

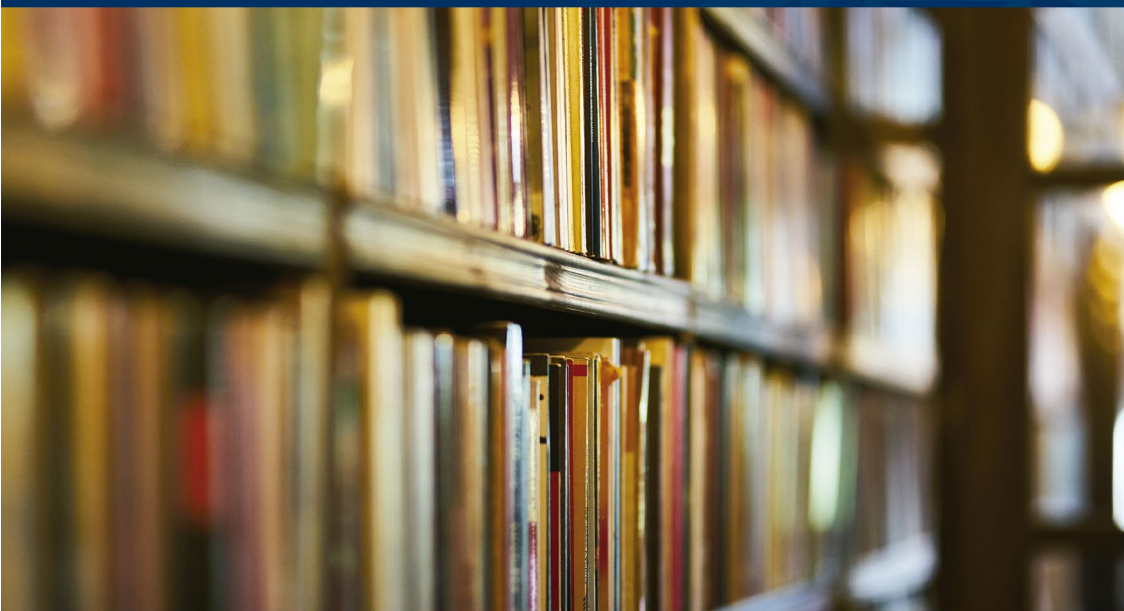


COMISSÃO
DO MERCADO
DE CAPITAIS
REPÚBLICA DE ANGOLA

COLECTÂNEA

ESTUDOS E ARTIGOS SOBRE
O MERCADO DE CAPITAIS

1
ª EDIÇÃO





COMISSÃO
DO MERCADO
DE CAPITAIS
REPÚBLICA DE ANGOLA

COLECTÂNEA

ESTUDOS E ARTIGOS SOBRE
O MERCADO DE CAPITAIS

1
ª EDIÇÃO



Título: Colectânea de estudos e artigos

Diversos autores

Todos os direitos para a publicação reservados por: © Copyright 2022/23 by CMC

Proibida a reprodução total ou parcial desta obra, por qualquer meio eletrónico, mecânico, inclusive por processo xerográfico, sem permissão expressa da CMC.

Execução Gráfica da capa:

DCEF - Departamento de Comunicação e Educação Financeira da CMC

Paginação: João Dias dos Santos

Fotografias: Elizandro Lueio, Dome Semedo e Arquivo de documentação da CMC

Conselho Editorial: Elsa Marques, Osvaldo Lima, Indira Teixeira, Sebastião Manuel,
Dra. Maria de Fátima Simões

Supervisão editorial: Joel Sérgio

Edição | Revisão:

Tchi Publicações | Centro de Documentação da CMC

Impressão e acabamentos: Gráfica Viena, SA

Depósito legal: 12336/ 2023

ISBN: 978-989-8953-80-3

Volume 1: Setembro 2024

Tiragem: 1000 exemplares



COMISSÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

Rua do MAT - Complexo Clássicos de Talatona - Bloco A5, 1º e 2º

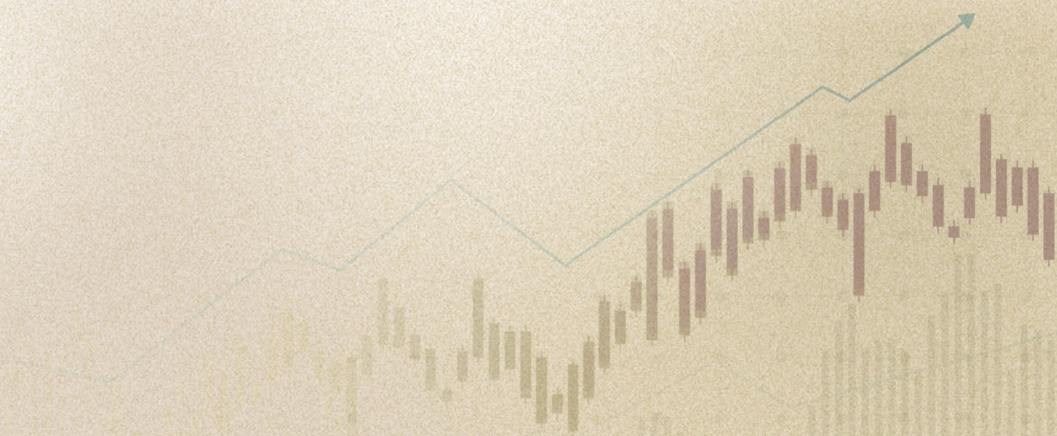
Luanda - Angola

+244 992 518 292 | +244 949 546 473

institucional@cmc.ao

EDITORIAL

Por **Vanessa Simões**





VANESSA SIMÕES

Andreia Vanessa de Sousa Simões ¹, casada, de nacionalidade angolana, nasceu aos 25 de Agosto de 1985.

Nomeada Presidente do Conselho de Administração da Comissão do Mercado de Capitais (CMC), pelo Despacho Presidencial n.º 233/22, de 28 de Setembro.

Pertenceu ao Conselho de Administração da Bolsa de Dívida e Valores de Angola (BODIVA), onde exerceu a função de Administradora Executiva, tendo sobre a sua responsabilidade as esferas jurídica, regulatória e administrativa.

Vanessa Simões, iniciou o seu percurso profissional no ramo da Advocacia, em 2012, tendo exercido a função de Consultora em diversos ramos jurídicos, arrecadando uma vasta experiência em processos de mediação, contencioso bancário e consultoria jurídica de investimento.

Mestre em Ciências Jurídico Forenses, na vertente de Direito Civil/Penal, pela Universidade Católica de Lisboa, Portugal. Licenciou-se em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, também em Portugal. Concluiu o Kellogg/Católica Advanced Management Program CPLP, 2022.

