

PROCESSO DE PRIVATIZAÇÃO DA SOCIEDADE
FINANCEIRA PORTUGUESA

PARECER

*Pelo Prof. Doutor Manuel Porto
e pelo Prof. Doutor Fernando Nascimento*

CONSULTA.

PARECER:

1. As indicações do prospecto informativo.
2. A correcção da concessão das garantias.
3. As compensações pedidas.
 - 3.1. O valor das garantias, reflectido no valor das acções.
 - 3.2. Juros relativos ao valor das garantias.
 - 3.3. Encargos com o Tribunal Arbitral.
 - 3.4. Indemnização aos accionistas pela diminuição da capacidade do banco para gerar lucros futuros.
 - 3.5. Prejuízo da imagem do Banco.
4. Conclusões.

CONSULTA

Nos termos do Decreto-Lei n.º 282-A/90, de 14 de Setembro, a empresa pública sociedade Financeira Portuguesa, EP, foi transformada em sociedade anónima (como banco de investimento, passando a designar-se por Sociedade Financeira Portuguesa-Banco de Investimento, SA), «com vista à posterior alienação total das acções representativas do capital».

Nesta linha, o Governo determinou a integração das acções no Banco Pinto & Sotto Maior, SA, como participação num aumento de capital deste banco (aprovado em Assembleia Geral do dia 18 de Fevereiro, concretizando-se a integração das acções no dia 28 do mesmo mês), o qual deveria depois, num curto espaço de tempo, promover a alienação referida, em sessão especial da Bolsa.

A aprovação da alienação foi feita pelo Decreto-Lei n.º 138-A/91, de 9 de Abril, determinando que as acções (9 000 000) fossem divididas em três lotes, um primeiro, de 10% (900 000 acções), para aquisição por trabalhadores, pequenos subscritores e emigrantes, um segundo, também de 10%, para aquisição pelo público em geral, em leilão competitivo, e um terceiro, de 80% (7 200 000 acções), para aquisição em bloco indiviso, igualmente em leilão competitivo. As condições de efectivação da venda, designadamente os preços-base das acções, foram estabelecidas na Resolução do Conselho de Ministros n.º 12/91, publicada no *Diário da República*, I Série, de 12 de Abril, sendo de 1100\$00 o preço-base das acções a comprar pelos trabalhadores, de 1150\$00 o das acções destinadas aos pequenos subscritores e emigrantes, de 1250\$00 o das acções do bloco indiviso de 80 % do capital e de 1200\$00 o das acções remanescentes, a vender também em leilão público competitivo.

Na sessão da Bolsa, realizada no dia 6 de Maio, os actuais detentores da maioria do capital — o Grupo Mello, através da UIF, União Internacional Financeira, SA — licitaram logo à partida e à primeira volta, por 16 milhões de contos, o lote indiviso de 80% das acções e ainda algumas acções disponíveis dos outros dois lotes, perfazendo assim um total de 8 592 400 acções (ficando 68 250 acções para os trabalhadores, 151 700 para pequenos subscritores e 187 650 para outros investidores). As acções foram compradas pelo Grupo Mello, pois, por um valor médio de 1862\$00, muito acima do preço-base que havia sido fixado para qualquer dos lotes.

Algum tempo depois da aquisição, em 3 de Setembro, veio a nova administração da Sociedade Financeira contestar, em carta dirigida a Sua Excelência o Senhor Secretário de Estado das Finanças, o valor por que tinha sido feita, invocando o desconhecimento

de duas garantias que haviam sido dadas à IBEROL, Sociedade Ibérica de Oleaginosas, SA: uma no dia 17 de Dezembro de 1990 e a outra no dia 20 de Janeiro de 1991, a primeira no valor de 7 100 000 dólares e a segunda no valor de 6 800 000 dólares.

Nos termos da contestação feita, haviam sido cometidas duas faltas graves. Por um lado, as garantias em causa não tinham sido mencionadas no «prospecto oficial» que, nos termos do Decreto-Lei n.º 8/88, de 15 de Janeiro e da Portaria n.º 295-A/88, de 10 de Maio, foi elaborado para esclarecimento dos potenciais compradores. Por outro lado, agravando as coisas, as garantias, *on first demand* («em primeiro pedido»), teriam sido prestadas a uma empresa em má situação financeira, que não poderia solver os compromissos assumidos, com o aval de uma empresa do mesmo Grupo, a COPAZ, SA, que naturalmente nada poderia acrescentar às garantias dadas. E, de facto, a primeira garantia foi debitada à Sociedade Financeira Portuguesa, acrescida de juros de quatro dias, perfazendo o total de 1 090 319 733\$30, no dia 24 de Junho de 1991, e a segunda, acrescida de juros de dois dias, perfazendo o total de 1 022 981 557\$00, no dia 3 de Setembro seguinte.

Invoca a nova administração que se teria verificado assim uma diminuição do valor da sociedade — reflectida no valor das acções — na medida das duas garantias; pretendendo consequentemente ver-se compensada deste valor (2 113 301 290\$30) e ainda, nos termos da petição feita ao Tribunal Arbitral constituído para julgar a questão, de um montante avultado de juros de mora relativos ao dinheiro adiantado (574 106 140\$50), de encargos com a defesa da causa (75 mil contos), de «indenização aos accionistas» por «diminuição do valor das expectativas de crescimento futuro resultante da violação do dever legal de contabilização adequada das operações e da infidedignidade do prospecto» (1 128 843 123\$00, acrescidos dos «correspondentes juros, à taxa legal, desde 6 de Maio de 1991 até integral pagamento») e de reparação «dos danos da imagem» («causados pelas notícias da imprensa») do Banco Mello (250 mil contos), que, com a nova titularidade da maioria das acções, se sucedeu à Sociedade Financeira: num total superior a 4 090 535 740\$80, mesmo muito superior, tendo em conta os juros pedidos acrescendo à «indenização aos

accionistas» pela alegada «diminuição do valor das expectativas de crescimento futuro».

Na consulta a que correspondemos não vamos cuidar de saber da fundamentação jurídica do pedido: designadamente de saber se a conduta verificada, alegadamente incorrecta, é imputável ao Banco Pinto & Sotto Mayor, e ainda, no caso afirmativo, se não teriam decorrido já os prazos para a pôr em causa.

