários Atlântico, SARL – SAGA], Lisboa.

SAGA, (1972). *Relatório do exercício 1971/72 do Fundo de Investimentos Atlântico*, [Sociedade de Administração e Gestão de Bens Mobiliários Atlântico, SARL – SAGA], Lisboa.

SAGA, (1973). *Relatório do exercício 1972/73 do Fundo de Investimentos Atlântico*, [Sociedade de Administração e Gestão de Bens Mobiliários Atlântico, SARL – SAGA], Lisboa.

SAGA, (1974). *Relatório do exercício 1973/74 do Fundo de Investimentos Atlântico*, [Sociedade de Administração e Gestão de Bens Mobiliários Atlântico, SARL – SAGA], Lisboa.

Sociedade Moçambicana de Administração e Gestão de Bens, SARL, (1968). *Relatório e contas do Fundo de Investimentos Ultramarino – exercício de 1967*, [Sociedade Moçambicana de Administração e Gestão de Bens, SARL], Lourenço Marques.

Sociedade Moçambicana de Administração e Gestão de Bens, SARL, (1972). *Relatório e contas do Fundo de Investimentos Ultramarino – exercício de 1971*, [Sociedade Moçambicana de Administração e Gestão de Bens, SARL], Lourenço Marques.

Sociedade Moçambicana de Administração e Gestão de Bens, SARL, (1973). *Relatório e contas do Fundo de Investimentos Ultramarino – exercício de 1972*, [Sociedade Moçambicana de Administração e Gestão de Bens, SARL], Lourenço Marques.

Sociedade Moçambicana de Administração e Gestão de Bens, SARL, (1974). *Relatório e contas do Fundo de Investimentos Ultramarino – exercício de 1973*, [Sociedade Moçambicana de Administração e Gestão de Bens, SARL], Lourenço Marques.

VALÉRIO, Nuno [coord.], (2010). *História do Sistema Bancário Português*, Vol. II, Lisboa, Banco de Portugal.

ANEXO I: COMPOSIÇÃO DOS ÓRGÃOS SOCIAIS DA SAGA

(Sociedade de Administração e Gestão de Bens Mobiliários Atlântico, SARL)

Mandato 1964/1967

Conselho de Administração:
Presidente: **Arthur Cupertino de Miranda**
Vogais: **Banco Português do Atlântico**
(representado por Braz Cabrita de Almeida Conde, Administrador Delegado)
Companhia de Seguros Ourique
(representado por Eng.º Basílio Freire Caeiro da Matta)

Conselho Fiscal:
Presidente: **Banco Comercial de Angola**
(representado por Dr. Mário Pereira Pinto)
Vogais:
Handelsbank in Zurich, Zurich
(representado por Erwin Freiburghaus)
C.G. Trinkaus, Dusseldorf
(representado por Dr. Wilfred Grigat)

Mesa da Assembleia Geral:
Presidente: Dr. **Acácio Domingos Barreiro**
Secretários:
Banco do Algarve
Artur Luís Cupertino de Miranda

Mandato 1967/1970

Conselho de Administração:
Presidente: **Arthur Cupertino de Miranda**
Vogais:
Banco Português do Atlântico
(representado por Braz Cabrita de Almeida Conde, Administrador Delegado)
Companhia de Seguros Ourique
(representado por Eng.º Basílio Freire Caeiro da Matta)

Conselho Fiscal:
Presidente: **Banco Comercial de Angola**
(representado por Dr. Mário Pereira Pinto)
Vogais:
Handelsbank in Zurich, Zurich
(representado por Georges Hangartner)
C.G. Trinkaus, Dusseldorf
(representado por Dr. Wilfred Grigat)

Mesa da Assembleia Geral:
Presidente: Eng.º **João Carlos Sobral Meireles**
Secretários:
Banco do Algarve
Artur Luís Cupertino de Miranda

Mandato: 1970/1973

Conselho de Administração:
Presidente: **Arthur Cupertino de Miranda**
Vogais:
Banco Português do Atlântico
(representado por Dr. Vasco Vieira de Almeida)
Companhia de Seguros Ourique
(representado por Eng.º Basílio Freire Caeiro da Matta)

Conselho Fiscal:
Presidente: Dr. **Mário Pereira Pinto**
Vogais:
Handelsbank in Zurich, Zurich
(representado por Georges Hangartner)
C.G. Trinkaus, Dusseldorf
(representado por Bruno J. Neumann)

Mesa da Assembleia Geral:
Presidente: Eng.º **João Carlos Sobral Meireles**
Secretários:
Banco do Algarve
Artur Luís Cupertino de Miranda

Mandato: 1973/1974*

Conselho de Administração:
Presidente: **Arthur Cupertino de Miranda**
Vogais:
Banco Português do Atlântico
(representado por Dr. Joaquim Abreu Trigo de Negreiros)
Companhia de Seguros Ourique
(representado por Dr. Fernando Costa Duarte)

Conselho Fiscal:
Presidente: **Banco do Algarve**
(representado por Fernando Dias de Carvalho)
Vogais:
Handelsbank in Zurich, Zurich
(representado por Georges Hangartner)
C.G. Trinkaus & Burkhardt, Dusseldorf
(representado por Bruno J. Neumann)

Mesa da Assembleia Geral:
Presidente: Eng.º **João Carlos Sobral Meireles**
Secretários:
Dr. Mário Pereira Pinto
Artur Luís Cupertino de Miranda

*Mandato interrompido com a nacionalização do Banco Português do Atlântico em Março de 1975

ANEXO II: FIA - EVOLUÇÃO DO PATRIMÓNIO E DAS UNIDADES DE PARTICIPAÇÃO

Data	Património (valores em escudos)					Rendimento a Distribuir pelas Unidades de Participação (UP) (valores em escudos)				Valor das UP a 30/6 (escudos)	Taxa de Valorização das UP**** (%)
	Valor Global (escudos)	Valor dos Títulos \$ (escudos)	Valor dos Títulos %	Valor dos Depósitos \$ (escudos)	Valor dos Depósitos %	Valor Global (escudos)	Nº de UP	Valor por UP (escudos)	RLA %***		
30-6-65	71.801.056\$00	64.644.425\$00	90,04%	7.156.631\$00	9,96%	1.514.829\$00	504.943	3\$00	2,4	146\$50	17,2%
30-6-66	242.465.886\$70	218.186.357\$00	90,00%	24.279.529\$70	10,00%	4.882.745\$00	1.395.070	3\$50	2,8	179\$00	43,2%
30-6-67	303.330.239\$90	286.406.957\$50	94,42%	16.923.282\$40	5,58%	8.723.800\$00	1.744.760	5\$00	4,0	179\$10	43,28%
30-6-68	251.087.718\$70	239.394410\$50	95,34%	11.693.308\$20	4,66%	8.382.840\$00	1.676.568	5\$00	4,0	154\$30	23,44%
30-6-69	273.620.820\$00	265.817.44\$50	97,15%	7.803.375\$50	2,85%	9.063.864\$00	1.510.644	6\$00	4,8	186\$50	49,20%
30-6-70	266.035.945\$60	256.915.174\$00	96,57%	9.120.771\$60	3,43%	8.782.018\$00	1.254.574	7\$00	5,6	218\$50	74,8%
30-6-71	208.620.393\$93	*	*	*	*	6.884.473\$00	917.964	7\$50	6,0	208\$50	66,8%
30-6-72	203.822.904\$50	196.787.150\$00	96,55%	7.035.754\$50	3,45%	6.616.297\$50	882.173	7\$50	6,0	238\$00	90,4%
30-6-73	430.817.509\$00	407.558.240\$00	94,6%	23.259.269\$00	5,4%	11.496.812\$50	919.745	12\$50	10,0	482\$50	286,0%
30-6-74*	477.433.935\$10	458.148.800\$00	95,96%	19.285.135\$10	4,04%	15.912.885\$00	1.060.859	15\$00	12,0	463\$50	270,8%

* Não foi possível encontrar dados.

** A cotação é feita com base na sessão de 24 de Abril, já que após o dia 25 de Abril de 1974 foram suspensas todas as transacções de valores mobiliários.

*** R.L.A. - Rendimento líquido anual (% do valor distribuído por UP em relação ao preço base de compra de 125\$00).

**** Valorização Anual das Unidades de Participação em relação ao preço base de compra de 125\$00.

ANEXO III: FIUL - EVOLUÇÃO DO PATRIMÓNIO E DAS UNIDADES DE PARTICIPAÇÃO

Data	Património (valores em contos)						Rendimento a Distribuir pelas Unidades de Participação (UP) (valores em escudos)						
	Valor Global (contos)	Valor dos Depósitos \$ (contos)	Valor dos Depósitos %	Imoveis \$ (contos)	Imoveis %	Valor dos Títulos \$ (contos)	Valor dos Títulos %	Valor Global (escudos)	Nº de UP	Valor por UP (escudos)	RLA %***	Valor das UP a 31/12 (escudos)	Taxa de Valorização das UP**** (%)
01-07-67	40.000	40.00	100,00%	-	-	-	-	-	162 600	-	-	250\$00	-
31-12-67	46.636	985	2,11%	35.971	77,13%	9.680	20,76%	1.262.189\$40	182 926	6\$90	5,52	261\$20	8,96
31-12-68	84.215	8.513	10,11%	65.357	77,60%	10.345	12,29%	4.978.140\$00	331 876	15\$00	6,00	274\$20	9,68
31-12-69	154.696	15.141	9,79%	120.003	77,57%	19.550	12,64%	9.052.500\$00	603 500	15\$00	6,00	276\$70	10,68
31-12-70	228.188	6.121	2,69%	196.732	86,21%	25.334	11,10%	14.196.060\$00	876 300	16\$20	6,50	282\$10	12,80
31-12-71	273.208	1.384	0,48%	241.592	88,42%	30.231	11,07%	18.200.000\$00	1 040 000	17\$50	7,00	285\$80	14,32
31-12-72	366.148	16.492	4,50%	312.505	85,35%	37.150	10,15%	24.219.125\$00	1 383 950	17\$50	7,00	287\$70	15,08
31-12-73	529 057	36.279	6,86%	429.352	81,15%	63.424	11,99%	34.649.125\$00	1 979 950	17\$50	7,00	289\$90	15,58
01-05-74**	609.597	54.572	8,95%	480.297	78,79%	74.727	12,26%	-	-	-	-	277\$80	-

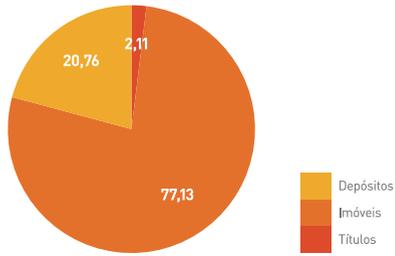
Fontes: Relatórios e contas do FIUL - 1967/1973.

** Última data de que foi possível encontrar registos (Fonte: Notícias da Beira, nº 8835, 1 de Maio de 1974, p. 1).

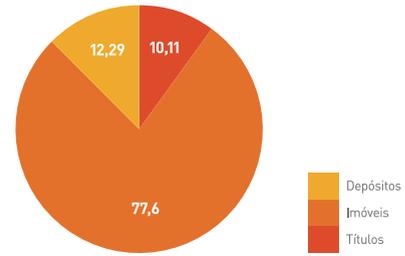
*** R.L.A. - Rendimento líquido anual (% do valor distribuído por UP em relação ao preço base de compra de 250\$00).

**** Valorização Anual das Unidades de Participação em relação ao preço base de compra de 250\$00.

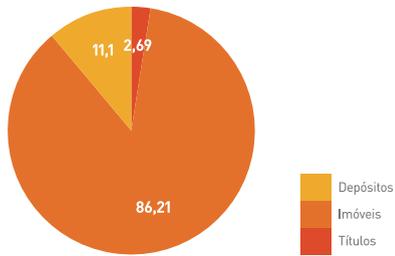
ANEXO IV: EVOLUÇÃO DO PATRIMÓNIO DO FIUL POR SECTORES DE INVESTIMENTO



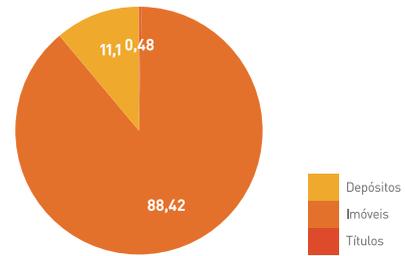
Situação Patrimonial do FIUL em 1967 (%)



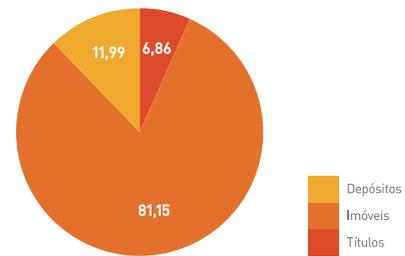
Situação Patrimonial do FIUL em 1968 (%)



Situação Patrimonial do FIUL em 1970 (%)



Situação Patrimonial do FIUL em 19671 (%)



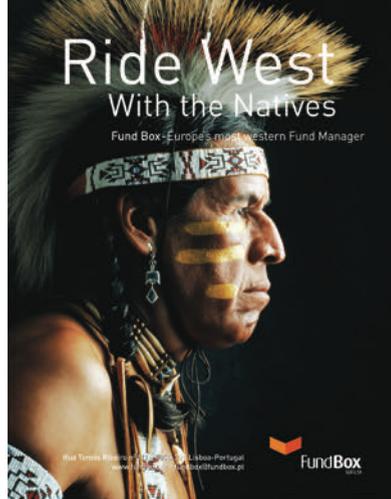
Situação Patrimonial do FIUL em 1973 (%)

DOIS NOMES VINTE ANOS:

**GICES 1992-2003,
FUNDBOX 2003-2012**

RICARDO RIBEIRO DE ALMEIDA





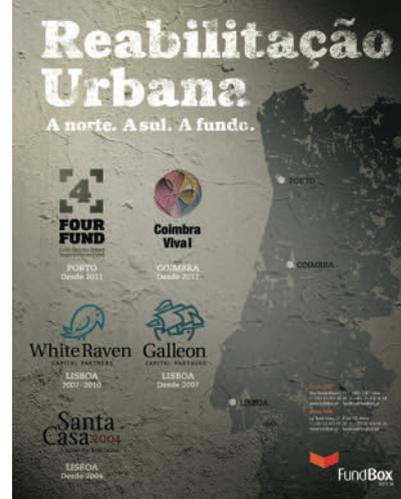
2 ANÚNCIOS

Ride West With the Natives

Nativos Mostram o Caminho a Ocidente

Um nativo, no cinema, é habitualmente apresentado como extremo conhecedor do terreno em que se movimenta e onde nasceu, pouco evoluído tecnologicamente mas muito hábil nos instrumentos que utiliza para sobreviver. Esta é uma imagem típica de um *Western* ou de um filme épico dos descobrimentos do Novo Mundo.

“Ride West With The Natives” foi um *slogan* que a FundBox utilizou, tirando partido desta imagem do que é o nativo e da visão de (alguns) investidores de Portugal: um país de índios. Tendo em atenção que este anúncio publicitário foi publicado numa revista britânica de imobiliário, procurámos inverter a conotação de atraso tecnológico dos índios, com uma mensagem de conhecimento profundo do mercado imobiliário português, um território que apresenta boas oportunidades de investimento. Daí os seus “nativos” mostrarem o caminho da rentabilidade no ponto mais ocidental da Europa: Portugal. A montagem de fundos imobiliários oferecia na época claras vantagens fiscais. Assim sendo as competências que a FundBox detinha foram muito úteis a vários investidores internacionais, para que pudessem actuar no ponto mais ocidental da Europa que é o nosso país, através da sua participação em fundos imobiliários portugueses. Este anúncio publicitário surge precisamente num contexto de sensibilização de investidores internacionais, para investir em fundos imobiliários portugueses através do *Know-how* da FundBox.



Reabilitação Urbana: a norte, a sul, a fundo

Reabilitar é Preciso

Por vezes um anúncio publicitário e o seu *slogan* podem sintetizar toda a estratégia e posicionamento de uma empresa. É o caso do slogan “Reabilitação Urbana, a Norte, a Sul, a Fundo” e a publicidade em que se insere. A FundBox iniciou a sua actividade de gestão de fundos de reabilitação urbana em 2004, com o Fundo Santa Casa 2004. Muito antes do decréscimo de actividade do mercado imobiliário residencial, já a FundBox via grande potencial na reabilitação urbana, desenvolvendo projectos de complexidade assinalável. Assim sendo os nossos fundos imobiliários Coimbra Viva, White Raven, Galleon, FOUR Fund e Santa Casa 2004, constituem materializações de toda uma estratégia de quase uma década de actividade em reabilitação urbana. Estes fundos imobiliários estão representados no anúncio alvo de análise, como fundamentos de toda uma acumulação de experiência neste segmento do mercado imobiliário.

Como o ilustra o caso do Fundo Coimbra Viva, por vezes a criação de um fundo imobiliário viabiliza um investimento inexecuível com apenas um investidor, produzindo soluções para intervenções vitais na regeneração e desenvolvimento de uma cidade, impossíveis de outra forma.

Assim sendo este anúncio, ao representar o mapa de Portugal e utilizar a expressão “a Fundo” é duplamente simbólico. A Reabilitação Urbana pode ser rentável e exequível através de fundos imobiliários, constitui uma aposta estratégica da FundBox e vai ao encontro das necessidades de desenvolvimento mais prementes e estratégicas de Portugal. Nesse sentido procuramos denodadamente novas parcerias e investidores, para replicar em todo o país, o vasto leque de intervenções de reabilitação urbana que gerimos com sucesso na última década.



2 AQUISIÇÕES

Estoril Sol Residence para Fundor

Um Fenómeno de Vendas alvo de Polémica

O significado da aquisição do espaço onde seria construído o Estoril Sol Residence só pode ser compreendido tendo em conta a realidade e História do Concelho de Cascais. Cascais tem sido nos últimos 100 anos sinónimo de prosperidade, qualidade de vida e estatuto social, apenas ao alcance das elites. Já em pleno Século XIX este Concelho havia sido o destino de repouso da família real, que elegeu o seu território como estância recreativa e balnear preferida. É neste contexto que na segunda metade do século XIX, a Casa de Palmela compra o terreno na zona litoral do Estoril onde se encontra hoje o Estoril-Sol Residence. Família nobre com um historial riquíssimo no desempenho de altas funções de Estado e de governo da nação, de natureza militar, política e diplomática, entre as várias gerações dos Sousas de Calhariz de Palmela encontram-se ministros, embaixadores e um mestre da ordem de Cristo.

O terreno alvo de aquisição pela família nobre descrita apresentava cerca de um quilómetro de profundidade. No seu espaço foi construída uma casa, um palácio e o Parque de Palmela, o qual na época não estava cortado pelo caminho de ferro e pela estrada marginal, construídos posteriormente. Nesta propriedade seria construído no século XX o Hotel Estoril Sol, inaugurado em 15 de Janeiro de 1965 com 310 quartos e 16 pisos. Ao longo de quase 40 anos, a unidade hoteleira citada foi uma das mais luxuosas do país, recebendo personalidades internacionais como Fred Astaire, Grace Kelly, Ray Charles e John Wayne.

Assim sendo em 2006 a aquisição do então Hotel Estoril Sol, visando a sua demolição e construção de um empreendimento residencial, foi dos maiores e mais gratificantes desafios que a FundBox abraçou nos seus 20 anos de actividade. A banca apoiou prontamente a operação, tendo o BES financiado esta aquisição com um empréstimo de 54 milhões de euros. O Estoril Sol Residence implicou um investimento global de 100 milhões de euros, o que é de facto histórico em Cascais e em Portugal, pelo enorme sucesso que este grande investimento alcançou e pela grande História que o local encerra.

Carteira Great City para Sertorius

Dimensão e Diversidade com Estratégia

A criação do Fundo Imobiliário Sertorius constitui um marco na história da Fundbox, devido ao valor bastante significativo do seu investimento, aplicado num conjunto diversificado de activos imobiliários. O Sertorius foi lançado em 2008 com um plano ambicioso, de constituição de uma carteira diversificada de €150 a €200 milhões de propriedades, predominantemente comerciais, portuguesas, que corresponde a parte importante do plano de investimentos configurado pelos investidores, um *country fund* colocado no Reino Unido e dedicado a Portugal. O fundo iniciou-se com um capital inicial de 5 milhões de Euros, tendo os investidores subscrito um aumento de capital, em Setembro, que elevou o mesmo para 35,6 milhões de euros. O objectivo era criar um Fundo de referência no mercado comercial, investido em escritórios, *retail parks*, centros comerciais e *single tenant units*.

O objectivo referido foi claramente atingido. Em Junho de 2008 este fundo adquiriu 6 lojas Pingo Doce pelo valor total de 40,8 milhões de euros ao Grupo Jerónimo Martins. A operação teve o apoio da CGD, tendo sido contratado para o efeito um financiamento bancário de 26,52 milhões de euros. Em Dezembro do mesmo ano o fundo Sertorius aumentaria a sua carteira de activos com a aquisição das sedes da Anacom e da Novabase, das lojas Radio Popular de Gaia e Guimarães pelo valor total de 46,466 milhões de Euros à Great City.

Em Março de 2010 o mesmo fundo viria a esgotar o seu poder de fogo com a aquisição, de novo à Great City, de uma carteira constituída por cinco *retail parks* (Setúbal, Tondela, Famalicão Grijó e Viseu). Estas aquisições foram financiadas por via da assunção de dívidas originalmente contraídas pelo vendedor, tendo o valor global da operação ascendido a €45.200.000,00, e constituíram um autêntico *tour de force*. Como é frequente entre nós, o regime fiscal mudava (e não para melhor) no início de Abril, pelo que era imperioso concluir a transacção até ao final de Março, com a complexidade derivada da assunção de créditos originalmente concedidos ao vendedor. Era imperioso, e foi feito, com quadros da FundBox, do Millennium BCP e a diligente notária a trabalhar noite dentro. O que tem de ser, tem muita força.



O Natal é tempo de união.



A Fundação Amigos do Brasil Natal oferece aos seus leitores uma série de guias
e um diploma para todos.



Fundação Amigos do Brasil Natal

2 CARTÕES DE NATAL

Humor e Optimismo para o Natal

2011 – O Natal é tempo de união

O Natal é tempo de reflexão espiritual sobre os milagres atribuídos ao nascimento e vida de Jesus. Nesse mesmo espírito a Fundbox enviou votos de Boas Festas aos seus *stakeholders*, desejando-lhes equilíbrio orçamental, *yield* soberano de um dígito, dividendos chorudos, PS120 acima de 10 000, TSU reduzida, *Spreads* Baixos, Pensão *Flat*, onda de IPOs e o Benfica campeão. Entre todos estes milagres qual o mais difícil?

Só mesmo um período natalício poderia trazer prendas desta natureza. Razão pela qual estes 9 votos natalícios foram alvo de um cartão de Natal, onde acontecimentos de probabilidade altamente duvidosa, são abordados com a fé de quem acredita.

Para reforçar ainda mais a conjugação destes verdadeiros milagres num mesmo Natal, a mensagem escolhida começa por referir que o “Natal é tempo de União”. A união da procura colectiva de tudo o que desejamos, por mais difícil que se apresente.

2010 – tristezas não pagam dívidas

Outro cartão de boas festas emblemático nestes 20 anos de vida da Fundbox, fez também referência ao período económico difícil que o país atravessa, utilizando o humor como “arma” antidepressiva. Neste caso a ideia de que “tristezas não pagam dívidas” foi o elemento chave, acompanhada da expressão em inglês “A Star is Born”. E já que a luz é sempre importante do ponto de vista físico e também como símbolo de iluminação do espírito, o mesmo cartão de boas festas desejava que “este ano seja como uma estrela. Brilhe e todos brilharão consigo”.

No fundo estes dois cartões de boas festas visaram elevar o moral dos seus destinatários, lembrando-lhes que rir ainda não paga impostos nem requer investimento financeiro a juros elevados com rentabilidade duvidosa. Sabe Deus até quando.





2 CLOSINGS

Retail Parks de Aveiro e Santarém para PREF e Viriatus

Muito mais do que simples activos

A aquisição dos *Retail Parks* de Aveiro e Santarém foi um “parto” difícil, rico em episódios invulgares, de difícil resolução e revestidos de algum humor. Porém constituiu um marco decisivo na actividade da FundBox, criando condições para que a nossa sociedade gestora de fundos imobiliários, viesse a deter uma carteira de activos muito significativa neste segmento do mercado. À data do 20º aniversário da Sociedade, 30% dos *Retail Parks* portugueses eram detidos por fundos geridos pela FundBox, totalizando 205 milhões de euros de investimentos diversos. A aquisição dos *Retail Parks* de Aveiro e Santarém foi o primeiro passo para que esta realidade fosse possível.

Estávamos em 2006 e o mundo era outro. Os *Retail Parks* viviam um *boom* em Portugal e a economia ainda não sonhava com a crise de 2008. É neste contexto que Alexandre Alves, fundador da famosa FNAC (Fábrica Nacional de Ar Condicionado), decide apostar na construção para venda de *Retail Parks*. Entre os seus investimentos neste tipo de imóvel, estavam os *Retail Parks* de Leiria (já vendido à data), de Aveiro (já construído) e os de Santarém e Portimão, ainda numa fase inicial.

Perante o quadro descrito, a British Land, um dos maiores grupos empresariais de investimento imobiliário no Reino Unido, encarava a compra dos *Retail Parks* de Aveiro, Santarém e Portimão como prioridades para o seu investimento em Portugal.

Um conjunto de aquisições que se apresentava apetecível e viável, viria a revelar-se uma grande prova de resistência e determinação, superada graças ao trabalho dedicado de uma equipa interdisciplinar de 30 especialistas e após uma verdadeira saga jurídica e negocial.

Para viabilizar a operação a British Land decide criar um fundo de investimento imobiliário em Portugal, aproveitando benefícios fiscais que existiam na época. É neste momento que a FundBox é escolhida como sociedade gestora de um fundo fechado de investimento imobiliário, denominado PREF (Portugal Retail Europark Fund), em

clara alusão ao seu investidor luxemburguês, de acrónimo idêntico, o Pillar Retail Europark Fund. Este visava a aquisição de uma carteira de *retail parks* em Portugal, estruturada de forma a tirar partido dos benefícios fiscais então em vigor para os fundos imobiliários.

Neste contexto fez-se negócio com Alexandre Alves para a compra dos Retail Parks de Aveiro e Portimão e firmou-se um acordo de princípio para Santarém.

A operação só se concluiu após a construção e licenciamentos completos e uma percentagem elevada de colocação de lojistas. Para o efeito teve lugar uma análise de risco visando a rentabilidade de vendas futuras.

O jurista Jorge Gonçalves liderou a equipa legal que estruturou o investimento do fundo PREF, no qual a British Land tinha uma forte participação. A FundBox foi mandatada para actuar como sociedade gestora independente do fundo português, 100% detido pelo PREF luxemburguês. A British Land nunca tinha feito negócio com Alexandre Alves. Estava a negociar com ele para dar volume à sua carteira em Portugal, que já inclui o Sintra *Retail Park*, a primeira unidade deste tipo a ser construída em Portugal. Dada a dimensão da British Land este foi um momento marcante na vida da FundBox. Foi a primeira vez que a Fundbox adquiriu um activo desta natureza. Havia elementos de “primeira vez” para todos os intervenientes, incluindo Alexandre Alves.

Esta negociação foi complexa porque foram identificadas situações de riscos jurídicos e de avaliação do imóvel. Em causa estavam a estruturação de contratos com os lojistas, devido à profusão de incentivos atribuídos aos mesmos.

As situações foram analisadas e definidas condições a rever nos contratos e contrapartidas dadas aos lojistas. Estavam em causa 20 contratos de lojistas como a Decathlon, Toys Rus e AKI. Demorou alguns meses resolver estas questões a contento. Em todo este trabalho houve um acompanhamento de uma equipa interdisciplinar em que estava representado o investidor, consultores especializados, assessores jurídicos e a FundBox. No total estiveram envolvidos cerca de 30 especialistas a trabalhar directamente na operação, representando, além

da FundBox, empresas como a sociedade de advogados Linklaters, os agentes CB Richard Ellis, os avaliadores da CPU, entre outros.

Estavam em jogo mais de 30 milhões de euros de investimento, apenas no Retail Park de Aveiro. A dez dias da escritura de compra e venda, uma das empresas controladas por Alexandre Alves que fazia parte da complexa estrutura de propriedade do activo é identificada como estando em insolvência.

Face a este quadro, a administradora da insolvência anulou o negócio da venda do *Retail Park* de Aveiro, após ser convencida pelos credores de Alexandre Alves a declarar nula a operação. O negócio esteve quase a morrer. Esta foi a grande originalidade desta operação, desenvolvida ao longo de meses. Para inverter a situação foi decisivo o trabalho de uma *task force* de juristas, liderada pela sociedade internacional de advogados Linklaters com o jurista Jorge Gonçalves à testa. O *Retail Park* de Aveiro era então detido pela sociedade Bacturve, controlada por Alexandre Alves e participada pela TCN Properties, grupo de origem holandesa activo em Portugal através de uma sua participada.

Numa semana foi possível estabelecer um acordo entre todas as partes envolvidas, nomeadamente compradores, vendedores e credores de Alexandre Alves. A quase totalidade do preço que a Fundbox, em representação do PREF, pagou pela compra do *Retail Park* de Aveiro foi canalizada para os credores de Alexandre Alves. No final da escritura de compra e venda do *Retail Park* de Aveiro, madrugada dentro, sobraram 32 euros a Alexandre Alves, os quais ainda teve que dividir em partes iguais com o administrador representante da TCN.

Foi sempre um processo complexo do ponto de vista contratual. O que lhe deu invulgaridade foi este episódio que colocou em risco mais de 30 milhões de euros de investimento. A própria assinatura da escritura do *Retail Park* de Aveiro foi uma epopeia em que o notário desmaiou após várias horas de negociações, tendo que ser assistido para concluir o acto.

Deals With Wolves

Operações 2010



Desde 1991
Rua Tomás Ribeiro, 101 - 1050-228 Lisboa
T +351 21 010 36 20 F +351 21 410 36 29
www.fundbox.pt fundbox@fundbox.pt

Desde 1996
Av. Sines Plaza, 21 - 8130-710 Faro
T +351 22 415 61 20 F +351 22 415 61 28
www.fundbox.pt fundbox@fundbox.pt

2 CAMPEÕES

Tiago Girão: Alta Competição e Gestão de Activos

Dois desafios superados com Espírito de Equipa

Tiago Girão joga Rugby desde os sete anos. A sua dedicação a esta modalidade desportiva trouxe-lhe um palmarés digno de registo. Mais precisamente os títulos de campeão nacional 2011/2012, campeão espanhol 2008/2009 e vencedor da Taça de Espanha em 2008/2009. Presentemente actua no CDUL, onde joga na posição de 3ª linha centro, integrando ainda a selecção nacional desde 2005. Porém a vida de Tiago Girão não gira apenas em torno do Rugby. Este Gestor de Activos da Fund Box é Mestre em Arquitectura pela Universidade Lusíada e pós graduado em Viabilidade Económica de Projectos e Empreendimentos pela Universidade Mackenzie em São Paulo. Presentemente encontra-se admitido a um MBA do Instituto da Empresa em Madrid.

Além do seu horário normal de trabalho, treina 3 horas por dia, à hora do almoço e no final do dia. Apesar do esforço e disciplina que a sua vida desportiva e profissional lhe impõem, Tiago Girão espera “jogar até poder” e elege como a maior qualidade de um jogador de rugby a sua capacidade de “sacrifício em prol da equipa”. Na sua actividade profissional considera que o “gosto pela arquitectura foi superado pelo interesse em estar envolvido no negócio da construção”. A recuperação patrimonial é a sua área de eleição, salientando a boa experiência adquirida nos empreendimentos geridos pela FundBox, na reabilitação do Palácio Valada e Azambuja e reconstrução do edifício da Unidade de Cuidados Continuados e Paliativos Maria José Nogueira Pinto. Para Tiago Girão “Lisboa precisa sobretudo de recuperação patrimonial. É um desafio mais aliciante do que construir de novo”.

FundBox Futsal Team

A Vitória do Espírito de Equipa

Como diz a sabedoria popular, quem não é do Benfica não pode ser um bom chefe de família. Por vezes esta devoção ao “glorioso” leva-nos a superar limitações e a vencer onde todos acreditam não ser possível. Estávamos na época desportiva de 2009-2010 e a Fundbox detinha como acontece actualmente, um camarote no Estádio do Sport Lisboa e Benfica. Fruto desta situação Tânia Bugalho, recentemente contratada para substituir Paula Almeida no secretaria do Presidente da Comissão Executiva durante uma licença de parto, recebe via email, uma proposta para que a FundBox crie uma equipa e entre na *Benfica Futsal League*. Com o cuidado dos neófitos, encaminhou diligentemente o desafio, que nos levaria onde muitos não pensavam ser possível. Os resultados competitivos que atingimos mostram como a organização e o espírito de grupo podem levar à vitória, mesmo que a competição seja desigual em recursos e dimensão dos intervenientes. Estávamos perante um campeonato de 24 equipas onde os resultados da primeira ronda de jogos entre todas, definiam aquelas que integrariam a primeira e a segunda divisão. Era uma competição disputada por grandes empresas, onde se incluíam casas como a Centralcer e a Europcar. Dada a pequena dimensão da FundBox, tínhamos um grupo de apenas 6 jogadores da casa, ao qual juntámos vários atletas oriundos de empresas fornecedoras ou parceiras da Fundbox. Simultaneamente escolhemos um treinador e definimos um método de trabalho. O Futsal é muito tático, e desde cedo percebemos que tínhamos de aprender a jogar como um todo, com uma tática pensada previamente. O nosso primeiro treinador, Gonçalo Silva, engenheiro avaliador na Curvelo e ex-campeão nacional (pelo Sporting) e internacional de futsal, trouxe conhecimentos técnico-tácticos que nos foram muito importantes. Desta forma formámos uma equipa de 14 jogadores numa modalidade em que jogam 5 em campo. O torneio apresentava a duração de 9 meses, de Setembro a Junho.