¹ <https://www.cmc.ao/pt-pt/node/83> - acessado aos 20/09/2024



Estimado Leitor,

E escrever sobre o mercado de capitais é uma necessidade do nosso actual contexto económico-financeiro, em que as fontes de financiamento tradicionais deixaram, por si só, de satisfazer as necessidades da economia, sendo que existe cada vez maior procura pelo desenvolvimento de projectos com impacto na sociedade.

A colectânea de Estudos e Artigos sobre o mercado de capitais é um produto do esforço desenvolvido pelos quadros da Comissão do Mercado de Capitais (CMC) que dedicam, continuamente, o seu saber e tempo, em prol da edificação de um mercado de capitais confiável, sólido e robusto. A CMC publicará a Colectânea de Estudos e Artigos, sequencialmente, por edições e por temas específicos do mercado, ao longo dos próximos anos.

A selecção de cada um dos temas para esta colectânea, surge do conhecimento adquirido sobre a especificidade deste subsector do sistema financeiro, que tem como denominador comum o investimento, visto que o mercado de capitais, como um processo auxiliador na transferência de recursos financeiros dos agentes superavitários para agentes deficitários, visa o financiamento do sector produtivo e a rentabilização da poupança aplicada pelos aforradores, ou seja, propicia o desenvolvimento económico sustentado.

Assim sendo, este processo de selecção implica a gestão de uma variedade de temas ligados ao mercado de capitais e ao investimento, em geral, sendo que esta primeira edição é dedicada aos **“Participantes e aos Principais e Elementos do Mercado,”** com grande incidência para a poupança, o investimento e o risco.

A colectânea que se apresenta é uma súpula de estudos e artigos alguns deles já publicados na imprensa angolana, em jornais e revistas locais. A iniciativa de se produzir uma Colectânea enquadra-se na prossecução das atribuições da CMC de promoção e desenvolvimento do mercado de capitais Angolano, através da difusão de conceitos e fomento das iniciativas de literacia financeira.

Neste sentido, esta obra representa uma grande oportunidade para enaltecer a importância do mercado de capitais, em particular neste momento em que se dinamiza o mercado de acções, por via do processo de privatizações, em curso no nosso país, e acreditamos que será uma mais-valia para o acervo bibliográfico nacional relativo a estas matérias.

Votos de boa leitura!

Vanessa Simões

Presidente do Conselho de Administração da CMC

ÍNDICE

6



EDITORIAL

Por Vanessa Simões

11

ABREVIATURAS

I PARTE: POUPANÇA

19



EXISTE POTENCIAL INTERNO PARA INVESTIMENTO NO MERCADO DE CAPITAIS ANGOLANO?

Por: Albertina Santana

25



ESTUDO: O NÍVEL DE POUPANÇA NO SISTEMA FINANCEIRO ANGOLANO

Por: Roberto Amaral

II PARTE: INVESTIMENTO, FINANCIAMENTO DE MPE'S & RISCOS DE MERCADO

61



ESTUDO DO IMPACTO DAS EMISSÕES, RESGATES, TAXAS DE JURO E DE CÂMBIO SOBRE O VOLUME DE NEGOCIAÇÕES

Por: Airosa da Silva

83



FORMAS DE INVESTIMENTO ALTERNATIVO NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Por: Denise Pitta Grós

111



ESTUDO DE POLÍTICAS COM IMPACTO POSITIVO NOS NÍVEIS DE FINANCIAMENTO DAS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS POR VIA DO MERCADO DE CAPITAIS

Por: Dilson Gaspar

167



RISCOS DE INFRAESTRUTURAS DO MERCADO

Por: Giovanni Peliganga

205



OS DESAFIOS DAS PRIVATIZAÇÕES EM ANGOLA

Por: Aldemiro Gonçalves

215



SOBRE A CMC

ABREVIATURAS

AIFMD – Alternative Investment Fund Manager Directive

APCRI – Associação Portuguesa de Capital de Risco

ARSEG – Agência Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros

BCE – Banco Central Europeu

BIS – Bank for International Settlement

BNA – Banco Nacional de Angola

BODIVA – Bolsa de Dívida e Valores de Angola

CEVAMA – Central de Valores Mobiliários Angolano

CISNA – Committee of Insurance, Securities and Non-Banking
Financial Authorities

CMC – Comissão do Mercado de Capitais

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CNEF – Conselho Nacional de Estabilidade Financeira

CódVM – Código de Valores Mobiliários

CPC – Corporate Central

CPSS – Committee on Payments and Settlement Systems

DNS – Deferred Net Settlement

DTC – Depósito Central de Títulos

EcP – Entrega Contra Pagamento

EUA – Estados Unidos da América

FMG – Financial Markets Group

FMI – Fundo Monetário Internacional
FSB – Financial Stability Board
GEE – Gabinete de Estudo e Estatística
HFR – Hedge Fund Research
IMF – Infra-estruturas do Mercado Financeiro
IOSCO – International Organization of Securities Commission
LBIF – Lei de Base das Instituições Financeiras
MBI – Management Buy-In
MBO – Management Buy-Out
MBTT – Mercado de Bolsa de Títulos do Tesouro
MCX – Subsistema Multicaixa
MPEs – Micro e Pequenas Empresas
OIC – Organismo de Investimento Colectivo
PWC – Price Waterhouse Coopers
REITs – Real Estate Investment Trusts
RJOIC – Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo
RT – Repositório de Transacções
RTGS – Real-time Gross Settlement
SCC – Subsistema de Compensação de Cheques
SIGMA – Subsistema de Gestão de Mercados de Activos
SP – Sistema de Pagamentos
SPA – Sistema de Pagamentos de Angola
SPGV – Sistema de Pagamentos de Grande Valor
SPTR – Sistema de Pagamentos em Tempo Real

SSS - Sistema de Liquidação de Valores Monetários

STC - Subsistema de Compensação de Cheques

SWIFT - Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication

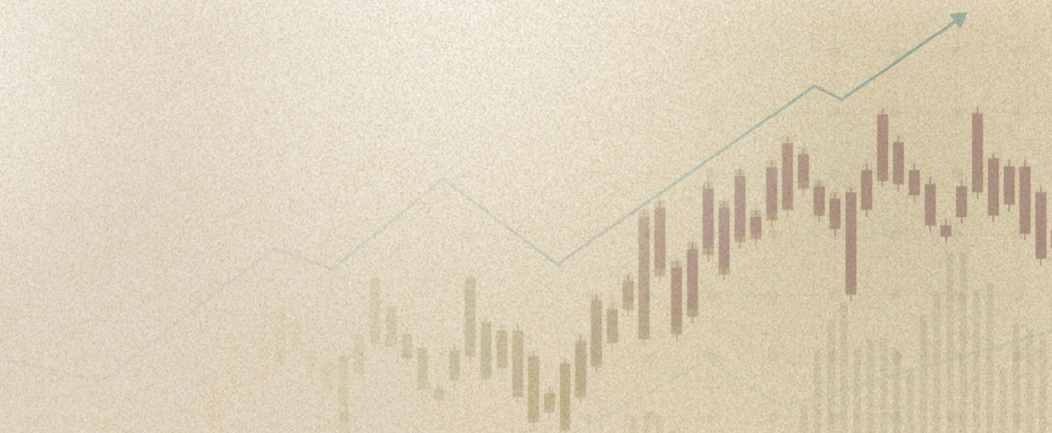
TT - Títulos do Tesouro

UE - União Europeia

USP - Universidade de São Paulo

ISSAO DO MERCADO DE CUM

I PARTE: POUPANÇA





EXISTE POTENCIAL INTERNO PARA INVESTIMENTO NO MERCADO DE CAPITAIS ANGOLANO?