Trata-se de questões cujo esclarecimento será só por si decisivo no sentido de afastar qualquer responsabilidade do Banco Pinto & Sotto Mayor. Aqui, vamos pronunciar-nos todavia apenas sobre as repercussões que teria tido, no negócio da venda das acções da Sociedade Financeira, o alegado desconhecimento das garantias prestadas à IBEROL e a alegada incorrecção da sua prestação, bem como sobre a razoabilidade dos montantes pedidos pelos AA (o Banco Mello e outros accionistas por ele representados).

PARECER

1. As indicações do prospecto informativo

Os AA dão um grande relevo à ausência de referência às garantias concedidas à IBEROL no prospecto informativo da venda das acções da Sociedade Financeira Portuguesa; afirmando, designadamente, que não teriam tido outra forma de ter conhecimento da sua existência.

Não pode deixar de ter-se presente, todavia, que mesmo nos termos da lei o prospecto não teria de nomear as entidades (pessoas colectivas ou individuais) a que são dadas garantias e concedidos empréstimos (tal como não tem obviamente de nomear as entidades com as quais há operações passivas): apenas, em geral, os valores envolvidos nos vários tipos de operações. Levantar-se-iam aliás problemas delicados de segredo bancário se assim acontecesse.

Para além do prospecto deveriam, pois, ter sido consultados outros elementos da sociedade, tendo havido no próprio prospecto o cuidado de convidar os eventuais compradores a deslocarem-se à sua sede para o fazerem. Trata-se de convite feito de um modo

bem destacado, num capítulo próprio, o capítulo VI, intitulado «Consulta de Documentação», onde se diz expressamente que «os Estatutos, os Relatórios e Contas respeitantes aos exercícios de 1988, 1989, 1990 e primeiro trimestre de 1991, bem como os Relatórios dos Auditores reportados a 31 de Dezembro de 1989 e de 1990 podem ser consultados na sede da Sociedade Financeira Portuguesa — Banco de Investimento, SA, na Rua Alexandre Herculano n.º 50-10.º, em Lisboa». Mas ser-lhes-ia naturalmente possível consultar também outros elementos aí existentes.

Tratar-se-ia sempre de uma informação muito mais completa e actualizada do que a informação proporcionada por uma actualização do prospecto, prevista (admitida) na lei. Segundo os AA. terá sido também grave que não tivesse sido feita tal actualização, contemplando as garantias dadas à IBEROL. Mas, de facto, que vantagem teria, que viria acrescentar em relação à indicação feita no prospecto, de que estavam disponíveis na sede elementos do primeiro trimestre, reflectindo já, designadamente, a segunda garantia? Constando essa indicação do prospecto inicial, não era necessário um prospecto adicional. Por outro lado, o prospecto não teria de ter (não deveria ter), é de voltar a sublinhá-lo, a indicação concreta das garantias prestadas (ou outras operações, activas e passivas), apenas os valores globais envolvidos em cada tipo de operação.

Não tem pois fundamento, pelo contrário, a alegação dos AA. segundo a qual estariam privados de obter outras informações além do prospecto. Não entendemos aliás a referência a tratar-se de um serviço estadual, o que impediria «contactos directos ou auditorias prévias» (alegação n.º 39, acrescentando-se que assim aconteceria «porque o Estado goza de presunção de pessoa de bem»): pois por um lado não se tratava, como é bem sabido, de um serviço estadual, e por outro ainda então não deixariam de ter a possibilidade — assegurada mesmo pelos nossos princípios constitucionais, v.g. pelo n.º 2 do art. 268.º da Constituição — de consultar elementos da Sociedade Financeira. E é ainda estranha a inferência da al. a) da alegação n.º 40, dizendo-se que aos compradores da Sociedade Financeira «não lhes era lícito auditar, por técnicos da sua confiança, *porque a lei não o prevê*» (de novo itálico nosso). Pode não o prever, mas obviamente não o impede,

tal como, a título meramente de exemplo, segundo fomos informados está a ser feito agora com o processo de privatização da Petrogal.

Podendo ter feito — e havendo mesmo um convite a fazer — a consulta de outros elementos, não se compreende que assim não tenha acontecido, tratando-se de um grupo experimentado como o Grupo Mello e estando em causa um negócio de tão elevado valor. Muito em especial, tendo o prospecto elementos apenas até ao final de 1990 e tendo medeado mais de quatro meses entre essa data e a sessão da Bolsa (a 6 de Maio), era de prever que houvesse elementos novos relevantes. Com a sua experiência do mundo empresarial, o Grupo Mello sabe melhor do que ninguém que em quatro meses muitos elementos novos podem aparecer, sendo por isso uma incúria estranha — para a qual não encontramos explicação — que não tenha procurado uma informação mais recente. Mesmo qualquer iniciado neste domínio, estando interessado na compra de uma empresa ou apenas de um imóvel, não deixará de procurar uma informação completa e actualizada, antes de se comprometer com o negócio. Como se explica, pois, que o Grupo Mello se satisfizesse com os elementos de um prospecto, necessariamente incompleto, reflectindo elementos de há mais de quatro meses? Designadamente, que valor pode dar-se à aparente 'ingenuidade' da alegação n.º 38, onde os AA! dizem que «o público que compra acções cotadas, confia afinal em que — através das informações obrigatórias, de diversas fontes e qualidades, cujas obrigações e publicidade se referem supra — *nada mais de relevante há para saber*, e muito menos oculto» (itálico nosso); quando, além de outras razões para o fazer é o próprio prospecto a anunciar que há de facto *mais para saber*?

Há aliás alguma contradição entre esta aparente incapacidade e a afirmação feita no relatório do Banco Mello relativo a 1991, segundo a qual «a equipa Corporate Finance UIF — União Internacional Financeira, SA, desenvolvia um conjunto de actividades em que assumiu bastante relevo a montagem da operação de aquisição da Sociedade Financeira Portuguesa».

Como conciliar esta referência elogiosa com o alegado desconhecimento, incompreensível, de elementos mais completos e

actualizados que não podia deixar de saber que estavam já disponíveis? (1).

2. A correcção da concessão das garantias

Invocam também os AA que a concessão das garantias foi feita com «leveza»; sem o cuidado que, além do mais, o volume de dinheiro em causa deveria exigir.