Numa fase posterior estivemos 2 meses sem treinador até que vieram uns trabalhadores montar quadros no nosso escritório. Uma conversa breve permitiu perceber que eram ex-praticantes de futsal. Ambos ucranianos de nacionalidade, ofereceram os seus préstimos para treinar a nossa equipa. Fizemos um acordo com eles,



explicámos os objectivos que tínhamos para a equipa de futsal. Não era uma equipa de ambições desportivas.

Só pagávamos as despesas de transportes deles. Desde logo preparámos treinos rigorosos de ponto de vista físico e técnico. Uma vez por semana à quinta-feira à tarde, uma hora e meia. Chegámos a ter 2 e 3 jogos por semana no auge da competição. Nesta fase deixámos de poder treinar.

A nossa vitória mais marcante deu-se com a Centralcer, a quem ganhámos por 5 a 2. Eram os principais candidatos ao título, com uma equipa de jovens com melhores índices físicos. Porém eram indisciplinados. A nossa cabeça fria saiu vencedora. Foi um momento de viragem que nos mostrou que podíamos ganhar qualquer coisa. Jogávamos à zona, em bloco, utilizando mais a cabeça do que o corpo.

Quando fazíamos a transição ofensiva era com a bola controlada, com boa circulação de jogo e em bloco. Decidimos acabar com a equipa após a vitória no campeonato da segunda divisão, devido ao desgaste e ao tempo que a competição exigia. Passar à primeira divisão aumentaria ainda o tempo e treinos necessários. Em competição com empresas com centenas de quadros por onde escolher, seria bastante difícil manter os índices competitivos que alcançámos. Contudo a vitória no campeonato da segunda divisão de Futsal do Benfica foi um episódio marcante, o qual reforçou o espírito de equipa da FundBox, mostrando como um grupo coeso e disciplinado pode ir longe, mesmo que em condições de desigual potencial perante os seus adversários.



ANTIQUEARIA DO CALHARIZ

S

2 FUNDOS

Santa Casa 2004

“Make It or Break It”

A 13 de Maio de 2003, a Assembleia Geral da então Gices – Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Imobiliário deliberou a adopção da firma “FundBox – Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Imobiliário, SA”. A Sociedade, que havia mudado de mãos em Dezembro de 2002, não tinha qualquer fundo sob gestão.

O Fundo Santa Casa 2004 foi decisivo para o arranque da Fund Box como sociedade gestora de fundos imobiliários. Foi de facto o negócio “Make it or Break It” que viabilizou o renascimento desta nossa sociedade gestora, a qual 8 anos depois inclui na sua carteira 13 fundos constituídos por todo o tipo de produtos imobiliários, com um valor superior a 450 milhões de euros. Entre 2003 e 2005 o fundo Santa Casa 2004 foi o principal centro da atenção da Fund Box.

A sua criação muito deve à visão da então Provedora da Santa Casa da Misericórdia de Lisboa Dr.^a Maria José Nogueira Pinto, a qual julgou a proposta da Fund Box pelos seus méritos e não pelo peso e historial da sociedade gestora que a apresentava. A sua decisão teve o invulgar mérito de ignorar pressões de terceiros, com a tenacidade e visão estratégica que caracterizavam Maria José Nogueira Pinto. As pressões de que foi alvo incluíram mesmo a realização de uma reunião com a Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, na tentativa de inverter a atribuição da gestão do Fundo Santa Casa 2004 à Fund Box. Os anos seguintes demonstrariam os benefícios para a Santa Casa da Misericórdia de Lisboa da decisão então tomada pela sua provedora.

Dos 350 imóveis de que a Santa Casa da Misericórdia de Lisboa dispunha em 2003, a Fund Box escolheu 40 para apresentar uma proposta de gestão dos mesmos, através da criação de um fundo imobiliário. Começámos com 11 que, com duas excepções, ainda hoje estão no fundo. Os imóveis referidos localizavam-se em Lisboa e eram então geridos e arrendados muito abaixo do seu potencial, encontrando-se alguns por licenciar. Assim sendo careciam de um projecto mais estruturado que os rentabilizasse da melhor forma. Maioritariamente este conjunto de 40 edifícios incluía imobiliário residencial, ao qual acresciam apenas 3 imóveis de escritórios.

O valor inicial do Fundo Santa Casa 2004 foi de 43,5 milhões de euros. Hoje este mesmo fundo vale 56 milhões de euros e inclui edifícios alvo de intervenções de reconstrução e reabilitação de grande qualidade, como por exemplo a Unidade de Cuidados Continuados “Maria José Nogueira Pinto”, localizada na Aldeia de Juso em Cascais, e o Palácio Valada e Azambuja. Este último imóvel, de grande valor histórico e patrimonial, localizado no centro de Lisboa, foi transformado num conjunto de apartamentos para arrendamento de curta duração. A maior parte dos edifícios deste fundo foram alvo de um plano inicial de intervenção da Fund Box, sendo significativamente melhorados na sua qualidade e rentabilidade. Hoje podemos apresentar a nossa experiência na gestão do património da Santa Casa da Misericórdia de Lisboa, como um exemplo de sucesso em domínios como a reabilitação para arrendamento de escritórios e habitação, nos segmentos de mercado médio e alto. A título de exemplo os edifícios de habitação para arrendamento do Fundo Santa Casa 2004, registam uma colocação no mercado superior a 90 %, incluindo um conjunto significativo de imóveis distribuídos pela cidade de Lisboa.

Fundor

Um Case Study de Sucesso Histórico em Portugal

O Fundor chegou a ser o maior fundo da Fundbox, com capitais próprios da ordem dos €100 milhões, apesar de dispor apenas do capital mínimo (5 milhões de euros). Dado o enorme sucesso comercial do seu principal activo, o Estoril Sol, este fundo valorizou-se mais de 100 % em dois anos. Através do Fundor a Fundbox deu um salto em frente na sua actividade. Em 2006, quando os investidores no Fundor mandataram a FundBox, eramos uma pequena sociedade com apenas dois fundos sob gestão. Os investidores tiveram a amabilidade de nos incluir na consulta que fizeram ao mercado para montar o fundo que deveria levar por diante a construção de um empreendimento residencial topo de gama no terreno onde ainda se erguia o já desactivado Hotel Estoril Sol, segundo projecto já preparado pelo reputado arquitecto Gonçalo Byrne. Tendo optado por uma sociedade independente de bancos, escolheram a FundBox. Não custa acreditar que muitos terão achado a escolha infeliz, porventura leviana, olhando ao escasso currículo da FundBox em investimentos do gabarito do Estoril Sol. Os anos seguintes, e o bom desenvolvimento do projecto, terão provado ao mercado imobiliário português a capacidade da FundBox para gerir grandes empreendimentos, vocacionados para os mercados internacionais de localizações prime, alcançando no processo um grande sucesso comercial.



2 MÚTUOS

BES para Estoril Sol e Aldeia do Juzo

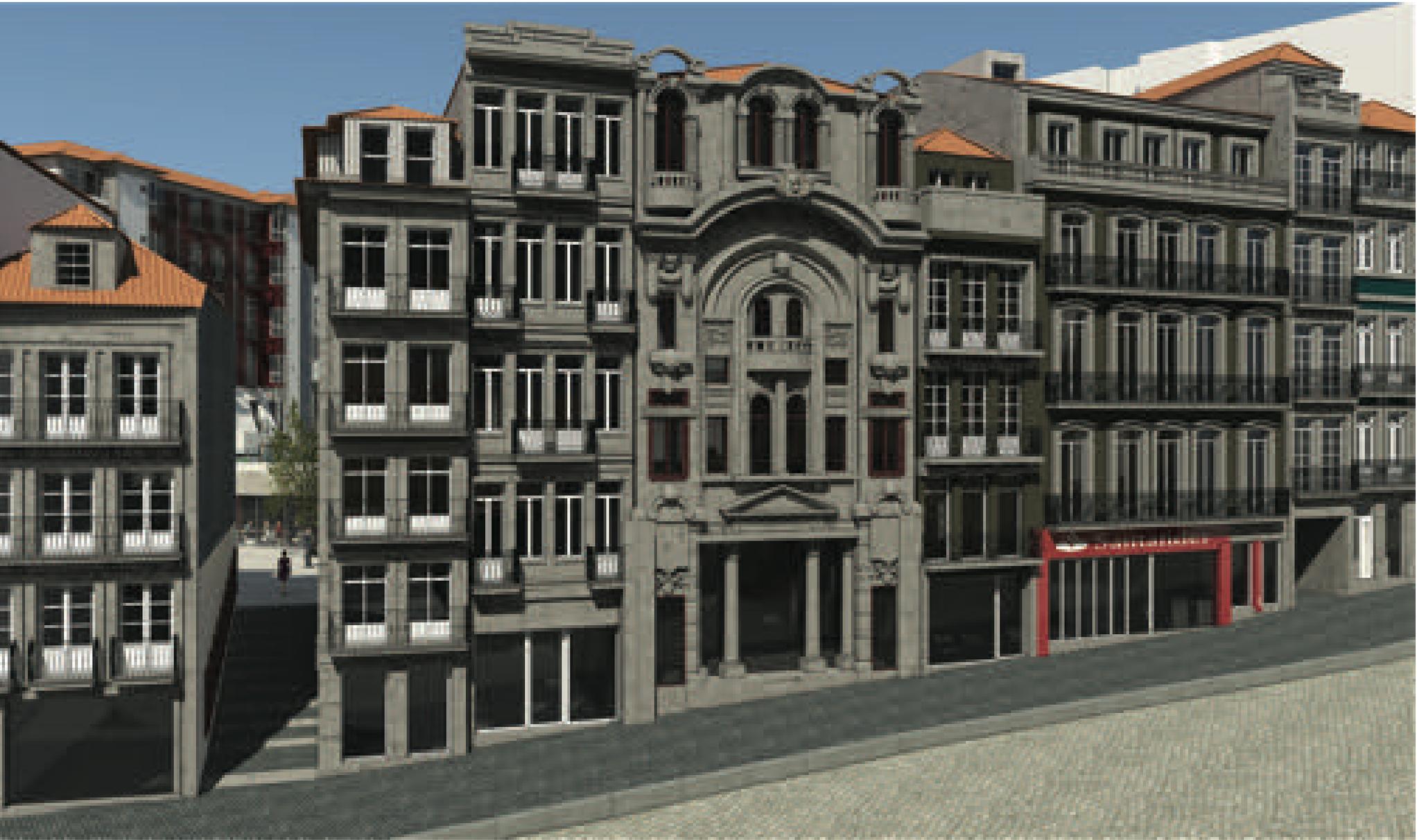
Financiamentos Emblemáticos de alto valor simbólico

As duas linhas de crédito atribuídas pelo BES para a construção do Estoril Sol Residence e da Unidade de Cuidados Continuados da Aldeia de Juzo, são marcantes na actividade da FundBox por motivos diferentes.

No caso do Estoril Sol o seu financiamento de 80 milhões de euros foi uma grande prova de confiança do BES, a qual viria a ser decisiva num verdadeiro fenómeno de vendas a nível nacional. Por outro lado a grande dimensão desta intervenção e as dificuldades superadas ao nível da engenharia, bem como a intensidade dos arranjos paisagísticos realizados, foram só possíveis graças a um financiamento desta ordem, praticamente impossível nos dias de hoje.

Quanto à unidade de cuidados continuados da Aldeia de Juzo, o financiamento atribuído de 4,2 milhões de euros reveste-se de um simbolismo considerável, dado que permitiu realizar uma homenagem à Provedora Dr.^a Maria José Nogueira Pinto, cujo nome foi atribuído a este equipamento de saúde. Por outro lado a reconversão de um edifício empresarial numa unidade de saúde constituiu um episódio de referência para a FundBox, uma vez que ficou demonstrada a sua capacidade de actuar com eficácia na promoção de unidades de saúde.





2 OBRAS

Passeio das Cardosas

A Reabilitação ao estilo do Norte

Reabilitar um quarteirão na zona central de uma cidade é como resuscitar parte da sua história e recuperar um património de memória e identidade, património cultural e urbanístico que urge estimar e rentabilizar nas cidades de todo o nosso Portugal. A intervenção em curso no Quarteirão das Cardosas no Porto é hoje um exemplo desse esforço nacional de reabilitação urbana, o qual é urgente não só do ponto de vista urbanístico e turístico, mas também como forma de dinamizar o mercado imobiliário e todas as empresas que dele dependem. O edifício que mais tarde ficaria conhecido como Palácio das Cardosas, começou por ser um convento, mandado construir pelos Padres Lóios no último quartel do século XV.

No final do séc. XVIII os Padres Lóios decidiram modificar a fronteira do convento, que dava para a Rua da Natividade - hoje Praça da Liberdade -, acrescentando-lhe duas pequenas torres. A planta do projecto foi da autoria do Arquitecto D. José de Champalimaud, em 1790. O edifício viria mais tarde a ser comprado pelo comerciante Manuel Cardoso dos Santos, um abastado negociante com fortuna feita no Brasil. Começava aqui a história do Palácio das Cardosas, único edifício da Baixa portuense representativo da arquitectura do século XIX, e que tem origem nas figuras duma mulher e da filha do rico comerciante. Diz-se que as duas senhoras não eram muito bonitas e que passavam muito tempo à janela, a ver e a comentar quem passava. Por esse motivo, o passeio em frente ao edifício foi baptizado como o “Passeio das Cardosas” e o nome acabou por se alastrar a todo o quarteirão. Um quarteirão composto por construções que vão do século XVI ao século XX, e delimitado a Norte pela Praça da Liberdade, a Nascente pela Praça de Almeida Garrett, a Sul pela Rua das Flores e a Poente pelo Largo dos Lóios e pela Rua Trindade Coelho.

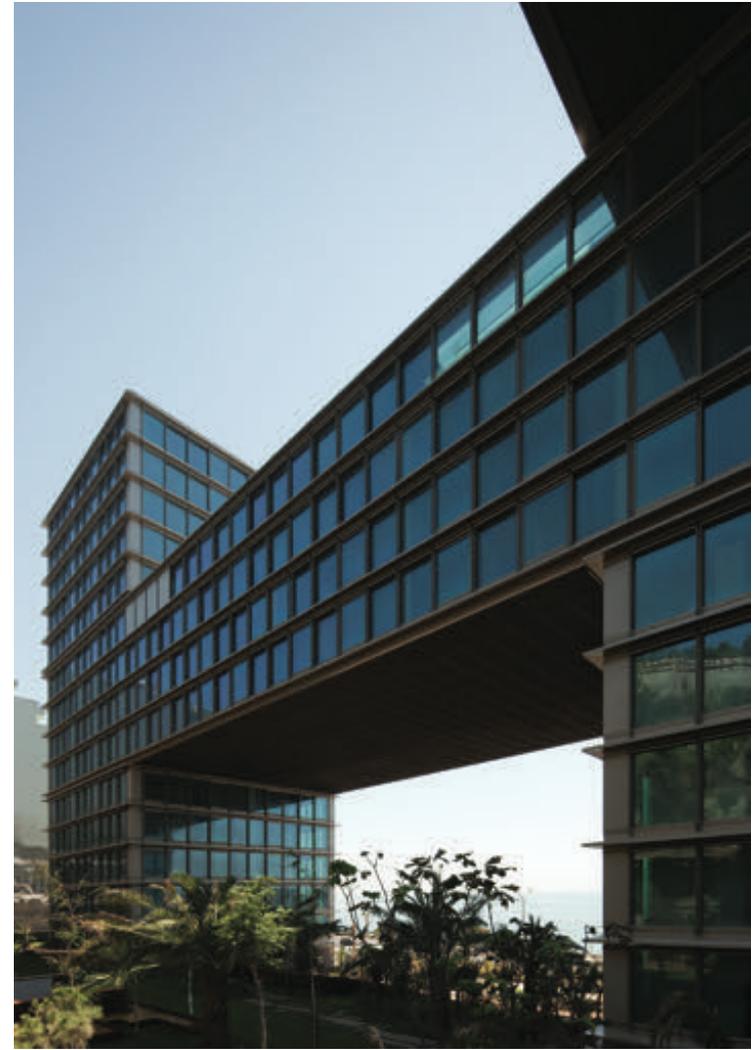
A Reabilitação Urbana actualmente em curso no Quarteirão das Cardosas, insere-se no Fundo Especial Fechado de Investimento Imobiliário em Reabilitação Urbana “First Oporto Urban Regeneration Fund (“4F”)", detido a 100% pela construtora Lúcio da Silva Azevedo & Filhos. Este fundo é gerido pela Fundbox e iniciou a sua actividade em Junho de 2011 com 5 milhões de euros de capital. Esta reabilitação urbana atrairá 600 novos residentes a 46 edifícios reabilitados no centro do Porto, com uma área total de construção de 18 080 m2



e 331 lugares de estacionamento. A sua conclusão estima-se para 2013. As tipologias a comercializar oscilarão entre o T0 e T2+1. Serão também criados espaços de comércio, serviços e restauração com uma área de 2500 m2.

A obra descrita é emblemática para a FundBox e demonstrativa de uma grande aposta em reforçar a sua actividade no Porto, particularmente no alargamento desta experiência a outros quarteirões da cidade. O Quarteirão das Cardosas tem já hoje um parque de estacionamento subterrâneo, obra particularmente difícil que exigiu trabalhos de especialidade para conter os edifícios da envolvente do quarteirão. Este parque apresenta 6 pisos abaixo do solo, com limites encostados aos edifícios da envolvente.

Os trabalhos em curso envolvem a reabilitação de um leque diferenciado de edifícios, como por exemplo prédios em ruínas e um edifício reabilitado para escritórios, entre outros. Outro aspecto particularmente interessante é o de ser criada uma nova praça pública na cidade, com 1600 m2. Este quarteirão forma um mix de comércio e habitação, tentando aproveitar a facilidade de transporte para criar um centro residencial de habitantes mais jovens. No seu auge a reabilitação urbana descrita implica a colaboração de mais 100 profissionais em simultâneo.



Estoril Sol Residence

Obra Emblemática Marcada pela Polémica

Em Portugal é difícil concluir um projecto de enorme sucesso sem que a polémica se instale. O Caso do Estoril Sol Residence conjugou essa mesma polémica com um fenómeno de vendas e captação significativa de investimento estrangeiro. Curiosamente o reconhecimento internacional desta obra foi claramente superior à sua receptividade nacional. A construção do Estoril Sol Residence revestiu-se de uma grande complexidade técnica, em que o sucesso alcançado compensou todos os obstáculos que tivemos de superar. Dado o projecto não ser consensual do ponto de vista urbanístico, o grande desafio que o Estoril Sol Residence colocava no seu início, era corresponder às enormes expectativas depositadas na sua comercialização. Inicialmente os investidores negociaram a aquisição do terreno e contrataram os serviços do arquitecto Gonçalo Byrne, antes da FundBox entrar no projecto, visando a sua integração num fundo imobiliário e a gestão da obra respectiva.

O Estoril Sol Residence localiza-se numa zona balnear na Estrada Marginal, à entrada de Cascais, apresentando uma deslumbrante vista para o Oceano Atlântico. A sua volumetria de 15 pisos, e a ausência de varandas, conferem-lhe uma identidade impressionante que se distingue na paisagem, marcando-a. De facto o conceito subjacente ao projecto é o cliente poder usufruir do sistema de vistas dentro da sua residência, observando o mar de forma privilegiada em todas as divisões. Acima de tudo o edifício foi concebido para deslumbrar mais de dentro para fora, do que o contrário. Esta opção colocou condicionantes para a decoração, dado que a fachada do edifício era toda em vidro e alumínio. Dadas as suas opções arquitectónicas, o projecto foi muito contestado do ponto de vista público.

Apesar do facto, o valor da intervenção realizada foi amplamente reconhecido pelo mercado, dada a velocidade de comercialização e os valores atingidos. Só nos primeiros dois meses de comercialização foram vendidos 40 apartamentos. A estratégia comercial apostou numa venda personalizada one to one, recorrendo a brochuras, imagens e um conhecimento profundo do projecto.

Ao contrário do que esperávamos, não foi o cliente residente em Cascais que apostou no Estoril Sol Residence. O tipo de cliente deste empreendimento imobiliário revelou-se internacional, de segmento alto e investidor numa segunda habitação. Este foi sempre um empreendimento onde as pessoas gostam de se ver e de serem vistos. Havia um factor de ego e prestígio, subjacente à sua concepção e venda. É de facto um edifício a que ninguém fica indiferente. No pico a sua obra envolveu 1000 profissionais. O investimento realizado foi de 100 milhões. Cerca de 10 empresas estiveram envolvidas, com destaque para Edifer e Somague. Neste edifício foram comercializados um total de 107 apartamentos, os quais demoraram dois anos a construir.

Por outro lado a demolição do anterior edifício, o qual ocupava o terreno alvo de intervenção desde a década de sessenta (Hotel-Estoril Sol), foi muito complexa, envolvendo cargas explosivas e a separação selectiva dos entulhos. Estávamos sobre a marginal, o que também dificultava a logística da obra. Dado o vento e a proximidade do mar, foram necessários testes exaustivos do LNEC para ver a capacidade de resistência dos materiais a adoptar e a estrutura indicada para o edifício a construir.

A superação destes desafios ficou bem patente no facto deste edifício conseguir exportar arquitectura, construção e engenharia para países como Angola, Brasil e Rússia. Foram batidos recordes de vendas a 12 000 euros por m². De facto foi conseguido um casamento feliz entre localização, frente mar e arquitectura. Do ponto de vista da segurança a obra também foi um sucesso. Não tivemos mortos, nem acidentes graves. Os procedimentos de construção adoptados foram muito rigorosos e evitámos acidentes. Simultaneamente demos boas contrapartidas à vila, como por exemplo um acrescento lateral de um jardim e ampliação do túnel de acesso à praia. A obra e comercialização do Estoril Sol foi um projecto provavelmente único, e pelo menos de difícil repetição em Portugal e em Cascais.

ESTORIL SOL RESIDÊNCIA

Investimento de Mão Cheia

PRÉMIO CONSTRUIR Melhor Empreendimento Residencial 2011	PRÉMIO SIL Melhor Empreendimento Residencial 2011	RECEITAS D'EVENDAS 2007 / 2011 (Dev) €162 M
INVESTIMENTO 2007 / 2010 - €152 M	RENDIMENTOS DISTRIBUÍDOS 2011 - €7M	RENDIMENTOS REINVESTIDOS 2008 / 2010 - €13M

PROJETOR: FUNDOR
SOCIEDADE GESTORA: FundBox
BANCO DEPOSITÁRIO: BANCO INVEST

2 PRÉMIOS

Prémios Construir/ SIL

O Reconhecimento quase unânime

O Estoril Sol Residence foi de facto um empreendimento alvo de grande notoriedade mediática, comercial e pública, do seu princípio ao fim. À polémica do seu impacto paisagístico juntaram-se vendas de 30 % nos primeiros dois meses, um crédito de cem milhões de euros para financiar o investimento e indicadores de um sucesso comercial e imobiliário estrondosos, o qual muito dificilmente Cascais e mesmo Lisboa voltarão a ter nos próximos anos.

Além de ser um verdadeiro fenómeno de vendas, alvo do entusiasmo de muitos investidores estrangeiros e de algumas figuras públicas nacionais, foi também distinguido por vários prémios de relevância no imobiliário nacional. Em três prémios possíveis apenas um lhe escapou.

O jornal Construir e o Salão do Imobiliário de Lisboa distinguiram-no. A primeira publicação distinguiu-o na categoria de Melhor Edifício Residencial, por votação dos leitores do jornal. O SIL atribuiu-lhe o galardão de melhor edifício de habitação.

Apenas o júri dos Óscares da Revista Imobiliária não se deixou convencer pela espectacularidade desta verdadeira referência do imobiliário nacional. Estes prémios vieram reconhecer a qualidade de um empreendimento que colocou a FundBox na agenda dos maiores promotores imobiliários do mercado nacional, demonstrando a sua capacidade de gestão e execução de grandes investimentos.

2 PROJECTOS DE ARQUITECTURA

Gaveto Casal Ribeiro / Actor Taborda

0 Arrendamento para novos grupos sociais

O Imobiliário residencial precisa de reflectir a realidade económica e social em que é projectado, para atingir o sucesso comercial. Depois de uma vivência rural em que as famílias eram extensas, habitando numa mesma propriedade três gerações, passámos no século XIX a um tipo de vida industrial, marcado por famílias nucleares em que apenas pais e filhos partilhavam o mesmo imóvel, o qual se localizava perto da fábrica em que trabalhavam. No século XXI as pessoas casam mais tarde, a mulher é independente do homem e o divórcio constitui uma opção sempre presente. Esta nova realidade social levou a que as famílias sejam frequentemente monoparentais, ao mesmo tempo que os casais jovens, solteiros e divorciados sejam clientes potenciais para o mercado de arrendamento urbano de baixas tipologias.

É neste contexto que o Fundo Santa Casa 2004 encomenda um projecto residencial para o Gaveto formado pela Avenida Casal Ribeiro e Rua Actor Taborda. Este visou o mercado de arrendamento para os chamados novos estratos sociais (solteiros, divorciados, jovens casais), apontando sobretudo para uma faixa de pessoas ainda jovens com grande mobilidade a nível de vivência urbana.

Estes apartamentos são pensados para uma grande rotatividade de inquilinos com cerca de 30 anos e profissões mais ou menos liberais. No total o projecto prevê a construção em cinco pisos de 77 apartamentos com tipologias até T2. O último piso inclui áreas exclusivas para qualquer dos arrendatários dos fogos. Mais precisamente um salão de festas com acesso a um terraço coberto e pequenas salas para reuniões de trabalho.

No total o imóvel alvo de intervenção apresenta 7500 m2 de habitação e 930 m2 destinados a comércio. O mesmo reflecte na sua concepção a realidade do século XXI, em que o arrendamento urbano é opção para novos estilos de vida familiar e profissional.





Unidade de Cuidados Continuados e Paliativos Maria José Nogueira Pinto

Justa homenagem a uma personalidade marcante na vida política nacional

A Unidade de Cuidados Continuados e Paliativos “Maria José Nogueira Pinto” constitui uma dupla e justa homenagem, à personalidade que lhe originou a sua denominação. Não só porque utiliza o nome de um dos provedores emblemáticos na História recente da Santa Casa da Misericórdia de Lisboa, mas também porque constitui um exemplo notável de reconstrução de um edifício de escritórios, visando uma funcionalidade tão nobre quanto necessária na sociedade envelhecida em que vivemos. Mais precisamente a oferta de cuidados médicos para quem está no final da vida, merecendo terminá-la com o máximo de conforto e dignidade possíveis. Este tipo de oferta de cuidados médicos insere-se no objectivo estratégico da Santa Casa da Misericórdia de Lisboa, de libertar os Hospitais de pacientes que precisam apenas de cuidados continuados, aumentando assim a sua capacidade operacional.

Apesar da reconstrução do imóvel referido ser algo de novo na actividade da Fund Box, normalmente ligada à gestão de activos imobiliários de habitação, comércio e escritórios, a nossa sociedade



gestora de fundos abraçou este desafio, construindo uma unidade “State of The Art” com o que existe no mercado de mais moderno ao nível dos materiais de construção e equipamentos de saúde.

Este equipamento projectado pelo Atelier Miguel Saraiva & Associados e localizado na Aldeia de Jusó em Cascais, dispõe actualmente da capacidade de 73 camas, uma área de construção de 4618 m² e foi alvo de um investimento de oito milhões de euros. O imóvel citado apresenta cinco pisos acima do solo e albergou durante anos a sede da Standard Eléctrica. Actualmente insere-se no fundo de investimento imobiliário fechado da Santa Casa da Misericórdia de Lisboa, gerido pela Fund Box.

De acordo com o gabinete projectista “uma das principais preocupações do projecto foi a manutenção das suas características volumétricas, optando-se pela intervenção nos espaços interiores”. O responsável do projecto, Arquitecto Miguel Saraiva, salienta ainda “a prioridade dada ao conforto e à humanização do espaço, visando que os seus utentes se sintam praticamente como se estivessem em casa. O uso de cores suaves e iluminação natural ajustável a diferentes intensidades, constituem bons exemplos das soluções encontradas para materializar esta visão do que deve ser uma unidade de cuidados continuados”.





20

OPINIÕES SOBRE IMOBILIÁRIO

#1

1993 (29 DE JANEIRO) SEMANÁRIO ECONÓMICO

Arrendamento comercial: uma questão de opções

Porquê interromper um contrato, se um novo arrendamento não oferece perspectivas de rendas superiores? e pelo contrário, as opções “put” que os inquilinos já detêm valorizam-se cada vez mais.

As opções são contratos que dão ao seu detentor o direito de obter (“call option”) um activo a um preço fixo (dito preço de exercício) numa determinada data.

Estes contratos, transaccionados em larga escala em mercados próprios nos Estados Unidos e em Inglaterra, não têm mercados entre nós. Estão no entanto presentes, acessoriamente, em vários outros instrumentos financeiros. São hoje comuns emissões de obrigações com “call option” (que confere ao emissor a possibilidade de reembolso antecipado, a um preço predeterminado) e/ou “put option” (que confere idêntico direito ao subscritor).

Estas opções são potencialmente de grande valor, para a parte que delas beneficia, em conjuntura de volatilidade de taxas de remuneração do capital alheio. Na verdade, várias empresas nacionais têm vindo a exercer “call options” constantes de empréstimos que emitiram em anos, como 1987 e 1988, de elevadas remunerações no mercado obrigacionista, para contraírem novos financiamentos a taxas significativamente mais baixas. Outras que, pelo contrário, confiaram apenas em mecanismos de indexação, continuam amarradas a serviços da dívida a taxas muito superiores às que presentemente o mercado aceita.

Algo semelhante se passa com os contratos de arrendamento comercial.

De facto, o inquilino beneficia presentemente de uma “put option” sobre o contrato de arrendamento: pode, a qualquer momento e unilateralmente, interromper o fluxo de pagamentos a que se comprometeu, e entregar as

instalações ao senhorio. Em termos estritamente financeiros, deverá exercer esta opção sempre que o mercado de arrendamento disponibilize instalações de qualidade e localização similares, a um preço inferior. Afinal, um mecanismo em tudo idêntico ao das obrigações, com as rendas no lugar dos juros e as instalações no do capital. O senhorio, pelo contrário, não tem o direito de resolver unilateralmente o contrato, ou seja, não detém uma “call” sobre este.

Poucos contestarão que esta situação é inequitativa, assim como poucos aceitariam que as “call options” em emissões obrigacionistas fossem proibidas. No entanto, a Confederação do Comércio Português levantou a sua voz contra uma anunciada alteração da Lei do Arrendamento Comercial no sentido de introduzir contratos a termo certo, ou seja, de dotar os senhorios de “call options”.

Além de violentamente parcial, esta posição está desajustada da realidade actual do mercado imobiliário nacional. De facto, e voltando a estabelecer um paralelo com as obrigações, quando as empresas emitentes exercem as suas “calls”, os subscritores que eventualmente detenham “puts” não têm interesse em exercê-las. No mercado imobiliário, com o custo do arrendamento a descer (e terá caído cerca de 20% em 1992 nas melhores localizações de Lisboa), uma opção “call” sobre contratos de arrendamento não tem valor (porquê interromper um contrato, se um novo arrendamento não oferece perspectivas de rendas superiores?) e, pelo contrário, as opções “put” que os inquilinos já detêm valorizam-se cada vez mais (quantas empresas podem já hoje estudar projectos de reinstalação em melhores condições e a preço mais baixo?).

#2

1994 (5 DE AGOSTO) O INDEPENDENTE

O Investimento Imobiliário nas Empresas

Na verdade, é importante reconhecer que os activos imobiliários das empresas, sendo muito embora parte integrante do processo produtivo destas, não deixam por isso de se inserir no mercado imobiliário, o que faz com que o seu valor seja função de factores diversos daqueles que comandam o valor criado pela actividade da empresa

Embora não existam, tanto quanto é do conhecimento do autor, dados fiáveis sobre a repartição da propriedade imobiliária com finalidade comercial pelos agentes económicos em Portugal, não custa aceitar que esta está muito predominantemente na posse das empresas que fruem os espaços. Por outro lado, o valor destas propriedades representa uma fracção significativa dos activos do sector empresarial nacional, naturalmente composto em grande maioria por empresas cuja actividade não está directamente ligada ao sector imobiliário.