Por: **Albertina Santana**





ALBERTINA SANTANA

Albertina Santana, de nacionalidade angolana, nasceu em Luanda, aos 12 de Junho. Filha de José e Félia Santana. Formou-se com honras em Contabilidade e Administração pela Universidade Católica de Angola.

Começou a sua carreira profissional em 2019 como Assistente de Contabilidade, na MIR Contabilidade e Consultoria onde forneceu suporte ao Departamento de Contabilidade.

Movida pela busca de novos desafios, aos 22 anos começou a experiência como Analista Estatística e Financeira na Comissão do Mercado de Capitais, onde desempenha (à data) as suas funções no Gabinete de Estudo e Estatística.

Em 2023 foi membro do corpo de jurados da II edição do Concurso CMC&U.

EXISTE POTENCIAL INTERNO PARA INVESTIMENTO NO MERCADO DE CAPITAIS ANGOLANO?

O ano de 2020 foi bastante positivo para a Bolsa de Dívida e Valores de Angola (BODIVA) ao nível do volume de negociação, registando-se pela primeira vez um montante anual avaliado em cerca de 1 187,23 mil milhões de Kwanzas, o que representa um crescimento de 35,81% face a 2019.

Em termos sectoriais, das diferentes tipologias de investidores pode-se observar uma maior concentração do sector bancário, representando cerca de 43,89% do montante negociado, enquanto os restantes sectores distribuem-se nos 56,11% remanescentes.

Dos restantes sectores, por exemplo, os Fundos de Pensões (FP) e Seguradoras que em outras realidades apresentam-se como importantes investidores no mercado de capitais, em Angola, têm tido ainda uma fraca participação neste mercado, sendo que em 2020, tiveram uma quota no montante negociado, na BODIVA, de apenas 1,52% e 0,84% respectivamente.

Assim, não obstante o volume de negociação na BODIVA ter apresentado uma tendência de crescimento em 2020, a atracção de diferentes tipologias de investidores para o mercado, no sentido de garantir-se o alargamento da base de investidores continua a ser um desafio para o mercado de capitais nacional, bem como para a Comissão do Mercado de Capitais (CMC).

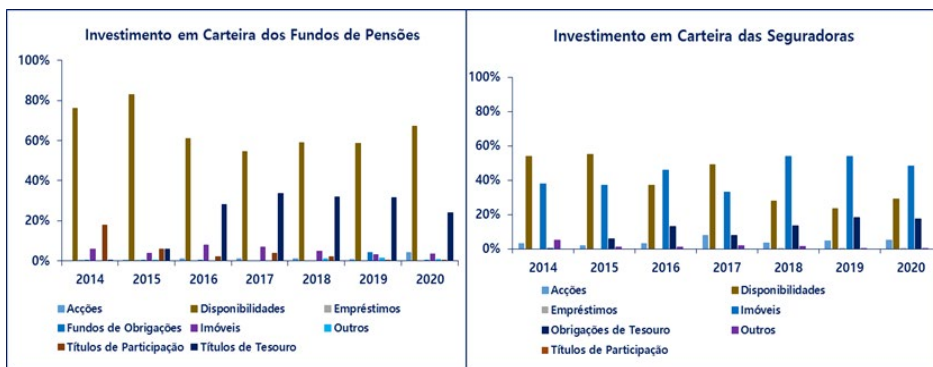
Nesta senda, tendo em conta a importância do alargamento da base de investidores para que o mercado de capitais seja mais profundo e líquido, faz-se oportuno avaliar o potencial de liquidez disponível que

pode ser canalizado para o mercado de capitais, sendo que para tal, em sede do presente artigo, olharemos apenas para a política de investimento dos FP e Seguradoras, para o montante disponível em depósitos do sector bancário, bem como para o montante de investimento em carteira feitos por entidades angolanas no exterior.

De acordo com dados divulgados pela Agência Angolana de Regulação e Supervisão (ARSEG), entre 2014 a 2020, o total de activos dos FP e das Seguradoras apresentou um crescimento de 172% e 119%, passando de 184,87 mil milhões de kwanzas para 502,97 mil milhões de kwanzas e de 213,89 mil milhões de kwanzas para 469,12 mil milhões de kwanzas, respectivamente.

Relativamente à carteira de investimentos dos FP, em 2020, mais de metade da liquidez estava alocada em disponibilidades (depósitos à ordem e a prazo), contrariamente ao seu perfil de investimento que privilegia activos de médio e longo prazo. Já as Seguradoras tinham a maior parte dos seus investimentos em imóveis.

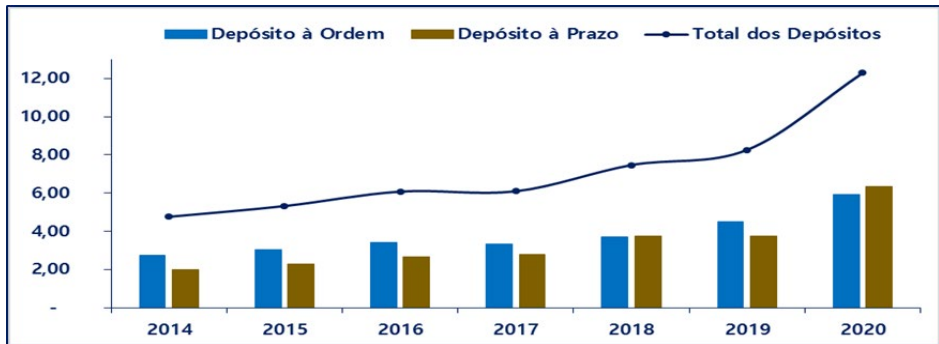
Gráfico 1: Evolução do Activo dos FP e das Seguradoras



Fonte: ARSEG

Quanto ao volume de depósitos, de acordo com o Banco Nacional de Angola (BNA), em 2020 o sector bancário alcançou a cifra dos 12,29 mil milhões de kwanzas com um crescimento de 158% face a 2014, sendo que os depósitos a prazo representavam 52% do total.