Trata-se de afirmação que não fica provada nas alegações feitas, colhendo-se pelo contrário indicações, na resposta do Banco Pinto & Sotto Mayor, que mostram que a Sociedade Financeira Portuguesa seguiu um processo normal de recolha das informações técnica requeridas, com a participação dos serviços competentes (tendo havido ainda uma consulta verbal a outros bancos).

Tratou-se sem dúvida, isso sim, de um processo que decorreu com razoável celeridade. Mas será tal circunstância de censurar, e não antes o que acontece com frequência com as nossas instituições de crédito, demorando desnecessariamente as decisões e criando assim enormes dificuldades — por vezes insuperáveis — às empresas que solicitam financiamentos; que ficariam bem melhor servidas com uma resposta mais rápida, ainda que negativa?

Não pode além disso obviamente julgar-se acerca da correcção da concessão de uma(s) garantia(s) com base no conhecimento da situação de facto verificada alguns meses depois. É sabido, agora, que em Junho e em Setembro de 1991 a IBEROL não foi capaz de satisfazer os seus compromissos de compra de partidas de soja, mas é por outro lado sabido que a situação era mais favorável em Dezembro de 1990. Ora, são muitos os casos, conforme os AA sabem por experiência própria, em que em poucos meses se verifica uma alteração radical das condições de uma empresa, tornando arriscada um operação de garantia que não parecia sê-lo antes.

Constata-se, aliás, com especial relevo em relação a este ponto, que já depois das garantias dadas pela Sociedade Financeira

(1) Da alegação n.º 90 da petição parece resultar aliás a ideia de que alguém da parte dos AA se terá deslocado de facto à sede da Sociedade Financeira, mas fica-se na dúvida sobre a atenção dada aos elementos disponíveis, voltando a falar-se em dados até 1990 quando, repete-se, havia dados mais recentes.

Portuguesa, em 30 de Abril de 1991, a IBEROL beneficou pelo menos de um «apoio corrente» do Banco Totta & Açores (em reunião havida com nove instituições de crédito) de 900 000 contos, ao qual acresceu um apoio de 520 000 contos no mês de Agosto: não tendo por certo deixado de ter sido também devidamente ponderados aqui — uns meses depois — os riscos das operações efectuadas. É certo que se tratou de um banco (de bancos) já com créditos sobre a IBEROL, especialmente preocupado(s), por isso, com a sua viabilização; mas é seguro que não concederia(m) ainda mais empréstimos se não estivesse(m) convencido(s) de que há perspectivas de que ela se dê.

Não pode dizer-se, pois, que da parte da Sociedade Financeira tivesse havido uma conduta sem paralelo de apoio à IBEROL, tendo havido mesmo apoios posteriores, dados por entidade(s) também muito credenciada(s) do mercado financeiro português.

Tratou-se além disso de garantias que se mantiveram nos limites admitidos por lei, acrescentando a circunstância de haver uma «provisão para riscos bancários gerais», salvaguardando nessa medida as garantias prestadas à IBEROL ou outras que a Sociedade Financeira prestasse.

É de referir por fim — e de estranhar que os AA nunca o mencionem — que a Sociedade Financeira ainda não perdeu a possibilidade de ser reembolsada do montante adiantado. A IBEROL continua a laborar, num sector com perspectivas favoráveis, estando em aberto, pois, a possibilidade de o Banco Mello vir a ressarcir-se do montante adiantado.

Sendo assim, que sentido tem a pretensão formulada, designadamente, que sentido teria refazer as contas se e quando se verificar tal reembolso, caso se correspondesse agora à pretensão dos AA?

Nem se diga, por outro lado, que mesmo sendo assim — ou seja, mesmo havendo o reembolso — com o adiantamento do dinheiro, *on first demand*, há um prejuízo patrimonial para os AA, que o Banco Pinto & Sotto Mayor (ou o Estado) deveria cobrir. Como se sublinhou, trata-se de um prejuízo normal da actividade estatutária de uma entidade financeira, em grande medida coberto com a provisão para riscos existentes. E, obviamente, o prejuízo para a ex-Sociedade Financeira pelo atraso do pagamento da IBE-

ROL terá de ser reparado *por esta* empresa, com o pagamento dos juros devidos, de forma nenhuma pelo Banco Pinto & Sotto Mayor (ou pelo Estado).

Os AA dão ainda muito relevo à circunstância de a Sociedade Financeira estar a ser administrada então apenas por três administradores, e não por cinco, tal como a lei prevê: resultando daí uma presunção *de jure* de causalidade e culpa por todas as decisões incorrectas que fossem tomadas, sem ser necessária qualquer prova nesse sentido.

Não resistimos, a este propósito, a transcrever as afirmações feitas nas alegações dos AA, sendo os itálicos nossos. Começa por se dizer, na alegação n.º 135, que «não sendo observada, escrupulosamente, essa condição *terá de ser sempre imputado a esse facto qualquer erro de gestão havido*». Depois, na alegação n.º 139 diz-se que «*o nexa causal é, assim claro como água: a violação dos Estatutos, causa dos erros de gestão apontados, é imputável directamente ao sócio único; e logo também as consequências desses erros*». E, por fim, na alegação n.º 142 afirma-se que «*a negligência, próxima da incúria, do único accionista na escolha e manutenção de tal administração, resulta agora, desde modo, já não só como um facto presumido pela lei, mas como um facto decisivamente demonstrado e suficientemente provado, ao qual se devem, indiscutivelmente, as falhas de gestão causadoras da obrigação peticionada na presente acção*».

Continuando no plano a que se circunscreve este nosso parecer — o plano económico, ou de gestão — não vamos fazer aqui uma apreciação jurídica destas afirmações, aliás muito facilmente rebatíveis.

No plano em que nos colocamos, não podemos deixar de chamar a atenção para a irrelevância substancial de o órgão de decisão estar composto então por três e não por cinco pessoas. O que importa, isso sim, é a qualidade e a ponderação dos decisores, decidindo com base em pareceres técnicos elaborados pelos serviços competentes, tal como aconteceu com as garantias prestadas.

São aliás muitos os casos, como os AA bem sabem, em que decisões financeiras desta natureza, envolvendo mesmo verbas muito mais avultadas, não são tomadas por um número maior de pessoas.