Estas realidades justificam uma abordagem ao problema do investimento imobiliário das empresas. De facto, uma tão grande concentração do parque imobiliário (comercial) nacional nas mãos de empresas, e, reciprocamente, dos activos das empresas em imobiliário aponta aparentemente para a existência de uma vantagem comparativa das empresas enquanto proprietários de imobiliário.

Activos imobiliários: compra ou arrendamento?

Importa tentar racionalizar essa aparente vantagem. O argumento mais comum é o facto de a propriedade imobiliária contribuir para a diversificação da actividade das empresas para uma área complementar do seu “core business”, porque inerente a este. Não é, no entanto, evidente que esta estratégia seja compensadora em termos do critério relevante, ou seja, a criação de valor para o accionista.

Na verdade, é importante reconhecer que os activos imobiliários das empresas, sendo muito embora parte integrante do processo produtivo destas,

não deixam por isso de se inserir no mercado imobiliário, o que faz com que o seu valor seja função de factores diversos daqueles que comandam o valor criado pela actividade da empresa. Ora estes factores serão certamente mais facilmente perceptíveis a promotores e investidores imobiliários do que a administrações (muito justamente) concentradas nos mercados que pretendem servir. O reconhecimento deste facto ganha relevância numa conjuntura em que a recentragem das actividades dos grupos nacionais nos seus “core businesses” contrasta flagrantemente com a diversificação desenfreada (e, muitas vezes, mal sucedida) da década passada.

Não se pretende com esta linha de raciocínio defender que a detenção de propriedade imobiliária deva estar afastada do universo de hipóteses a considerar pelas empresas cujo negócio não é o imobiliário. Na realidade, várias características das necessidades de espaços (volume e dispersão geográfica, sensibilidade à manutenção, especificidade) tornam potencialmente vantajoso ser proprietário. De facto, quanto maiores as necessidades de espaço e a sua dispersão geográfica menos válido é o argumento de que a detenção de propriedade imobiliária representa um risco elevado, pois as próprias características das necessidades provocam a atomização e a dispersão regional do investimento. Assim, unidades com muitos pontos de atendimento ao público (bancos, seguradoras, cadeias de refeições rápidas) têm, “a priori”, mais interesse em se instituírem em proprietárias do que pequenas unidades com uma única instalação. Também a sensibilidade à manutenção é um factor a ter em conta: quanto maior for, maior o incentivo para que essa tarefa não caiba a um terceiro. Finalmente, quanto mais específicas as necessidades, mais difícil é encontrar um espaço adequado no mercado, ou interessar um terceiro num investimento de liquidez reduzida por servir uma necessidade muito particular.

Pelo contrário, quando estes aspectos não estão presentes, a detenção de propriedade tende a representar um risco não controlado. Particularmente, perante necessidades muito inferiores à escala óptima mínima de uma promoção imobiliária, períodos de ocupação esperada reduzidos relativamente à vida útil

do imóvel, ou ausência de vantagem comparativa na gestão e negociação de propriedades, a opção pelo arrendamento surge como avisada. De facto, quando as necessidades de espaço não viabilizam uma promoção e o período de ocupação esperado é curto, como acontece tipicamente com pequenas empresas em crescimento rápido, os riscos de deter um ou dois imóveis são elevados, pois, quando as necessidades da empresa impuserem a expansão do espaço disponível, esta poder-se-á deparar com a ausência de apreciação, ou até com a desvalorização, do imóvel, e de duas uma: ou condiciona a sua actividade, mantendo-se no espaço à espera de melhores condições de desinvestimento, ou destrói parte, eventualmente significativa, do valor criado no negócio com um investimento imobiliário não diversificado e mal sucedido. Perspectivas sombrias, que só resultam agravadas quando a gestão e negociação de imóveis são aspectos alheios às competências dos gestores.

O papel dos investidores institucionais

Naturalmente que, para que a opção pelo arrendamento seja, mais que recomendável, exequível, é fundamental o desenvolvimento de um conjunto activo de investidores institucionais.

Entre nós esse papel deverá ser preenchido pelos fundos de investimento imobiliário, pelos fundos de pensões e pelas sociedades de gestão e investimento imobiliário (SGII). A manutenção de um estatuto fiscal atraente para estes investidores, nomeadamente a nível de isenções de sisa e contribuição autárquica, é essencial para tornar a canalização de fundos para estas estruturas recomendável; crê-se, pelos motivos expostos, que a existência de institucionais activos no mercado, ao abrir aos gestores a possibilidade de tomarem melhores decisões de afectação de recursos, traz benefícios potencialmente compensadores do sacrifício de receitas fiscais.

Neste contexto, não se pode deixar de lamentar o percurso do regime legal das SGII, que, tendo começado por ser configuradas como investidores no mercado habitacional, só se tornaram populares e activas quando, em 1987,

essa restrição foi levantada. A posterior reintrodução, em 1991, de investimentos mínimos em imobiliário com vocação habitacional parece ter tido subjacente a ideia de que só a dinamização do mercado de arrendamento habitacional justifica a concessão de benefícios fiscais, quando existem razões ponderosas para que também o arrendamento comercial seja activado. Uma palavra para a legislação do arrendamento comercial: independentemente dos interesses instituídos, e que as partes interessadas legitimamente defendem, na perspectiva de uma correcta afectação de recursos a preocupação do legislador deve ser a de garantir, tanto quanto possível, o exercício da liberdade contratual das partes.

Quando a opção é deter a propriedade

Quando as próprias características das necessidades de espaço das empresas sugerem como potencialmente vantajosa a detenção de propriedade, a forma organizacional escolhida para implementar esta opção não é indiferente.

De facto, o familiar termo “reservas ocultas” tem uma aplicação preferencial à propriedade imobiliária, cujo valor parece ter uma tendência particular para se “ocultar” das valorizações de mercado das empresas. São, aliás, habituais operações várias (vendas com subsequente realocização, “sale and leasebacks”) com activos imobiliários nas vésperas da dispersão do capital das empresas e admissão à cotação, e mesmo antes de operações de abertura do capital por negociação privada. Estas operações surgem como forma de explicitar o valor dos activos imobiliários, sujeitando-os à avaliação do mercado, o que parece apontar no sentido de o mesmo desiderato não ser adequadamente atingido com a mera relevação desses activos nos livros da empresa.

Uma racionalização óbvia para este aparente paradoxo é a convenção do custo histórico, que obriga a relevar os imóveis pelo “menor do custo ou mercado”. Sendo certo que as eventuais apreciações não estarão relevadas, nem sempre é evidente que desvalorizações estejam adequadamente provisionadas, não obstante a necessidade de observar critérios de prudência nos

registos contabilísticos. Um mecanismo de reavaliações totalmente desligado do mercado contribui acriticamente, entre nós, para algum descrédito da informação contabilística no que aos activos imobiliários diz respeito.

Podem-se apontar outras racionalizações menos imediatas, como a presença de custos de informação muito grandes dos investidores, ou a crença de que os activos imobiliários não são afectos à sua “melhor utilização” (“highest and best use”) quando geridos por uma administração concentrada na criação de valor em negócios não imobiliários. Esta última presunção tem fortes fundamentos. De facto, não se contesta que, no momento da decisão de investimento, as administrações, especialistas ou não em imobiliário, optimizem a relação custo/benefício do investimento feito, i.e., afectem os activos imobiliários à sua melhor utilização, seja ela escritórios, lojas, armazéns ou instalações industriais. Simplesmente, estes activos tornam-se, como já referimos, parte dos mercados imobiliários locais, e a sua melhor utilização varia com o tempo; não deve surpreender, portanto, que uma decisão óptima quando tomada se torne claramente subóptima noutra enquadramento do mercado imobiliário, como também não deve surpreender que uma administração concentrada num negócio totalmente distinto não apreenda estas movimentações com a rapidez desejável.

Qualquer que seja o motivo subjacente ao desconto a que os investidores aparentemente submetem os activos imobiliários das empresas, este facto tem implicações para a estruturação óptima de empresas com capital disperso e grande investimento em imobiliário, que são tendencialmente as que maior interesse têm em assumir a respectiva propriedade. Essas implicações são no sentido da domiciliação dos activos imobiliários em estruturas empresariais autónomas, dotadas de estruturas ligeiras e flexíveis.

A criação destas estruturas pode passar pela cisão (“spin-off”) de activos imobiliários para empresas especializadas ou pela distribuição “pro rata” aos accionistas de acções de subsidiárias dedicadas à detenção do património. Uma operação deste último tipo, pioneira entre nós e desencadeada

pelas restrições impostas à detenção de participações por parte de instituições de crédito, é a próxima atribuição de acções da AGII, SGII do Grupo BPA, aos accionistas do Banco Português do Atlântico. A AGII deverá subsequentemente ser admitida à cotação, esperando-se que a sua valorização em Bolsa se traduza numa distribuição interessante para os accionistas do BPA. Alternativamente, a criação destas estruturas autónomas pode também passar pelo aproveitamento de uma das formas de investidores institucionais previstas na lei (fundo de investimento fechado, fundo de pensões ou SGII). É razoável pensar que a autonomização, numa destas alternativas, da gestão dos activos imobiliários possa criar valor pois, mesmo que não resolva inteiramente os problemas de informação dos investidores, tende a aproximar os activos da sua “melhor utilização”. Assim sendo, há condições para que uma diversificação, correctamente empreendida, para o imobiliário crie valor para o accionista.

Também não parece duvidosa a existência de apetência por operações deste teor, como demonstra a rápida proliferação das SGII depois da revisão do seu estatuto em 1987. Criado um enquadramento institucional adequado, muitos grupos nacionais constituíram participadas dedicadas à gestão de imóveis próprios. A posterior asfixia destas companhias, baseada em considerações falaciosas de que se trataria de instrumentos de gestão de patrimónios sem valor acrescentado que justificasse os benefícios fiscais concedidos parece, à luz destas considerações, destituída da desejável preocupação com uma adequada afectação dos recursos imobiliários nacionais. Da mesma forma, não pode deixar de se lamentar a falada inclusão no novo regime legal dos fundos de investimento imobiliário de restrições a operações com empresas ligadas à sociedade gestora por relações de grupo, que vem dificultar o recurso aos fundos de investimento imobiliário para os propósitos expostos. Imposições deste tipo têm uma razão de ser dificilmente perceptível à luz do interesse público, e contribuem certamente para o levantamento de barreiras a reestruturações empresariais que, justamente motivadas pelo interesse privado do accionista, reúnem as condições necessárias para a criação de riqueza.

#3

1996 (ABRIL) LISBOA FUTURO

Projecto do ano: estacionamento

O argumento de que a eventual deslocação dos serviços de empresas que ocupam espaços habitacionais para espaços de escritórios se traduziria, pela diferença de custo, no desaparecimento da viabilidade económica das suas explorações é falacioso.

O que mais o impressionou em 1995?

Lisboa, sendo uma cidade relativamente pequena por padrões internacionais, tem problemas de tráfego automóvel ao nível dos registados em cidades significativamente maiores. Para tal contribui decisivamente a percepção do estacionamento como um bem livre, logo gratuito, quando na realidade é escasso, logo desejavelmente oneroso. Assim sendo, citaria a introdução do estacionamento tarifado em algumas zonas da Baixa, na Avenida da República e nas Avenidas Novas. Esta medida cria os incentivos correctos, ao cobrar pela utilização de um bem escasso, a um tempo desviando tráfego de locais congestionados e criando condições para aqueles que avaliam o benefício de se deslocarem de automóvel como superior ao custo (positivo) de estacionar possam efectivamente fazê-lo.

O que mais gostaria de ver feito em 1996?

Outra situação iníqua em Lisboa é a generalizada ocupação de casas de habitação por actividades terciárias, que coincide com a desocupação de parte não despicienda do parque de escritórios edificado. Tendo em atenção que a densidade de ocupação de um escritório é significativamente superior à de uma casa de habitação, e que a disponibilidade de estacionamento em cave nestas não é generalizada, resulta um impacto gravoso sobre o estacionamento, que acaba por ser feito à superfície e, por isso, em grande número, de forma selvagem. Quem tenha dúvidas deve comparar a situação de ocupação de uma artéria lisboeta supostamente de vocação habitacional ao fim de semana e a um dia útil; a diferença é reveladora. O argumento de que a eventual deslocação dos serviços de empresas que ocupam espaços habitacionais para espaços de escritórios se traduziria, pela diferença de custo, no desaparecimento da viabilidade económica das suas explorações é falacioso, pois, se assim é, tal viabilidade é apenas aparente, já que não permite remunerar todos os factores de produção (i.e., espaço incluído) a preços de mercado. É portanto muito desejável uma intervenção séria das autoridades municipais no sentido de sancionar os prevaricadores.

#4

1999 (4 DE JULHO) VIDA ECONÓMICA

No endividar é que está o ganho

Entre nós a legislação limita violentamente o endividamento dos fundos de investimento imobiliários. Se tal se pode admitir no caso dos fundos abertos, onde o “mismatch” de maturidades entre activos e “claims” é porventura inibidor da assunção de riscos financeiros, não se compreende no caso dos fundos fechados, onde tal “mismatch” não está de todo presente.

O investimento em activos imobiliários para rendimento sugere quase espontaneamente o recurso ao endividamento. Sem preocupações de exaustividade, podemos citar quatro racionalizações: em primeiro lugar, a necessidade de fundos para adquirir a(s) propriedade(s) alvo. Mesmo que essa necessidade não exista, ou seja, que o investidor disponha dos capitais próprios necessários ao financiamento da aquisição que pretende realizar, continua a ser lógico contratar passivos com fins de diversificação e consequente redução de risco, por via da aquisição, com o mesmo capital próprio, de mais propriedades, com rendimentos (presumivelmente) imperfeitamente correlacionados. Em terceiro lugar, o recurso ao endividamento proporciona poupança fiscal, por via da dedutibilidade dos juros, ao contrário do que sucede com a remuneração dos capitais próprios. Em quarto lugar e finalmente, o designado efeito de alavanca financeira enaltece a rentabilidade dos capitais próprios, desde que os capitais mutuados sejam aplicados em projectos mais rentáveis que o custo contratado com o credor.

Naturalmente que recorrer a capitais alheios introduz risco na actividade. De facto, se porventura se verificar incapacidade de cumprimento do serviço da dívida, o investidor perderá o controlo da propriedade, a partir de cujo valor os credores terão de ser ressarcidos. Esta constatação estabelece limites ao endividamento, de duas naturezas: endógenos e exógenos. Os primeiros decorrem da limitação voluntária, por parte do investidor, do risco a que

se vai expor; os segundos são impostos pelos credores, e operacionalmente definidos através da exigência de “ratios” de cobertura considerados adequados. Complementarmente, à medida que o risco a que o credor se expõe aumenta, a remuneração exigida por este cresce também, pondo em causa no limite a existência de um efeito alavanca positivo (que, como vimos, depende de uma relação favorável entre a rentabilidade do investimento e o custo da dívida).

A estrutura financeira de um projecto de investimento em propriedades de rendimento tende assim a resultar (com as devidas proporções, à maneira da “mão invisível” de Adam Smith) do equilíbrio entre interesses conflitantes: os dos mutuários, em busca dos benefícios do endividamento, tendendo a preferir altos “loan to value ratios”, e os dos credores, pretendendo “ratios” de cobertura confortáveis. Com investidores e credores profissionais e tecnicamente habilitados, não há motivo para crer que as estruturas financeiras adoptadas não sejam, a um tempo, realistas e optimizadoras dos interesses das partes envolvidas.

Entre nós a legislação limita violentamente o endividamento dos fundos de investimento imobiliários. Se tal se pode admitir no caso dos fundos abertos, onde o “mismatch” de maturidades entre activos e “claims” é porventura inibidor da assunção de riscos financeiros, não se compreende no caso dos fundos fechados, onde tal “mismatch” não está de todo presente. Adicionalmente, esta limitação configura uma importante desvantagem concorrencial perante os investidores internacionais, como se pode observar da análise das estruturas de financiamento dos investimentos recentes entre nós. Se no endividar é que está o ganho, não será de permitir aos fundos portugueses ganhar também?

#5

1999 (DEZEMBRO) VIDA IMOBILIÁRIA

Investimento Imobiliário: para além da pedra e cal

A detenção de propriedade imobiliária corresponde efectivamente à detenção de uma combinação de acções e créditos. Tomemos, para ilustrar, um edifício de escritórios recém-construído e totalmente devoluto; este activo pode ser visto como produzindo algo que designaremos “direitos de ocupação”, quer no momento corrente, quer em qualquer momento futuro.

Uma racionalização popular para o investimento em activos imobiliários (e também para a sua utilização como garantia de operações de crédito) é o acesso a um activo real, no caso de “pedra e cal”, e portanto presumivelmente mais solido, perene e avaliável que os activos mobiliários, aliás designados na gíria “papéis” apesar de, na esmagadora maioria dos casos, não terem hoje sequer existência física.

Sem pôr em causa esta visão, popular e justificável, importa não esquecer que a detenção de propriedade imobiliária corresponde efectivamente à detenção de uma combinação de acções e créditos. Tomemos, para ilustrar, um edifício de escritórios recém-construído e totalmente devoluto; este activo pode ser visto como produzindo algo que designaremos “direitos de ocupação”, quer no momento corrente, quer em qualquer momento futuro compreendido no período de vida útil do edifício. Mesmo esgotado este período, permanece o direito de reocupar o terreno com uma nova construção.

Assim sendo, a propriedade deste edifício é análoga à propriedade da totalidade das acções de uma fábrica, no caso uma fábrica de “direitos de ocupação”. Esta analogia é evidente na forma de determinação do valor de mercado do edifício e da fábrica, dado em ambos os casos pelo valor actualizado das receitas da venda do produto (no edifício, os direitos de ocupação), deduzido o valor actualizado das despesas inerentes à futura produção (no edifício, correspondentes a conservação e manutenção, administração, seguros e impostos). Em ambos os casos, os custos de construção da instalação não têm relação directa com o valor de mercado.

Apesar destas semelhanças, o “produto” do edifício não deixa de ter algumas características específicas: sai à cadência de um por mês no início de cada mês, e não é armazenável, ou seja, perde todo o seu valor se não for consumido no mês da “produção”. Estas características, sob pena de uma enorme exposição ao risco do proprietário, aconselham fortemente venda antecipada do “produto”, através da celebração de arrendamentos. Os arrendatários adquirem, por esta via, parte dos direitos de ocupação, presentes e futuros, da instalação. Dada a forma como se define o valor do edifício, o arrendamento significa substancialmente (embora não formalmente) a cedência de parte dos direitos de propriedade. Este efeito é claro se analisarmos, por exemplo, o efeito de uma subida de rendas; os proprietários só beneficiam no que diz respeito aos direitos de ocupação não comprometidos, sendo o restante ganho de valor atribuível não ao proprietário legal mas aos arrendatários, sob a forma de consumo de espaço a preço bonificado durante a duração dos seus contratos (infinita na maior parte dos casos entre nós), ou, mais directamente, através de subarrendamentos ou trespasses.

Concretizado o arrendamento, o proprietário, apesar de o ser, posiciona-se como se tivesse trocado (ou, para respeitar a gíria financeira, tivesse realizado um “swap”) parte das “acções” do edifício por créditos, que designaremos, por simplicidade, “obrigações”, sobre o arrendatário. O comportamento típico dos promotores imobiliários e fundos imobiliários no mercado nacional é, conscientemente ou não, consistente com este entendimento: é prática corrente a negociação de arrendamentos pelos promotores para alienação das fracções arrendadas aos fundos, ou seja, a redução dos níveis de exposição ao risco dos promotores por via de “swaps” de “acções” por “obrigações” e posterior transacção destas, mais fáceis de valorizar (sobretudo se de duração longa), a institucionais vocacionados, por força da sua configuração típica como fundos abertos, para assunções moderadas de riscos.

Delineadas as linhas gerais do argumento, importa precisar que a configuração dos arrendamentos como “obrigações” de facto é imperfeita, na medida em que a transferência dos direitos residuais só é completa se os contratos fizerem repercutir sobre os arrendatários a totalidade dos encargos inerentes à preservação do valor dos direitos de ocupação. Dir-se-à que disposições deste tipo, contrárias à prática negocial estabelecida, são substituídas com vantagem pela fixação de rendas brutas que incluam estimativas avisadas destes encargos; no entanto, esta alternativa, ainda que porventura idêntica em termos de valores esperados, dificulta a valorização dos fluxos dos contratos de arrendamento através das técnicas consagradas de avaliação de títulos de rendimento fixo e, por essa via, reduz significativamente o mercado para a colocação destes títulos. A popularização de contratos de arrendamento repercutindo sobre o arrendatário os encargos do proprietário (designados nos EU “triple-net leases”, porque líquidos de manutenção, seguros e impostos) permitiria assim uma assimilação total dos arrendamentos a obrigações, de valor dependente, como estas, do risco de crédito do arrendatário, e abriria aos promotores possibilidades grandes de refinanciamento, através da colocação destes produtos em mercados de dívida.

#6

2000 (MARÇO) APFININFO

O Mercado Lisboeta de Escritórios: presente e futuro (próximo)

Com preços de escritórios de primeira linha em torno dos 550 a 600 contos / m², estamos perante um processo de ajustamento com aumento do *stock*, que acentua os efeitos de curto prazo identificados. Resumindo: a expectativa será de rendas e preços em queda moderada, com taxas de desocupação a subir. Uma eventual subida mais intensa das taxas de juro acentuaria a tendência de queda dos preços.

Muito embora não existam ainda estatísticas que ventilem as carteiras imobiliárias dos FI e dos outros investidores institucionais por tipo de imóveis, é consensual que são os escritórios o activo que mais nelas pesa. Assim sendo, é mais desculpável especular intelectualmente sobre a evolução próxima deste mercado do que sobre a de outros.

Começando pelos dados conhecidos, temos correntemente em Lisboa, de acordo com estimativas da Healey & Baker, um *stock* de escritórios de cerca de 2,7 milhões de m², dos quais estarão vagos apenas 50.000, ou seja, menos de 2%. Para esta situação contribuiu decisivamente o nível de ocupação (ou “take up”, se nos ativermos à gíria) do ano passado, presumivelmente um máximo histórico de cerca de 200.000 m². Perante esta situação, o que pode esperar o gestor de uma carteira exposta ao risco “escritórios lisboetas”? A primeira variável a prever é a procura de escritórios pelas empresas, que depende de factores específicos e da conjuntura. Se nos concentrarmos nesta, dada a impossibilidade de prever adequadamente especificidades, somos confrontados com uma visão menos rosada do que a do ano transacto. Por esta via, é de prever alguma contracção na procura, e portanto uma tendência de queda (moderada) das rendas “prime”. Outra questão é o preço dos escritórios como activo financeiro, que depende não só do rendimento que proporcionam mas também da rendibilidade exigida pelos investidores.

Aqui interagem dois factores: por um lado, as taxas de juro estão a subir em todo o lado, incluindo Portugal; por outro, o mercado viveu em 1999 um momento de aproximação dos “yields” praticados a níveis internacionais, por força da internacionalização dos investidores, induzida pela união monetária. Como os dois factores actuam em sentido oposto, é admissível esperar que os “yields” estabilizem, eventualmente com um diferencial de 2 pp sobre as taxas longas da dívida pública portuguesa. Com rendas moderadamente decrescentes, isto implicará preços também moderadamente em queda.

Os movimentos descritos são de curto prazo, ou seja, de concretização esperada durante o corrente ano. No entanto, o processo de ajustamento dos mercados imobiliários é contínuo e lento. A prazo mais largo, a variável decisiva é a margem de lucro acessível aos promotores imobiliários, que depende do custo dos terrenos e da construção, e do preço aceitável pelos investidores em escritórios, o qual, por sua vez, depende do rendimento que estes proporcionam. Se os lucros acessíveis forem anormais, no sentido em que desproporcionadamente altos tendo em atenção o risco da actividade, haverá lançamento de mais escritórios no mercado, fazendo crescer o *stock*; caso contrário, a construção parará, congelando o *stock* nos níveis actuais ou até fazendo-os cair (por via da obsolescência ou mesmo da reconversão, por exemplo para habitação). Com preços de escritórios de primeira linha em torno dos 550 a 600 contos / m², estamos perante um processo de ajustamento com aumento do *stock*, que acentua os efeitos de curto prazo identificados.

Resumindo: a expectativa será de rendas e preços em queda moderada, com taxas de desocupação a subir. Uma eventual subida mais intensa das taxas de juro acentuaria a tendência de queda dos preços.

#7

2000 (MARÇO) EXTRACTO DA COMUNICAÇÃO AO III CONGRESSO DA APAE

Finanças, Imobiliário e Veículos de Investimento Colectivo em Imobiliário

Há uma correlação clara entre o grau de desenvolvimento de um mercado imobiliário e o dinamismo dos veículos de investimento colectivo em activos imobiliários que nele operam. (...). A proposta de revisão de enquadramento legal dos fundos imobiliários portugueses é brevemente comentada a esta luz.

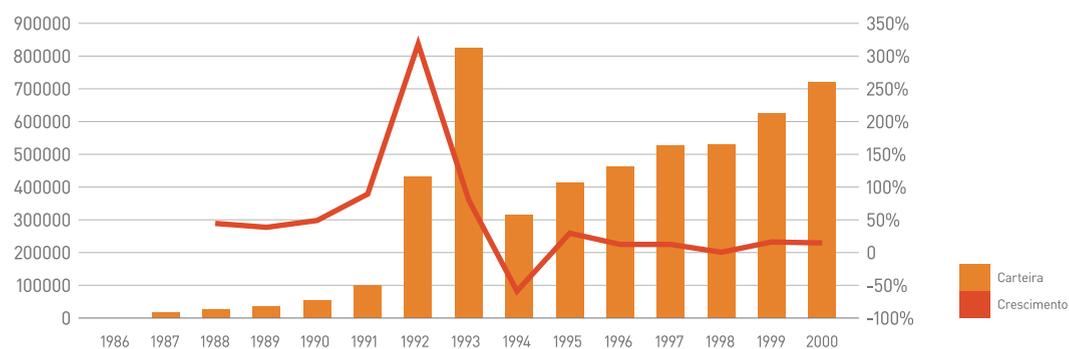
(...) Em Portugal, os veículos de investimento colectivo foram regulamentados em 1965, com o regime legal das então chamadas sociedades paraban-cárias, entre as quais se incluem gestoras de fundos de investimento. O primeiro fundo a investir em activos imobiliários (ainda que não exclusivamente) foi o Fundo de Investimentos Ultramarino, promovido pelo BNU em Moçambique nos anos 70. Esta primeira tentativa de estruturar veículos de investimento colectivo em imobiliário não foi consagrada como uma das conquistas da Revolução de 1974, e assim houve que aguardar pelos anos 80 para ser instituído o regime legal dos fundos imobiliários, primeiro os abertos (em 1985) e depois os fechados (em 1987¹).

¹ Sendo que o primeiro fundo com estas características (o Hispano Imobiliário, promovido pelo então Banco Hispano Americano), veio a ser lançado em 1989.

Quer o número de fundos, quer o valor dos activos sob gestão têm crescido, desde então, a taxas apreciáveis (figura 4), ainda que substancialmente maiores nos fundos abertos, que evidenciam um crescimento a uma taxa anualizada de 33% entre 1987 e 2000, comparando com um crescimento a uma taxa anualizada de 7% para os fundos fechados entre 1990 e 2000.

Em termos europeus, a posição relativa de Portugal nesta matéria é invulgar: a 30 de Setembro de 2000, Portugal era o país da União com mais fundos abertos (21, seguido da Alemanha com 18), e os activos sob gestão de fundos imobiliários portugueses representavam 5,7% do total da UE². Retomando a constatação de que a actividade e o dinamismo das instituições de investimento colectivo em imobiliário são uma boa medida do estado de desenvolvimento de um mercado imobiliário, poderíamos ir ao ponto de dizer que os fundos portugueses indiciam um mercado mais apetrechado do que aquele que, efectivamente, a realidade portuguesa proporciona.

² Na mesma data, o número homólogo para os fundos mobiliários era de 0,5%, ou seja, cerca de 12 vezes menos.



Fundos Imobiliários em Portugal.
Fonte: FEFSI, APFIN.

Na génese deste estado de coisas encontramos três factores essenciais. Em primeiro lugar, os fundos são um produto com tradição em Portugal; em segundo, foram introduzidos numa conjuntura de mercado propícia, e irrepetível; e em terceiro, o investidor português, tradicionalmente pouco sensível a investimentos em bolsa, revela interesse e carinho especiais pelo investimento em “pedra e cal”, mesmo que titularizada.

À data da redacção destas notas³ (Março de 2001), está em discussão um projecto de revisão do enquadramento legal dos fundos de investimento imobiliário⁴ que justifica uma apreciação em jeito de conclusão.

³ Que não à data da realização do 3º Congresso da APAE.

⁴ Que conduzirá eventualmente à revogação do regime consagrado no Decreto-Lei nº 294/95, de 17 de Novembro.

Do anteriormente exposto podemos concluir que

- a existência de veículos de investimento colectivo activos é condição *sine qua non* para o desenvolvimento adequado de um mercado imobiliário;
- o mais bem sucedido exemplo de veículo de investimento colectivo em imobiliário são os *REIT* norte-americanos;
- o sucesso dos *REIT* se pode atribuir essencialmente à sua estrutura minimizadora dos custos de agência;
- a experiência portuguesa de veículos de investimento colectivo é um sucesso à escala europeia ainda que materializada em fundos teoricamente menos apelativos que os *REIT* norte-americanos.

A atitude do legislador português poderia, perante esta realidade, ser do tipo “em equipa que ganha não se mexe”; no entanto, o anteprojecto de decreto-lei em discussão introduz medidas substanciais. Nomeadamente, acaba com a fórmula ganhadora do fundo aberto, introduzindo em seu

lugar a inovação (original, certamente, mas de bondade discutível) do fundo misto, definidos como os fundos “(...) em que existem duas categorias de unidades de participação, sendo uma em número fixo e outra em número variável”⁵. O regime preconizado para as unidades de participação representativas do capital variável⁶, que conferem direito “(...) (a) à distribuição de uma quota-parte prioritária dos rendimentos prediais brutos do fundo, não podendo esta ser inferior a uma percentagem do valor nominal das unidades de participação, (b) ao resgate das unidades de participação pelo seu valor nominal (...); e (c) ao reembolso prioritário do seu valor nominal em caso de liquidação do fundo”, deixa claro que os fundos mistos são de facto fundos fechados com unidades “ordinárias” (as representativas do capital fixo) e “preferenciais” (as representativas do capital variável). A fórmula de sucesso europeia, na sua essência idêntica aos *CREF* americanos, deixa de ser admissível.

Fará esta medida sentido? Pode argumentar-se que os fundos abertos portugueses tiveram sucesso porque lançados numa altura do ciclo imobiliário especialmente favorável, não só em termos de enquadramento macroeconómico como pelo pioneirismo que tiveram no mercado, de que praticamente os três fundos clássicos (Fundimo, Imovest e VIP) são membros fundadores. Pode também argumentar-se que um fundo imobiliário aberto é o pesadelo de um gestor financeiro, o pior caso de “mismatch” de duração alguma vez oferecido ao público aforrador, com activos de longo prazo, indivisíveis e ilíquidos, financiados com “claims” (as unidades) exigíveis a três dias de vista. Tudo isto é verdade, mas os fundos abertos passaram com distinção o teste do mercado, e os seus gestores enfrentaram o problema do “mismatch” de duração posicionando os fundos muito conservadoramente no

⁵ Anteprojecto de decreto-lei, regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário, artigo 2º.

⁶ Anteprojecto, artigo 40º, nº3.

espectro risco-rendimento⁷. Se, porventura, se entendesse que os fundos abertos a lançar eventualmente no futuro não poderiam adregar o sucesso dos seus antecessores, bastaria deixar ao critério dos agentes a opção por outras formas, nomeadamente os fundos fechados; na proibição pura e simples não se vislumbra mérito, nem tão pouco vantagem para o investidor.

A inovação das unidades “preferenciais” de pouco interesse se reveste, quando o endividamento em que a rentabilidade dos investimentos imobiliários tanto se baseia continua severamente limitado⁸, não só em termos do volume de dívida admissível como, e sobretudo, por via da sua ineligibilidade como custo fiscal.

Por outro lado, não se vislumbram no projecto de revisão do regime jurídico as desejáveis aproximações à fórmula de sucesso americana; nomeadamente, nada foi previsto para dar aos fundos, ou pelo menos a alguns tipos, uma característica “pass-through” que garantisse a efectiva distribuição dos fundos gerados. Uma oportunidade perdida, certamente; mas o mercado imobiliário português tem dado provas de robustez, e, afinal, *what doesn't kill you, makes you stronger*.

⁷ Para uma comparação dos perfis de risco dos fundos portugueses e internacionais, Alpalhão, Rui, “Investimento em Activos Imobiliários: Rendibilidade e Prémios de Risco, 1987-1995”, Estudos de Gestão, 4(1), 1997/8

⁸ Ainda que menos que no Decreto-Lei 294/95; o limite de endividamento sobe para 30% em fundos fechados colocados por subscrição particular (artigo 37º, nº1) e para 20% em fundos fechados colocados por subscrição pública (artigo 35º, nº1), mantendo-se nos 10% do regime vigente para os fundos mistos.