Gráfico 2: Nível dos Depósitos por Natureza (em mil milhões de AOA)



Fonte: BNA

No que toca ao investimento em carteira de entidades angolanas no exterior, de acordo com o BNA, em 2020 o montante investido em carteira no exterior estava avaliado em USD 1,50 mil milhões, sendo que estes fundos foram canalizados para aplicações feitas em fundos que investem em acções, bem como foram feitos investimentos em títulos de dívida pública.

Gráfico 3: Investimento em Carteira de Angola no Exterior (em mil milhões de USD)




Fonte: BNA

Como se pode constatar, em função da análise efectuada acima, existe actualmente potencial interno de liquidez que pode ser canalizada para o mercado de capitais nacional, seja em posse dos FP e Seguradoras, que estão actualmente em disponibilidades, contrariando a visão de investimento de longo prazo desta tipologia de investidores, bem como em imóveis, que são em princípio, activos pouco líquidos. Por outro lado, temos também alguma liquidez em depósitos a prazo, que poderia estar a gerar maiores taxas de retorno se estivessem investidos em instrumentos do mercado de capitais.

Por fim, notamos também que entidades angolanas continuam a investir em instrumentos do mercado de capitais no exterior, fundos que podem ser aplicados internamente caso haja instrumentos disponíveis com taxas de retornos atractivas.

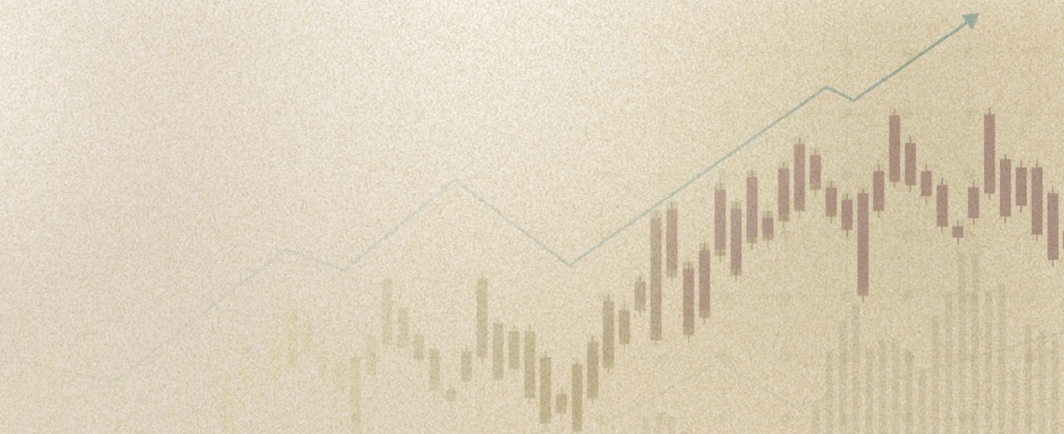
Assim, é fundamental que a CMC e os diferentes *players* do mercado de capitais continuem a implementar acções no âmbito da educação financeira e do desenvolvimento de mercado, que contribuam para o alargamento da base de investidores, seja por via da participação de investidores locais e estrangeiros, principalmente numa altura em que o Aviso 15/19 do BNA veio flexibilizar a abertura da conta financeira, facto que veio facilitar a participação dos investidores não residentes cambiais.

GEE - Albertina Santana
30 de Dezembro de 2020



ESTUDO: O NÍVEL DE POUPANÇA NO SISTEMA FINANCEIRO ANGOLANO

Por: **Roberto Amaral**





ROBERTO AMARAL

Roberto Amaral, de nacionalidade angolana, é economista, formado na Universidade Católica de Angola e possui as designações profissionais de Capital Markets and Securities Analyst (CMSA) e Financial Planning and Wealth Management Professional (FPWM) do Corporate Finance Institute (CFI).

Conta com uma carreira de aproximadamente 3 anos, actuando como Técnico de Análise Estatística e Financeira no Gabinete de Estudos da Comissão do Mercado de Capitais, tendo, adicionalmente trabalhado como docente em tempo parcial da cadeira de Mercados e Produtos Financeiros no Instituto Superior Técnico de Administração e Finanças (ISAF).

Além das suas atribuições profissionais, é escritor, *Peacemaker* da *Young Students for Leadership* Angola.

ESTUDO: O NÍVEL DE POUPANÇA NO SISTEMA FINANCEIRO ANGOLANO

Resumo

O presente estudo tem como objectivo discorrer sobre a temática do Nível de Poupança no Sistema Financeiro Angolano. Para este efeito, a pesquisa dividiu-se em dois momentos. No primeiro momento, efectuou-se a discussão conceptual seguida de uma discussão em torno das determinantes da poupança em contexto nacional, e posteriormente procedeu-se o levantamento de alguns indicadores de poupança no Sistema Financeiro Nacional. No segundo momento, efectuou-se uma investigação sobre o potencial de investimento no mercado de valores mobiliários para canalizar a poupança existente de modo a contribuir positivamente para o surgimento dos mercados de dívida privada e de acções.

Conceitos-Chave: Poupança, Sistema Financeiro, Determinantes, Investimento, Indicadores, Mercado de valores mobiliários.

1. Introdução

O papel da Poupança em qualquer sistema financeiro é o de constituir-se como a fonte primordial para financiar o investimento necessário para promover o desenvolvimento económico. Desta forma, um maior nível de poupança no sistema financeiro significa uma expansão imediata na capacidade de investimento de uma economia.

Assim, os indicadores de poupança num sistema financeiro oferecem uma informação valiosa para perceber a saúde de uma economia e sua capacidade de gerar poupança para financiar o investimento. Entretanto, neste processo, existe um conjunto de pressupostos estruturais e condições estruturantes que devem ser observáveis para garantia de um clima económico promotor da poupança, como a constituição de infraestruturas de mercado, instituições e instrumentos financeiros que possibilitem o processo de captação e conversão da poupança gerada em investimento.

Com o agravamento das condições no mercado de crédito, a desfavorecer o financiamento para investimento na economia real por parte das empresas e para o consumo das famílias, o mercado de valores mobiliários pode ser visto como uma alternativa para financiar a actividade empresarial e fomentar o crescimento económico no médio e longo prazo.

Neste sentido, as dificuldades que influenciam o lado dos investidores – como os baixos níveis de literacia financeira, adequação dos instrumentos, a alta inflação esperada e os níveis altos de desemprego – bem como as que tocam aos potenciais emitentes – como a necessidade de um quadro regulatório adequado e que não restringe as oportunidades de investimento para os *players* de mercado e um ambiente de negócios propício ao investimento em activos reais – são vistas como alguns dos desafios actuais mais sonantes para a eficiência do mercado de capitais.

No entanto, não obstante as mudanças que podem ser geradas com a melhoria gradual das condições de mercado, levanta-se a hipótese de que exista actualmente poupança ociosa na economia que pode ser canalizada para financiar a dinamização do mercado de valores mobiliários com ênfase para os mercados de dívida privada e de acções que irão ampliar em grande nível o impacto do mercado de capitais no processo de diversificação da economia.