Acontece mesmo que a Sociedade Financeira não teve nunca, ao longo de mais de duas dezenas de anos de actividade, mais de três administradores: dispondo-se no n.º 1 do art. 15.º dos seus Estatutos, publicados pelo Decreto-Lei n.º 49 237, de 27 de Setembro de 1969, que «a sociedade será administrada por um conselho de administração *com um máximo* de cinco membros» (itálico nosso). E sobre o acerto da sua actuação, concedendo com frequência empréstimos e garantias vultuosos, grangeando um justificado prestígio no nosso país e no estrangeiro, não haverá testemunho mais relevante do que o do próprio Grupo Mello, conhecedor profundo do sector, que decerto o teve em conta quando se interessou pela sua compra (nesse sentido, ver as referências dos AA nas alegações apresentadas).

Pode lembrar-se, por fim, que a decisão em relação à IBEROL foi tomada pelos três administradores, ou seja, teria sido a mesma ainda que o Conselho de Administração fosse formado por cinco elementos e os outros dois tivessem votado contra.

3. As compensações pedidas

Tratando-se de operações de concessão de garantias no âmbito da actuação corrente — estatutária — de uma instituição como a Sociedade Financeira Portuguesa, cobertas na medida exigida por lei por uma provisão para riscos, e não sendo além disso seguro que o montante adiantado não venha a ser reembolsado, será de concluir, logo por isso, que não há lugar para quaisquer compensações.

Mas, para além disso, não poderiam de forma alguma aceitar-se os valores pretendidos pelos AA, não justificáveis por si mesmos e em grande medida contraditórios.

3.1. *O valor das garantias, reflectido no valor das acções*

Numa primeira linha os AA parece orientarem-se numa perspectiva de curto prazo, ligando o valor das acções de um modo directo à situação patrimonial da sociedade. Nas suas palavras, o valor das acções estaria «viciado na medida em que cada acção

valia menos, *na proporção do valor das garantias*» (alegação n.º 150, com itálico nosso).

Tendo presente uma fórmula corrente de determinação do valor de acções ⁽²⁾, pode considerar-se que o preço por acção, P_0 , é dado por

$$P_0 = \sum_{t=1}^H \frac{DIV_t}{(1+r)^t} + \frac{P_H}{[(1+r)^H]}$$

Temos, assim, duas componentes explicativas

$$a) \sum_{t=1}^H \frac{DIV_t}{(1+r)^t}$$

ou seja, o somatório dos dividendos actualizados para o momento presente; e

$$b) \frac{P_H}{[(1+r)^H]}$$

ou seja, o preço de venda num período futuro, H, actualizado para o momento presente.

Ao darem um grande relevo ao valor patrimonial (considerando-o mesmo na globalidade), os AA estão a privilegiar a componente *b*), ou seja, uma componente com importância preva-
lente no curto prazo, mas não no longo prazo, em que, sem dúvida, se colocou o grupo Mello ao comprar a Sociedade Financeira.

Serão aliás muito poucos os casos em que prevalecerá um interesse de curto prazo ligado ao valor patrimonial de uma sociedade: em que um comprador de acções — dominando através delas uma empresa — tenha em mira um lucro rápido e especulativo.

(2) Ver também o manual de Brealey e Myers, *Principles of Corporate Finance*, McGraw Hill, 3.ª ed., 1988, referido pelos AA nas suas alegações.

Em anos recentes (na década de 80) assim acontecia com os «corporate raiders», financeiros que analisavam cuidadosamente a situação de milhares de empresas, procurando aquelas que estivessem subavaliadas e tivessem um alto grau de liquidez nos seus activos. Uma vez localizado um «alvo», reuniam fundos para adquirir na bolsa um número de acções suficiente para terem o seu controle. Depois procediam ao desmembramento da empresa, vendendo os activos com grandes mais-valias, e despediam a anterior administração e largo número de empregados.

Trata-se contudo de intervenções hoje em dia muito raras, pois as próprias administrações passaram a encontrar «antídotos» capazes de dificultar e tornar menos atractivas intervenções desta natureza.

Não é todavia de curto prazo o interesse da generalidade dos accionistas, interessados antes no ganho que as acções poderão vir a proporcionar no futuro. Olhando para a fórmula apresentada, interessar-lhes-á antes o somatório dos dividendos actualizados para o momento presente

$$\sum_{t=1}^H \frac{DIV_t}{(1+r)^t}$$

Verifica-se aliás, nos termos da fórmula utilizada, que no longo prazo acaba por prevalecer apenas este valor, tendendo para 0, com o decorrer dos anos (com o crescimento do valor do denominador), o valor de $\frac{P_H}{[(1+r)^H]}$ (3).

(3) Ver de novo Brealey e Myers, pp. 51-2, onde se sublinha muito claramente (com a ilustração de um diagrama de colunas): «as H approaches infinity, the present value of the terminal price ought to approach zero, as it does in the final column of figure 4-1. We can, therefore, forget about the terminal price entirely and express today's price as the present value of a perpetual stream of cash dividends. This is usually written as

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV}{(1+r)^t}$$

where the sign ∞ is used to indicate infinity».

Com a compra de acções pelo Grupo Mello é de sublinhar ainda que não se verifica apenas uma lógica de valorização ou rentabilização de acções através da distribuição de dividendos: tal como se se tratasse de accionistas comuns, que não podem ambicionar outro tipo de objectivos.

No caso em análise, depois de se ter gorado uma tentativa anterior, em relação a uma outra instituição de crédito, ao comprar as acções que lhe deram o controle da Sociedade Financeira Portuguesa o Grupo Mello teve como objectivo básico o domínio de uma instituição financeira, capaz de gerar sinergias com as outras empresas do Grupo. Era essa aliás a estratégia seguida por todos os grandes grupos portugueses — designadamente pelo Grupo Mello — antes do 25 de Abril de 1974, estratégia retomada agora na década de 80.

Trata-se consequentemente de uma situação a que é aplicável uma fórmula mais geral, na qual o preço da acção é determinado por ⁽⁴⁾

$$P_0 = \sum_{t=1}^H \frac{\text{CASH FLOW}_t}{(1+r)^t}$$

ou seja, onde os dividendos, constituindo a remuneração do capital investido em acções por um accionista individual, são apenas uma das componentes do «cash flow». Um grupo que controla uma empresa, no caso um banco, pode auferir, cumulativamente com os dividendos, outras formas de «cash-flow», nomeadamente provenientes de lucros gerados em outras sociedades do grupo, fruto das sinergias com o banco em causa.