#8

2001 (JANEIRO) TENDÊNCIAS IMOBILIÁRIAS

Formação e ensino no mercado imobiliário nacional

Na medida em que o imobiliário como área profissional é uma zona de confluência de economistas, engenheiros (sobretudo), arquitectos e juristas (e outras formações de base mais exóticas), programas de pós-graduação abertos a licenciados de várias áreas e focados nos problemas específicos do imobiliário têm um papel útil a desempenhar

Como mercado que é, o mercado imobiliário suscita a intervenção de diversos prestadores de serviços; sem preocupações de exaustividade, podemos citar corretores (designação que preferimos à de mediadores), avaliadores e consultores. Estes prestadores de serviços trabalham para os (e facilitam a intervenção dos) diversos intervenientes no mercado, a saber promotores (que criam a oferta), investidores (que procuram para comprar), financiadores (que emprestam fundos para capitalizar ambos) e utilizadores (que procuram para fruir mediante contratos precários). A questão da formação desejável para estes diversos agentes coloca-se assim naturalmente.

Abordando este problema sequencialmente, podemos começar por discutir a desejabilidade de programas académicos a nível de licenciatura especificamente dirigidos ao sector imobiliário, isto é, à preparação dos profissionais que nele prestam serviços. Salvo melhor opinião, são desnecessários. De facto, o imobiliário é um ramo de negócio, e como tal beneficia directamente de uma gama alargada de formações universitárias dirigidas a negócios: gestão de empresas e, ainda que em menor grau, economia e finanças. Beneficia ainda de todas as formações especificamente dirigidas às áreas científicas de confluência: engenharia e arquitectura, e, mais indirectamente, direito. Poucos defenderão o interesse de licenciaturas em gestão automóvel, ou gestão hospitalar, não por qualquer menosprezo mas por falta de conteúdo científico; o imobiliário não é diferente.

Questão diversa é o interesse de programas de pós-graduação concentrados em imobiliário. Na medida em que o imobiliário como área profissional é uma zona de confluência de economistas, engenheiros (sobretudo), arquitectos e juristas (e outras formações de base mais exóticas), programas de pós-graduação abertos a licenciados de várias áreas e focados nos problemas específicos do imobiliário têm um papel útil a desempenhar. A um nível mais elevado mas menos específico, também os programas de pós-graduação em gestão tipo MBA, abertos a licenciados de várias áreas, são um contributo relevante.

Resta a questão da formação profissional para desempenhar funções dentro do imobiliário. Duas têm especificidade suficiente para poderem ser alvo de credenciação profissional: os avaliadores e os corretores.

No que diz respeito aos avaliadores, os trabalhos em curso sob a égide da TEGoVA, e em Portugal da APAE, levarão em breve à criação de exames profissionais para a prestação de serviços como avaliador, concebidos num enquadramento europeu, que se saúdam como um avanço importante para a institucionalização e credibilização desta actividade.

A actividade dos corretores é mais geral, e menos exigente do ponto de vista técnico. A solução actualmente vigente é a credenciação de empresas de mediação, pela respectiva associação profissional. Ainda que louvável, esta medida não é, em nosso entender, a mais indicada. De facto, a credibilização de uma actividade profissional passa pela credenciação dos que a desempenham efectivamente, e não das organizações. Um passo meritório seria a introdução de exames profissionais para corretor imobiliário, por exemplo com vários (digamos três) níveis, credenciando os profissionais para intervir em negócios em escalões diferentes de valor (e, portanto, de complexidade).

#9

2002 (FEVEREIRO) VIDA IMOBILIÁRIA

Fluidez ou dedicação, eis a questão

Quando falamos de financiamento do “imobiliário”, estamos na realidade a referir-nos não a um, mas a muitos negócios diferentes. Sem objectivos de exaustividade, tomemos a promoção imobiliária, a gestão de carteiras de propriedades de rendimento e o refinanciamento de créditos hipotecários.

A divisão dos sistemas financeiros em dois grandes tipos, os “orientados para a banca” ou de “capital dedicado”¹ e os “orientados para o mercado” ou de “capital fluído”, caracterizados por Zamagni como no quadro 1, é consensual na literatura.

QUADRO 1: TIPOLOGIA DOS SISTEMAS FINANCEIROS

Aspectos principais	Orientado para a banca	Orientado para o mercado
Tipo predominante de financiamento	Externo	Interno (autofinanciamento)
Origem externa de fundos predominante	Crédito bancário (mercados intermediados), altos ratios de endividamento	Ações e obrigações (mercados não intermediados), baixos ratios de endividamento
Detenção de participações em empresas não financeiras por bancos	Significativa	Limitada
Formação de núcleos de controle com participação de bancos em empresas não financeiras	Frequente	Infrequente
Substituição de núcleos de controle	Infrequente	Mais frequente
Papel do banco principal	Generalizado	Menos comum
Solução de situações de crise	Interna, sob a supervisão do banco principal	Externa, através do mercado
Tratamento da informação	Confidencialidade	Disclosure

Fonte: Vera Zamagni, Finance and the Enterprise, Academic Press, 1992.

¹ Terminologia preferida por Michael Porter (“Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry”, Continental Bank Journal of Applied Corporate Finance, 1992).

O sistema aqui designado “orientado para o mercado” desenvolveu-se nos Estados Unidos e no Reino Unido, enquanto que as concretizações mais fieis do descrito como sistema orientado para a banca se podem encontrar na Alemanha e no Japão.

O processamento da informação é muito diferente nos dois sistemas. Nos Estados Unidos, os *investment banks* recolhem e fazem circular activamente informação relativa ao investimento em acções pelo público. No sistema orientado para a banca, pelo contrário, o centro de informação é a banca, e não o mercado, não só no que respeita à concessão de crédito como também à colocação de acções junto de clientes, frequentemente aconselhada por bancos comerciais. Dadas as características sigilosas do sistema bancário, a informação tende a não ser difundida pelo público, o que justifica parcialmente o relativamente pouco importante papel das bolsas de valores como canal de transferência de fundos para as empresas industriais que é típico destes sistemas.

Uma questão relevante é a origem destes dois modelos. De facto, nos mercados financeiros trocam-se fundos por promessas de rendimentos, e pode argumentar-se que, mais do que o preço a que essa troca é feita, importam as garantias de que a promessa é cumprida; as instituições desenvolvem-se precisamente para prestar estas garantias aos aforradores.

O surgimento de mercados financeiros assentes em modelos institucionais diversos tem assim raízes essencialmente históricas, sendo razoável esperar que funções quase idênticas (pois nenhuma economia pode funcionar adequadamente sem mercados financeiros) sejam desempenhadas através de arranjos institucionais distintos. A versão orientada para o mercado reduziu as instituições ao mínimo, levando à sua criação essencialmente para facilitar o funcionamento dos mercados; a versão orientada para a banca dá um papel muito mais importante às instituições, sem no entanto desprezar o mercado.

Assim, nos sistemas orientados para o mercado resultam mercados de acções onde os fundos se deslocam rapidamente de empresa para empresa, em resposta a oportunidades de valorização a curto prazo, e as acções são detidas por uma base volátil de investidores institucionais (fundos de pensões, fundos de investimento, gestores de carteiras) mandatados pelos investidores e muito diversificados, logo detendo fracções pequenas do capital de cada empresa. Nos sistemas orientados para a banca, pelo contrário, os fundos dos proprietários são investidos a longo prazo e directamente pelos próprios, com controle, ou mesmo exercício, da gestão das empresas. A base de accionistas volátil é de muito menor dimensão, fazendo com que as cotações e a influência dos accionistas minoritários tenham pouco impacto na gestão das empresas.

Questão diferente, e cuja discussão está para além dos objectivos destas notas, é a superioridade (e optimalidade) de um ou outro sistema. Entre nós têm sido propagandeadas as vantagens de uma aproximação crescente ao modelo orientado para o mercado, apesar de, internacionalmente, muitos autores (nomeadamente o citado Michael Porter) virem defendendo as virtudes de um sistema orientado para a banca, atenta a maior sua potencialmente maior estabilidade e orientação para o longo prazo. No entanto, é característica observada universalmente uma certa interpenetração dos dois sistemas, com uma maior dependência do crédito bancário nos sistemas de mercado e um interesse crescente pelas Bolsas nos sistemas predominantemente bancários.

Uma análise comparativa de padrões de financiamento permite discutir fundamentadamente a inserção do sistema financeiro nacional num ou noutro destes arquétipos. Em termos do quadro conceptual proposto, temos a situação descrita no quadro 2:

QUADRO 2: A AFILIAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO PORTUGUÊS

Aspectos principais	Sistema financeiro português	Orientação
Tipo predominante de financiamento	Externo	Banca
Origem externa de fundos predominante	Crédito bancário (mercados intermediados)	Banca, ainda que com menores ratios de endividamento e crescente apetência por emissões de acções
Detenção de participações em empresas não financeiras por bancos	Limitada	Mercado
Formação de núcleos de controle com participação de bancos em empresas não financeiras	Infrequente	Mercado
Substituição de núcleos de controle	Infrequente	Banca
Papel do banco principal	Incomum	Mercado
Solução de situações de crise	Processos especiais de recuperação	Indefinida, ainda que mais próxima de uma solução de mercado
Tratamento da informação	Confidencialidade	Banca

Fonte: Rui Alpalhão, O Financiamento das Empresas Portuguesas: padrões, tendências e comparações internacionais, working paper #304, Faculdade de Economia da UNL, 1997.

Reconhecendo-se uma tendência crescente para a interpenetração dos dois modelos, o sistema financeiro português, na sua configuração actual, apresenta características de um sistema orientado para a banca em que a desintermediação assume um papel crescente. Sintoma claro desta evolução é a redução nos níveis de endividamento registada e o crescente peso das emissões de acções, bem como o sucesso rápido de um instrumento como o papel comercial.

Além deste padrão evolutivo, o sistema português afasta-se do arquétipo da orientação para a banca em todos os parâmetros que envolvem uma actuação activa por parte dos bancos, nomeadamente a detenção de participações, a formação de núcleos de controle e a presença na resolução de situações de crise. Nestes aspectos, pode dizer-se que nos encontramos no pior de dois mundos: nem existe (ainda?) um canal activo que permita a resolução destes problemas no mercado, nem tão pouco eles são solucionados por um sistema bancário activo para além das suas funções creditícias.

A adesão das empresas portuguesas aos processos especiais de recuperação é disto bom indicador, pois apesar da dependência de credores bancários, estes não são usualmente capazes de assistir na solução interna de crises, e não podem ser substituídos nesta função por um mercado activo para a transacção de participações de controle, que não existe por força da concentração do capital das sociedades portuguesas. Também no que respeita ao controle das empresas a situação é mista: nem os bancos se consideram vocacionados para deter, e muito menos gerir, participações não financeiras (para o que, aliás estão limitados por Lei), nem existe uma base alargada de institucionais que se assumam como detentora de participações significativas. Subsiste assim a detenção de participações por particulares, e, em consequência, uma profissionalização da gestão menor do que o desejável. Esta concentração do capital (e da gestão), por sua vez, retira incentivos à circulação da informação.

É neste enquadramento que o financiamento do imobiliário se coloca entre nós. Quando falamos de financiamento do “imobiliário”, estamos na realidade a referir-nos não a um, mas a muitos negócios diferentes. Sem objectivos de exaustividade, tomemos a promoção imobiliária, a gestão de carteiras de propriedades de rendimento e o refinanciamento de créditos hipotecários.

A promoção imobiliária implica exposição significativa ao risco, o que recomenda capitais próprios; a duração desejada para os projectos é relativamente curta, limitando quer a capacidade de endividamento quer o prazo

deste, e a importância, para um promotor, da informação e da flexibilidade das soluções de financiamento a contratar recomendam o estabelecimento de relações com bancos locais, em detrimento dos mercados. Os padrões de financiamento óptimos resultantes são assim a angariação privada de capitais próprios e a preferências por financiamentos bancários, de curto prazo e taxa variável.

Já as carteiras de imobiliário de rendimento apresentam risco reduzido e elevada capacidade de geração de “cash flows”, gerando uma elevada capacidade de endividamento. A extensa duração dos activos permite, e recomenda, a contracção de dívida de longo prazo e a taxa fixa. Sendo a confidencialidade pouco relevante, somos levados a padrões óptimos de financiamento passando por subscrições públicas de capital e financiamentos de longo prazo, a taxa fixa, e angariados nos mercados de obrigações mais do que na banca.

O refinanciamento de créditos hipotecários, activos de muito elevada duração, evidencia riscos reduzidos, sugerindo boa adequação à emissão de obrigações hipotecárias e emitidas por veículos especiais de financiamento.

Assim, podemos esperar encontrar formas de financiamento da promoção imobiliária muito semelhantes quer num sistema de capital fluído quer num sistema de capital dedicado. Pelo contrário, a gestão de carteiras de imobiliário de rendimento tende a ser mais profícua num sistema de capital fluído, pois recorrer preferencialmente a autofinanciamento tende a constituir entrave sério ao crescimento. Também o refinanciamento de créditos hipotecários floresce melhor num sistema fluído, como a observação das dimensões relativas dos mercados de *mortgage backed securities* americanas e das *pfandbriefes* alemãs mostra claramente.

Aqui como noutros casos, *one size does not fit all*.

#10

2003 (JULHO / AGOSTO) IMOBILIÁRIA

O Caminho para o Fundo

Para inovar, é preciso misturar em doses equilibradas análise da conjuntura, fundamentais do mercado imobiliário e estudo crítico da oferta existente, com o objectivo de conceber um produto que acrescente algo, pelo menos em teoria, às carteiras dos investidores institucionais .

Há quem diga que um percurso pela vida só está completo (a ordem é arbitrária) quando tiver incluído a plantação de uma árvore, a redacção de um livro e a concepção de um filho. Alguns, por razões certamente inconfessáveis, pretendem acrescentar a este tríptico o lançamento de um fundo imobiliário.

Como em tantos outros casos, o caminho a seguir é diferente se o pretendente for quadro de uma sociedade gestora integrada num grupo bancário ou se não o for.

No primeiro caso, terá de trabalhar arduamente para convencer a direcção de “marketing” do banco de que a margem do fundo é competitiva relativamente aos restantes produtos da casa e de que a canibalização será de pouca monta. Se o banco em causa hastear, como vai sendo hábito, bandeira sem quinas, esta tarefa exige o domínio de línguas estrangeiras. Uma vez obtida a anuência do banco, estaremos perante uma torneira aberta nas respectivas agências, e o fundo está lançado enquanto o Diabo esfrega um olho.

No segundo caso, o caminho tem outras pedras. Como a actividade de gestão de fundos é coisa séria, e acessível apenas a um escol, o pretendente terá de convencer a autoridade de supervisão, no caso o Banco de Portugal, da sua capacidade para integrar esse escol, para o que tem de preencher uma quantidade não dispicienda de questionários habilmente elaborados, e munir-se de paciência para aguardar a resposta.

Uma vez autorizado a investir-se da dignidade de accionista, ou lança uma sociedade de raiz ou faz uma oferta por uma já existente, cujos accionistas estejam vendedores. Este produto encontra-se por vezes na carteira de bancos que, de fusão em fusão, acumulam uma meia-dúzia de sociedades gestoras, outras vezes nos balanços de investidores estrangeiros que um dia acharam que seria boa ideia ter uma sociedade gestora em Portugal. Seja a opção a constituição de raiz ou a aquisição, chegamos ao momento em que é necessário empatar o capital (mínimo €375.000,00). Como o Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras não permite que os fundos próprios das sociedades financeiras (onde se incluem as gestoras de fundos) baixe dos respectivos capitais mínimos, estes €375.000,00 funcionam como uma espécie de caução de bom comportamento.

Paga a caução, que também dá direito à supervisão do Banco de Portugal, o pretendente tem de compor uma equipa de gestão, de arranjar instalações e de adquirir o “software” para pedir o registo na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (a supervisão do Banco de Portugal é só para a sociedade; o fundo tem direito a uma supervisão específica). Não convém usar o capital para pagar estas miudezas, porque ele está devidamente congelado pelo RGICSF.

Vistos estes preliminares, pode passar-se às coisas sérias. Uma inspecção, mesmo pouco atenta, do mercado revela que todos os fundos mais ou menos óbvios já foram lançados pelas várias sociedades gestoras dos bancos. Como a necessidade aguça o engenho, esta conclusão desencadeia a inovação. Para inovar, é preciso misturar em doses equilibradas análise da conjuntura, fundamentais do mercado imobiliário e estudo crítico da oferta existente, com o objectivo de conceber um produto que acrescente algo, pelo menos em teoria, às carteiras dos investidores institucionais (já que os clientes de retalho estão nas redes bancárias, que por definição uma

sociedade independente de grupos bancários não tem). Conseguido este desiderato, abrem-se uma vez mais duas vias alternativas. Uma primeira é avançar para convencer os investidores institucionais (seguradoras, fundos de pensões, gestores de carteiras) com base apenas na estratégia de investimento definida, o que configura a estratégia conhecida na gíria como “blind pool”. Neste caso, o objectivo é seduzir os institucionais com o conceito, e a reputação, da sociedade gestora, angariar os fundos e encontrar onde os aplicar, dentro da estratégia de investimento definida, mais tarde. A segunda é identificar, e negociar à condição, os activos primeiro, para apresentar aos investidores uma estratégia de investimento e a sua concretização em propriedades. Neste caso, o “pool” não é “blind”. Com ou sem “blind pool”, temos a seguir aquilo que alguns designam, algo pomposamente, “road show”, e que consiste numa maratona de apresentações a investidores, uns portugueses e outros não, uns interessados, outros cépticos, alguns assim-assim.

Para ancorar as reuniões, há que produzir uma brochura, que nas subscrições particulares não é elevada à dignidade de prospecto. Esta brochura deve incorporar umas horas de trabalho valentes, e dissertar sobre o passado recente e perspectivas futuras dos segmentos relevantes, concluindo que a estratégia de investimento proposta é prometedora de elevados rendimentos com moderados riscos. Fica sempre bem, na conjuntura actual, apresentar algumas estatísticas sobre investimento em acções (qualquer segmento do mercado imobiliário compara magnificamente com acções, nos dias de hoje). Se a oferta não for uma “blind pool”, a brochura vem beneficiada com atraentes fotografias das propriedades em que o fundo pretende investir. Além da brochura, que conta a história, há que produzir um regulamento de gestão, que define os direitos e deveres dos participantes, da sociedade gestora e do banco depositário, sendo que a relação contratual entre este e aquela é vertida num contrato, dito de banco depositário. Na

celebração deste contrato, a sociedade gestora, normalmente pequena e modesta, deve diligenciar para convencer o banco, normalmente grande e poderoso, de que, ainda que pequena e modesta, tem capacidade para levar o barco a bom porto, isto é, o fundo à rendibilidade, no estrito respeito da lei e do regulamento de gestão. O regulamento de gestão e o contrato de banco depositário vão, nesta fase, céleres para a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, para a competente autorização.

Sensibilizadas todas estas vontades, resta aguardar, pacientemente.

#11

2005 (DEZEMBRO) ECONOMIA PURA

Dezoito anos de fundos portugueses: hora de tirar o passaporte?

Neste artigo passam-se brevemente em revista as especificidades dos activos imobiliários enquanto instrumentos de aforro, conclui-se pela sua particular adaptação ao investimento através de veículos de investimento colectivo e passa-se em revista o histórico dos fundos imobiliários portugueses. As perspectivas de desenvolvimento futuro são brevemente comentadas.

As Idiossincracias dos Activos Imobiliários

É absolutamente usual que activos imobiliários, ou propriedades se preferirmos a tradução da terminologia consagrada nas Ilhas Britânicas, sejam o objecto de decisões de investimento dos aforradores ou dos seus representantes profissionais. No entanto, embora os rendimentos do investimento em propriedades tenham de ser comparáveis com os rendimentos de outros investimentos, sob pena de ninguém neles querer investir, o *modus operandi* do investimento em propriedades é substancialmente diferente, por uma série de motivos¹.

Primeiro, as propriedades comerciais são de valor unitário elevado; é possível investir 5,000 euros em acções do Millennium BCP, mas um imóvel comercial de alguma dimensão em Lisboa custará provavelmente 15 milhões de euros (3000 vezes mais). Assim, a propriedade dos imóveis comerciais tende a estar concentrada em investidores institucionais e empresas, a par de alguns (poucos) particulares com patrimónios vultuosos.

Segundo, as propriedades não são fungíveis. Todas as acções do Millennium BCP são idênticas em todas as características relevantes para um investidor, mas não há duas propriedades idênticas em termos de localização, características construtivas, arrendatários e arrendamentos.

Terceiro, as propriedades não são um investimento pré-formatado. Quem investe em acções do Millennium BCP confia o seu património à respectiva administração, na expectativa de que esta gerará lucros e distribuirá divi-

denhos. Quem investe numa propriedade, tem de a administrar, ou pelo menos pagar a quem o faça em seu nome e por sua conta.

Quarto, o investimento em propriedade pode gerar melhores resultados se gerido activamente, ao contrário do que sucede comprando acções do Millennium BCP, onde (por exemplo) comprar e vender os títulos frequentemente não contribui em nada para os lucros do banco. Com um imóvel, pelo contrário, o investidor pode criar valor contratando arrendamentos, investindo em melhoramentos ou até mesmo reconstruindo.

Quinto, um investidor pode criar o seu próprio investimento em propriedade, adquirindo terrenos, construindo e procurando inquilinos (é mais difícil construir um Millennium BCP).

Sexto, não há mercados unificados de propriedades comerciais; na gíria dos mercados financeiros, os mercados de propriedades não são mercados de leilão (i.e., mercados onde a negociação se processa através de leilões concorrenciais numa plataforma unificada de negociação) mas sim mercados de balcão, ou OTC (“over-the-counter”), onde a negociação não é centralizada mas sim baseada num conjunto de transacções privadas que ocorrem em localizações distintas. Relativamente aos outros mercados financeiros de balcão, o processo de finalização de uma negociação demora muito mais.

Sétimo, o fluxo de informação no mercado de propriedades é diminuto e imperfeito. Os preços a que as transacções ocorrem não são públicos; pior, a imprensa mais incauta recebe, e transmite, muita desinformação.

Veículos de Investimento Colectivo Portugueses: Uma Realidade Sólida...

As idiossincracias elencadas fazem dos activos imobiliários, pelo menos no seu estado selvagem, um investimento de concretização difícil para o aforrador não especialista do sector. Já em cativo, ou seja titularizados e estruturados num organismo de investimento colectivo, tornam-se investimentos potencialmente muito apelativos.

¹ Seguimos aqui de perto Michael Brett, Property and Money, 2ª edição, Estates Gazette (1997).

Em Portugal, os organismos de investimento colectivo em imobiliário, para os quais o legislador escolheu a designação “fundos de investimento imobiliário”, são uma realidade relativamente recente, que só neste ano de 2005 atinge a idade em que os investidores são feitos maiores. A própria existência de um mercado de imobiliário comercial activo – o de Lisboa – entre nós é recente, com gestação que se pode situar em meados dos anos oitenta. Até então, a esmagadora maioria dos edifícios de uso comercial era detida pelos seus utilizadores, instituições governamentais ou grandes empresas, com destaque para os bancos. Escasseavam edifícios de escritórios partilhados por várias empresas: ou uma organização tinha a dimensão (e o capital) necessária para ser proprietária das suas instalações, ou tendia a ocupar instalações de vocação residencial mais ou menos adaptadas a funções terciárias.

Praticamente não existiam promoções terciárias especulativas, isto é, em que os futuros utilizadores não estivessem identificados à partida. Este estado de coisas devia-se, para além da escassa dimensão do mercado, a três ordens de razões:

1. inexistência de investidores institucionais: a lei bancária portuguesa restringia (aliás, como continua a acontecer nos nossos dias) a detenção de propriedades a edifícios para uso próprio, e as companhias de seguros privilegiavam o investimento em propriedades residenciais; não existiam fundos de investimento ou de pensões;
2. pequena dimensão dos promotores imobiliários nacionais, que enviezava as suas preferências para promoções residenciais, menos consumidoras de capital; e
3. inexistência de endividamento a taxa fixa, sem o qual a integração vertical de um pequeno promotor para o papel de investidor de longo prazo em propriedades de rendimento é virtualmente inviável.

Em meados da década, vários factores convergiram para alterar este enquadramento. Portugal aderiu à União Europeia (então Comunidade Económica)

em 1986, e beneficiou de um período de elevado crescimento económico (o produto cresceu a uma taxa real média de 4.4% entre 1985 e 1989). Um número expressivo de empresas estrangeiras instalou-se em Portugal, potenciando a procura crescente do sector empresarial residente de instalações modernas.

No lado da procura, as preocupações crescentes com a solvabilidade do sistema de segurança social levaram à criação, em 1985, de fundos de pensões, e em 1986 à abertura da sua gestão a sociedades gestoras constituídas especificamente para o efeito. Estes investidores direccionaram parte da sua carteira para o emergente mercado de escritórios lisboeta, atraídos pelos elevados “yields” por este proporcionados, com uma exposição moderada ao risco.

Foi, no entanto, o lançamento, em 1987, dos fundos de investimento imobiliário² que constituiu o impulso decisivo do lado da procura. Estes veículos foram lançados com várias isenções fiscais a nível, por exemplo, de sisa e contribuição autárquica, e uma tributação de lucros favorável. Os três bancos portugueses com maior tradição no crédito hipotecário (a Caixa Geral de Depósitos, o Crédito Predial Português e o Montepio Geral) lançaram fundos abertos³ que constituíram, sem excepção, sucessos assinaláveis. Comercializados por bancos de poupança, estes fundos foram avaliados pelos aforradores contra o padrão dos depósitos a prazo, e portanto especializaram-se naturalmente em aplicações de baixo risco, satisfazendo a procura

² Em Portugal, os veículos de investimento colectivo haviam sido regulamentados em 1965, com o regime legal das então chamadas sociedades parabancárias, entre as quais se incluem gestoras de fundos de investimento. O primeiro fundo a investir em activos imobiliários (ainda que não exclusivamente) foi o Fundo de Investimentos Ultramarino, promovido pelo BNU em Moçambique nos anos 70. Esta primeira tentativa de estruturar veículos de investimento colectivo em imobiliário não foi consagrada como uma das conquistas da Revolução de 1974, e assim houve que aguardar pelos anos 80 para ser instituído o regime legal dos fundos imobiliários, primeiro os abertos (em 1985) e depois os fechados (em 1987).

³ No caso do Montepio, em joint venture, que perdura até hoje, com Joaquim Silveira, empresário com vasta intervenção no sector imobiliário.

crescente de instalações terciárias modernas por parte de empresas de “*ratings*” sólidos. Ao contrário do que era tradicional, estes novos investidores preteriram as propriedades residenciais.

O ambiente macroeconómico favorável proporcionou a queda da inflação e das taxas de juro, criando condições para a emergência de um mercado de dívida a taxa fixa.

Assim, no início dos anos 90 todas as condições para designar Lisboa (também) um mercado de imobiliário terciário estavam reunidas.

Quer o número de fundos, quer o valor dos activos sob gestão têm crescido, desde então, a taxas apreciáveis. Aquele atingiu, em Setembro passado, o apreciável número de 77, e este ultrapassou, na mesma data, os 7 mil milhões de euros. Em termos europeus, a posição relativa de Portugal nesta matéria é invulgar: Portugal é um dos países da União com mais fundos abertos, e os activos sob gestão de fundos imobiliários portugueses representam uma quota bem superior ao 1% habitual.

.... Mas Pouco Internacional

Aceitando que a actividade e o dinamismo das instituições de investimento colectivo em imobiliário são uma boa medida do estado de desenvolvimento de um mercado imobiliário, poderíamos ir ao ponto de dizer que os fundos portugueses indiciam um mercado mais apetrechado do que aquele que, efectivamente, a realidade portuguesa proporciona.

Na génese deste estado de coisas encontramos três factores essenciais. Em primeiro lugar, os fundos são um produto com tradição em Portugal; em segundo, foram introduzidos numa conjuntura de mercado propícia, e irrepetível; e em terceiro, o investidor português, tradicionalmente pouco sensível a investimentos em bolsa, revela interesse e carinho especiais pelo investimento em “pedra e cal”, mesmo que titularizada.

Não incluímos nesta lista nenhum mérito dos fundos imobiliários portugueses enquanto estrutura de investimento colectivo. De facto, a estrutura dos fundos nacionais é distinta, e, salvo melhor opinião, para pior, da do mais bem sucedido exemplo de veículo de investimento colectivo em imobiliário, os *REIT* (“Real Estate Investment Trust”) norte-americanos, cujo sucesso se pode atribuir essencialmente a

- estruturas de capital muito dispersas, que tornam natural a cotação em Bolsa, com a consequente criação de liquidez para um investimento que, quando não titularizado nem estruturado, é naturalmente ilíquido;
- transparência fiscal, ou seja, tributação a nível do participante e não do veículo;
- distribuição forçada de dividendos, que cria confiança nos investidores, minimizando problemas de agência;
- gestão (normalmente) com participação no capital do veículo, com o consequente alinhamento de incentivos.

Os fundos portugueses, não obstante o seu indiscutível sucesso e a sua recém-atingida maioria, não têm dimensão para investir directamente montantes significativos fora do mercado português. Quem duvida pode analisar a lista dos grandes negócios dos últimos anos sobre activos portugueses: encontrar um comprador português está ao nível de dificuldade da busca da agulha no palheiro. Assim sendo, o passaporte para a internacionalização dos fundos portugueses requer, salvo melhor opinião, a criação em Portugal, à semelhança do que já foi feito (na Europa) em França, no Benelux e está iminente em Inglaterra, de estruturas de tipo *REIT* que possam levar investidores estrangeiros a domiciliar e cotar os seus veículos em Portugal. Talvez a anunciada, no Orçamento de Estado, revisão do regime fiscal dos fundos seja um passo nesse sentido.

#12

2006 (MARÇO) JORNAL DE NEGÓCIOS

Saída precária

O Regime do Arrendamento Urbano de 1990 teve o grande mérito de reinstaurar um regime – o dos contratos de duração limitada – onde o mercado foi libertado. Indesejavelmente, os contratos do regime geral continuaram essencialmente com rendas congeladas, a menos de tímidas actualizações administrativas anuais permitidas desde 1981

No mercado do arrendamento urbano, o “mercado” propriamente dito foi encarcerado há muito tempo. No final dos anos 40, as rendas em Lisboa e Porto foram congeladas, medida generalizada ao resto do país já na vigência da 3ª República.

Os efeitos deste encarceramento têm sido previsivelmente nefastos. De facto, num contexto de mercado livre proprietários e inquilinos fixam, de acordo com os seus interesses, rendas tais que o proprietário queira dar, e o inquilino tomar, uma propriedade de arrendamento. Fazem-no dentro de um quadro legal que define regras quanto a prazos de denúncia unilateral e actualizações de rendas. Se subsistir, como é essencialmente o caso, uma combinação de impossibilidade de denúncia unilateral por parte do proprietário e de ausência de actualização, e os preços subirem com pujança como aconteceu entre nós após os anos 70, assistimos a uma inexorável redução do valor real dos rendimentos das propriedades. Em consequência, o rendimento das propriedades torna-se relativamente menor do que o das aplicações alternativas, e o seu preço cai. A queda dos preços inibe novo investimento, seja de raiz seja de conservação. Os resultados estão à vista, e são maus.

A produção legislativa para os remediar tem sido grande. O Regime do Arrendamento Urbano de 1990 teve o grande mérito de reinstaurar um regime – o dos contratos de duração limitada – onde o mercado foi libertado. Indesejavelmente, os contratos do regime geral continuaram essencialmente com rendas congeladas, a menos de tímidas actualizações administrativas anuais permitidas desde 1981 (mais de trinta anos após o congelamento original...). Em sintonia com a prolixidade legislativa que tem caracterizado este mercado, o Governo preparou um novo Regime do Arrendamento Urbano, anunciado como sendo aquele que põe finalmente fim a um encarceramento do mercado de quase 60 anos.

Um relance sobre o novo RAU, no entanto, sugere, no máximo, estarmos perante uma saída precária. Senão, vejamos. Os níveis de rendas, a atingir em prazos diversos, consoante a idade e o rendimento dos proprietários são fixados em 2 a 4,8%, conforme coeficientes de conservação administrativamente fixados, da avaliação fiscal das propriedades. Mercado no cárcere, como antes. Proprietários e inquilinos não são chamados a discutir livremente o valor das rendas, mas tão somente a discuti-los guardados à vista pelo legislador. Uma saída precária, na melhor das hipóteses. Esperemos que a pena não seja perpétua...

#13

2006

VIDA IMOBILIÁRIA (EXTRACTO)

A Costa Oeste do Mercado Europeu

Há dez anos atrás, quando a Vida Imobiliária iniciou o seu louvável percurso, fê-lo assumindo o “desafio de informar profissionais”. Se tivesse, porventura, nascido dez anos antes, poderia ter assumido idêntico desafio, mas teria certamente sido dirigida a um menor número de profissionais. À época, de facto, não se podia dizer que existisse entre nós um mercado de imobiliário de rendimento, afinal aquela parte do mercado a que a Vida Imobiliária mais páginas (e capas) dedica. Várias razões contribuíam para tal. (...).

Foi, no entanto, o lançamento, em 1987, dos fundos de investimento imobiliário que constituiu o impulso decisivo. Estes veículos foram dotados de várias isenções fiscais e de uma tributação de lucros favorável. Os três bancos portugueses com maior tradição no crédito hipotecário lançaram fundos abertos que constituíram sucessos assinaláveis. (...) Assim, no início dos anos 90 todas as condições para que um mercado local de imobiliário terciário florescesse estavam reunidas.