2. Poupança e Suas Implicações

2.1. Enquadramento Conceptual

Na literatura económica, a poupança pode ser entendida como a parte do rendimento disponível de um agente económico ou de uma economia que não se destina ao consumo imediato, podendo ser conservada de modo a suprir necessidades futuras.

Para os agentes privados, a poupança é a parcela do seu rendimento disponível não destinada a despesas de consumo, enquanto a poupança pública é a parte das receitas públicas não efectivada em despesa pública. Sendo assim, é fácil aferir que a poupança estabelece uma relação inversa com as despesas de consumo num dado momento, na medida em que ambas são as duas únicas opções a dar ao rendimento disponível na sua óptica da utilização.

A relação algébrica oferecida pelo modelo keynesiano estuda a relação entre o consumo e a poupança dos particulares que pode ser apresentada da seguinte forma:

$$Yd = C + S \quad (1)$$

$$S = Yd - C \quad (2)$$

Onde (1) o rendimento disponível dos privados **Yd** pode ser usado para efeitos de consumo privado **C** e poupança privada **S**, sendo que (2) quanto maior for o rendimento usado em despesas de consumo menor será a poupança do agente. Isto implica que um maior controlo das despesas de consumo, por parte dos privados, num dado período, é um requisito fundamental para o alcance de maiores níveis de poupança privada e, conseqüentemente, no sistema financeiro.

Porém, outras considerações devem ser feitas para o aprofundamento destas implicações uma vez que os factores que condicionam o consumo e o rendimento disponível também se afiguram determinantes para a poupança, como podemos apurar tendo em vista as seguintes expressões:

$$Y_d = Y - T + TR \quad (1)$$

$$C = \bar{C} + cY_d \quad (2)$$

(1) O rendimento disponível dos privados é positivamente influenciado pelo seu rendimento total Y e pelas transferências do Estado às famílias TR que se dá por meio de subsídios, sendo negativamente influenciada pelos impostos directos T . Enquanto (2) o consumo privado tem uma componente irredutível (Consumo autónomo), adicionada de outra componente que consiste na parcela do rendimento disponível destinada ao consumo.

Tidas em conta estas considerações na linha de pensamento inicial, é possível aferir que na óptica de utilização do rendimento disponível existe sempre uma porção não redutível de consumo imediato ligada à satisfação de necessidades básicas, enquanto a outra é susceptível de redução sem que isto represente um prejuízo para a satisfação de necessidades básicas.

Neste sentido, para um determinado nível de rendimento superior ao consumo autónomo, uma maior poupança pode ser alcançada pela redução das despesas de consumo que não sejam estritamente necessárias à satisfação de necessidades básicas.

2.2. Poupança, o Valor Temporal da Moeda e o Investimento

Sob o pressuposto da racionalidade dos agentes, compreende-se que estes levam em consideração o impacto de variáveis como o tempo na sua situação económica, pelo que orientam as suas decisões de consumo com recurso a estratégias para alocar eficientemente as dotações orçamentais que esperam para diferentes períodos do tempo.

Compreender a esfera de necessidades a que se está sujeito ao longo do tempo é um requisito fundamental para se perceber em que períodos específicos existem ou existirão mais necessidades a serem

supridas e, conseqüentemente, maior exigência para a dotação orçamental destinada àquele período.

Estas considerações são tidas em conta por todos os agentes económicos, quando confrontados com decisões relativas à alocação eficiente de recursos escassos para satisfazer as suas necessidades ilimitadas ao longo do tempo. Por exemplo, se um agente possui, num determinado período, necessidades superiores que o seu orçamento este tende a procurar por crédito que lhe proporcione a liquidez necessária para financiar as suas necessidades.

Por outro lado, quando um agente tem necessidades de consumo imediato inferiores que o seu orçamento disponível, este tem a possibilidade de conservar a parte do seu orçamento que não destinou a necessidades de consumo imediato, dispondo dela para financiar a satisfação de necessidades de consumo futuras.

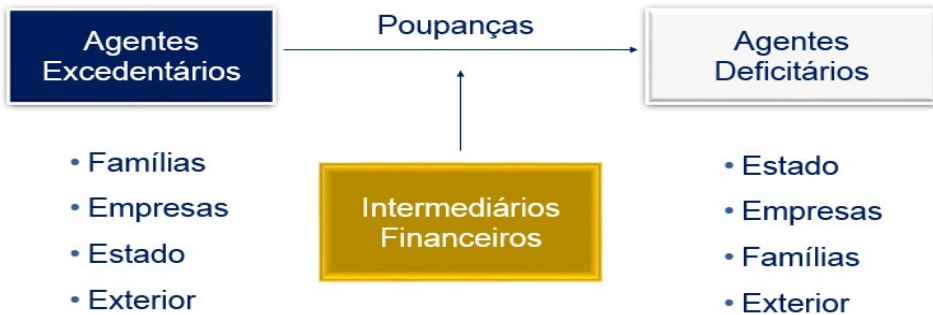
Entretanto, existem algumas implicações que os poupadores devem levar em conta, como o valor temporal da moeda que leva (Peliganga, 2021) a considerar que o valor do dinheiro difere do seu valor intrínseco ou financeiro, pois este depende do horizonte temporal em análise. Neste sentido, uma nota Kz 1 000,00 pode valer mais ou menos dentro de um ano, pois que a quantidade de bens e serviços passíveis de serem adquiridos com Kz 1 000,00 pode ser maior ou menor no referido período.

Deste modo, torna-se razoável afirmar que o simples acto de conservar uma parte do rendimento para consumo futuro, não garante a manutenção do poder de compra do agente, pelo que é necessário que o rendimento conservado num dado momento seja capitalizado de modo a gerar um excedente económico que seja, no mínimo, capaz de preservar o poder de compra do agente poupador.

A relação que se estabelece entre aquele que possui excedente e poupa (excedentário) e aquele que face a um défice no seu orçamento procura por liquidez (deficitário) é a matéria que constitui as bases sobre as quais se edifica um sistema financeiro, que vem a ser o conjunto de

instituições, instrumentos e mercados que viabiliza a transferência de fundos (poupanças) de agentes excedentários para agentes deficitários.

Figura 1: Resumo do Sistema Financeiro



As decisões de poupar e de investir são realizadas por agentes diferentes (Santos, Pina, Braga, & St. Aubyn, 2016).

Desta forma, o sistema financeiro concorre quer para viabilizar o acto de poupar para agentes excedentários, como para garantir a eficiência na utilização dos recursos poupados, uma vez que agentes deficitários são, regra geral, mais abundantes em ideias de investimento produtivas do que os agentes excedentários.