Ora, foi de facto a expectativa de gerar «cash flows» ligados a uma estratégia de grupo que levou o Grupo Mello a fazer a oferta que lhe proporcionou o controle da Sociedade Financeira Portuguesa: numa lógica de longo prazo, em que o papel da Sociedade no seio do grupo empresarial passou a ficar sublinhado com a mudança de designação para *Banco Mello*.

(⁴) Ver mais uma vez Brealey e Myers, cit. p. 59.

Trata-se de objectivo que leva naturalmente, de um modo acrescido, a que qualquer juízo acerca do preço pelo qual foram compradas as acções não possa estar ligado (ou possa está-lo apenas em muito pequena medida) ao valor patrimonial da Sociedade⁽⁵⁾.

O Grupo Mello tinha bem noção disso, assim se compreendendo que tenha comprado as suas acções por um valor unitário muito superior ao valor unitário das acções compradas pelos demais accionistas.

Tal não exclui que possa considerar-se relativamente alto o preço dado, mesmo tendo em conta o objectivo em vista e a época em que se verificou a compra⁽⁶⁾. Mas é inquestionável que para o Grupo Mello o valor das acções era muito mais elevado do que para os demais accionistas.

Por outro lado, tanto o valor oferecido como o valor que eventualmente seria correcto — mais baixo — de forma alguma ficaria

(⁵) Nos termos do Parecer da Comissão de Acompanhamento das Privatizações (Parecer n.º 130, de 31 de Outubro de 1991, p. 10) «não se pode aceitar que a prestação daquelas garantias, mesmo que venha a traduzir-se em perda, origine uma menos-valia das acções, igual a essa perda, pois o preço base não é senão secundariamente fundado em valores patrimoniais, antes assenta no valor dos dividendos esperados».

«A prestação de garantias que correm mal não enfraquece do respectivo montante o valor da empresa, sendo, pois, em qualquer caso, necessário calcular a medida em que se reflectem na capacidade de gerar lucros no futuro».

(⁶) Por um lado, como se referiu no texto, o Grupo não tinha tido êxito na tentativa de aquisição da maioria das acções de uma outra instituição financeira, sendo pois premente — e por isso mais valorizada — a necessidade de adquirir as acções que lhe assegurassem o controle da Sociedade Financeira Portuguesa, mesmo por um preço elevado (não estando já em vias de ser privatizada qualquer outra instituição de crédito que correspondesse adequadamente aos seus interesses).

Por outro lado, é de lembrar que nesse ano eram ainda maiores as perspectivas de rentabilidade do sector bancário português, que pioraram desde então, numa tendência que se acentuou durante o ano em curso. Em especial, é de lembrar que a banca portuguesa beneficiou tradicionalmente de um «spread» anormal entre as operações activas e as operações passivas (cerca do dobro do «spread» dos sectores bancários de países estrangeiros, v.g. dos demais países comunitários), sendo por isso de esperar que com a liberalização dos mercados financeiros prevista nos compromissos já assumidos e a assumir venham a diminuir consideravelmente as margens de intermediação financeira do nosso país.

Podendo compreender-se assim melhor o preço dado pelo Grupo Mello em 1990 — foi então que se fez o negócio! — talvez a evolução que se seguiu esteja a contribuir para o seu empenhamento, com a petição apresentada, na esperança de algum ajustamento em relação a valores mais recentes.

diminuído na medida do valor das garantias prestadas à IBEROL, caso tivessem sido incorrectamente prestadas e os compradores tivessem a obrigação de as conhecer. Seria porventura um valor mais baixo, mas não de 14 milhões, ou de 12 ou menos milhões de contos, entrando em conta também com as outras compensações pedidas.

Poderia considerar-se aliás a situação hipotética (académica face aos limites impostos por lei, que foram cumpridos) de as garantias prestadas terem o valor global de 16 milhões de contos. Tendo o Grupo Mello conhecimento delas, teria deixado de lhe interessar a compra da Sociedade Financeira Portuguesa? Poderia não ter dado 16 milhões de contos, mas não teria deixado por certo de oferecer um valor vultuoso, relacionado com a estimativa do «cash-flow» capaz de obter no futuro, fruto, designadamente, das sinergias geradas com as demais empresas do Grupo.

3.2. *Juros relativos ao valor das garantias*

Na mesma lógica de recuperação do valor patrimonial — do valor das garantias — pedem os AA também o pagamento de juros sobre o montante adiantado.

Pretendem por isso a aplicação da taxa de 26%, taxa que, sendo a taxa cobrada às situações de «descoberto», com um intuito punitivo, é desproporcionada no caso presente.

De facto, pretendendo o Banco Mello ser ressarcido do prejuízo sofrido, poderia aceitar-se quando muito o juro que o Banco conseguiria aplicando o dinheiro que adiantou nas suas operações activas correntes: com uma remuneração marginal que, ao longo dos anos, tem oscilado entre 15 e 20%.

A menos que o Banco procedesse com o dinheiro das garantias a aplicações especulativas, em que poderia obter 26% ou mesmo mais; mas não é essa a prestigiosa tradição bancária do Grupo Mello, nem é obviamente agora a sua prática. Como se compreende, pois, que se venha pedir tal juro ao Tribunal Arbitral?

Aliás, entre as operações em que o Banco intervém haveria de ter em conta as operações marginais, onde obtém um juro mais baixo. Como é evidente, não podendo dispôr da quantia adiantada

por força das garantias (os 2 113 301 290\$30), por certo não deixou de começar por aplicar os meios financeiros de que dispunha do modo mais lucrativo possível, ficando para aplicações menos favoráveis o dinheiro de que viesse a dispôr posteriormente: como seria o caso da quantia em análise.

3.3. *Encargos com o Tribunal Arbitral*

Embora tratando-se de um montante comparativamente modesto (ao todo 75 mil contos) não pode deixar de referir-se — por isso mesmo, sendo sintomático de um estado de espírito de recuperação a todo o custo de parte do dinheiro pago pelas acções da Sociedade Financeira — o que é pedido com os encargos com o Tribunal Arbitral, contrário ao que está convencionado, à prática corrente e à lógica de equidade da sua intervenção (julgando *ex aequo et bonno*).