Com o desaparecimento do risco cambial proporcionado pela introdução da moeda única em 1999, o mercado nacional tornou-se parte integrante, ainda que porventura exótica, do mercado imobiliário da zona euro. A sua costa oeste.

A história deste percurso leu-se na Vida Imobiliária.

#14

2008 (6 DE MAIO),
JORNAL DE NEGÓCIOS

Vícios públicos, privadas virtudes

Os sinais de fumo que se vislumbram no horizonte do mercado sugerem que os números finais de 2008 vão ser melhores do que os de 2007, mas bem piores do que os do quinquénio 2002-2006

O título pode sugerir um artigo sobre as insuficiências da gestão pública quando comparada com a sua homóloga privada, na linha da inspiradíssima frase de Adam Smith “I have never known much good done by those who affected to trade for the public good” (Riqueza das Nações, 1776), mas não é o caso. Mais prosaicamente, o texto de hoje é dedicado à conjuntura que se vive no mercado de activos imobiliários, e às suas implicações para a gestão destes activos nos próximos tempos.

Nas escolas de gestão é habitual ensinar que os mercados imobiliários, para efeitos de análise, se podem, e devem, decompor em quatro, distinguindo mercados de activos (nos quais se adquire a propriedade, e se define o preço desta) de mercados de espaço (nos quais se adquirem direitos de utilização, e se definem rendas) e o curto prazo do longo prazo. Esta dupla distinção permite criar conceptualmente quatro mercados, combinando naturezas e dimensões temporais. Graficamente, esta construção foi elegantemente representada pelos americanos William Wheaton, do MIT, e Denise DiPasquale, ex-professora da Universidade de Chicago, em quatro quadrantes justapostos, dando origem ao dito modelo “dos quatro quadrantes”.

John Maynard Keynes definiu, em tempos mais duros, o longo prazo como aquele horizonte temporal em que todos estaremos mortos. Se, escolhendo um só dos quadrantes de Wheaton e DiPasquale, nos concentrarmos em horizontes mais imediatos (“carpe diem”) e olharmos para o mercado de activos imobiliários, deparamo-nos com uma situação marcadamente contrastante com a dos últimos cinco anos. Nestes, o desempenho destes activos foi excepcional. O recente (de Janeiro) relatório do ING “Real Estate Global Vision” reporta, para os cinco anos encerrados em 2006, antes do vendaval do “subprime”, rentabilidades anualizadas de 13,4% (em veículos privados) e de 22,8% (nos REIT) para o imobiliário norte-americano, de 13% (em veículos

privados) e de 18,4% (nos PUT, também ditos A-REIT) para o imobiliário australiano, e de 15,1% (em veículos privados) e de 19,4% (nas “property companies” cotadas) para o imobiliário britânico. Quer nos Estados Unidos quer na Grã-Bretanha, a rentabilidade do imobiliário (quer através de veículos privados quer de veículos públicos) excedeu, entre 2002 e 2006, a das acções, não obstante o facto de a relação em termos de risco ser a inversa. O desempenho recente, no entanto, tem sido bem diverso; se considerarmos o ano de 2007, e devido a um segundo semestre desastroso, os REIT americanos caíram 0,9% e as sociedades imobiliárias inglesas (na sua maioria, em processo de transformação na versão britânica dos REIT) depreciaram uns estonteantes 20,4%. Para contraste, é difícil pensar em melhor. Os veículos privados aguentaram-se melhor: os britânicos só caíram 1,9%, e os americanos fecharam o ano folgadoamente positivos.

Os sinais de fumo que se vislumbram no horizonte do mercado sugerem que os números finais de 2008 vão ser melhores do que os de 2007, mas bem piores do que os do quinquénio 2002-2006. Os mercados públicos, crescentemente populados pelos REIT americanos e seus satélites europeus e asiáticos, não parecem ser aqueles onde os investidores irão atribuir valores mais pujantes aos activos imobiliários. O efeito sistémico, pouco favorável a prémios de risco parcimoniosos, atinge todos os sectores, sem excepções para o imobiliário. Pelo contrário, este efeito sistémico é de bem menor intensidade nos veículos privados, não cotados e constituídos com maturidades definidas e, usualmente, não muito curtas. Os gestores destes veículos só têm contas a prestar a prazo, e não trimestre a trimestre, e estão em condições de olhar para os prémios de risco praticados nos mercados públicos como excessivos. Muitos não resistirão a veículos públicos a transaccionar a descontos para os seus valores de avaliação de 20 a 30%, situações fáceis de encontrar nos mercados públicos americanos, europeus continentais e britânicos. O “take over” (uma operação de US\$39 biliões) de um REIT, o “Equity Office”, por um veículo de “private equity” da Blackstone, no mercado americano no final do ano passado, não será a única operação do tipo nos próximos tempos. No imobiliário, os tempos são de vícios públicos, que desencadearão certamente privadas virtudes.

#15

2008 CONFIDENCIAL IMOBILIÁRIO

Investimento em propriedades: ontem, hoje e amanhã

Sobre o futuro é sempre mais difícil falar. A previsão mais fácil é a de que a “Confidencial Imobiliário” tem fôlego para mais vinte anos.

Há sensivelmente 20 anos saiu o primeiro número de uma “newsletter” sobre investimentos em propriedades. Chamava-se “Confidencial Imobiliário” e era germinada com uma outra publicação, que a precedeu mas lhe não sobreviveu, designada “Confidencial Negócios” e que tratava essencialmente de investimentos em acções. Foi uma iniciativa oportuna, que teve o importante mérito de ocupar, rápida e oportunamente, um espaço recém-criado: a análise das aplicações de capital numa classe de activos – as propriedades – que haviam começado a ser tratados como tal, ou seja, como alternativas válidas às classes mais tradicionais - acções e obrigações – no que à aplicação de capitais diz respeito. De facto, na primeira metade dos anos 80 não poderia nascer uma “Confidencial Imobiliário”, por falta de matéria para tratar (...). No início dos anos 90 a Confidencial Imobiliário tinha ampla matéria para noticiar, oportunidade que não desperdiçou, com o sucesso que se conhece, se reconhece e se louva. Volvidos 20 anos a matéria-prima continua a existir. No entanto, persistem áreas que o mercado português não logrou abarcar e que portanto, sendo a “Confidencial” uma publicação focada no mercado nacional que foi a sua razão de nascer, não são cobertas nas suas páginas. No que aos veículos de investimento colectivo em propriedades respeita, não há esperança de encontrarmos notícias (nacionais...) sobre veículos cotados, sejam eles sociedades abertas ou REIT (“Real Estate Investment Trusts”). De entre os veículos não cotados, podemos informar-nos sobre as proezas dos nossos fundos abertos (hoje 15, quintuplicando o número de há 20 anos), mas não temos possibilidade de ler sobre a actividade de inexistentes veículos não cotados de mais alto risco, orientados para investidores institucionais, à imagem e semelhança das “Limited Partnerships” inglesas ou dos “Fonds Communs de Placement” e SICAV (“Sociétés d’Investissement à CApital Variable”) luxemburgueses. Sobre derivados para cobertura de risco imobiliário, tivemos, salvo erro, uma notícia isolada.

Olhando em retrospectiva, parece claro que o mercado nacional ficou prisioneiro de uma figura – a do fundo de investimento imobiliário de tipo alemão – que resultou muitíssimo bem, e que, talvez por isso, veio a ser utilizada para servir todos os tipos de investidores e canibalizou formas alternativas de proporcionar liquidez, nomeadamente os mercados bolsistas.

De facto, existem hoje (estatísticas da CMVM, Agosto) 223 fundos em actividade, dos quais 208 fechados, e zero sociedades abertas dedicadas ao investimento em propriedades. A legislação publicada em 1985 previa apenas fundos abertos, mas foi alargada a fundos fechados apenas dois anos depois, prevendo-se o acesso a liquidez através da cotação em Bolsa. Era, à época, de prever que os fundos abertos atraíssem naturalmente os aforradores menos sofisticados e com menores poupanças, os que mais tenderiam a valorizar a disponibilização de liquidez através da Sociedade Gestora, e a menosprezar a orientação para aplicações de baixo risco que é o inelutável custo dessa liquidez. Assim aconteceu. Era, também, de prever que os investidores institucionais, mais sofisticados e menos sequiosos de liquidez, se viessem a orientar para fundos fechados cotados ou “property companies” abertas se ponderassem mais o factor liquidez, ou para fundos fechados não cotados se o ponderassem menos. Seria ainda natural esperar que a legislação destes fundos, ainda que gerada a partir da dos fundos abertos, se afastasse progressivamente desta de forma a melhor se adaptar à sua clientela natural. Assim foi, mas em grau bastante inferior às expectativas.

Sobre o futuro é sempre mais difícil falar. A previsão mais fácil é a de que a “Confidencial Imobiliário” tem fôlego para mais vinte anos. Sobre o que vamos poder ler nas suas páginas, um pouco de “wishful thinking”: veículos imobiliários cotados fiscalmente transparentes para domiciliar as muitas propriedades estacionadas em balanços empresariais e fundos fechados não cotados suficientemente flexibilizados (por exemplo, a nível dos “equity commitments” e das regras de governação) para atraírem os poucos institucionais portugueses que sobreviveram e, já agora, aqueles que a inevitável reengenharia da segurança social trará à cena.

#16

2008 (JULHO) REAL ESTATE & FINANCE NEWSLETTER

O Custo da Falta de Transparência (Fiscal...)

Em consequência da discriminação introduzida pela falta de transparência entre nós, os investidores que não tiveram o engenho necessário para aproveitar as oportunidades que se lhes depararam e aceder a mercados internacionais para levantar fundos ficam condenados ao Portugal dos Pequeninos, enquanto os investidores internacionais vão comprando e vendendo pedaços da Avenida da Liberdade entre si.

Em Portugal não há transparência. Pelo menos, não há transparência fiscal para os veículos de investimento imobiliário... Noutras paragens, pelo contrário, há transparência, ou, pelo menos, transparência fiscal para os veículos de investimento imobiliário. É assim na América (do Norte), na Ásia, na Oceânia e na Europa (em 13 dos 27 países da União Europeia). Nestas paragens, existem veículos de investimento imobiliário que não são tributados e têm antes regras de distribuição compulsiva que os obrigam a distribuir os seus resultados aos respectivos investidores, para que estes sejam tributados (uma vez...) de acordo com as regras que se aplicam a cada um deles.

Perderemos nós, portugueses, algo por não sermos transparentes? É argumentável que sim. Alguns pensarão imediatamente que a transparência é coisa de países ricos, sem problemas de procedimentos de *deficits* excessivos, nos quais, como é sabido, somos recordistas europeus. Não é evidente que assim seja. A transparência fiscal evita a dupla tributação (do veículo e do investidor), mas não só não evita a tributação do investidor, como até a força, pois todos os regimes sérios de transparência fiscal vêm acompanhados por regras de distribuição compulsiva da grande maioria (normalmente, 90 a 95%) dos resultados anuais.

Parece pouco provável que a República Portuguesa sacrifique impostos se vier a seguir o padrão internacional e introduzir um regime de transparência fiscal para fundos de investimento imobiliário. Sacrificará alguma inequidativa dupla tributação, mas tal efeito deverá ser compensado pelo efeito indutor da transparência nos investidores nacionais, que investirão mais e assim pagarão mais impostos porque fazem mais negócios, em vez

de fazerem poucos pelos quais são tributados duas vezes. Este benefício é, reconheça-se, incerto, mas, pelo contrário, os custos da falta de transparência são certos.

Para começar, a falta de transparência (fiscal...) discrimina negativamente os investidores imobiliários nacionais. A maioria dos seus concorrentes europeus e americanos tem acesso a veículos de captação de poupanças fiscalmente transparentes e eles não, pelo menos no seu mercado doméstico. O resultado é duplamente mau: alguns investidores não se capitalizam, outros, como a Sonae Sierra, fazem-no na Holanda (uma jurisdição transparente desde 1969).

Em consequência da discriminação introduzida pela falta de transparência entre nós, os investidores que não tiveram o engenho necessário para aproveitar as oportunidades que se lhes depararam e aceder a mercados internacionais para levantar fundos ficam condenados ao Portugal dos Pequeninos, enquanto os investidores internacionais vão comprando e vendendo pedaços da Avenida da Liberdade entre si.

A sentença de encarceramento no Portugal dos Pequeninos tende a ser cumulativa com a da exclusão do clube dos retornos elevados. A escala é importante para a maioria das estratégias de investimento e a dimensão é importante em si para a acumulação de capital. A maior parte dos investidores tende a preferir investir €100 milhões com uma rentabilidade de 15% do que €100 mil com uma rentabilidade de 30%. Para piorar as coisas, o investimento de €100 milhões com uma estratégia focada tende a proporcionar melhores rendimentos do que o investimento de pequenas quantias, que não permitem nem diversificar, nem tão-pouco optar por especializações funcionais ou regionais consequentes.

Outra sentença decorrente da falta de transparência (fiscal...) é a prisão perpétua dos activos imobiliários das empresas portuguesas nos respectivos balanços. Há notícias de algumas fugas, mas poucas e apenas por empresas

muito ousadas. A cisão dos patrimónios imobiliários de sociedades industriais e comerciais é, teoricamente, benéfica. A passagem de uma situação de proprietário a uma de arrendatário liberta capital, solidificando a estrutura financeira, e aumenta a flexibilidade e eficiência de soluções operacionais, com efeitos potencialmente benéficos nos resultados. Naturalmente, sem um fluxo fluido de capital para veículos de investimento imobiliário, estas vantagens não se materializam, quanto mais não seja porque o capital disponível para ser investido não tem forma eficiente de ser canalizado para investimentos deste teor.

Entre nós, a ausência de transparência (fiscal...) secou completamente o mercado de acções do sector imobiliário. A Sonae (então ainda Imobiliária) andou pela Bolsa de Lisboa, tal como a Mundicenter, mas os accionistas de referência (Sonae e Grosvenor e Alves Ribeiro, respectivamente) decidiram retirá-las da cotação, essencialmente porque estavam cotadas bem abaixo dos valores dos activos respectivos. Pensando um pouco, esta situação fazia algum sentido. De facto, se um investidor adquirir imobiliário directamente, é tributado uma vez, mas se o fizer indirectamente, por exemplo através de uma sociedade ou fundo cotado (esqueçamos por instantes que já não existe tal coisa em Lisboa), é premiado com a repetição da tributação. Assim sendo, só pode mesmo valorizar as acções a desconto.

A falta de transparência (fiscal...) também incentiva o recurso à dívida, aumentando o risco do investimento. Um veículo transparente não tem vantagens fiscais em recorrer a dívida, e portanto usa, "ceteris paribus", menos capital alheio do que um veículo não transparente. Finalmente, a falta de transparência (fiscal...) é o maior incentivo para a domiciliação de veículos em paraísos fiscais, tão vilipendiados pelas autoridades que, ao fugir à transparência (fiscal...), os promovem de facto. O paraíso, afinal, pode bem vir a ser na ocidental praia lusitana.

#17

2009 (FEVEREIRO) IMOBILIÁRIA

Touros, ursos e búfalos

“The best time to buy is when there is blood in the streets”
(Barão de Rothschild)

A tendência dos mercados de capitais é usualmente descrita, de forma simples e incisiva, por recurso à vida animal. Assim, invoca-se o urso (“bear market”) para designar uma tendência decrescente ao longo de um período significativo, e o touro (“bull market”) para caracterizar uma tendência ascendente e duradoura. A razão deste colorido uso não é nem óbvia nem consensual. Há quem defenda que tem a ver com a forma como os animais atacam – um touro de baixo para cima com os cornos, um urso de cima para baixo com as garras – quem sustente que tem a ver com a velocidade das bestas – touros que carregam a alta velocidade versus ursos que se movem lentamente – e ainda quem prefira invocar que se deve ao facto de os ursos hibernarem, e os touros não.

Seja qual for a racionalização etimológica preferida, todos concordarão em designar 2008 como um “bear market”, em todos os segmentos do mercado de capitais, incluindo o mercado imobiliário. Os mercados de acções caíram significativamente, e o de Lisboa não foi, infelizmente, excepção (tendo registado uma queda anual de 51%, a maior desde o lançamento do índice PSI-20, baseado no último ano de 1992), as taxas de juro subiram deteriorando o valor dos títulos de rendimento fixo e dos activos imobiliários, e o crédito escasseou para níveis inabituais.

Poucos operadores do mercado imobiliário esperariam, no princípio de 2008, um urso tão enorme. No entanto, há um ano atrás, já com a “subprime crisis” instalada e antes das insolvências de bancos tidos como sólidos e da derrocada bolsista de Setembro de 2008, as perspectivas não eram taurinas. A generalidade dos analistas perspectivava então o fim de cinco anos de rendimentos anormais e excepcionais, alimentados por dívida abundante e barata, inversão bem patente na dificuldade já instalada, à época, nos processos de financiamento bancário.

A inversão deste ciclo dourado tem, salvo melhor opinião, raízes relativamente remotas e traçáveis aos ataques às torres gémeas, que despoletaram reacções vigorosas, algumas bélicas e outras centradas na exortação ao consumo das famílias americanas para revigorar a economia. Se o sucesso das reacções bélicas foi apenas parcial, o da exortação ao consumo foi integral: a dívida das famílias americanas subiu, entre 2001 e 2007, de 8,5 para 14,5 triliões de dólares (três vezes o PIB americano) e as hipotecas residenciais, no mesmo período, passaram de 4,9 para 10 triliões de dólares. Neste contexto taurino, a concorrência pelos clientes acentuou-se, levando a análises de risco mais laxistas, “no money down loans”, “interest rate resets” e ideias similares, que fizeram o nível médio do risco do crédito residencial americano subir significativamente. Este risco acrescido transformou-se em incumprimento generalizado quando os preços do imobiliário residencial americano deixaram de subir (as árvores também não sobem até ao céu...), pois a garantia real prestada deixou de cobrir a exposição dos muitos mutuários incapazes de fazer face ao fim dos períodos em que beneficiavam de taxas promocionais. Com a titularização generalizada destes créditos, o incumprimento assim gerado não permaneceu um problema dos bancos originadores dos créditos, mas antes revelou-se um sério problema de muito larga parte do sistema financeiro (americano e não só), que havia tomado tais riscos, reempacotados sob a forma de “mortgage-backed securities”. A velocidade a que estes títulos foram disseminados pelo planeta deveu-se, em boa medida, à revogação, em 1999, da Lei Glass-Steagall (de 1933), publicada após a Grande Depressão para separar as actividades de banca comercial e de banca de investimento (iniciativa que o mundo tem de agradecer ao Senador Phil Gramm e ao ex-Presidente da “Federal Reserve” Alan Greenspan) e à entrada em Bolsa dos bancos de investimento nos “roaring nineties”, que criaram uma realidade nova (e sabe-se hoje pernicioso...): bancos de investimento cotados, com abundante capital e capacidade de construir carteira própria de produtos de crédito. O resultado foi a crise global de confiança no sistema bancário que atravessamos, e que muito poucos se atreviam sequer a configurar.

A entrada em 2009 fez-se assim num clima a roçar o pânico, com muitas notícias de avistamento de ursos de dimensão nunca vista. Para os investidores em activos imobiliários, a vida nova do novo ano caracteriza-se por duas novidades indesejáveis: escassez de crédito e perda de valor dos activos. A primeira novidade decorre da (má) situação dos balanços dos prestamistas, e da vontade (ou necessidade...) destes de os reparar, corrigindo na medida do possível as perdas imputáveis ao “subprime”, e da muita reduzida liquidez dos mercados grossistas de dinheiro. A segunda é consequência da subida do custo dos capitais, quer próprios quer alheios, e, nas propriedades de rendimento, da probabilidade acrescida de incumprimento por parte de arrendatários cujos negócios vão estiolando. Sem surpresa, nos balanços anuais que as várias consultoras internacionais vêm apresentado são apontadas quedas, em 2008, da ordem dos 40 a 50% nas operações de investimento imobiliário na Europa.

Neste contexto de ursos muito pardos, haverá lugar para investidores activos? É de crer que sim, e que estes sejam os ditos “equity-based players”, ou seja, aqueles que disponham de capitais próprios mais abundantes, como os renascidos fundos abertos alemães, os muito badalados fundos soberanos, os “opportunity funds” americanos e canadianos e alguns investidores em “private equity” oriundos do Médio Oriente. Os estilos de investimento mais prometedores serão o oportunístico ou, pelo menos, o valor acrescentado. Para os investidores “core” que dominaram o nosso mercado até ao Verão do ano passado, receia-se que a escolha seja entre o definhamento e a defesa dos níveis de rendimento que prometeram aos seus investidores por via da revisão da sua tolerância ao risco.

Os investidores que procurarem o nosso mercado deverão encontrar preços mais atraentes, por força do aumento dos “yields” de mercado, com as consequentes boas oportunidades de investimento (para serem capturadas por investidores com capitais próprios...). Neste mundo mais povoado por ursos, os prémios atribuíveis a investimentos “prime” aumentarão, e os activos de segunda linha sofrerão uma queda de valor proporcionalmente mais acentuada. Os investidores que mantiverem as suas posições deverão dar mais ênfase à gestão de activos, na medida em que dificilmente poderão contar com ganhos de capital para compor as suas contas de exploração.

Uma nota final: como é sabido, os chineses, povo de milenar sabedoria, relacionam cada novo ano com um dos doze animais que, segundo a lenda, responderam ao chamamento de Buda para uma reunião. No calendário chinês, 2009 é o ano do búfalo, que, não sendo um touro, de urso nada tem.

#18

2010 (MAIO) CONFIDENCIAL IMOBILIÁRIO

Crise rima com?

Nem crise, nem tragédia grega rimam com globalização. Crise rima com segmentação.

Começemos por uma rima mais óbvia, sobretudo para um português: expansão como globalização. A expansão portuguesa é crescentemente reconhecida como a primeira história bem sucedida de globalização, pelo que sabemos disto há muito. Quando Portugal se expandiu, globalizou o comércio internacional, antes segmentado em compartimentos estanques. A esta estratégia bem sucedida ficou a Nação a dever a sua grandeza e o seu estatuto imperial. Império dos Pardais, como no magnífico livro do Prof. Oliveira Costa, mas Império. Quatro séculos depois, e com o estatuto pardaleiro mantido mas o Imperial passado, o mercado imobiliário da Capital do extinto Império globalizou-se, paradoxalmente, com o abandono da prerrogativa, tão cara aos reis de antanho, de ligar indissociavelmente a soberania à emissão monetária. Com a entrada de Portugal na União Económica e Monetária, e a convergência nominal que a precedeu e tornou possível, os “yields” da dívida da República baixaram de forma a quase não se distinguirem dos Estados sem estatuto pardaleiro, e o capital estrangeiro acorreu a valorizar os fluxos de rendas cobradas nos escritórios da Capital do Império com “yields” que os investidores domésticos nunca antes – na longa obscura noite da segmentação – haviam praticado. Nos conturbados momentos que vivemos, com a renovada popularidade da tragédia grega a elevar os “yields” da dívida pública da (des)Grécia para níveis há pouco inimagináveis, não devemos contar com a rima de 1999. Nem crise, nem tragédia grega rimam com globalização. Com os mercados, que não são nem tão racionais como alguns quiseram fazer crer no passado, nem tão ignorantes como outros querem fazer crer no presente, a distinguir marcadamente o trigo do joio, os “yields” a aplicar às rendas que vão sendo pagas na Capital do Império não podem deixar de aumentar, mesmo nos casos em que o pagador das rendas é uma casa global. Crise rima com segmentação.

#19

2010 (JULHO) ADVOCATUS

A preferência pelo aberto

Agora os fundos abertos pagam menos impostos que os fechados, para o mesmo tipo de investimento e independentemente da sofisticação dos respectivos investidores. Para justificar esta estranha preferência pelo aberto, só mesmo o aforismo popular dos “gostos não se discutem”, porque uma razão sólida para favorecer o formato mais limitativo da gestão não se vislumbra.

Em qualquer economia, a poupança dos aforradores (quando existe...) é aplicada em várias classes de activos: acções de empresas cotadas, “private equity”, obrigações, liquidez, obras de arte, e também activos imobiliários. Estes são bem mais atraentes titularizados do que isoladamente, pelo que o sistema financeiro criou veículos de investimento colectivo em imobiliário, que permitem aos aforradores exporem-se às virtualidades do imobiliário como classe de activos sem que para isso tenham de adquirir, e gerir, um único investimento imobiliário.

Estes veículos são de dois tipos alternativos, e concorrenciais. Os fundos abertos, na Europa uma criação alemã (mas também populares nos Estados Unidos, onde se designam “*commingled real estate funds*”), são veículos onde os aforradores podem entrar e sair em momentos predefinidos, no limite diariamente. Nestes veículos, apesar da carteira que possuem ser ilíquida, os investidores detêm uma aplicação líquida. Esta efectiva contradição é tornada aparente pela aceitação de restrições à política de investimento do veículo, cujo gestor deixa voluntariamente uma percentagem necessariamente alta da carteira por investir, para acorrer aos pedidos de resgate dos investidores sem que isso implique colocar no mercado os seus activos imobiliários.

Os fundos fechados, pelo contrário, não admitem resgates, e só devolvem o capital aos seus investidores quando, e se, são liquidados, pelo que

não restringem a margem de acção dos gestores. Os fundos fechados de subscrição particular são sempre liquidáveis numa data predefinida (usualmente, seis a dez anos depois do lançamento), enquanto que os de subscrição pública são subsequentemente cotados, e, dado que permitem o desinvestimento em bolsa, não têm data de liquidação definida.

A lei Portuguesa começou por acolher, em 1987, os fundos abertos, e, no ano seguinte passou a contemplar também os fechados. Como é tradição entre nós, o regime fiscal destes fundos variou bastante ao longo do tempo, mas, até ao final de 2006, foi comum a todos os fundos. O Orçamento de Estado de 2007 quebrou esta prática, passando a discriminar entre subscritores dos fundos fechados de subscrição particular: os merecedores da credenciação como “qualificados” (simplificadamente os que respondem perante uma autoridade de supervisão) mantiveram um estatuto comum aos fundos abertos e fechados de subscrição pública, e os restantes passaram a pagar mais impostos.

Com esta distinção o legislador nacional inovou: habitualmente, quando se distinguem os investidores pela respectiva sofisticação é no sentido de reservar investimentos complexos para investidores sofisticados, não no sentido de permitir aos não sofisticados o acesso a tais investimentos, desde que paguem mais impostos. No entanto, esta inovação empalidece quando confrontada com a introduzida três anos depois, no Orçamento de Estado para 2010: agora os fundos abertos pagam menos impostos que os fechados, para o mesmo tipo de investimento e independentemente da sofisticação dos respectivos investidores. Para justificar esta estranha preferência pelo aberto, só mesmo o aforismo popular dos “gostos não se discutem”, porque uma razão sólida para favorecer o formato mais limitativo da gestão não se vislumbra.

#20

2012 (9 DE JUNHO)
EXPRESSO.PT

Liberalização relutante

“Every individual necessarily labours to render the annual revenue of the society as great as he can. He generally, indeed, neither intends to promote the public interest, nor knows how much he is promoting it. (...) by directing that industry in such a manner as its produce may be of the greatest value, he intends only his own gain, and he is in this, as in many other cases, led by an invisible hand to promote an end which was no part of his intention. Nor is it always the worse for the society that it was no part of it. By pursuing his own interest he frequently promotes that of the society more effectually than when he really intends to promote it. I have never known much good done by those who affected to trade for the public good”.

(Adam Smith, An Enquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, 1776)

Smith, geralmente creditado como autor do primeiro tratado moderno de Economia, era Professor de Filosofia na sua Escócia natal. Quiçá por isso, a filosofia subjacente a uma reforma legislativa é essencial, e a – estimável – Reforma do Arrendamento recentemente anunciada pelo Governo falha, salvo melhor opinião, na filosofia que lhe subjaz. De facto, a visível degradação das cidades portuguesas não é obra do acaso, nem de uma qualquer praga congeminada por bruxa inimiga da pátria, mas sim consequência directa da sistemática e reiterada disrupção legislativa dos mecanismos de mercado, particularmente do congelamento das rendas, ocorrido pela primeira vez em 1910, logo após a implantação da República.

O legislador congelante, concedamos, terá estado animado de boas intenções, muito provavelmente crente de que contribuía para o bem dos seus concidadãos. Smith via mais longe, e, se fosse vivo, teria podido antecipar o nefasto resultado: contracção do parque habitacional arrendado, exclusão de muitos potenciais arrendatários do mercado, nomeadamente dos mais

jovens, prejudicados por esse grave defeito de terem nascido mais tarde, deslocação do capital para outras aplicações com rentabilidade não limitada artificialmente, ruína do parque inicialmente dedicado ao arrendamento, forçosamente o edificado nas localizações centrais, construção desenfreada para revenda na periferia, desperdício. A inflação nos anos sessenta e setenta, ao fazer as rendas congeladas divergir brutalmente dos respectivos valores de mercado, pôs a cereja no topo do bolo. Depois de uns anos a imitar a avestruz, os sucessores dos legisladores congelantes não optaram por corrigir o erro dos seus antecessores eliminando-o. Com a introdução do RAU, deixaram o mercado funcionar de novo, mas somente para os novos arrendamentos, e geraram complicados mecanismos para correcção das distorções acumuladas nos contratos antigos. Smith, se estivesse entre nós, teria avisado que não ia funcionar. Assim foi, e, para corrigir o problema, insistiu-se na receita das distorções ao mercado com o NRAU. Também não funcionou. A reforma recentemente apresentada é, infelizmente, essencialmente mais do mesmo, registando-se com apreço o saudável pudor em a designar NNRAU. São introduzidas flexibilizações marginais na arquitectura contratual dos arrendamentos novos, nomeadamente a liberdade de contratar sem prazo mínimo, que se saúda, mesmo reconhecendo que, no essencial, a reposição da eficiência do mercado dos arrendamentos novos se conseguiu com o RAU de 1990. Para os arrendamentos antigos, o benevolente legislador introduz mais complicados mecanismos que fariam o orgulho do legislador congelante do século passado: um esquema paternalista de supervisão e regulação das negociações entre o sacrificado senhorio e o protegido inquilino incumbente, um conjunto de excepções ancorado em variáveis como rendimento, idade e deficiência do inquilino que mantêm o senhorio amarrado a um papel forçado de substituto de um Estado incapaz de prover os direitos que prescreve para os Portugueses. A relutância em liberalizar é uma má opção, e terá consequências, nomeadamente um próximo NNNRAU.

The image features a large, white, stylized number '20' centered on a dark blue background. The number is composed of thick, rounded strokes. Behind the number, there are several overlapping, thin white lines forming a grid of squares and circles, creating a geometric pattern. The overall design is clean and modern.

20

OPINIÕES SOBRE ECONOMIA & FINANÇAS

#1

CARTA INFORMATIVA DA ORDEM DOS ECONOMISTAS 15 DE MAIO DE 2002

A Economia a Duas Mãos

Este governo tem a oportunidade de dar, porventura pela primeira vez, o primeiro plano à mão invisível. Na verdade, a defesa de um Estado regulador em vez de um Estado empresário não é novidade significativa, nem sequer relativamente à prática dos Governos do Partido Socialista.

Na recente campanha eleitoral o debate sobre política económica ocupou um papel central, e mais destacado do que o que tem sido habitual. O Partido Social-Democrata centrou boa parte da sua plataforma na transmissão da ideia de que a Nação desconhecia o verdadeiro estado das finanças públicas (veja-se, a este respeito, a peça publicada pelo actual Ministro da Economia no “Expresso” em vésperas do acto eleitoral, intitulada “O Choque da Verdade”), e de que a ausência de uma inversão séria de política económica teria consequências dramáticas.

Esta postura de ruptura com o passado revestiu o programa económico do PSD de um tom liberal pelo menos mais acentuado do que o habitual, e seguramente mais intenso do que o utilizado na anterior experiência de governo dos sociais-democratas.

Mais do que medidas de curto prazo tendentes a reequilibrar o orçamento do Estado, sejam elas de aumento das receitas através do aumento de uma carga fiscal já elevada à partida ou da contenção de despesas correntes, é na efectiva implementação de facto desta postura distinta que se jogará o impacto deste Governo, que a coligação com o Partido Popular deverá garantir que seja de legislatura, no crescimento económico português.

De facto, a condução da economia portuguesa nos últimos oitenta anos tem sido feita a duas mãos, a invisível de que falou pela primeira vez Adam Smith e a do Estado, por (muitas) vezes visível a ponto de manietar totalmente aquela.

Numa altura em que o discurso das autoridades pretende transmitir a ideia que o Estado vive com uma mão à frente e outra atrás, não é dispiciendo

pensarmos na posição relativa das duas mãos. Na letra da Constituição de 1933, a mão da frente era a invisível. O artigo 33º, por exemplo, limitava explicitamente o âmbito do sector empresarial do Estado:

“O Estado só poderá tomar a seu cargo, em regime de exclusivo ou não, actividades económicas de primacial interesse colectivo e intervir na gerência de actividades económicas particulares, quando haja de financiá-las ou para conseguir benefícios sociais superiores aos que seriam obtidos sem a sua intervenção”.