Tradicionalmente, entendem-se as famílias como sendo um agente excedentário – uma vez que estas possuem o rendimento dos empregados, mas são escassas de iniciativas económicas – e as empresas e o estado como sendo agentes tipicamente deficitários² – que constantemente procuram por formas de financiar a sua actividade económica com recurso a emissões de instrumentos financeiros e outras formas de arrecadar financiamento para a sua actividade³. Deste ponto de vista,

² Embora as empresas quanto mais lucrativas forem, maior é a probabilidade destas virem a investir em activos financeiros, na medida em que nem todo o lucro é necessariamente reinvestido e

³ As empresas podem autofinanciar-se, o governo pode arrecadar impostos para financiar a despesa ou utilizar mecanismos compulsórios de poupança para este efeito, tal como podem financiar-se por meio dos mercados financeiros.

é razoável considerar que a poupança canalizada para os mercados financeiros serve para financiar o investimento das empresas e o défice público.

3. A Poupança no Sistema Financeiro Angolano

Durante o período entre 2015 e 2020, os condicionalismos estruturais que existiram na economia angolana contribuíram de forma amplamente negativa para a constituição de maiores níveis de poupança no sistema financeiro, bem como para a dinamização dos instrumentos financeiros necessários para canalizá-la em investimento financeiro. A fraca estabilidade da moeda que se registou na década passada limitou sobremaneira o universo de possibilidades existentes no ambiente de negócios nacional. O alto nível de desemprego estrutural anula a propensão da população a poupar, uma vez que a grande maioria luta em busca de rendimentos para financiar necessidades básicas de consumo.

Não obstante aos altos níveis de desemprego, o nível geral de preços continuou a crescer dificultando ainda mais a vida dos populares e aumentando o impacto das despesas de consumo na equação de utilização do rendimento das famílias. E adicionalmente a estes desafios, a economia sofre, desde 2020, com os impactos da pandemia do COVID-19 que vem inibindo a actividade económica e restringindo a circulação dos residentes, passando a ter os impactos reduzidos pelo progresso com as vacinações.

3.1 Determinantes da Poupança em Angola

Em Angola, falar de poupança remete necessariamente para o processo de identificação, reflexão e avaliação dos factores que concorrem para os baixos níveis de poupança registados, nomeadamente: custo de vida, nível de inflação, cultura de poupança, nível de literacia eco-

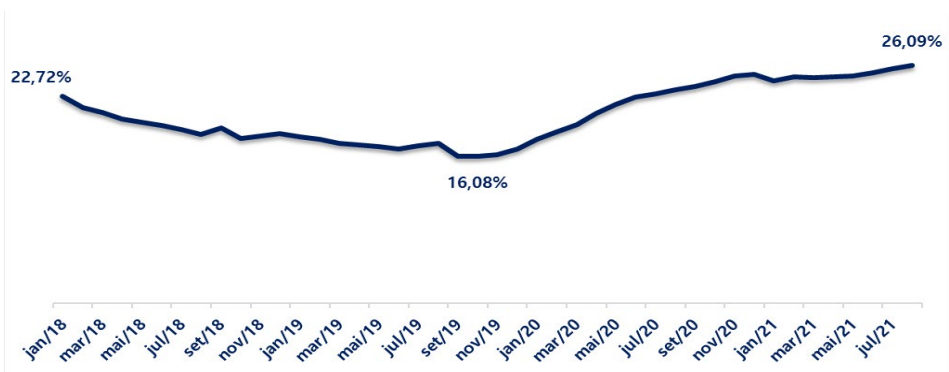
nómica e financeira e dificuldades no acesso aos serviços financeiros (Augusto, 2021).

❖ Nível Geral de Preços e Inflação

O nível geral de preços e o nível de inflação são duas das principais variáveis que condicionam a poupança no sistema financeiro. Um aumento no nível geral de preços (inflação), mantendo as demais variáveis constantes, origina um aumento das despesas de consumo limitando a capacidade de poupar. Entretanto, a inflação também condiciona a poupança no sentido em que afecta o valor temporal do dinheiro e inutiliza a capacidade de instrumentos de poupança com taxas de juros inferiores à taxa de inflação serem eficientes para conservar o poder de compra dos agentes.

Nos últimos anos, a economia nacional tem enfrentado este desafio com reflexos profundos sobre os preços da cesta básica e sobre a viabilidade dos investimentos na economia real. Como podemos verificar na figura abaixo houve uma tendência de crescimento da taxa de inflação homóloga no período em análise.

Figura 2: Evolução da Taxa de Inflação Homóloga (2018-2021).



Fonte: INE

A análise histórica mostra que houve uma boa tendência de controlo inflacionista entre 2018 e 2019, resultantes do facto das medidas de controlo da base monetária por parte do Banco Nacional de Angola (BNA) terem resultado na redução da inflação de 22,72% em Janeiro de 2018 para 16,08% no final de 2019. Mas os choques externos provenientes das restrições impostas ao comércio internacional em 2020 prejudicaram a oferta de bens em espaço nacional, resultando em pressões inflacionistas que se reflectiram no alcance de máximas consecutivas dos últimos três anos nas últimas publicações do INE, sendo que a inflação homóloga se situou no final de Agosto em 26,09%.

❖ **Cotação do Barril de Petróleo e Receitas do Sector Petrolífero**

O sector petrolífero é o sector que mais contribui para a economia angolana sendo responsável por cerca de um terço do PIB e por mais de 90% das exportações angolanas. No momento do estudo feito no (CEIC-UCAN, 2015), Angola tinha o maior índice de concentração das exportações do mundo (medido pelo método de Herfindahl-Hirschman⁴) e não foram feitos grandes progressos nesse sentido. Esta concentração mostra o quão dependente do petróleo é a poupança externa angolana.

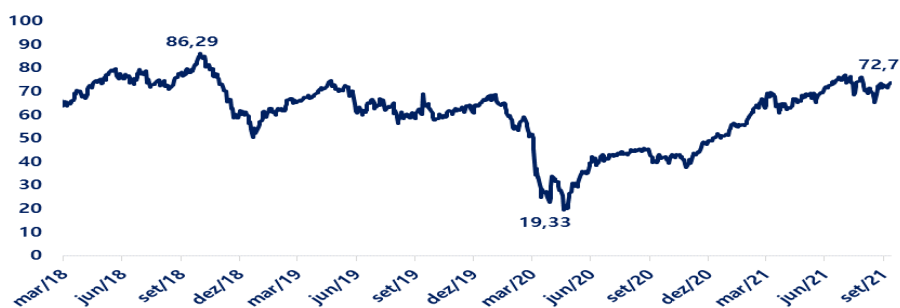
Quanto maior o grau de concentração numa economia, menor é a sua capacidade de resistência a choques externos, menor também o espaço de absorção dos efeitos negativos dessas turbulências internacionais (CEIC - UCAN, 2019-20).