Conforme se acordou na convenção de arbitragem, na sua alínea 12.^a, «pertencerá a cada uma das partes» «o pagamento dos honorários devidos aos respectivos árbitros», devendo esses honorários ser «de igual montante para cada um deles»; acrescentando-se ainda que «será da responsabilidade conjunta das partes, na proporção de um meio para cada uma, o pagamento dos honorários do Árbitro-Presidente e de todos os custos de instalação e funcionamento do Tribunal».

Como se compreende, assim, que na al. e) da alegação n.º 286 da sua petição os AA venham pedir a condenação do Banco Pinto & Sotto Mayor no «custo de arbitragem», estimado em 15 mil contos?

Na mesma linha, e na lógica dos princípios que presidem à constituição e aos critérios de julgamento de um tribunal arbitral, não se compreende também que os AA peçam a condenação do Banco Pinto & Sotto Mayor no pagamento dos honorários dos seus consultores jurídicos (superiores a 25 mil contos), do mandatário forense (superior a 4 mil contos), bem como a mobilização e a perda de tempo de trabalhadores e administração (num montante estimado em 25 mil contos).

Admitindo aliás — o que seria uma injustiça para o Banco Pinto & Sotto Mayor, conforme temos vindo a sublinhar — alguma repartição de culpas e responsabilidades patrimoniais, que sentido terá esse pedido de condenação *na íntegra*, por todos os encargos com o processo?

Do estado de espírito dos AA é bem nítido ainda o que se afirma na alegação n.º 261, que se trata de «*uma arbitragem — por exclusiva culpa da contraparte*» (itálico nosso). Se se pretende que esta tem culpa por não ter razão em relação ao fundo, é isso mesmo que está em causa provar: e que aliás, segundo julgamos, não pode provar-se. Se o que se pretende é imputar responsabilidades pelo recurso a um tribunal deste tipo, deve sublinhar-se que quem fez a sugestão da sua constituição foi o Governo, sugestão que o Banco Pinto & Sotto Mayor aceitou, com a maior abertura: mas admitindo assim uma decisão de equidade quando, em relação à via judicial, independentemente das razões substanciais haviam decorrido já os prazos de prescrição aplicáveis.

Como interpretar, pois, a referência a uma arbitragem *por exclusiva culpa da contraparte*, feita pelos AA?

3.4. *Indemnização pela diminuição da capacidade do Banco para gerar lucros futuros*

Pedem ainda os AA uma indemnização avultadíssima (de 1 128 843 123\$00, a que acresceriam «os correspondentes juros à taxa legal, desde 6 de Maio de 1991, até integral pagamento»), pela diminuição da capacidade do Banco para gerar lucros futuros.

Nos termos da alegação feita (al. g) do n.º 286) compensar-se-ia assim a «diminuição do valor das expectativas de crescimento futuro resultante da violação do dever legal de contabilização adequado às operações e da infidedignidade do prospecto».

Para o cálculo do montante de indemnização pedido recorreram os AA a um estudo da Geofinança, que refere primeiro os «vários níveis» em que se teriam verificado os prejuízos em análise e depois o modo de os apurar.

Assim, considera-se ter havido prejuízos aos níveis da «imagem», do «impacto na obtenção de 'funding'», do «impacto a nível

operacional» e dos «danos morais»; ou seja, em níveis contestáveis por si mesmos e que, além disso, se fossem tidos em conta levariam em grande medida a duplicações em relação a outras indemnizações pedidas.

Tal é o que acontece com o alegado prejuízo da «imagem», que, além de ser considerado para estes cálculos, leva ao pedido de indemnização que analisaremos em 3.5: inaceitável, conforme teremos ocasião de ver, não havendo logo por isso razão para ser considerado aqui.

Causará ainda mais estranheza, por seu turno, a consideração de «danos morais» (como prejuízo independente), que não vemos como possam ser considerados em relação a uma sociedade. Parece-nos que, a este propósito, não se justificará que alarguemos os nossos comentários.

Consideram além disso no estudo da Geofinança impactos «na obtenção de 'funding'» e «a nível operacional». Além de dever considerar-se, segundo nos parece, que a obtenção de «funding» é uma das componentes do «nível operacional», seria preciso provar que a prestação e o adiantamento do dinheiro das garantias tinha prejudicado o exercício operacional da Sociedade Financeira (agora, do Banco Mello).

Ora, em relação à obtenção de fundos externos parece claro que não houve prejuízo nenhum, afectando a capacidade de intervenção em operações activas. De forma alguma ficou diminuída, de facto, a capacidade de recurso a capitais alheios. Por outro lado, o aditamento feito em pouco terá prejudicado o «nível operacional» do banco com recursos próprios, tendo designadamente em conta a provisão para riscos de crédito de que dispunha ⁽⁷⁾.

Para além de dever estranhar-se, pois, a consideração destes prejuízos, é de estranhar em especial o cálculo feito no estudo da Geofinança, para chegar a um Valor Actual das Expectativas de Crescimento Futuro» (PVGGO, como iniciais de «Present Value of Growth Opportunities»).

(7) Confirmando tudo isto, sublinharemos adiante que têm sido muito bons os resultados do Banco Mello, sem dúvida com o maior mérito para a sua Administração, mas sendo de duvidar que tivessem sido melhores se não tivesse havido as ocorrências ligadas à prestação de garantias à IBEROL.

Definindo-o, diz-se que «é simplesmente a parcela do preço de uma acção com perspectivas de crescimento regular que não é explicável pelos seus resultados recentes». E depois, abrindo caminho para o modo de o medir, considera-se «que quando um investidor aceita pagar por uma acção um preço superior ao dos restantes investidores, as suas expectativas de crescimento futuro daquela empresa são superiores às do mercado».

Dá-e relevo, pois, ao juízo de quem compra as acções, pretendendo-se tirar daí implicações — conforme veremos a seguir — para a compensação que se pede.

«No caso dos accionistas do Banco Mello, a sua estimativa do PVGO do banco foi igual ao número de acções multiplicado pela diferença entre o preço que pagaram e o que os restantes investidores desembolsaram».