Já o espírito da política económica do Estado Novo revelou menos crença nas capacidades da mão invisível do que a letra da Constituição sugeria. Ainda que a actividade do Estado como detentor de meios de produção fosse de dimensão modesta, a intervenção na actividade económica era muito intensa, através da fixação de preços, incluindo taxas de juro e câmbio, da necessidade de aprovação governamental de instrumentos de contratação colectiva, da limitação da concorrência induzida pela ideologia corporativa, do regime de condicionamento industrial (ainda que mitigado pela progressiva abertura da economia ao exterior no pós-guerra) e da planificação económica corporizada nos planos de fomento.

Com a Constituição de 1976 (que, recorde-se, o então PPD votou favoravelmente), a mão invisível passou decididamente para o banco traseiro, como os trechos seguintes ilustram:

“A organização económico-social da República Portuguesa assenta no desenvolvimento de relações de produção socialistas, mediante a apropriação colectiva dos principais meios de produção e solos (...)”
(artigo 80º)

“Todas as nacionalizações efectuadas depois de 25 de Abril de 1974 são conquistas irreversíveis das classes trabalhadoras”
(artigo 83º)

Apesar da mudança radical de objectivos, mantiveram-se políticas razoavelmente distantes do estatuído na Constituição, com a atenuação rápida (nas revisões de 1982 e 1989) das disposições de maior carga ideológica e com a atribuição de um papel sempre relativamente modesto à planificação económica que a Lei previa. Tal como o Estado Novo não demonstrou grande fé na mão invisível, os governos democráticos revelaram pouca confiança na sua mão visível. Com o programa de privatizações lançado em 1989 o Estado, à parte alguns desvios pontuais, voltou a reivindicar para si uma intervenção essencialmente reguladora na actividade económica.

Este governo tem a oportunidade de dar, porventura pela primeira vez, o primeiro plano à mão invisível. Na verdade, a defesa de um Estado regulador em vez de um Estado empresário não é novidade significativa, nem sequer relativamente à prática dos Governos do Partido Socialista, durante os quais o programa de privatizações prosseguiu a bom ritmo. Já uma opção decidida por um papel verdadeiramente supletivo para a intervenção do Estado pode ter efeitos muito benéficos. Deste ponto de vista, a polémica em torno da decisão do Governo de limitar o âmbito da RTP a um único canal para difusão doméstica não sugere qualquer mudança de fundo; o que seria novidade seria inquirir onde está a falha de mercado que exige a intervenção pública na provisão de emissões televisivas, seja com um, dois ou trinta canais. Se, porventura, estiver agures, não se dá por ela quando se sintoniza a SIC ou a TVI.

#2

JORNAL DE NEGÓCIOS 20 DE DEZEMBRO DE 2005

Benevolentes Anafados?

O patrão anafado, benevolente ou não, tende a ter empregados e clientes satisfeitos. O patrão definhado, mesmo se benevolente, não tem nem uns nem outros.

Nas disciplinas de Finanças das Escolas de Gestão, ensina-se os estudantes a decidirem no sentido da maximização do valor das sociedades. O manual de Richard Brealey e Stewart Myers (*Principles of Corporate Finance*, na 7ª edição e prestes a celebrar o seu vigésimo aniversário), reza, a este propósito:

“Success is usually judged by value: shareholders are made better off by any decision which increases the value of their stake in the firm”.

Quererá isto dizer que se deve ignorar as necessidades e objectivos dos empregados, por exemplo? Que se deve desprezar a importância dos clientes?

Não e não.

Está por demonstrar que exista oposição entre a maximização do valor e as necessidades, e objectivos, dos empregados. Os *clichés* da luta de classes mostram um patrão anafado, que pretende maximizar o valor da sua posição minimizando a retribuição dos empregados. Este patrão anafado pode ter, eventualmente, graça e servir os propósitos de demagogos produtores

de inflamadas oratórias perante plateias pouco esclarecidas, mas é uma espécie em extinção há muito tempo. O empregado cuja retribuição foi minimizada trabalha mal, se for preguiçoso, ou vai trabalhar para outro lado, se for diligente. Exactamente o contrário de uma estratégia de maximização de valor, pois, em ambos os casos, o patrão vai definhar. Para que este desiderato se produza, só há um requisito: a existência de um mercado de trabalho concorrencial. Se o trabalhador maltratado pelo malévolo anafado tiver alternativas no mercado, irá pelo seu pé para morada mais verdejante. Não é na benevolência do patrão que se deve apostar, mas sim no papel disciplinador do mercado, o que aliás está magistralmente explicado por Adam Smith desde a publicação, em 1776, do seu *The Wealth of Nations*. Smith era Professor de Moral, mas a ciência que fundou não é uma ciência moral.

O patrão anafado que despreza os clientes também definhará. Se a estrutura de mercado em que o malévolo anafado opera não for um monopólio, os clientes, que não são tolos, vão pagar a outro. Mais uma vez, não há criação de valor.

Não há pois nada de errado em medir o sucesso pela criação de valor. Muito pelo contrário. Exceptuando casos limite de situações não concorrenciais nos mercados de produtos e factores, não há criação de valor à margem de empregados e clientes. O patrão anafado, benevolente ou não, tende a ter empregados e clientes satisfeitos. O patrão definhado, mesmo se benevolente, não tem nem uns nem outros.

#3

JORNAL DE NEGÓCIOS
23 DE MAIO DE 2006

E a Responsabilidade das Empresas é...

Salvo melhor opinião, não dar um lugar central à rentabilidade e pôr em pé de igualdade a responsabilidade dos gestores perante os vários *stakeholders* das empresas, mesmo que não seja a principal causa das menores taxas de crescimento da Europa Ocidental, contribui decisivamente para aumentar os custos de agência nas empresas do continente europeu.

Há mais de 25 anos, Milton Friedman tituló um artigo no “*New York Times*”, que viria a tornar-se um clássico, “*The Social Responsibility of Business Is To Increase its Profits*”. Esta tese não era, à época, pensamento *mainstream* nos Estados Unidos, nem nas escolas de gestão nem no mundo empresarial. O clássico de Alfred Rappaport *Creating Shareholder Value* (Londres, The Free Press), geralmente visto como a obra que trouxe esta perspectiva para a categoria das ideias consensuais e sugestivamente subtítulado *the new standard for business performance*, só seria publicado em 1986, mais de quinze anos volvidos. Curiosamente, a visão de Friedman continua a ser mais inaceitável do que consensual na Europa Ocidental. Outros influentes autores, como Michael Porter e Colin Mayer, não se têm aliás coibido de colocar a incapacidade de dar à rentabilidade um papel central como a maior restrição ao crescimento económico sustentado na Europa Ocidental (veja-se, por exemplo, a contribuição de Porter para o *Global Competitiveness Report* de 1999 e o artigo de 1998 de Mayer no “*Journal of Institutional & Theoretical Economics*”).

Salvo melhor opinião, não dar um lugar central à rentabilidade e pôr em pé de igualdade a responsabilidade dos gestores perante os vários *stakeholders* das empresas, mesmo que não seja a principal causa das menores taxas de crescimento da Europa Ocidental, contribui decisivamente para aumentar os custos de agência nas empresas do continente europeu. Exacerba a tendência dos gestores para se expandirem de forma não rentável, para evitarem expôr-se a riscos, e para fugir à mudança perante mutações sérias nos mercados e nas tecnologias. Cataliza a capacidade de cada trabalhador para se opôr activamente a mudanças com impacto adverso no seu posto de trabalho, mesmo que favoráveis ao emprego agregado. Justifica a tendência

dos accionistas maioritários, com acesso privilegiado a informação, para preferirem informação pública opaca, que minimiza a capacidade de bloqueio dos empregados, mas que prejudica sensivelmente o reporte a pequenos accionistas minoritários.

Governantes com papel alargado na economia, enfatizando objectivos de distribuição em detrimento dos de eficiência e preterindo capitalistas em favor de trabalhadores sempre que os respectivos interesses conflituam, majoram os custos de agência, ao criarem condições para que as inclinações despesistas dos gestores se sobreponham às inclinações lucrativas dos accionistas.

Com custos de agência majorados, gera-se uma aversão, natural e justificada, a uma verdadeira dispersão do capital das empresas. Estruturas de capital disperso, neste enquadramento, geram elevados custos de agência. Para os controlar, a alternativa é a presença de grupos accionistas de controle, cuja acção disciplina (ou mesmo exerce) a gestão, reduzindo os custos de agência a níveis não inibidores. O resultado é a escassez de empresas de capital realmente disperso, ou, posto de outra forma, mercados de capitais fracos. Este resultado está bem patente na Europa Continental, da Escandinávia à Península Ibérica. Portugal, neste aspecto, alinha bem pelo padrão europeu continental.

Deste estado de coisas resulta uma baixa tolerância ao risco. Os capitalistas-gestores, respondendo racionalmente ao meio ambiente em que operam, diversificam pouco – têm capital em menos empresas e mais capital em cada um dos seus investimentos, para melhor lidarem com os custos de agência. Estando menos diversificados, vão dar mais peso à continuidade de cada negócio, preterindo opções potencialmente criadoras de valor, mas ariscadas. Operando em economias com mercados de trabalho rígidos, vão preferir opções de expansão lucrativas no papel, pois sabem que, sobrevivendo condições adversas, não lhes será permitido responder comprimindo estruturas. Tudo somado, terão muita dificuldade em cumprirem a sua responsabilidade social – criar valor.

#4

JORNAL DE NEGÓCIOS 19 DE SETEMBRO DE 2006

Tudo em Família

Na Europa Continental, podemos arriscar com segurança que as empresas familiares são o modelo de organização predominante no mercado de capitais. É assim evidente a inexistência de qualquer incompatibilidade entre empresas familiares e o mercado de capitais.

Em algumas economias as empresas familiares desaparecem mais frequentemente da bolsa de valores do que noutras. Tal deve-se a organizações políticas diversas.

É usual associar-se a designação “empresa familiar” a pequenos negócios, com capital fechado, geridos por uma família e que interessam apenas aos respectivos membros. Sendo usual, não faz grande sentido, nem é essa a noção internacionalmente consagrada de “empresa familiar”. A *Family Business Network* (www.fbn-i.org) define o perfil dos seus membros como, entre outros critérios de natureza qualitativa, tendo a maioria do controle nas mãos de uma família, com membros da família de, pelo menos, geração seguinte à dos fundadores. A *Henokiens* (www.henokiens.com) estabelece como requisitos de associação a presença de um membro da família no Conselho de Administração e a detenção de pelo menos 50% do capital por parte da família. Nenhuma destas noções tem requisitos de pequena dimensão, antes pelo contrário; e muito menos é incompatível com o estatuto de sociedade aberta.

Não só as empresas familiares não são necessariamente de pequena dimensão, como representam, como documentado no muito citado, e influente, artigo de 1999 de La Porta, López de Silanes, Shleifer e Vishny no *Journal of Finance* (“*Corporate Ownership Around the World*”) cerca de metade das empresas mundiais. Mesmo nos Estados Unidos, paradigma do modelo de capital disperso, as estimativas disponíveis apontam para que 1/3 das empresas cotadas americanas sejam “familiares”. Na Europa Continental, podemos arriscar com segurança que as empresas familiares são o modelo de organização predominante no mercado de capitais.

É assim evidente a inexistência de qualquer incompatibilidade entre empresas familiares e o mercado de capitais. É aliás lógico que assim seja: muito raramente uma empresa é constituída por apelo à subscrição pública, não obstante exemplos nacionais como a TVI e algumas sociedades anónimas desportivas; pelo contrário, é necessariamente frequente que os capitais -mente para a constituição de empresas sejam encontrados nas famílias, que em qualquer bom manual de economia desempenham o papel do aforrador cujo capital vai ser investido, precisamente, nas empresas. Pode mesmo dizer-se que, mais do que “empresas familiares”, devemos esperar encontrar, em qualquer latitude capitalisticamente organizada, a presença de “famílias com empresas”.

A observação empírica sugere, no entanto, que na Europa Continental há uma maior percentagem de “empresas familiares” entre as empresas cotadas do que nos Estados Unidos e no Reino Unido. Ao contrário do que se poderia pensar, tal não se deve a qualquer volta de avanço dos mercados americano e inglês: a Bolsa de Amsterdão começou em 1602, antes da de Londres (que arrancou em 1698). A Bolsa de Lisboa, sob o impulso do Marquês de Pombal, começou em 1769, e as primeiras transacções nova-iorquinas datam, apenas de 1792. Tendo começado mais tarde do que a de Lisboa, a Bolsa de Nova Iorque cresceu no entanto muito mais depressa, e representa hoje mais de 50% da capitalização bolsista mundial. O sucesso sem comparação do mercado americano joga contra a persistência de um grande número de empresas familiares, pois crescimento saudável implica capitalização e a consequente dispersão progressiva do capital, transformando empresas familiares na sua génese em sociedades de capital (muito) disperso, administradas por gestores profissionais, o modelo de organização habitualmente designado “Berle-Means company” na sequência do magistral livro de 1932 de Adolf Berle e Gardiner Means *The Modern Corporation and Private Property*.

Nuns sítios as empresas familiares desaparecem mais frequentemente da bolsa do que noutros, portanto. Tal deve-se, em boa medida, a organizações

políticas diversas. Os mercados de capitais das sociais democracias europeias continentais desenvolveram-se em regimes genericamente caracterizáveis como defensores da propriedade privada, com governos com extensa intervenção na economia, ênfase em aspectos redistributivos, e inclinação para defender os interesses dos empregados em detrimentos dos dos capitalistas quando estes entram em conflito. Nestes regimes, há menos interesse na maximização não restringida da riqueza dos accionistas, e portanto menos investimento no desenvolvimento de mecanismos de protecção destes (conselhos de administração independentes e activos, compensação variável dos executivos, aquisições hostis, transmissão de informação através de analistas financeiros, etc.), e, em consequência, tendência para o desenvolvimento de uma forma organizacional alternativa à sociedade aberta *à la* Berle-Means. Sem surpresa, este estado de coisas tende a preservar a natureza familiar das empresas como forma de organização interessante para pequenos accionistas. Na Europa Continental, tudo em família no mercado de capitais não é, salvo melhor opinião, defeito, mas sim feito.

#5

JORNAL DE NEGÓCIOS 10 DE DEZEMBRO DE 2006

Ter o Bolo e Comê-lo

Flexibilizar o mercado de trabalho é um muito meritório objectivo, quase certamente indispensável para acelerar o modestíssimo ritmo de crescimento actual da economia portuguesa. Mas implica necessariamente menos segurança no emprego.

As *buzzwords* são uma presença frequente nas Escolas de Gestão, e são introduzidas numa cadência que emula as das colecções sazonais dos grandes estilistas. Para a estação Outono-Inverno portuguesa, a *buzzword* é “flexigurança”, modelo dinamarquês que, na versão nacional, resulta da combinação engenhosa de flexibilidade e segurança. Segundo os seus defensores, significa uma combinação harmoniosa entre dois fenómenos conflitantes, a flexibilidade da legislação laboral e a segurança por esta conferida.

A flexigurança será, assim, uma forma de conciliar o aparentemente inconciliável, um artifício que permitirá ter o bolo e comê-lo. Esmola grande, de que o pobre avisado deve desconfiar. A grandeza da esmola radica em pretender resolver um dilema no mercado de factores de produção mais delicado do nosso sistema económico. De facto, dos três factores de produção – terra, capital, trabalho – com os quais os bens e serviços finais são obtidos, apenas o trabalho envolve pessoas. É compreensível que a existência de desemprego seja um problema mais importante do que, por exemplo, a inexistência de uma oferta pública inicial de oferentes privados na Bolsa de Lisboa desde 2004. Por que assim é, torna-se particularmente importante ser preciso na discussão do mercado de trabalho, e das suas regras de funcionamento.

Começemos pelo princípio, ou seja pela noção de desemprego, certamente mais simples de definir do que um neologismo de tom modernaço-tecnocrático como flexigurança. O desemprego, literalmente ausência de emprego, corresponde a uma situação de desequilíbrio no mercado de trabalho. De facto, se este estiver em equilíbrio, a oferta de trabalho pelas famílias iguala a respectiva procura pelas empresas, fazendo com que não haja desemprego, com excepção do dito desemprego friccional, correspondente às pessoas, que, ao nível do salário de equilíbrio, querem trabalhar, para as quais há trabalho,

mas que ainda o não encontraram, devido a imperfeições várias (assimetrias de informação, lentidão de ajustamento, ...) no mercado de trabalho.

As causas do desemprego são assim, antes de mais, as causas do desequilíbrio no mercado de trabalho (nomeadamente do excesso de oferta de trabalho), por exemplo os choques inerentes aos ciclos económicos e os causados por fenómenos menos recorrentes, como guerras ou perturbações em alguns mercados internacionais de bens, mas sobretudo as causas que fazem com que o mercado se não reequilibre após os choques que sofre. Estas últimas são as muitas leis e práticas que interferem na flexibilidade do mercado de trabalho: horários de trabalho, regimes de contratação, restrições ao despedimento, salários mínimos e subsídios de desemprego, para não citar outras.

A primeira componente da flexigurança remete para uma vontade de flexibilização do mercado de trabalho, que trará, necessariamente, menos desemprego e mais produto, mas também necessariamente mais insegurança e menos protecção para os trabalhadores. Quer se goste, quer não, flexibilidade rima com insegurança e não com segurança. Sociedades que queiram maior estabilidade no emprego, pagá-la-ão com mais desemprego, e com desemprego também mais estável, devido à rigidez introduzida no mercado de trabalho.

Talvez seja melhor, a bem da clareza, rever a *buzzword*. Em vez de flexigurança, flexitecção, que também não soa mal e tem o mérito não despiendo de enganar menos gente. Flexibilizar o mercado de trabalho é um muito meritório objectivo, quase certamente indispensável para acelerar o modestíssimo ritmo de crescimento actual da economia portuguesa. Mas implica necessariamente menos segurança no emprego e, como o Prof. Ribeiro Mendes sensatamente já comentou, a própria revisão da Constituição da República para eliminar a proibição do despedimento sem justa causa. Se queremos comer o bolo, não podemos tê-lo, algo que é claro para todos, mesmo aqueles que nunca frequentaram uma Escola de Gestão. Aceite esta evidência, sobrarão para as políticas públicas o também nobre, e menos asfíxiante, objectivo de proteger os trabalhadores dos piores males de um desemprego menos estável. Fiquemo-nos pela flexitecção.

#6

JORNAL DE NEGÓCIOS 27 DE JANEIRO DE 2007

Incumbentes, Nacionalismo e Campeões Nacionais

Quando se defende um campeão nacional para pelear com os campeões navarros, castelhanos e aragoneses defende-se implicitamente o campeão nacional incumbente, ou seja, a perpetuação do campeão do ano passado

O lento avanço para o desfecho da Oferta Pública de Aquisição do Millennium BCP sobre o BPI tem traduzido à discussão o argumento nacionalista. Do lado do BCP, banco cujo maior accionista, a Eureka, é holandês, e cujo nome é em inglês, tem sido sugerido que o (hoje previsível) falhanço da OPA significará a assunção de uma posição dominante no BPI por parte dos catalães de La Caixa, impedindo a criação de um “campeão nacional” que possa defrontar campeões estrangeiros (na realidade, todos espanhóis) como o Santander, o Popular e algumas *cajas de ahorros*, em algo porventura parecido com uma justa medieval.

O argumento nacionalista é curioso e tem tradições na disputa do controle de bancos portugueses. Foi, por exemplo, usado no longínquo ano de 1989 pelo Eng. Belmiro de Azevedo para agregar participações no hoje extinto Banco Totta & Açores (o actual Santander Totta resulta da alteração de razão social do Crédito Predial Português) numa disputa contra o campeão castelhano Mário Conde, então à frente do Banesto. Nessa justa, levou a melhor o campeão castelhano, que viria a soçobrar alguns anos mais tarde às mãos de um campeão português mais velho, mas porventura de mais dura cepa.

Invocar o nacionalismo é curioso porque, salvo melhor opinião, os portugueses são muito pouco nacionalistas. A primeira edição do “Sol”, aliás, dava destaque de primeira página a uma sondagem, ilustrada com uma fotografia do Rei Juan Carlos, que indicava que mais de um quarto dos portugueses eram favoráveis à união ibérica (ou, como rezava enganadoramente o título, “preferiam ser espanhóis”). As razões para esta indiferença à Pátria extravasam em muito o âmbito deste artigo, mas podemos intuir que num país onde mais de um quarto da população não se importa de mudar de bandeira uma grande percentagem dos clientes bancários serão indiferentes à nacionalidade dos titulares do capital do seu banco.

A indiferença à Pátria é censurável, pelo menos por parte dos que pensam como eu nessa matéria, mas é questão complexa e plena de juízos de valor.

Já a indiferença à nacionalidade dos titulares do capital dos bancos portugueses se presta melhor a uma análise despojada de juízos valorativos. Quando se defende um campeão nacional para pelear com os campeões navarros, castelhanos e aragoneses defende-se implicitamente o campeão nacional incumbente, ou seja, a perpetuação do campeão do ano passado. O análogo futebolístico seria fazer do Futebol Clube do Porto, campeão da época transacta, campeão nacional para sempre, absorvendo a parte dos plantéis dos rivais de Lisboa mais apetecíveis (digamos, Luisão ou Polga para emparceirar com Pepe, Leo ou Tello para compor a ala esquerda da defesa, Katsouranis e Moutinho para acompanhar Lucho e Simão para atenuar a Quaresma-dependência), de forma a gerar uma equipa competitiva na UEFA *Champions League*, competição mais séria do que a Liga dos Bancos Campeões Ibéricos, já que o FCP tem de medir forças com o campeão inglês (propriedade de um russo, treinado por um português e comandado em campo por um poderoso avançado africano).

Não é evidente o que os clientes têm a ganhar com a eliminação da já limitada concorrência entre bancos nacionais para combater os campeões estrangeiros numa justa aberta apenas a pelejantes ibéricos. Não só os ganhos não são evidentes, como não parece especialmente glorioso esgrimir o argumento de que só aglomerando todos os recursos nacionais numa só equipa, sempre campeã porque deixará de ter adversários da sua igualha, se consegue ganhar a justa com os de fora.

Por outro lado, são bastante claros os benefícios de mais concorrência no mercado financeiro nacional, mesmo se exercida por bancos cujo capital seja detido por não residentes. Mais concorrência gera preços mais concorrenciais, e também mais produtos e mais operações financiadas, ao criar uma saudavelmente maior diversidade de opinião, que proporciona que os produtos ou projectos de que um banco não gosta possam ser do interesse de outro.

Aos campeões, nacionais ou estrangeiros, deve pedir-se espírito de campeão, vontade de competir em campo aberto, de não olhar ao tamanho ou ao orçamento do adversário. Campeões incumbentes, não obrigado.

#7

JORNAL DE NEGÓCIOS 5 DE JUNHO DE 2007

Nacional Porreirismo & Escassez

Bastariam dois ou três minutos na última jornada de um próximo campeonato ganho pelos dragões, depois de uma temporada confortavelmente passada no banco dos suplentes. Mas Baía já anunciou a sua retirada. Os campeões sabem o valor da escassez.

Terminou a época futebolística, sem brilho para aqueles que, como eu, têm na alma a chama imensa. No último jogo da Liga, tristemente designada Bwin, o Futebol Clube do Porto sagrou-se novamente campeão nacional, e o pouco expansivo Prof. Jesualdo Ferreira fez entrar em campo, a cinco minutos do fim, o outrora dono da baliza dos dragões e da equipa nacional, Vítor Baía, que não havia merecido a sua chamada em nenhum dos vinte e nove jogos anteriores, nos quais a baliza dos campeões ficou entregue ao mais jovem Helton. Com estes singelos cinco minutos, perante um Desportivo das Aves já goleado e despromovido, Baía tornou-se campeão nacional pela 10ª vez, feito superado apenas pelos onze títulos do grande Eusébio. Na época passada, Nuno Ribeiro, dito Maniche (com um só “n”) por ter sido, na juventude e quando júnior do Benfica, émulo de um dinamarquês alto e louro assim chamado (embora com dois “nn”), fez oito jogos pelo Chelsea FC, vencedor da Barclays Premier League, mas não passou a ostentar o título de campeão inglês. Oito jogos não chegam para tal. Cinco minutos chegam, e sobram, para ser campeão português. Terá o nacional porreirismo do circunspecto Prof. Jesualdo e dos regulamentos da Liga Portuguesa beneficiado o “currículo” de Baía? Terá a Liga Inglesa algo contra Maniche? A resposta à primeira questão é muito discutível; já a segunda pergunta tem resposta mais óbvia, e negativa. A Liga Inglesa não tem certamente nada contra Maniche, nem contra nenhum jogador que seja relativamente pouco utilizado numa equipa campeã. Tem, pelo contrário, porventura melhor noção das implicações da escassez do que a Liga Portuguesa.

A escassez ocupa um lugar central na teoria económica e, nesta, na teoria do valor, que estabelece os fundamentos do valor dos bens. Se não houvesse escassez, todos poderiam ter tudo o que desejam, todos os bens seriam gratuitos. Não haveria, certamente, teoria económica, nem tão pouco escolas de gestão. No entanto, os recursos disponíveis são escassos, levando à necessidade de escolher entre alternativas, optando por umas em detrimento de outras. A teoria económica mostra que os produtores com poder de

mercado têm interesse em fomentar a escassez dos produtos que oferecem. O produtor astuto sabe que deve gerar a escassez, admitidamente artificial, do seu produto, para maximizar o seu benefício. Ora a vitória nas competições desportivas é, por definição, só para o vencedor, portanto naturalmente escassa. Em jogos extremamente competitivos, como os da NBA, não há sequer empates, o que aliás também acontecia na NASL, a liga americana de futebol que precedeu a actual MLS e na qual os jogos que terminavam empatados eram resolvidos com uma originalidade chamada *shootout* e que consistia em séries em que os jogadores de cada equipa tentavam marcar golo em remates de longe com a bola em movimento. As ligas europeias de futebol não vão tão longe, mas nenhuma admite vencedores *ex-aequo*. Sendo certo que só pode haver um campeão, nos desportos colectivos é legítimo convencionar como se define quais os atletas que contribuíram com suficiente intensidade para a vitória colectiva para serem, individualmente, sagrados campeões. Uma cultura valorizadora da escassez convencionará de forma a não banalizar o estatuto de campeão. Com isso valorizará o estatuto, da mesma forma que um produtor monopolista valoriza o seu produto ao abster-se de produzir. Aqueles que, tendo dado uma contribuição marginal para a vitória colectiva, não forem sagrados campeões, ficarão provavelmente tristes. Mas a Liga cujos regulamentos sagram campeão tanto aquele que jogou alguns minutos num jogo já decidido como os esteios da equipa campeã, presentes e decisivos nos jogos fundamentais, destrói o valor do feito que quer premiar. O porreirismo, ao coroar todos, premeia cada um com um galardão empobrecido. E não motiva os menos utilizados a cederem-se de forma a merecerem a escolha do treinador sistematicamente, e não por especial favor em qualquer mão-cheia de minutos sem relevância para o resultado final.

Com o Futebol Clube do Porto bicampeão e confortavelmente instalado na posição cimeira do futebol nacional, pode pensar-se que não seria difícil a Baía igualar Eusébio como o jogador português mais vezes campeão nacional. Bastariam dois ou três minutos na última jornada de um próximo campeonato ganho pelos dragões, depois de uma temporada confortavelmente passada no banco dos suplentes. Mas Baía já anunciou a sua retirada. Os campeões sabem o valor da escassez.

#8

JORNAL DE NEGÓCIOS 23 DE OUTUBRO DE 2007

O Parente Pobre

Em discussões sobre crescimento e desenvolvimento económicos, o sistema financeiro parece ser um parente pobre, vaga e relutantemente reconhecido como da família mas ausente dos salões nobres. Salvo melhor juízo, esta postura não se justifica.

O impacto do sistema financeiro no crescimento está longe de ser consensual, quer entre economistas quer entre analistas económicos. Em 1984, Meier e Seers editaram, sob a égide do Banco Mundial, o clássico *Pioneers in Development* (Oxford University Press) que, como o nome sugere, é uma colectânea de ensaios sobre desenvolvimento económico, com contribuições de três Prémios Nobel (Lewis, Myrdal, Tinbergen), no qual não foi possível, até à data, encontrar uma linha sobre finanças ou sistema financeiro. Na sua intervenção no Compromisso Portugal em Setembro de 2006, António Mexia e José Maria Ricciardi listaram 18 “iniciativas concretas” implementáveis a curto prazo para aumentar a produtividade da economia portuguesa. Nenhuma se refere a finanças, ou ao sistema financeiro, não obstante um dos proponentes ser presidente de um reputado banco de investimento, a cujos quadros aliás o outro proponente pertenceu na juventude, com destaque reconhecido.

Em discussões sobre crescimento e desenvolvimento económicos, o sistema financeiro parece ser um parente pobre, vaga e relutantemente reconhecido como da família mas ausente dos salões nobres. Salvo melhor juízo, esta postura não se justifica.

A literatura da especialidade oferece amplas comprovações empíricas de que (a) países com sistemas financeiros mais desenvolvidos tendem a crescer mais depressa, entendendo-se por “sistemas financeiros mais desenvolvidos” sistemas com bancos detidos pelo sector privado e bolsas de valores líquidas, (b) sistemas financeiros desenvolvidos aliviam as restrições de financiamento que impendem sobre a expansão de empresas e indústrias. Assim sendo, as implicações de política parecem óbvias, e vão no sentido de dedicar algum tempo ao estudo da forma como um país pode desenvolver um sistema financeiro funcional, e de que alterações legais e regulamentares proporcionariam a emergência de sistemas (e intermediários) financeiros catalisadores do crescimento económico.

A evidência empírica acumulada ao longo de muitos anos de investigação deste tópico, cujo precursor terá sido Walter Bagehot, editor (e genro do fundador) do *“Economist”*, no seu livro de 1873 *Lombard Street: a description of the money market*, mostra que quer os mercados de crédito quer os mercados de acções têm impacto independente no crescimento. Trabalho recente do Prof. Luigi Zingales, do NBER e da Universidade de Chicago, mostra adicionalmente, recorrendo a dados italianos, que, mesmo num ambiente de integração dos mercados financeiros, o desenvolvimento do mercado financeiro doméstico (a) aumenta a probabilidade de criação de novas empresas (b) aumenta a concorrência e (c) promove o crescimento. Sem surpresa, a investigação do Prof. Zingales indica que estes efeitos estão inversamente relacionados com a dimensão das empresas, já que as maiores (e só elas...) podem suprir deficiências do sistema financeiro doméstico com recurso aos mercados internacionais. Outro resultado interessante, atribuível aos Professores Ross Levine, da Universidade Brown, e Sara Zervos, do Banco Mundial, é o facto de a capitalização bolsista ser, de per si, irrelevante para o crescimento; é o nível de transacções em bolsa que tem impacto, ou seja, a capacidade de trocar direitos de propriedade nos activos reais da economia. De pouco, ou nada, serve uma bolsa com grandes empresas cotadas, mas sem transacções. Uma outra contribuição do Prof. Zingales, em coautoria, como habitualmente, com o seu colega de Chicago Raghuram Rajan, mostra que os benefícios do desenvolvimento do sistema financeiro não tendem a ser homogeneamente distribuídos entre indústrias, mas antes a concentram-se nas indústrias capital intensivas, ditas por Rajan e Zingales *heavy users* de capital exógeno.

A literatura que explora as implicações de política económica destas pesquisas é, também, vasta. Como sempre em questões de política, o consenso é menor. Ainda assim, podemos arriscar um conjunto de medidas: investir na protecção dos accionistas minoritários das empresas cotadas, eliminar a presença pública como accionista no sistema bancário (neste particular, veja-se o influente artigo de 2002 dos Professores La Porta, de Dartmouth, López de Silanes, de Amsterdão e Shleifer, de Harvard, no *“Journal of Finance”*), investir na supervisão bancária, abrir o sistema bancário à concorrência internacional. É fácil, é barato, e pode dar milhões.

#9

JORNAL DE NEGÓCIOS 4 DE MARÇO DE 2008

A República dos Faquires

Sem discutir quais são os mecanismos no processo de eleição do Chefe de Estado que garantem exactamente a escolha de indivíduos particularmente capazes para as funções que lhes vão ser confiadas, admitamos que um Chefe de Estado hereditário poderá ser um homem (ou mulher) decente, um ditante ou um louco perigoso.

A passagem do centésimo aniversário do regicídio de 1 de Fevereiro de 1908, e as cerimónias que a assinalaram, trouxeram a questão do regime ao primeiro plano, um plano no qual habitualmente se não encontra. Mais do que a discussão, o leque de reacções às sóbrias cerimónias evocativas planeadas foi interessante, e revelador. Foram tomadas posições vigorosas quanto à possibilidade de intervenção naquelas de uma banda militar, que acabou por não ocorrer, e um voto de pesar proposto na Assembleia da República não mereceu aprovação. Se bem entendi, estas posições terão decorrido da vontade de proclamar a natureza axiomática do regime republicano: não se discute, é como é, e há que minar qualquer iniciativa que, deliberadamente ou não, seja, ou possa ser, interpretada como sugerindo simpatia por um regime diverso do vigente.