No período referente aos últimos três anos, a cotação do barril de petróleo sofreu um grande choque que data o mês de Abril de 2020, num momento em que o mundo entrou em *lockdown* fruto da ameaça que representava o até então novo vírus do Covid-19. As medidas restritivas adoptadas como tentativa de mitigar o contágio reflectiram-se

⁴ O método de Herfindahl-Hirschman consiste numa forma de medir a competitividade de uma indústria em termos da concentração de mercado de seus participantes. Este índice tornou-se popular pela sua maior precisão em relação a outros e passou a ser um índice de referência para medir concentrações.

numa desaceleração da actividade económica com efeitos na cotação do barril de petróleo, como demonstrado na figura 3.

Figura 3: Evolução da Cotação do Barril de Petróleo (2018-2021)



Fonte: Bloomberg.

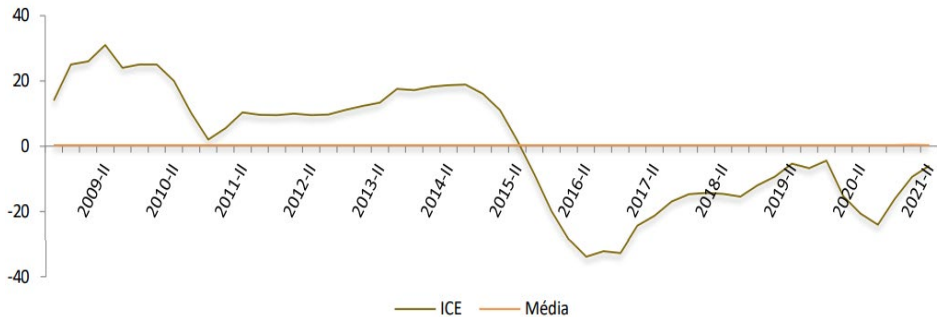
Este cenário contribuiu para uma recessão de 5,4% do PIB em 2020. Paralelamente ao sucedido em 2020, com a recuperação da economia global verificada no primeiro semestre de 2021 a favorecer a procura por combustíveis e, conseqüentemente, a cotação do barril de petróleo, a diminuição verificada da produção diária tem sido compensada por um aumento mais do que proporcional na cotação do Barril.

Os pressupostos fixados para o Orçamento Geral do Estado 2021 correspondiam a uma produção diária de 1,22 milhões de Barris e uma cotação de USD 39,00 por barril, mas a produção diária tem-se mantido moderadamente abaixo do nível esperado enquanto a cotação tem estado significativamente acima dos USD 39,00, sendo que, segundo cálculos do autor tendo em conta os dados da Bloomberg, estas diferenças culminaram numa receita bruta extraordinária para o sector petrolífero acumulada até meados de Agosto (dia 17) de cerca USD 4,66 mil milhões em receitas petrolíferas brutas, segundo os cálculos do GEE (Gabinete de Estudo e Estatística), com efeitos positivos sobre a arrecadação fiscal petrolífera e a conseqüente redução do défice público.

❖ O Estado do Ambiente de Negócios

O estado do ambiente de negócios também pode representar condicionamentos para a canalização da poupança em instrumentos financeiros condicionando o crescimento económico. Olhando para os inquéritos do Instituto Nacional de Estatísticas, que medem o sentimento de mercado das empresas angolanas face a actual conjuntura económica, é possível aferir que o choque petrolífero de 2014 reflectiu efeitos sobre o indicador de clima económico, que tem permanecido desfavorável desde 2015, mas apresentou uma tendência de recuperação até 2020, ano em que voltou a baixar, fruto do choque da pandemia do COVID-19 tendo regressado a tendências positivas apenas a partir do quarto trimestre de 2020.

Figura 4: Indicador de Clima Económico



Fonte: INE

Adicionalmente, é possível aferir sobre o perfil de risco da economia angolana por recurso às agências de notação de risco de referência internacional tais como a *Standard & Poor's*, a *Fitch Rating* e a *Moody's* que, no geral, enfatizam a melhoria do perfil do crédito soberano do Governo de Angola e o reforço da governança em termos de qualidade das instituições ao nível do Executivo e do Legislativo no ano de 2021. Fruto destas implicações, bem como pelo cenário positivo do preço

do petróleo e da estabilidade cambial, a Moody's reavaliou de forma positiva a notação do risco Soberano de Angola melhorando a classificação de Caa1 (Baixa qualidade de crédito) para B3 (Grau médio de qualidade de crédito).

Cada uma destas formas permite aos investidores tirar ilações sólidas sobre a viabilidade de se poupar e investir em Angola, bem como podem ser vistos como diplomas importantes para as reformas estruturais do Estado angolano.

❖ Educação e Inclusão Financeira

Mais educação financeira é um requisito intransponível para o aumento da captação de poupança para o sistema financeiro e sua consequente aplicação em instrumentos financeiros. Em Angola, segundo os inquéritos sobre inclusão financeira (Conselho Nacional de Estabilidade Financeira, 2020), 49% dos comerciantes informais que fazem poupanças preferem guardar os valores em casa, 32% preferem depositar em bancos comerciais, 19% aplicam os recursos na quixiquila (instrumentos informais de financiamento rotativo) e 1% dá outras formas de tratamento aos valores poupados.

Estes números podem denunciar um baixo nível de educação financeira, uma vez que de forma acumulada 68% dos comerciantes inqueridos preferem manter as suas poupanças fora do sistema financeiro formal que aplicar em qualquer instrumento de poupança. Uma observação menos má oferecida pelo inquérito é a de que 74% dos comerciantes que poupam fazem-no a pensar na reforma, o que implica um alto grau de preocupação destes sobre a sua situação futura que é suficiente para pressupor a sua propensão a poupar e investir a sua poupança de modo a salvaguardar o seu bem-estar futuro.

De todo modo, estas implicações também demonstram a alta relevância que as iniciativas de inclusão e educação financeira têm perante o processo de captação de maiores níveis de poupan-

ça no sistema financeiro e dinamização dos instrumentos de poupança. Estas consistem, fundamentalmente, em dar a conhecer os benefícios dos mercados financeiros a cada uma das suas potenciais partes intervenientes, tornando-os capazes de salvaguardar o seu próprio interesse e assegurar a protecção das suas poupanças.

❖ Adequação dos Instrumentos de Poupança

Este quesito, tal como indica a teoria *keynesiana*, concorre para equilibrar a poupança disponível e a procura por investimento. Dito de outro modo, os agentes deficitários procuram por investidores-poupadores para financiar a sua actividade e para este efeito emitem instrumentos financeiros adequados para captar a poupança destes. A noção geral da teoria keynesiana da relação entre poupança e investimento pode ser descrita de forma simples com as seguintes implicações simplificadas:

$$\text{Se } Y = D = C + I \text{ e } S = Y - C \text{ logo, } S = I.$$

Se existe procura para toda a produção efectuada, o produto na óptica do rendimento (Y) é igual ao produto na óptica da despesa (D). Na óptica da despesa o produto é função das despesas de consumo (C) e das despesas de capital (I, investimento), e na óptica do rendimento o produto é poupado (S) ou consumido (C). Para efeitos de comprovação da premissa inicial, a poupança na ótica do rendimento deve ser igual ao investimento na óptica da despesa. Segundo (Keynes, 1936), a taxa de juros actua como o factor que equilibra a demanda de investimentos com a oferta para a poupança.