Depois, é a partir daqui ⁽⁸⁾ que procedem à avaliação do prejuízo sofrido com as garantias prestadas à IBEROL, através da fórmula:

$$PVGO = \frac{VG}{NA \times PM} \times NA \times (PA - PM)$$

em que VG é o valor das garantias (2 133 299 290\$30), NA o número de acções (9 000 000), PM o preço pago por cada acção pelos demais accionistas no mercado (1185\$00) e PA o preço pago por cada acção pelo Grupo Mello: chegando-se assim ao valor pedido, de 1 128 843 133\$00.

Em primeiro lugar, recordando o que dissemos em 2, é de sublinhar a falta de sentido de utilização da expressão

$$\frac{VG}{NA \times PM}$$

procurando-se calcular a diminuição percentual do valor de mercado da Sociedade Financeira Portuguesa. Entrar em conta com o

⁽⁸⁾ Mas considerando na fórmula, na sua primeira expressão, também outra componente.

valor total VG corresponde a aceitar a perda total e definitiva do valor das garantias, o que não é verdade, pois a IBEROL não faliu e por consequência a garantia não está perdida (pelo menos em 100%, muito longe disso). Por seu turno, PM é um preço subavaliado do valor médio, uma vez que corresponde ao valor oferecido por apenas menos de 5% das acções. Existe assim uma sobreestimação da diminuição do valor percentual, fazendo aumentar erroneamente o montante da indemnização pedida.

Depois, trata-se de cálculo que parte da aceitação de que há, numa perspectiva de longo prazo como aquela em que se colocou o Grupo Mello ao comprar as suas acções, uma diminuição do valor negocial na medida das garantias prestadas (e adiantadas): o que, como vimos também já atrás (em 3.1), não é verdade. Para esse Grupo, estava em causa fundamentalmente a possibilidade de controle do banco: controle que em nada foi afectado pelas garantias dadas à IBEROL, não podendo designadamente este facto ser invocado depois para diminuir o preço oferecido pelo Grupo, aproximando-o do valor de mercado oferecido pelos restantes investidores.

E é de referir ainda, por fim, que o cálculo de diminuição do valor da Geofinança é feito a partir do preço pago pelos accionistas maioritários, independentemente de se saber se se tratou de um valor negocialmente correcto. Ou seja, admitindo que, por má informação ou «mau cálculo», esses accionistas tenham dado um valor exagerado, ficariam agora favorecidos, nessa medida, com a indemnização pedida.

Por outras palavras, trata-se de um processo que, sem lógica nenhuma, favoreceria quem tivesse menos percepção ou menos sorte negocial: numa lógica que, obviamente, não pode ser aceite, até porque os dados disponíveis eram comuns ao Grupo Mello e a outros possíveis interessados na compra das acções (em especial, no bloco indiviso de acções).

Não havendo razões para se ficar beneficiado — ou prejudicado — por um cálculo diferente, eventualmente incorrecto (no caso, demasiado optimista), deverá manter-se o diferencial entre PA (o preço pago pelo Grupo Mello) e PM (o preço pago pelos demais accionistas). Não pode aceitar-se, pois, a diferença que se registaria então na segunda expressão da fórmula utilizada.

Independentemente disso, como se compreende, conforme adiantámos atrás, que os AA pretendam acumular duas lógicas e dois valores de indemnização alternativos: ou seja, acumular o pagamento do montante das garantias (mais de 2 milhões de contos) e os juros correspondentes (de mais de 500 mil contos), numa perspectiva de curto prazo — sem sentido no caso presente — com a redução das expectativas futuras, de mais de 1,2 milhões de contos acrescidos de juros a partir de 6 de Maio de 1991, numa perspectiva de longo prazo: a única com sentido para o Grupo Mello?

Conforme vimos, a fórmula aplicável à avaliação de acções mostra aliás que com o alargamento do horizonte temporal deixa de ter relevo a valorização ligada à situação patrimonial no momento presente: tendendo $\frac{P_H}{[(1+r)^H]}$ para 0 e ficando apenas

$$\sum_{t=1}^H \frac{DIV_t}{(1+r)^t}$$

Que lógica poderia ter, pois, a acumulação de compensações pretendida?

3.5. *O prejuízo da imagem do Banco*

Na sua ânsia de procura de algum ressarcimento patrimonial parece-nos por fim especialmente infeliz a afirmação de que teria havido danos à imagem do Banco Mello, «causados pelas notícias da imprensa», exigindo-se por isso uma indemnização de 250 mil contos.

Admitir que este Banco é afectado por suceder a uma instituição que não usou de critérios correctos na prestação de garantias ⁽⁹⁾ é admitir — certamente sem convicção — que quem está envolvido na vida negocial portuguesa desconheça que houve uma

⁽⁹⁾ O que aliás não aceitamos, conforme sublinhámos atrás (em 2): ou seja, não aceitamos que tenha havido razões para ficar em causa a boa imagem da Sociedade Financeira Portuguesa.

mudança radical no seu estatuto e na sua gestão. Aliás, se mais não fosse preciso, a própria mudança de nome, para Banco Mello, veio sublinhá-lo muito claramente, ligando-se antes a gestão actual a um grupo, com a melhor tradição na economia portuguesa, dono designadamente, antes das nacionalizações de 1975, de um banco de grande clientela e prestígio.

Aliás, a Sociedade Financeira tinha uma actuação próxima da de um «merchant bank». Não tinha por isso grande notoriedade junto do grande público, nem sequer tinha de a ter, não actuando na banca de retalho. Pode dizer-se, pois, que a Sociedade Financeira não foi comprada por razões de existência de um «goodwill» comercial, mas sim, fundamentalmente, porque o Grupo Mello necessitava de um alvará e de uma base para dar início à sua actividade bancária.

A melhor prova da ausência de valor comercial importante da imagem de marca da Sociedade Financeira é aliás o facto de a nova administração ter mudado o seu nome para Banco Mello. Claramente, o Grupo que detém agora a maioria das acções aposta sim na imagem transmitida pela sua própria história (era antes de 1974, com justificado prestígio, o maior grupo empresarial português, com o banco referido, de grande implantação) do que na capitalização de alguma eventual imagem comercial (a nível do retalho) criada anteriormente pela Sociedade Financeira. Mais do que o que possamos julgar a tal propósito, vale a pena mencionar que é essa, justificadamente, a imagem que o banco promove de si próprio: «Banco Mello S.A. O Rigor e a Experiência *de um Nome*» (itálico nosso).