Curiosamente ausente da discussão esteve a optimalidade do regime, ou seja, uma análise dos seus custos e benefícios, porventura o tema mais interessante. Dirão alguns que este não é problema económico, e outros que se dispensam as análises “economicistas” (vocábulo cujo significado me escapa, não obstante a sua abundante utilização) do regime político. Ora não há, salvo melhor opinião, problemas económicos, mas sim soluções económicas para problemas, como escreveu o inglês Ronald Coase, Prémio Nobel da Economia em 1991 pelas suas inspiradoras análises da economia do direito e da propriedade. Os americanos Gary Becker, Douglass North, Robert Fogel e Herbert Simon foram também galardoados com o Nobel (da Economia...) pelos seus estudos em áreas tão variadas como análises (económicas) do crime, da discriminação, da família, da evolução das instituições e da estrutura psicológica da escolha humana.

Assim sendo, não deixa de ser estranha a votação ao ostracismo da discussão de uma solução económica para o problema da chefia do Estado, que além de tudo oferece poucas alternativas ao estudo: por um lado, o modelo republicano de eleição do chefe de Estado (com duas variantes, a eleição directa como acontece actualmente entre nós, ou uma eleição indirecta por parlamentares eleitos directamente), e por outro o modelo monárquico de sucessão dinástica. Para nos concentrarmos nos méritos relativos das duas alternativas, admitamos, à boa maneira da análise económica, tudo o resto constante, ou seja, a eleição directa e democrática de um Parlamento do qual emane um governo investido em funções executivas, como sucede actualmente no nosso país. Os defensores menos analíticos dos regimes republicanos tendem a afastar liminarmente a discussão da alternativa monárquica para a chefia do Estado por decorrência do pressuposto de que o acesso a todas as funções de Estado deve ser possível a todo e qualquer cidadão. Sendo que, na alternativa monárquica, tal não sucede, dado que ao Rei ou Rainha sucede o seu filho ou filha, e não pode ser filho, ou filha, de Rei ou Rainha quem quer, fica o assunto resolvido, e, por via das dúvidas, ficam as bandas militares impedidas de tocar em cerimónias evocativas do centenário da morte de um chefe de Estado da variante Rei.

Uma perspectiva económica do assunto é ligeiramente diferente, e deve basear-se na interrogação séria sobre os benefícios do pressuposto em causa. Ao abrir a possibilidade de chefiar o Estado a todo e qualquer um, preterimos uma solução de monopólio (da dinastia reinante) em favor de uma solução teoricamente de concorrência, entre todos os cidadãos. Sem discutir a concretização prática desta teórica possibilidade de todo e qualquer cidadão ascender à chefia do Estado, discutamos os seus efeitos: o chefe de Estado eleito exerce a chefia do Estado temporariamente, enquanto que o chefe de Estado hereditário o faz vitaliciamente, e é sucedido por um seu descendente. Deste facto decorrem incentivos diversos: o chefe de Estado hereditário tende a preocupar-se mais do que o chefe de Estado eleito com os efeitos a longo prazo das suas decisões. Da mesma forma, o proprietário

de um activo tende a cuidar melhor dele do que um zelador contratado temporariamente. Dir-se-á que esta orientação para o longo prazo não é compensada pela possibilidade de o chefe de Estado hereditário ser, por força genética, menos capaz para o exercício das funções do que um chefe de Estado eleito. Sem discutir quais são os mecanismos no processo de eleição do chefe de Estado que garantem exactamente a escolha de chefes de Estado particularmente capazes para as funções que lhes vão ser confiadas, admitamos que um chefe de Estado hereditário poderá ser um homem (ou mulher) decente, um diletante inofensivo ou um louco perigoso. Os loucos perigosos tendem a ser afastados pela própria dinastia que os gera pelos efeitos nefastos que causam aos interesses desta, e, se o não forem, podem, e devem, sê-lo pelos mecanismos de *impeachment* habituais até nos regimes republicanos. As duas outras possibilidades não são, salvo melhor opinião, perigosas, e sugerem apenas a definição constitucional apropriada das funções do chefe de Estado, muito provavelmente com um grau de abrangência bem inferior ao consagrado na actual Constituição da República Portuguesa.

Segundo consta, os faquires repousam confortavelmente em camas de pregos. Daí não vem mal, nem aos faquires nem ao mundo. Pior será uma hipotética República dos Faquires, em que a possibilidade de discutir materiais alternativos para as camas de cada um seja vedada.

#10

JORNAL DE NEGÓCIOS 24 DE JUNHO DE 2008

Famílias Empresariais

A acumulação bem sucedida de capital requer uma perspectiva de longo prazo e o conforto e a motivação de trabalhar para as gerações vindouras. Algo natural em famílias empresariais, um conceito com mais futuro do que as empresas familiares.

Joseph A. Schumpeter, nascido em 1883 na Morávia (hoje a parte oriental da República Checa, então parte do Império Austro-Húngaro) numa família aristocrática e falecido em 1950, foi provavelmente o maior economista do século passado. No seu país natal, foi Ministro das Finanças, professor nas Universidades de Graz e Bona e presidente de um banco, e publicou a sua primeira grande obra, “Teoria do Desenvolvimento Económico”, em 1911, aos 28 anos. Em 1932, logo após a subida de Hitler ao poder, radicou-se nos Estados Unidos, onde ensinou em Harvard e publicou, em 1942, o monumental “Capitalismo, Socialismo e Democracia”, ponto alto da sua carreira americana. Este livro inicia-se com uma admirável análise da doutrina marxista, que Schumpeter é insuspeito de professar, para passar à questão das possibilidades de sobrevivência do capitalismo. Não obstante a sua lúcida crítica da doutrina marxista, Schumpeter, escrevendo na ressaca da depressão de 1929, conclui da mesma forma que Karl Marx relativamente ao futuro do capitalismo. Na secção final do capítulo que dedica às possibilidades de sobrevivência deste, sugestivamente intitulada “Decomposição”, ressalva com sageza alguns factores que entende poderem constituir a esperança do sistema capitalista. Entre estes, destaca (tradução livre, ênfase nossa) “(...) a sobrevivência das tradições – e a propriedade familiar de posições de controle em empresas – ainda fazem os executivos comportar-se como os proprietários-gestores de outrora (...)”.

Em Schumpeter, o controle da empresa com capital disperso por núcleos familiares não é uma limitação, mas antes a tábua de salvação que vislumbra para o sistema. Estamos muito longe da perspectiva depreciativa do que os americanos chamam *mom & pop companies*, empresas “familiares” no sentido de serem detidas e geridas por pessoas ligadas por laços familiares, tendencialmente com recurso nulo às modernas técnicas de gestão que os gestores profissionais aprendem nas escolas de gestão, e aplicam nas grandes empresas de capital disperso geridas por uma tecnocracia sem

participação significativa no capital das empresas que administra, primeiro caracterizada (em 1932) no livro fundador do estudo da *corporate governance*, *The Modern Corporation and Private Property* dos americanos Adolf Berle e Gardiner Means.

É verdade que às *mom & pop companies* pouco resta para além do fim às mãos da concentração e das economias de escala que necessariamente acompanham o crescimento económico. Sem pôr em causa este fado, Schumpeter via com preocupação, pelo impacto que entendia existir sobre o futuro do sistema capitalista, a progressiva perda do carácter pessoal da função de empreender. Para Schumpeter, a essência do capitalismo é um processo de transformação a que chamou inspiradamente “destruição criativa”, actividade que via como responsável pelos ciclos de expansão e recessão característicos do sistema capitalista. O especialista treinado para gerir não é treinado para inovar, mas sim para executar com eficiência, e eventualmente bloquear a visão criadora do empreendedor menos dotado tecnicamente, mas que não sofre de *paralysis by analysis*. A tecnocracia encarregue de gerir os grandes conglomerados tem um conflito de interesses claro com os accionistas, pois detém o controle da gestão sem deter a propriedade. Dos accionistas, mesmos dos maiores, não se poderá pedir que tenham a mesma atitude perante as suas empresas do que os empreendedores que as fundaram, controlaram e geriram inicialmente. Nas palavras de Schumpeter (tradução nossa): “A sociedade anónima moderna, criação do processo capitalista (...) atrofia inelutavelmente o âmbito da motivação capitalista (...) e eventualmente matará as suas raízes”. O quadro de empresa moderno, treinado, e porventura condicionado, numa lógica de racionalismo individual, dificilmente acolherá a ética capitalista original de trabalhar para a acumulação futura de capital, mesmo que os benefícios a colher sejam colhidos por outrem. Esta lógica, se dificilmente pode sobreviver numa “Berle-Means *corporation*” com separação total de propriedade e gestão, pode paradoxalmente vingar em sociedades com escala e com o capital disperso, mas núcleos de controle familiares. A acumulação bem sucedida de capital requer uma perspectiva de longo prazo, e o conforto e a motivação de trabalhar para as gerações vindouras. Algo natural em famílias empresariais, um conceito com mais futuro do que as empresas familiares.

#11

JORNAL DE NEGÓCIOS 16 DE DEZEMBRO DE 2008

A Dívida, um Desígnio Nacional?

Medidas tendentes a favorecer também a capitalização das empresas não financeiras portuguesas arriscar-se-iam a ter mais e melhor impacto do que medidas conducentes à capitalização apenas dos bancos.

A identificação de um, ou vários, desígnios nacionais, suficientemente consensuais para merecerem a designação, não é evidente. A resposta à crise que o Outono trouxe consigo permite pensar que, a existir um, se trata, surpreendentemente, da dívida. De facto, parece haver consenso, pelo menos entre os nossos sucessivos governantes, quanto à desejabilidade de fomentar o endividamento.

Se não, vejamos. Começemos pela dívida pública. Desde 2003 que excede 60% do PIB, quando em 1980 andava em torno de 20% deste. A dívida das famílias também tem progredido bem. De acordo com dados do Banco de Portugal, esta era de 19,5% do respectivo rendimento disponível em 1990, de cerca de 89% do mesmo indicador no final de 2000 e de 124%, ainda e sempre do rendimento disponível, em 2006. O crédito às empresas (não financeiras) ultrapassou 100 mil milhões de euros em Novembro de 2007, e na última contagem ia em bom ritmo, ligeiramente acima de 110 mil milhões.

Poder-se-ia argumentar que tal sucede apesar da vontade dos governantes. Olhando ao pacote de medidas lançadas, com aplauso generalizado da oposição, para combater a crise vigente, não parece. Detecta-se sem dificuldade uma vontade firme de fomentar mais endividamento das empresas. Assim, a Lei 60-A/2008, de 20 de Outubro, criou um aval da República Portuguesa a bancos com sede em Portugal, com um limite de €20.000 milhões, para aplicação em operações de financiamento e refinanciamento, e, a 25 de Novembro, esta medida foi seguida pela aprovação parlamentar de uma linha de €4.000 milhões para recapitalização dos bancos portugueses. Uma e outra medida foram justificadas pela necessidade de criar condições para que os bancos possam continuar a financiar empresas e particulares. Dada a natureza da actividade bancária, este financiamento traduzir-se-á na concessão de (mais) crédito. Deixando o endividamento dos particulares para melhor oportunidade, a teoria financeira que as escolas de gestão ensinam reconhece vantagens no endividamento das empresas, a saber os seus efeitos benéficos (em condições adequadas de rentabilidade operacional) no retorno proporcionado aos

accionistas e na carga fiscal. Naturalmente, também alerta para as desvantagens: o endividamento introduz custos fixos na actividade, e, por via destes, risco de insolvência. O americano Robert Higgins, professor na Universidade de Washington, publicou em 1977 um artigo clássico (*"How Much Growth can a Firm Afford?"*, *Financial Management*, Outono), no qual concluiu que, se uma empresa aderir a objectivos de estrutura de capital e de política de dividendos, há uma única taxa de crescimento que pode atingir – a que Higgins chamou a “taxa de crescimento sustentável” – dados os níveis de rentabilidade e produtividade acessíveis à empresa e sem que se proceda a injeções de capital pelos accionistas. Para crescer mais do que a sua taxa sustentável, uma empresa tem de atingir mais altos patamares de rentabilidade e produtividade, solicitar entradas de capital aos accionistas, ou, alternativamente, desviar-se dos seus objectivos de estrutura financeira (contraíndo mais dívida) e/ou de política de dividendos (pagando menos aos seus accionistas). Naturalmente que não é possível distribuir menos de zero dividendos, mas é viável, em princípio, contrair mais dívida. Basta para tal que existam bancos disponíveis para mutuar mais fundos. A opção pelo sacrifício do objectivo de estrutura financeira, introduzindo mais dívida, resulta em mais custos fixos financeiros, e consequentemente menores margens líquidas. A prazo, esta opção gera menor autofinanciamento, a compensar eventualmente com mais endividamento, e assim sucessivamente até que as margens desapareçam de todo. Em suma, existem (quase) sempre benefícios associados ao endividamento, mas os capitais próprios são indispensáveis a um crescimento sustentável, e endividamento excessivo corrói os capitais próprios das empresas. A esta constatação acresce a necessidade de ponderar a situação conjuntural: os benefícios do endividamento variam inversamente com os níveis de “spreads” praticados pelo mercado (e estes têm testado níveis históricos...) e com a incerteza sobre as necessidades de financiamento futuras (e muitos analistas mais dados ao alarmismo sensacionalista têm sido pródigos a classificar a actual conjuntura como a mais grave desde a Grande Depressão...). Tudo aponta para relativamente menos dívida, e, portanto, relativamente mais capital próprio. Medidas tendentes a favorecer também a capitalização das empresas não financeiras portuguesas arriscar-se-iam a ter mais e melhor impacto do que medidas conducentes à capitalização apenas dos bancos. Tenhamos esperança. Talvez possam vir no trenó do Pai Natal. Uma ou duas também não prejudicariam assim tanto o desígnio nacional.

#12

OJE
24 DE JANEIRO DE 2009

Cigarras e Formigas

Aos mercados internacionais, como à formiga da outra fábula, a nossa cigarra promete pagar juro e capital. É sabido que a formiga da história original mandou a cigarra dançar, já que cantara no Verão em vez de bulir

Depois de suplementado, e mesmo não rectificado, o Orçamento do Estado para o ano em curso consagra mais despesa pública para aquecer a tiritante economia nacional. Esta despesa adicional foi apresentada pelo Governo como possível e desejável. Possível, porque o alegado “reequilíbrio orçamental” dos anos anteriores terá criado uma alegada “folga” para usar em caso de necessidade, à maneira da laboriosa formiga que amealha no Verão para ter o que comer no Inverno. Desejável, porque os tempos que se atravessam são de rigorosa invernia. Dito assim, parece tão bem quanto a fábula de Esopo recontada por La Fontaine. Mas a formiga desta história não amealhou no Verão. O orçamento do Verão apresentava despesa superior à receita – era deficitário -, e o do Inverno apresenta despesa ainda mais superior à receita – é ainda mais deficitário. O insecto desta história não é uma laboriosa formiga, mas antes uma canora cigarra – que cantou no Verão e se prepara para cantar ainda mais no Inverno. Claro que tem de se alimentar, e vai necessariamente ter para tal de interpelar alguma esforçada formiga – que nesta história é, não uma vizinha, mas o mercado financeiro internacional. Aos mercados internacionais, como à formiga da outra fábula, a nossa cigarra promete pagar juro e capital. É sabido que a formiga da história original mandou a cigarra dançar, já que cantara no Verão em vez de bulir. Na história que vivemos as formigas têm uma sábia conselheira chamada Standard & Poor’s e não mandam a cigarra dançar. Mais subtis, veêm a conselheira baixar-lhe o *rating*, e aceitam promessas de retorno de capital, desde que com juro acrescido de forma a compensar a falta de diligência na época estival, convenientemente traduzida no *rating* diminuído. A moral da história da nossa infância é que os que não pensam no dia de amanhã pagam um preço alto pela sua imprevidência. A moral da história do nosso presente é que os que produzem *deficits* crescentes como se tal fosse a panaceia universal farão as próximas gerações pagar um preço alto.

#13

OJE
13 DE MARÇO DE 2009

Do Estado da Banca à Banca do Estado?

Se os burocratas não são bons banqueiros em tempos de vacas gordas, não se vê porque o serão após o emagrecimento das ditas.

A crise financeira global que atravessamos abalou a confiança de muitos no capitalismo, bem como nas políticas económicas e financeiras que nos habituámos a considerar razoavelmente consensuais. No calor da refrega, muitos governos, de ambos os lados do Atlântico, tomaram medidas sem precedentes no sistema bancário, proporcionando blanket guarantees a depositantes de alguns bancos, intervindo em reestruturações extensivas de outros, com tomada de posições accionistas por vezes substanciais, assegurando directamente crédito a empresas e, mesmo, pura e simplesmente nacionalizando bancos em dificuldades. Poderíamos pensar estar perante uma mudança de paradigma: se, quando há dificuldades, a intervenção apropriada é do tipo a que temos assistido, não seria mais simples vedar à banca à iniciativa privada, quer em dias de chuva quer em dias de sol? Esta questão, que provocaria respostas negativas pontuadas por risos sardónicos há pouco tempo, ganhou hoje estatuto de pergunta para ser levada a sério. Em Portugal, este equacionar de uma mudança de paradigma reveste a natureza de paradoxo: em 1975 e 1976, a República nacionalizou 15 bancos, e entre 1989 e 1996, privatizou nove, depois de ter procedido a combinações mais ou menos aleatórias dos quinze nacionalizados e de ter gerido o pacote com resultados suficientemente desanimadores para gerar um conjunto vigoroso de defensores intrépidos da banca privada. Em 2009, nacionalizou, por enquanto, um, perante o aplauso razoavelmente geral dos defensores intrépidos das privatizações dos anos noventa. Paradoxal. Para os que mudam de paradigma com a frequência com que os leitores d'OJE mudam de camisa, duas notas soltas: (i) as crises sistémicas são acontecimentos raros, pelo que os gestores da crise não podem reivindicar experiência no assunto, com a conseqüente tendência para a táctica da "tentativa e erro"; e (ii) se os burocratas não são bons banqueiros em tempos de vacas gordas, não se vê porque o serão após o emagrecimento das ditas.

#14

JORNAL DE NEGÓCIOS 29 DE SETEMBRO DE 2009

Deitar o Bebê Fora com a Água do Banho

Todos, mesmo os que defendem um Estado mais pequeno do que o que temos, querem intervir, e parecem achar indispensável explicar aos eleitores exactamente como o vão fazer.

A campanha eleitoral para as eleições de 27 de Setembro trouxe ainda mais à atenção de todos a conjuntura económica. Ouvimos falar, com ênfase maior do que a habitual, na variação trimestral do Produto Interno Bruto, no “início do fim da crise”, e da forma como tal desejado evento radicava, ou não, na política económica do Governo. Fomos brindados, em renhidos debates televisivos diários, com descrições mais ou menos claras das diferentes políticas económicas defendidas pelos partidos com representação parlamentar. Diferenças à parte (mais ou menos investimento público, mais ou menos concentração nessa mítica entidade que é a “pequena e média empresa”, subida, manutenção ou descida dos impostos), os partidos – da Esquerda à dita Direita – convergiram num aspecto: todos parecem estar convencidos de que a mão visível do Estado é indispensável para pôr a economia nos trilhos. Todos, mesmo os que defendem um Estado mais pequeno do que o que temos, querem intervir, e parecem achar indispensável explicar aos eleitores como exactamente o vão fazer. Os partidos mais à Esquerda, cavalgando a onda do “fim do capitalismo” alegadamente anunciado pela “crise mais grave dos últimos oitenta anos”, defenderam com a agressividade habitual nacionalizações generalizadas, algo impensável, por exemplo na campanha para as legislativas anteriores. Em suma, assistimos a um debate em que, como sempre, uns advogam mais Estado do que outros, mas com uma deslocação da origem da escala no sentido de todos, sem excepção, quererem mais Estado do que queriam em campanhas anteriores. Ouvimos falar com um vigor invulgar de John Maynard Keynes e de Karl Marx, frequentemente de forma a deixar claro que o orador não fazia a menor ideia do que estes respeitabilíssimos economistas escreveram. Alusões a Adam Smith e Milton Friedman estiveram ausentes, talvez por se entender que não contribuiriam para a angariação de votos, que é a razão das campanhas eleitorais. Na melhor tradição do *dirigisme* francês, ouvimos, no intervalo dos debates nacionais, o Presidente da República Francesa Nicolas Sarkozy afirmar pujantemente que a França não contrataria bancos que pagassem bónus “excessivos”, seja lá o que isso for, aos seus *traders*.

Concluída a campanha, e distribuídos os votos, afigura-se útil olhar para o outro lado da história no que à governação das empresas diz respeito. Ficámos a saber que uma boa parte dos políticos portugueses advoga hoje às claras – no seu íntimo, sempre terá sido assim – a nacionalização pura e dura de tudo o que mexe, leia-se gera lucros. Não será, certamente, por causa do magnífico desempenho da República enquanto foi dona da maioria das empresas portuguesas, mas a ideologia tem razões que a razão desconhece. Os restantes estão preocupados com o que a professora da UCLA Naomi Lamoreaux, em excelente e recente artigo no número da Primavera da *Business History Review* (“*Scylla or Charybdis? Historical reflections on Two Basic Problems of Corporate Governance*”) designa o problema “tipo I” de governação societária: a expropriação de gente boa e incauta (pequenos accionistas, trabalhadores, o erário público forçado a intervir para reparar danos) por pouco escrupulosos gestores movidos pela ganância (de que o arquétipo é o Gordon Gekko que Michael Douglas tão bem interpretou quando Oliver Stone ainda se não dedicava a filmar vociferantes políticos sul-americanos). A preocupação com estes malefícios é tão grande no discurso que obscurece totalmente o problema que Lamoreaux designa “tipo II”: a expropriação da mesma gente boa e incauta por burocratas e gestores públicos, digamos, não irrepreensíveis (exemplos ainda não disponíveis em “Hollywood *motion picture*”, ainda que se possa talvez encontrar bom material exemplificativo no arquivo da RTP de 1975 até ao princípio dos anos noventa). Os dois tipos de problemas são insusceptíveis de resolução simultânea: quanto mais os capitalistas (ou seja, aqueles que investem capital – a parte da riqueza que é destinada pelos seus detentores a reproduzir-se, e assim fazendo a provocar o tão almejado crescimento do PIB) conseguirem proteger as suas empresas da confiscatória mão visível do Estado, menos vão poder esperar que o Estado os proteja de gestores *à la* Gekko. Um problema conceptualmente idêntico ao do agricultor que sabe que não pode pedir sol na eira e chuva no nabal. Ora o clima económico, na Europa Continental, é caracterizado historicamente por um envolvimento profundo dos Estados nos negócios e nas empresas. A conjuntura económica que atravessamos exarcebou esta característica, mesmo no discurso dos políticos ditos de “direita” e “liberais” ou, mais subtilmente, “neo-liberais”. Esperamos que a ideia não seja deitar o bebê fora com a água do banho.

#15

JORNAL DE NEGÓCIOS 23 DE FEVEREIRO DE 2010

Os Santos não têm Rating

As agências de *rating* vêm de longe, surgiram porque eram necessárias ao bom funcionamento de um mercado que é essencial, e não estão para desaparecer. Pode argumentar-se que avaliaram mal os riscos antes da crise de 2007. É um facto, e não foi a primeira vez.

A obra prima de William Somerset Maugham *Of Human Bondage* recebeu, nas suas traduções portuguesas, o título “Servidão Humana”. Nela, o protagonista Philip Carey, marcado por uma deficiência congénita e por uma educação severa ministrado por um tio ríspido, leva uma paixão ao extremo e torna-se um quase escravo da sua amada (aliás, a versão brasileira do filme homónimo de 1946 intitulou-se “Escravo de uma Paixão”).

Os valores mobiliários representativos de dívidas dos seus emitentes designam-se em português “obrigações”, e em inglês “*bonds*”. O historiador inglês Niall Ferguson, no seu magnífico *The Ascent of Money*, intitula com subtileza o capítulo que dedica às obrigações “*Of Human BONDage*”. Este novo sentido para a “servidão humana” poderá afigurar-se exagerado aos menos versados em matérias financeiras. Poderá, mas não o é. Todos, quer queiramos quer não, com ou sem o sabermos, dependemos dos mercados de obrigações. Tal como o Carey de Maugham se tornou substancialmente um servo da sua paixão, a raça humana evoluiu para um estado de submissão ao mercado de obrigações. As razões são duas: as poupanças que hão-de, depois de adequadamente investidas e rentabilizadas, assegurar o pagamento das reformas dos cidadãos, estão maioritariamente investidas nestes mercados (porque a combinação de rentabilidade e risco que proporcionam é geralmente tida como apropriada para aplicações onde se exige uma exposição moderada ao risco), e é nestes mercados que se estabelece o preço da dívida pública, a partir do qual é estabelecido o preço do dinheiro para todo e qualquer uso, do investimento mais estruturante à aplicação de tesouraria mais banal. Desta forma, o preço de todos os activos, das acções às casas, depende do mercado de obrigações. A vida de todos nós é muito – mas mesmo muito – influenciada pelo que se passa num mercado suficientemente sofisticado para o seu funcionamento ser ininteligível para a grande maioria de nós.

Os mercados de obrigações são, assim, essenciais; o seu bom funcionamento é crucial para que o sistema financeiro trabalhe, e, conseqüentemente, para que a esfera real da economia possa prosperar. Neste contexto, é essencial que os investidores nestes mercados possam aceder à informação relevante para a fixação das taxas de juro apropriadas. Ora estes mercados são impessoais: do lado da procura estão muitos investidores, uns mais sofisticados do que outros, e do da oferta estão os Estados e as empresas que carecem de financiamento para os seus *deficits*. Entre uns e outros, não há troca de informação e contacto do tipo da que é exequível entre um banco e o seu cliente. Para obviar a esta limitação existe o *rating*, ou notação de risco na, sempre mais extensa, designação portuguesa. O objectivo do *rating* é classificar, de forma sintética e acessível ao investidor potencial subscritor de emissões de dívida não intermediada por bancos, a capacidade de cumprimento do serviço da dívida (juros e amortização de capital) de um emitente. Esta classificação diz sempre respeito a uma emissão concreta, e é um instrumento específico de mercados de obrigações, que se caracterizam, do ponto de vista dos investidores, pela disponibilidade de apenas informação pública. As agências de *rating*, pelo contrário, têm normalmente acesso a informação confidencial, permitindo em princípio a redução das assimetrias de informação entre emitente e subscritor, através da disponibilização de uma “nota” cuja divulgação não põe em risco a confidencialidade da informação, pois as agências de *rating* assumem um dever de sigilo.

Em termos históricos, as agências de *rating* de hoje foram precedidas pelas companhias de informações comerciais, situando-se a primeira em Nova Iorque em 1837. Esta companhia viria a ser adquirida por Robert Dun, e posteriormente fundida com uma agência fundada em 1849 por John Bradstreet para dar origem à Dun & Bradstreet, que, tal como hoje, prestava informações sobre comerciantes. No dealbar do século passado (em 1909) John Moody apresentou a primeira notação de uma emissão de obrigações, no caso de uma companhia ferroviária, sendo posteriormente acompanhado pela Poor’s Publishing Co. (em 1916), Standard Statistics Co. (em 1922) e Fitch Publishing Co. (em 1924). A Standard & Poor’s resultaria de uma fusão em 1941.

As agências de *rating* vêm de longe, surgiram porque eram necessárias ao bom funcionamento de um mercado que é essencial, e não estão para desaparecer. Pode argumentar-se que avaliaram mal os riscos antes da crise de 2007. É um facto, e não foi a primeira vez. A literatura financeira mostrava claramente, bem antes de 2007, que, muito embora as agências fossem fiáveis quanto a ordenar adequadamente os riscos, pois os *yields* de mercado seguiam de perto os *ratings* atribuídos e a percentagem de incumprimentos variava inversamente com a notação, acusavam limitações quanto à avaliação do risco de crédito em termos absolutos, pois as frequências de incumprimento por categoria de notação revelavam-se muito instáveis no tempo. Em circunstâncias excepcionais como as de 2007, essa instabilidade foi muito mais pronunciada, o que não significa que se deva, ou possa, remeter as agências de *rating* para a categoria das inutilidades. Os Santos podem não ter *rating*, mas as empresas – e as Repúblicas... – endividadas que o não tenham de bom nível sofrerão as consequências.

#16

JORNAL DE NEGÓCIOS 16 DE MAIO DE 2010

Dez de Maio

Dez de Maio é, desde o passado dia dez de Maio, uma data importante. No olho da tempestade que vem assolando a débil economia nacional, o índice que espelha o comportamento da setecentista Bolsa de Lisboa – o PSI20, sendo “PSI” a sigla de “*Portuguese Stock Index*” e “20” o número de empresas que integram o índice - registou a maior subida, num só dia, da sua já longa história.

Houve, certamente, uma razão ponderosa para este evento raro. À curta distância a que estamos, a generalidade dos analistas aponta para uma reacção muito favorável ao anúncio da decisão da União Europeia (ou de Nicolas Sarkozy...) de um pacote extraordinário de €750.000 milhões para acudir às economias europeias geralmente designadas por um acrónimo que faz lembrar pocilgas (e sobre as quais não há país cujos bancos tenham mais créditos do que a pátria de Sarkozy...). A favor desta interpretação, o facto de os índices das Bolsas dos países beneficiados, efectiva ou potencialmente – Atenas, Lisboa, Madrid, Milão – terem, sem excepção, tido ganhos pujantes. O lisboeta PSI20 subiu 10,7%, o madrileno IBEX35 14,4%, o ateniense ASE20 9,8% e o milanês MIB30 11,3%. Se aceitarmos a ideia de que estas subidas coincidentes, no tempo e na magnitude, se devem à causa aludida, teremos de concluir que os sábios mercados financeiros vêm com bons olhos que as decisões de política económica em Portugal, Itália, Grécia e Espanha sejam transferidas para o eixo franco-alemão (a propósito, os bancos do país da Senhora Merkel vêm logo a seguir aos dos do país do Senhor Sarkozy na lista dos maiores detentores de dívida portuguesa, italiana, grega e espanhola...). Mais poderemos concluir que essa transferência é mais valiosa em Espanha e Itália do que em Portugal, o que até poderá ser visto como um elogio – pelo menos relativo – aos governantes portugueses; algo na linha do objectivo do pomposo Professor Queiroz, que anuncia à Nação, com ar sério, querer levar a equipa nacional às meias-finais do Mundial. Mesmo contando com a pequena vitória moral de os mercados terem reagido ainda mais entusiasticamente à transferência de soberania de dois dos nossos parceiros de desgraça, a interpretação consensual das subidas de Dez de Maio não é fantástica para a auto-estima nacional.

Há, no entanto, uma explicação alternativa mais gostosa. As subidas coincidentes das Bolsas de Lisboa, Atenas, Madrid e Milão podem, eventualmente, não ter tido a mesma causa. Ou melhor, é concebível que a subida em Lisboa tenha tido causa distinta das outras três. A razão para tal radica, por paradoxal que possa parecer, no futebol. De facto, os Campeonatos Nacionais de Portugal, Itália, Grécia e Espanha decidiram-se em fins de semana diferentes em Portugal e nos restantes três países. A jornada derradeira em Portugal jogou-se a 9 de Maio, consagrando o Benfica como campeão nacional, pela 32ª vez na história daqueles que têm na alma a chama imensa. Na Itália, na Grécia e em Espanha a jornada final decorreu uma semana depois, a 16 de Maio, e, tal como em Portugal, os campeões espanhol e italiano, Barcelona e Inter respectivamente, só foram conhecidos na ronda final. É verdade que na Grécia o Panathinaikos foi campeão na penúltima jornada, retirando o título ao Olympiakos na primeira época em que conseguiu a proeza de apresentar uma equipa onde pontificavam dois jogadores – Giorgios Karagounis e Kostas Katsouranis - que haviam conhecido a suprema honra de vestir a camisola do Benfica, mas garantiu o título apenas no dia 11, quando venceu por 2-0 o Iraklis, poderosa equipa onde o Professor Queiroz foi encontrar um dos guarda-redes que leva à África do Sul. Assim sendo, não pode ter sido a vitória do Panathinaikos a responsável pela subida estrondosa do ASE20 no dia 10. Porém, a subida do PSI20 pode, sem falácia, ser atribuída à vitória do Benfica; é mesmo a única, entre as subidas das bolsas dos países que o Senhor Sarkozy e a Senhora Merkel tomaram sob sua protecção, que pode ser remetida, com alguma razoabilidade, para causa distinta do paternalístico pacote dos €750.000 milhões. A amostra é notavelmente pequena para inferências estatísticas dignas desse nome, mas vale a pena manter a hipótese em carteira. Se vier a haver confirmação, não será destituído de sentido ponderar mudar ligeiramente o nome do índice nacional, de “*Portuguese Stock Index*” para “*Papoilas Saltitantes Index*”. E, já agora, o número de membros de 20 para 32, com actualização sempre o que o Benfica renovar o título.

#17

JORNAL DE NEGÓCIOS 2 DE NOVEMBRO DE 2010

Juno e a Nuvem

É certo que em Maastricht se encontram as ruínas de um templo de Juno e Júpiter, e que este terá criado uma nuvem à semelhança daquela para confundir – e castigar - o crédulo criador de cavalos lxião, culpado de paixão assolapada pela deusa. Mas não consta que lxião, que tomou a nuvem por Juno, escrevesse orçamentos.

O Tratado de Maastricht foi assinado, na cidade que lhe deu o nome, no longínquo ano de 1992. Entrou em vigor em 1993, transformou a CEE em UE e lançou as bases da futura moeda europeia, imaginativamente designada Euro. Continha uma série de regras, ditas “critérios de convergência”, a que os subscritores se obrigavam voluntariamente com o objectivo, que viria a ser atingido em 1999, de juntar à União Económica uma União Monetária. No âmbito das finanças públicas, estes critérios impunham dois singelos limites superiores: um para os *deficits* orçamentais anuais – 3% do PIB – e outro para o *stock* de dívida pública – 60% do PIB. Portugal, membro da CEE desde 1986, assinou o Tratado. No ano da respectiva entrada em vigor, o *deficit* orçamental português era de 8,9% do PIB, e a dívida pública representava 59,1% deste. Portugal estava assim bem acima do limite fixado no que ao *deficit* anual diz respeito, e verificava à tangente a restrição relativa ao *stock* de dívida pública.

O *stock* de dívida pública e o *deficit* orçamental estão indissociavelmente ligados, não sendo por acaso que convivem nos critérios de convergência. De facto, o *deficit* não é mais do que a parte das despesas públicas que os impostos não cobrem. Quando há *deficit*, o *deficitário* Estado gasta mais do que os impostos que cobra, e, como tem, ainda assim, de liquidar as suas contas, vê-se compelido a, alternativamente, emitir moeda ou dívida pública ou vender activos. A República dedicou-se a esta tarefa – as privatizações - com intensidade desde 1989, e sacrificou a sua capacidade autónoma de emissão monetária em 1999 com a UEM. Deste então, podemos considerar a dívida pública portuguesa directa consequência dos *deficits* orçamentais, com a excepção única do efeito compensatório das receitas das

privatizações. Em 1993, Portugal, encostado ao limite superior admissível no que ao *stock* de dívida pública dizia respeito, só tinha duas boas soluções para preencher ambos os critérios de convergência: equilibrar o seu saldo orçamental ou continuar a privatizar com republicana gana. Os *deficits* baixaram paulatinamente até atingirem os miríficos 3% do PIB (o que aconteceu em 1997, com Guterres ao leme e Sousa Franco na casa das máquinas), sem nunca deixarem de contribuir para a acumulação de dívida pública, a qual se manteve, graças às privatizações, razoavelmente estável em percentagem do PIB, ainda que fixando-se pontualmente acima do limite de 60% em 1995 (o ano da transição, de Cavaco Silva e Catroga para Guterres e Sousa Franco), barreira que viria a furar, de baixo para cima e com vigor, de 2005 (já com Sócrates na chefia do Governo e Teixeira dos Santos em funções nas Finanças) em diante. O limite de 3% foi furado mais cedo, em 2001, após quatro anos de cumprimento, e ainda com Guterres em São Bento (e Oliveira Martins na Infante D. Henrique), conferindo à República Portuguesa a honra de ser o primeiro país membro da União a ser sujeito a um EDP (Excessive Deficit Procedure). Em 2005 Portugal, presumivelmente exausto após dois anos de cumprimento à tangente, juntou a essa honra a de ser o primeiro Estado-membro a averbar um segundo EDP.

Por esta altura alguns economistas não obliterados pelo (insustentável?) peso da governação iam apontando, descomplexadamente, o singelo problema da sustentabilidade. O Prof. António Afonso, do ISEG, publicou em 2007 um *stress test* (“*Public Finances in Portugal: a brief long-run view*”) onde demonstrava que, com uma taxa de juro para a dívida portuguesa de 4,5% e taxas de crescimento nominais anuais de 3,5% para o PIB, 0% para as receitas e -0,5% para a despesa pública primária (ambas em percentagem do PIB), a dívida pública portuguesa continuaria a subir, em percentagem do PIB, fixando-se em 70% deste em 2010. Como nem o PIB cresceu, nem a despesa primária diminuiu, nem a taxa de juro se conteve educadamente em 4,5%, a previsão falhou ligeiramente, e o “ratio” deverá ficar em 86%. No *Fiscal Monitor* de Maio deste ano editado pelos “homens sem rosto” do FMI

realiza-se igualmente um *stress test*, desta vez (sinal dos tempos...) virado para a quantificação dos requisitos para a redução dos níveis de dívida pública para níveis “prudentes” ao longo das próximas duas décadas. Para Portugal, os resultados indicam que a recuperação do maastrichiano nível de 60% em 2030 requer uma melhoria do saldo orçamental primário de 7,8 pontos percentuais entre 2010 e 2020, e a manutenção deste em +3,7% entre 2020 e 2030. Tarefa exigente, para quem parte de um saldo primário de -4%.

Muitos comentadores oporão a estes números a ideia de que os requisitos de Maastricht não são um objectivo relevante na conjuntura recessiva que atravessamos, e que podemos e devemos viver com níveis de dívida pública mais altos. Talvez possamos, mas não será a mesma coisa, como está amplamente documentado. Recentemente, Reinhart e Rogoff, no seu monumental *This Time is Different* reportaram uma diferença de 4,2 p.p. nas taxas médias de crescimento do PIB entre economias avançadas com níveis de dívida pública altos (>90% PIB) e baixos (<30% do PIB), diferença essa a favor dos países com níveis baixos de dívida pública. Já em 1982, o americano Martin Feldstein havia introduzido a ideia dos efeitos não-keynesianos dos *deficits* orçamentais, argumentando que reduções permanentes da despesa pública podem ser expansionistas se forem percebidas como indicativas de uma redução futura de impostos, e logo de maior rendimento permanente.

É certo que em Maastricht se encontram as ruínas de um templo de Juno e Júpiter, e que este terá criado uma nuvem à semelhança daquela para confundir – e castigar - o crédulo criador de cavalos Ixião, culpado de paixão assolapada pela deusa. Mas não consta que Ixião, que tomou a nuvem por Juno, escrevesse orçamentos.

#18

JORNAL DE NEGÓCIOS 26 DE ABRIL DE 2011

Expansão, Remorso, Vergonha

Este ano assistimos a um crescimento económico saudável pelo globo, a ponto de a subida das taxas directoras do BCE estar no horizonte, ao contrário de um QE3 do outro lado do Atlântico. No entanto, a economia nacional não arranca. Entrou em recessão, saiu timidamente dela, e prepara-se para remeter a recessão de 2009 à categoria de aperitivo de uma contracção mais substancial.

Não obstante as teimosas previsões oficiais em contrário, é consensual que o PIB português voltará a cair em 2011, tal como aconteceu em 2009. É a primeira vez neste século que o PIB vai cair duas vezes em três anos, e, para encontrar registo semelhante, há que recuar até aos anos da Segunda Guerra Mundial, quando o PIB caiu em 1940 e 1942.

O PIB da União Europeia a 15 também caiu em 2009, e até mais do que o nacional. Caiu igualmente em todos os anos da Segunda Guerra à excepção de 1939 e 1944. Não consta, no entanto, que vá cair em 2011. Esta falta de solidariedade do PIB europeu prejudica maldosamente a verosimilhança das muitas alegações que vamos ouvir na campanha eleitoral vindoura, responsabilizando a “crise mundial sem precedentes” pelas nossas desgraças.

Este ano assistimos a um crescimento económico saudável pelo globo, a ponto de a subida das taxas directoras do BCE estar no horizonte, ao contrário de um QE3 do outro lado do Atlântico. No entanto, a economia nacional não arranca. Entrou em recessão, saiu timidamente dela, e prepara-se para remeter a recessão de 2009 à categoria de aperitivo de uma contracção mais substancial.

Para fundamentar a sua receita de saída da recessão de 2009 os fatores da política económica portuguesa invocaram, essencialmente, Lord Keynes. Economista de méritos indiscutíveis e influência indubitável, Keynes atribuía ao consumo o papel central na explicação dos ciclos económicos. Em

traços largos, a anatomia keynesiana de um ciclo económico pode iniciar-se com uma conjuntura de expansão, na qual as empresas investem e aumentam a produção para satisfazer uma procura em crescendo. Este investimento é criador de emprego, o que estimula o consumo. Chega um momento em que o investimento começa a crescer mais depressa do que a procura. As empresas reagem, reduzindo investimento e, se não operarem com uma legislação laboral opressivamente rígida, emprego. Os capitalistas começam a exibir o que Keynes designou “preferência pela liquidez”, e aplicam o seu capital sem risco. A economia entra em recessão. Mais tarde ou mais cedo, o consumo pára de cair e a economia reequilibra-se, eventualmente com elevados custos sociais pelo caminho (que levaram Keynes a proferir a sua célebre, e frequentemente mal interpretada, frase “no longo prazo estaremos todos mortos”). Os pesados custos sociais expectáveis num ajustamento automático e lento levaram Keynes, ao contrário dos economistas, ditos clássicos, que o precederam, a defender a socialização do ciclo económico, por via de vigorosas despesas públicas nas fases baixas do ciclo que substituem o ausente consumo privado, criem emprego e façam a economia pegar de empurrão. Os supostos seguidores de Keynes, nacionais e não só, apressaram-se a corrigir os ensinamentos do mestre e a advogar, e praticar, elevadas despesas públicas quer o ciclo esteja na fase alta, quer esteja na fase baixa.

Outros reputados economistas ofereceram explicações alternativas para os altos e baixos da economia. Schumpeter, com a sua “destruição criativa”, preferiu dar o papel principal ao investimento, em detrimento do consumo. O menos conhecido Hyman Minsky, um judeu americano de origem bielorrussa que teve Schumpeter como orientador no seu doutoramento em Harvard, preferiu acentuar o papel do sistema bancário. A sua teoria, que, sugestivamente, ficou conhecida como “hipótese da instabilidade financeira”, acentua a amplificação das fases de crescimento e de recessão por via do crédito. Quando as economias crescem, alguns bancos, ansiosos por

apresentar resultados, expandem levemente o seu crédito, servindo clientes de qualidade cada vez menor. A ocorrência de um qualquer choque exógeno (a demissão de um governante, um escândalo empresarial, uma falência imprevista, um conflito que perturbe os mercados de matérias primas) altera os estados de espírito e evidencia a desadequação do capital dos bancos relativamente aos riscos de crédito assumidos. Reagindo a esta constatação, os bancos fecham a torneira do crédito, forçando os clientes que antes alimentaram a vender activos para amortizar passivos. A oferta, maciça, destes activos nos respectivos mercados pressiona os preços para baixo, e acentua a fragilidade dos balanços dos bancos, que reagem limitando ainda mais o crédito, assim amplificando a recessão tal e qual como potenciaram a expansão. A recessão instala-se até que um choque exógeno despolete uma nova conjuntura de expansão. Minsky, tal como Keynes, advogou a realização de despesa pública durante as recessões, mas acrescentou a recomendação de estrita supervisão do crédito bancário durante as expansões. Para ele, o sistema bancário seria sempre, numa economia capitalista, fonte de expansão, mas também de futuro remorso (pelos créditos a clientes duvidosos) e de subsequente vergonha (dos clientes que evoluíram de duvidosos para incumpridores).

Os bancos portugueses cumpriram o seu papel, e financiaram quer empresas quer a República na fase alta do ciclo. Infelizmente para nós, a fase “alta” do ciclo português foi bem mais baixa do que as fases homólogas dos ciclos europeu ou americano, talvez porque a selecção dos investimentos privados não tenha sido famosa, ou porque a liberal concessão de crédito à República terá retirado capital ao financiamento de bons investimentos privados. Ainda mais infelizmente para nós, o remorso, e a vergonha dos bancos portugueses para com as suas decisões de crédito passadas também parecem ser diferentes das dos seus congéneres internacionais. Menos expansão, mais remorso, mais vergonha, mais recessão. Desta vez, a explicação está entre nós.

#19

JORNAL DE NEGÓCIOS 24 DE OUTUBRO DE 2011

Super 100

Os incumprimentos soberanos são opções de países que avaliam os custos de incumprir como inferiores aos de cumprir, conformando-se com as consequências.

Com o início da época Outono-Inverno, e não obstante a conjuntura de contenção, vemos expostos nas montras lisboetas belos fatos Super 100, e alguns, poucos, *prix oblige*, Super 120 ou 130. Os dígitos referem-se à qualidade da lâ: os Super 100 são feitos de lâ particularmente leve, leveza essa medida em microns. Abaixo de 18,5 microns dá direito à etiqueta Super 100, e depois a classificação varia inversamente aos microns. Um Super 150 é feito com lâ de 16 microns, e é caro que se farta. As lâs que merecem estas fantásticas contagens de microns vêm da Austrália, da Tasmânia e da Nova Zelândia, os paraísos na Terra das ovelhas.

Como em Portugal não criamos ovelhas (suficientemente) felizes, não temos, que eu saiba, produção local de Super 100. Talvez por isso, temos previsões consensuais situando o ratio entre a nossa dívida pública e o PIB sempre acima de 100. Para 2015, o mais remoto ano previsto, a Comissão Europeia prevê 104,4, o FMI 112,5 e o Documento de Estratégia Orçamental do Governo 101,8. Perspectivas e hipóteses diferentes, mas total consenso quanto ao Super 100: no final do horizonte de previsão da nossa política económica, e dois anos para lá da data anunciada para o regresso aos mercados, a dívida pública portuguesa excederá 100% do PIB.

Ao contrário do que se passa com os fatos, o Super 100 na dívida é uma má peça. Pode parecer que não, já que a insistência dos nossos governantes é com o *deficit* (sobretudo o de 2011, não vá a Troika inibir-se de enviar o indispensável cheque), mas é de facto uma má peça. Portugal concordou que era uma má peça, quando subscreveu, em 1992, o Tratado de Maastricht, submetendo-se voluntariamente a um tecto de 60% do PIB para a dívida pública como requisito para participar na União Económica e Monetária. O

Tratado foi assinado pelo então Primeiro Ministro, Professor Cavaco Silva, ilustre professor de Finanças Públicas a quem não terá repugnado o limite para a dívida pública que o escrito consagrava. O limiar dos 60% era então consensual entre os economistas como um nível acima do qual o risco de insolvência era significativo. Hoje continua a ser consensual entre economistas, mas aparentemente deixou de o ser entre políticos. Entre os países da subscritores do Tratado em 1992, apenas a Dinamarca e o Luxemburgo respeitavam o limite que se autoimpuseram em 2010, segundo o insuspeito Eurostat.

Ostentar dívida pública com uma relação elevada com o PIB não é uma questão menor, como muitos parecem crer. É verdade que, como o ex-Presidente do Citibank Walter Wriston disse, com a autoridade de quem era geralmente considerado o maior banqueiro comercial da sua época, “*countries don't go bust*”. Com a honrosa excepção da Terra Nova, o único caso registado até hoje de um país democrático que renunciou à autoderminação em 1933 sob o peso insustentável de uma dívida pública de 333% do PIB e de preços deprimidos do peixe, os países com dificuldades financeiras não costumam encerrar e ser entregues a administradores judiciais. Os incumprimentos soberanos são opções de países que avaliam os custos de incumprir como inferiores aos de cumprir, conformando-se com as consequências. Nos anos 80, o ditador romeno Ceausescu propôs-se pagar a dívida externa, sacrificando a população a amenidades várias como rigorosos Invernos sem aquecimento, e concluiu efectivamente a amortização integral da dívida romena pouco antes de ser executado. Os credores de emittentes soberanos dependem mais da vontade destes de pagar do que da respectiva capacidade. Além disso, se a vontade estiver ausente, não há mecanismos similares aos aplicáveis aos incumprimentos empresariais para fazer face à situação. Assim sendo, é crucial para os mutuantes de Estados a atenção aos sinais de aviso de um possível incumprimento, sinais esses que tendem a ser fundados na experiência passada. Ora esta identifica países com uma história de

serial default (a Venezuela incumpriu ou reestruturou a sua dívida nove vezes nos séculos XIX e XX, o México oito, o Brasil e a Colômbia sete) e níveis de endividamento a partir dos quais o incumprimento é mais frequente. Os dois indicadores não são independentes: a um país sem história de incumprimento tende a ser tolerado um nível de dívida mais alto relativamente ao seu produto. Ora Portugal incumpriu cinco vezes no século XIX (em 1837, 1841, 1845, 1852 e 1890), apesar de tudo melhor do que os gregos, que tendo incumprido apenas quatro vezes no século XIX já reincidiram no século XX, em 1932, quando instituíram uma moratória que durou até 1964. Incidentalmente, o Primeiro Ministro Grego em 1932 dava pelo nome de Venizelos, tal e qual como o actual Ministro das Finanças. Aparentemente, é uma mera coincidência. Como, por outro lado, os sábios redactores do Tratado de Maastricht não escolheram arbitrariamente o limite de 60% do PIB para a dívida pública, tudo ponderado, o Super 100 não parece adequado sequer para esta estação Outono-Inverno, muito menos para 2015.

#20

JORNAL DE NEGÓCIOS
23 DE ABRIL DE 2012

A Virtuosa Ameaça da Austeridade

Portugal é um país austero, que fugiu à sua natureza durante trinta e tal anos para experimentar a prodigalidade. Durante esses trinta e tal anos acreditou-se, e fez-se acreditar, que o vizinho era mais próspero simplesmente por ser mais pródigo, e que o caminho para a prosperidade estava, portanto, na prodigalidade

Portugal está um país austero desde que o Prof. Teixeira dos Santos, ministro das Finanças dos pródigos Governos do Eng. Sócrates, se rendeu à evidência da falta de crédito nos mercados internacionais e se submeteu ao fado do crédito vigiado da Troika. Por estranho que possa parecer, não foram os credores institucionais dos quais hoje dependemos que nos fizeram austeros. Salvo melhor opinião, Portugal está o que é – somos, por natureza, um país de gente austero. O português não é naturalmente expansivo, nem espontaneamente ostentatório. As fachadas dos palácios portugueses não são de arquitectura festiva, e o fausto, quando existe, está por trás de portas judiciosamente fechadas. A canção nacional é triste e melancólica, e tende a sublimar-se quando interpretada por discretas mulheres vestidas de negro.

Portugal é um país austero, que fugiu à sua natureza durante trinta e tal anos para experimentar a prodigalidade. Durante esses trinta e tal anos acreditou-se, e fez-se acreditar, que o vizinho era mais próspero simplesmente por ser mais pródigo, e que o caminho para a prosperidade estava, portanto, na prodigalidade. Foi uma receita tentadora, sobretudo para um país austero e, porque austero, habituado a seguir os seus chefes com pouca hesitação. O exemplo destes foi claro, consistente, e inequívoco: gastar com vigor, pedindo emprestado o que porventura faltasse nos cofres para pagar os gastos. A poupança do Estado desapareceu, a dos particulares também.

Se a receita tivesse resultado, o PIB teria crescido. E é certo que inicialmente cresceu – saudáveis 3,5% ao ano entre 1975 e 2000. No mesmo período, a União Europeia a 15 cresceu menos, apenas 2,4% ao ano. Portugal convergiu, e muitos tornaram-se crenes na receita, aliás atraente – gastava-se mais, era mais divertido e convergia-se com os vizinhos ricos. Ouro sobre azul,

custoso era perceber como não se tinha pensado nisso antes. A esmola era grande, mas o pobre não desconfiou.

Desgraçadamente, neste século a mesma receita produziu resultados bem diferentes, uns magros 0,5% de crescimento anual. Mero azar? Conspiração do capitalismo internacional contra Portugal? Bruxedo? Sem pôr de lado liminarmente estas explicações, tão do agrado de muitos, não é de ignorar os chamados efeitos não-keynesianos da política orçamental. Em 1974 o ratio entre dívida pública e produto era de 16,4%. No fecho do século era de 56,9%, com um máximo de 67,4% em 1985. No século XXI cresceu sempre, até ultrapassar os 100% algures por 2009. Ora Keynes defendeu, na sua “Teoria Geral”, publicada após a Depressão de 1929-33, a utilização discricionária de despesa pública para estimular a economia nas fases baixas do ciclo económico. Desta judiciosa recomendação emergiu o modelo dominante na política económica mundial nos trinta anos seguintes. Infelizmente, emergiu também a errada generalização simplificadoras de que políticas orçamentais expansionistas induzem o crescimento, quaisquer que sejam a fase do ciclo económico e o nível de endividamento da economia. Em 1982 Martin Feldstein publicou no *Journal of Monetary Economics* o artigo introdutor dos aludidos efeitos não-keynesianos da política orçamental, onde argumentava que políticas orçamentais expansionistas podem contrair a economia, e que, inversamente, orçamentos restritivos podem expandir a economia. Esta aparente contradição decorre da constatação de que reduções permanentes da despesa pública podem ser expansionistas se forem percebidas como indicativas de uma redução futura de impostos, e portanto de maior rendimento permanente. Mais tarde Olivier Blanchard identificou maior probabilidade de ocorrência de efeitos não-keynesianos perante um elevado nível, ou um elevado ritmo de crescimento, da dívida pública. Estes trabalhos tiveram eco no Tratado de Maastricht, que fez da disciplina das finanças públicas requisito de um crescimento económico estável. Não tiveram, infelizmente, eco em Portugal, pelo menos junto dos muitos opinadores que vociferam contra o que chamam a “ameaça” da austeridade. Olhando ao nível de endividamento da economia portuguesa, esta ameaça não só se continuará a materializar como se arrisca a ser virtuosa.



**2 PROYECTOS
(AINDA)
POR EXECUTAR**
RICARDO RIBEIRO DE ALMEIDA

THE SNAKE IN THE HALL UMA NOVA VIDA PARA O HOSPITAL MIGUEL BOMBARDA

Renovar o Hospital Miguel Bombarda em Lisboa, transformando-o num moderno hospital de bandeira, com altos standards hoteleiros, capaz de servir doentes de alto rendimento, é de facto um projecto típico da Fundbox: tão imaginativo quanto competitivo no mercado imobiliário. A desactivação do hospital citado permitiu que fosse pensado um novo projecto de reabilitação urbana para o seu espaço, simultaneamente arrojado e respeitador do valor do seu património classificado.

O projecto previsto para dar uma nova vida àquela área foi denominado “Snake In The Hall”, aludindo à forma serpenteante do embasamento do novo edifício projectado e a reminiscências do extinto Sistema Monetário Europeu e da sua serpente monetária, e prevê a resolução de uma zona urbana importante e central de Lisboa, actualmente parcialmente desactivada e expectante quanto ao seu futuro. A partir das instalações antigas do sistema hospitalar Miguel Bombarda, parcialmente abandonado e em degradação, pretendeu-se dar-lhe um novo uso e relançar a dinâmica local. Os principais factores que distinguem o projecto citado são a sua centralidade em Lisboa, proximidade de importantes eixos viários da cidade, um bom sistema de vistas, acesso directo a jardins, um lago e estabelecimentos comerciais. Tudo isto combinado com serviços hospitalares e oferta de estadia qualificada aos utentes do hospital.

Esta intervenção inclui a construção de três torres de uso habitacional, apoiadas sobre um embasamento linear e ondulante com uso destinado a comércio e serviços, a recuperação e ampliação do hospital existente e a construção de uma unidade de quartós de apoio ao hospital. Está previsto também a conservação e restauro do Pavilhão de Segurança (o edifício panóptico, assim designado por é permitir, a partir do seu centro, uma visão de 360 graus aos vigilantes) originalmente construído em 1896, a reformulação dos jardins e percursos do complexo e a sua integração na malha urbana envolvente. De facto um dos principais desafios desta reinvenção do espaço do Hospital Miguel Bombarda é a integração de imóveis em vias de classificação de interesse público (o Pavilhão de Segurança, de 1896 e o Balneário do Antigo Hospital de Rilhafoles, de 1853).

Os clientes alvo deste empreendimento situam-se entre empresários de serviços de saúde, residências Universitárias, Habitacional, Hoteleiro, comercial e de outros serviços, pessoas que tenham interesse em viver numa zona cosmopolita da cidade usufruindo da proximidade de locais de trabalho e universidades.

Snake in the Hall é um projecto do atelier Future Architecture Thinking, do Arquitecto Miguel Correia, para a FundBox.







PÁTIO HOTEL REGUENGOS HOTELARIA E CRIATIVIDADE NA RECONVERSÃO DE EDIFÍCIOS INDUSTRIAIS

O Projecto do Pátio Hotel Reguengos consistiu em reverter um conjunto de 4 edifícios industriais/agrícolas em hotel, com os requisitos de um 5 estrelas. Para o efeito o gabinete de projecto, Openbook, criou características diferenciadoras, de forma a ser projectado um produto turístico com identidade própria, em vez de mais um hotel visto apenas como local de guarida.

Visto o enquadramento imediatamente circundante não ser propriamente o mais interessante, optou-se por virar o hotel para ‘dentro’ criando um pátio. Um pátio pela sua natureza e historial mais que milenar representa uma possibilidade de introspecção, considerando que o homem necessita de um espaço de paz e recolhimento que o proteja do mundo exterior, hostil e ‘desconhecido’ sem todavia deixar de participar do dia e da noite, do sol e da lua, do calor, do frio e da chuva. Este espaço submetido à acção dos dias e das estações, quer dizer das regras que determinam a existência, é o pátio. Este, protegido do exterior por elementos construídos introduz o céu no seu interior. De acordo com a sensibilidade dos povos da África

mediterrânica, um pátio era um local divino protegido pelos deuses do inferno – o deserto – de tal forma que do interior não deveria existir qualquer visibilidade para o exterior a não ser a visão do céu. O pátio era tradicionalmente pontuado no centro com um elemento de água como símbolo da vida. Neste caso o pátio é constituído por duas zonas, ou por dois ‘sub-pateos’ com comunicação física

O edifício existente está localizado numa zona algo periférica mas em todo o caso bastante próxima do centro histórico de Reguengos. Não sendo o enquadramento imediato ao Hotel o mais interessante, apesar de tudo é uma zona estruturada e como quase todas as vilas e pequenas cidades alentejanas que na maioria não sofreram grande especulação imobiliária. Assim sendo este imóvel é perfeitamente aceitável para o fim a que se destina. A sua localização permite dispor de uma área mais desafogada sem prescindir da proximidade do centro histórico.

O Pátio Hotel Reguengos terá cerca de 100 quartos (alguns deles suites), apresentando uma área bruta de construção de 53339 m².

Pátio Hotel Reguengos é um projecto do atelier OpenBook, do Arquitecto João Cortes, para o Fundo ImoGenesis (em liquidação).



FundBox
SGFI, SA

Santa Casa 2004
A fundo. Por boas causas.

Portuguese
Prime
Property
Box

F.
FUNDOR

lisbox
Fundo Imobiliário

pref

VIRI
ATVS

White Raven
CAPITAL PARTNERS

Galleon
CAPITAL PARTNERS

SERT
OVS

LUSITANIA

imogenesis

Atlântida

ULYSSES

Colibra Viva I

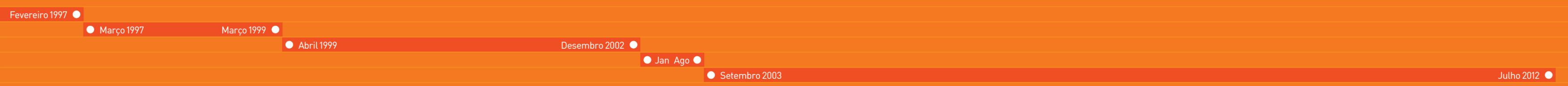
4
FOUR FUND

	DIAS	1992	1993	1994	1995	1996
ADMINISTRADORES	Rui Manuel Meireles dos Anjos Alpalhão	3483				
	Carlos de Sottomayor Vaz Antunes	3483				
	Adozinda Oliveira Pinto	2824	● Julho 1992			
	Luis Manuel Soares Franco	2754				
	João Paulo Batista Safara	2398				
	Joaquim Miguel Calado Cortes de Meirelles	2136				
	Alfonso Cuesta Castro	2136				
	João Paulo Barbosa Sintra Coelho	2096				
	Jorge Fernando Carneiro Dias da Silva	2096				
	Ricardo Bruno Cardoso Amantes	2052				
	Álvaro Manuel Ricardo Nunes	1569				
	Luís Filipe Rolim de Azevedo Coutinho	1464				
	Vasco Telmo Pereira Lopes Correia	1348				
	Sir Thomas D'Eyncourt John Thompson	1341				
	Abel Peixoto Gonçalves	1097		● Abril 1993		● Março 1996 ●
	António José de Almeida Moreira	1005				
	James Alistair Preston	1003				
	Miguel Luís Pereira Teixeira de Queiroz	969				
	Edgar José Galvão de Sousa	726			● Abril 1994	● Março 1996 ●
	Ana Maria Fernandes de Almeida	707				
Manuel Joaquim Guimarães Monteiro de Andrade	707					
João de Melo Breyner Ulrich	457					
Maria de Fátima Amorim Coelho	375					
Maria do Carmo Almeida d'Eça Pessanha Moreira	375					
José Miguel Tavares Roque Martins	370		● Abr 93	● Mar 94 ●		
José Jorge da Costa Martins Reimão	363					
Isabel Maria Marques Ucha	363					
José Alberto Amorim Coelho	256		● Jul	● Mar ●		
FUNDOS			GERIMO			
SEDES	Rua Rodrigo da Fonseca, 178, 6º E, Lisboa		● Julho 1992		● Novembro 1994 ●	
	Rua Alexandre Herculano, 2, 2º D, Lisboa				● Dezembro 1994	
	Rua Marechal Saldanha, 604, Porto					
	Travessa Helena Vieira da Silva, 259, 1º, Esc. 1.6, Matosinhos					
	Av. Columbano Bordalo Pinheiro, 108, 7ªA, Lisboa					
Rua Tomás Ribeiro, 111, Lisboa						

1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012



Fundor		SC2004	PPP Box	Lisbox PREF Viriatus	WRCP Galleon	Lusitânia Atlântida Sertorius Imogenesis	Ulysses	CVI 4F
--------	--	--------	---------	----------------------	--------------	--	---------	--------



A LINHA DO TEMPO

ADMINISTRADORES COM MAIS DE 220 DIAS DE EXERCÍCIO, 1992 – 2012

FUNDOS GERIDOS, 1992 – 2012

SEDES SOCIAIS, 1992 – 2012





1569
Ricardo Nunes



1464
Luís Azevedo Coutinho



1348
Vasco Correia



1003
James Preston



969
Miguel Teixeira de Queiroz



707
Ana Almeida

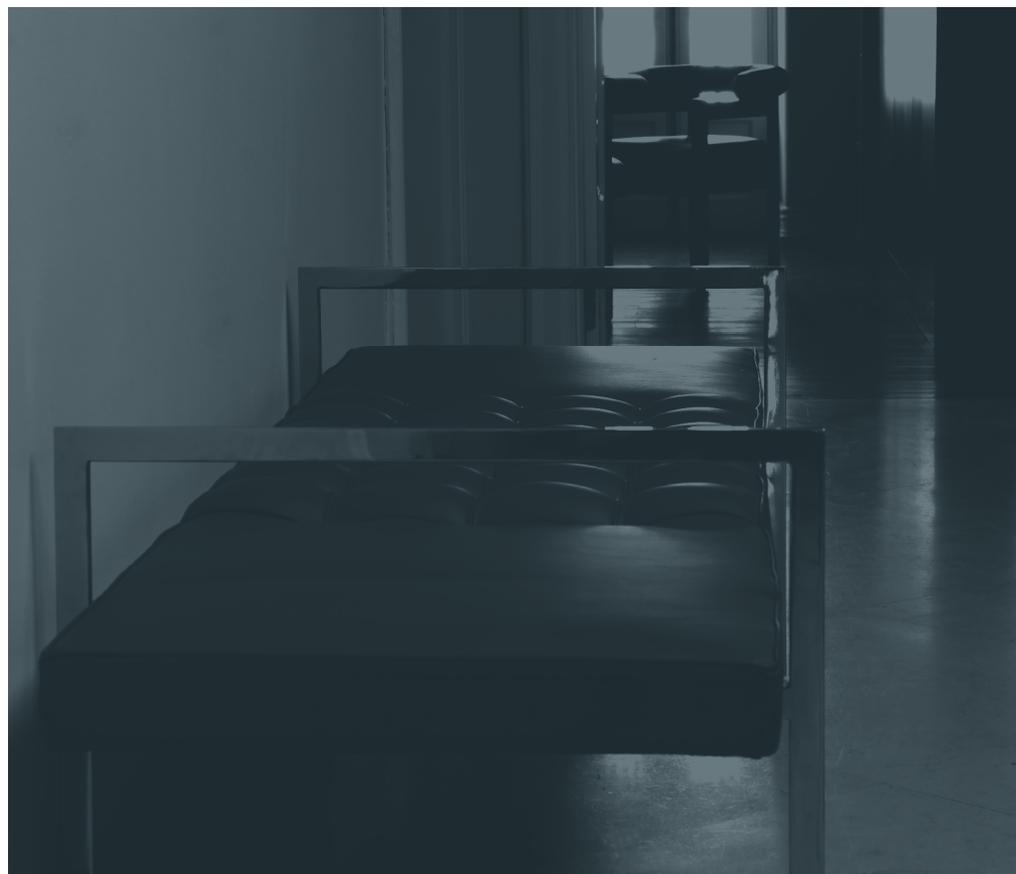


707
Manuel Monteiro
de Andrade



363
José Reimão





2 | 20
TWO | TWENTY