Não pode falar-se, pois, da (alegada) desvalorização de uma imagem — a imagem da Sociedade Financeira — que realmente deixou de figurar no mercado.

Se não se pretende dizer isso, mas sim que o prejuízo da imagem ⁽¹⁰⁾ resulta de ter comprado por um preço elevado algo com um valor diminuído pelo facto de não ter tido conhecimento das garantias prestadas, os AA estão a aceitar — ao contrário do que pretendem afirmar, como elemento decisivo de toda a sua impug-

(10) Neste caso, já da sua própria imagem.

nação — que lhes era exigível sabê-lo. Se de facto não o era, ninguém julgará como ingénua — comprometendo a «imagem» do Banco Mello — a compra que foi feita.

Só poderá ter havido realmente prejuízo da sua imagem, pois, se a imprensa não tiver noticiado correctamente os acontecimentos ocorridos. Não nos parece que assim tenha acontecido. Mas se é esse o entendimento dos AA deveriam ter «batido a outra porta» para pedir a indemnização que estamos a analisar.

Contribuindo para se julgar que se trata de um banco que não partiu de facto diminuído na sua capacidade de actuação (e a «imagem» de num banco vale, não por razões estéticas, mas apenas como forma de contribuir para os resultados financeiros a alcançar) são aliás bem expressivos os resultados obtidos logo em 1991, com um lucro de 1,4 milhões de contos; bem como, compreensivelmente, as afirmações de êxito e optimismo feitas pelo seu Presidente.

Conclusões

1. Restringindo-nos aos aspectos económicos do problema posto, não cuidamos da sua consideração jurídica, que afastaria logo por si qualquer responsabilidade do Banco Pinto & Sotto Mayor, por razões substanciais e por, de qualquer forma, não ser a entidade a demandar e por terem decorrido já os prazos em que poderia tê-lo sido.

2. Poderá compreender-se talvez o desconhecimento, por parte dos potenciais interessados, da primeira garantia dada à IBEROL; mas não o desconhecimento da segunda, reflectida no relatório e nas contas da Sociedade Financeira Portuguesa do primeiro trimestre de 1991.

3. Para os conhecer, não era necessária nem se justificaria a publicação de um prospecto adicional: dado que o prospecto base convidava já todos os interessados a consultar os elementos desejados, designadamente — mencionava-se de um modo expresso — o relatório e as contas do referido primeiro trimestre de 1991; não

tendo aliás de figurar aqui, não devendo mesmo figurar, os nomes das entidades com quem a Sociedade Financeira tinha celebrado operações activas ou passivas (ou às quais tivesse prestado garantias), cujo conhecimento exigia obviamente outro tipo de análise, que o Grupo Mello podia ter feito.

4. Não pode afirmar-se também que os responsáveis de então da Sociedade Financeira Portuguesa não seguiram um procedimento correcto na concessão das garantias à IBEROL, tendo ouvido os serviços técnicos competentes e intervindo — todos de modo concordante — os três elementos do Conselho de Administração; tendo aliás já depois pelo menos uma outra instituição de crédito igualmente prestigiada dado apoios financeiros (de maior monta do que qualquer das garantias em análise) a essa empresa, que continua em laboração, num sector com perspectivas favoráveis no nosso país.

5. Independentemente das circunstâncias apontadas, de modo algum o valor das acções da Sociedade Financeira Portuguesa seria afectado na medida das garantias cujo pagamento foi adiantado; sendo bem claro que neste caso — como na maioria dos casos — o seu valor não dependia (primordialmente, do valor patrimonial da empresa, mas sim das expectativas de lucros futuros, v.g. com o seu papel na estratégia empresarial do Grupo, circunstâncias pouco ou nada afectadas pelo adiantamento patrimonial que foi feito na sequência das garantias.

6. Como compensação deste adiantamento, seriam além disso exorbitantes os juros pedidos, de 26%, não podendo pensar-se que fosse esse o ganho obtido pelas operações activas correntes (ou, melhor, pelas operações menos rentáveis, na margem da actuação) do Banco Mello.

7. É inaceitável também — embora não estejam em causa aqui quantias comparativamente muito vultuosas — que os AA pretendam que o Banco Pinto & Sotto Mayor suporte todos os encargos do processo: no que respeita aos encargos do Tribunal Arbitral indo-se frontalmente contra o que foi acordado e assinado na Con-

venção de Arbitragem; e no que respeita aos demais encargos contra toda a lógica que preside à procura de uma solução por esta via.

8. É por seu turno impensável que o pagamento feito tenha prejudicado o Banco, nas suas expectativas de lucros futuros, em mais de 1,2 milhões de contos, acrescidos de juros desde Maio de 1991: baseando-se os cálculos feitos em «lesões» não ocorridas (de «imagem» ou «danos morais», ou ainda no «funding» e no «nível operacional») e partindo de uma base, de expectativa de ganhos de quem pagou mais pelas acções (nessa medida), que, sem nenhuma lógica, acabaria por favorecer quem por qualquer razão sobreavaliasse aquilo que havia comprado.

9. Deveria estar em causa apenas, de qualquer modo, uma perspectiva de longo prazo, em que se desvanece a componente patrimonial referida nas conclusões 5 e 6; não se justificando, por isso, que fosse considerada nos cálculos acabados de referir (ou que o fosse numa medida significativa).

10. É inaceitável, ainda, o pedido de indemnização de 250 mil contos por um alegado «prejuízo da imagem» do Banco Mello, só numa medida muito pequena ligada à Sociedade Financeira Portuguesa, muito menos a uma alegada concessão imponderada de garantias; o meio económico e financeiro português liga-a, isso sim, à actividade bancária e empresarial do Grupo Mello até 1974 (ao «rigor» e à «experiência» deste «nome», conforme justificadamente se sublinha na sua publicidade).

11. É de concluir, pois, que para além da falta de fundamentação jurídica, de que não cuidámos neste parecer, não há razões económicas ou de outras naturezas para as pretensões apresentadas pelos AA.

Manuel Porto

Professor da Faculdade de Direito da
Universidade de Coimbra

Fernando Nascimento

Professor da Faculdade de Ciências Económicas e
Empresariais da Universidade Católica Portuguesa

15 de Outubro de 1992.