(...) “O investimento representa a demanda por recursos para investir, a poupança representa a oferta, e a taxa de juros é o preço dos recursos investíveis que torna essas duas quantidades iguais. Da mesma forma que o preço de um bem é fixado, necessariamente, ao nível em que sua procura seja igual à oferta, a taxa de juros se regula, necessariamente,

sob a acção das forças do mercado, no ponto em que o montante de investimento a essa taxa seja igual ao montante de poupança à mesma taxa”.

Desta forma, Keynes afirma que existe uma taxa de juros tal que garante a igualdade entre a poupança e o investimento, a taxa de juros de equilíbrio.

Os instrumentos financeiros são contratos por meio dos quais as necessidades dos doadores e dos tomadores de recursos são simultaneamente atendidas e facilitam a transferência de tais recursos dos primeiros para os últimos. Quanto mais amplo o leque de opções disponíveis nos mercados de capitais, maiores as chances de atendimento das necessidades dos agentes (Miranda, Júnior, & Mátias, 1998).

A discussão do ponto anterior, sobre o nível de educação financeira, oferece vários dados relevantes para esta discussão, por exemplo se 19% dos comerciantes poupadores inqueridos pelo CNEF investem em quixiquila em detrimento de instrumentos financeiros formais, isto pode ser demonstrativo de um alto grau de inadequação dos instrumentos às preferências destes investidores. A teoria económica indica que quando a oferta é incapaz de satisfazer a procura, os demandantes recorrem ao “mercado negro” para satisfazer as suas necessidades. Neste sentido, contrariamente à habitual perspectiva de formalizar o informal, talvez exista uma maior oportunidade em fazer o contrário, é verdade que custa menos retirar as gravatas e arregaçar as mangas que comprarmos fatos novos.

3.2. Indicadores da Poupança em Angola.

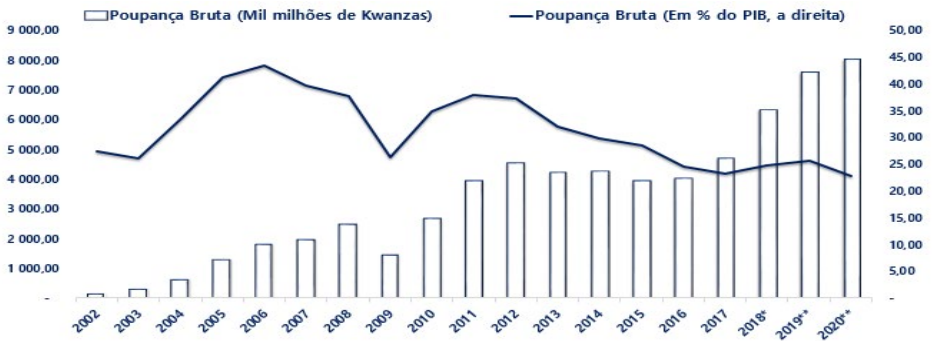
❖ Poupança Bruta

A poupança bruta é talvez o indicador de poupança mais utilizado, porque este enquadra a esfera de variáveis das contas nacionais. Ela pode ser calculada através da soma entre a poupança pública e a pou-

pança privada, ou apurada pela diferença entre o rendimento disponível bruto (rendimento nacional bruto - outras transferências correntes enviadas e recebidas do resto do mundo) e o consumo final nacional (consumo privado + consumo público).

Este indicador pode ser apresentado sob a forma de taxa de poupança expressa como função do Produto Interno Bruto (PIB), ou em medida de volume conforme pode ser observado na figura 5. O gráfico denuncia que embora se observe um crescimento na poupança bruta angolana em termos nominais de 182,46 mil milhões de kwanzas em 2002 para 8,03 biliões de kwanzas estimados em 2020, a taxa de poupança tem observado uma tendência de queda no longo prazo que pode ser justificada pelo aumento do consumo final nacional no tempo que não foi compensado por uma expansão proporcional das fontes de rendimento da economia nacional.

Figura 5: Poupança Bruta



Fonte: INE, Banco Mundial e Cálculos do GEE.

(*) Dados previsionais do INE (**) Cálculos do GEE⁵

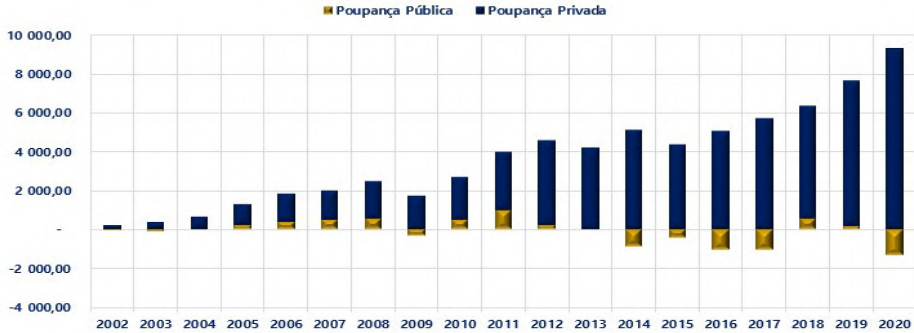
⁵ Para efeitos de cálculo dos valores em falta para os períodos referentes à poupança bruta de 2019/20 foram utilizadas taxas de poupança bruta angolana em % do PIB do Banco Mundial, estas taxas aplicadas ao PIB nominal em mil milhões de kwanzas resultam no valor expresso em volume.

❖ Poupança dos Agentes Económicos

A poupança dos agentes económicos pode ser deduzida a partir da poupança bruta, uma vez que esta última pode ser entendida como a soma entre a poupança dos diferentes agentes. Por razões de falta de informações discriminadas, este documento dividirá a poupança por tipologia de agentes em poupança pública e poupança privada, tratando de forma agregada a poupança das famílias e a poupança das empresas. Adicionalmente, vale realçar que estes indicadores terão frequentemente tendências facilmente previsíveis pois as famílias e as empresas enquanto agentes privados têm maior tendência para possuírem excedentes do que o Estado que tende a arrecadar despesas para financiar a despesa pública.

Estas considerações podem ser verificadas na figura 6, onde, por recurso à análise histórica, é possível constatar que o agente público acumulou mais défice em cenários posteriores a choques externos que afectaram a cotação do Brent, commodity de referência para as exportações angolanas e para a arrecadação fiscal. As observações apresentam uma tendência gráfica naturalmente semelhante à tendência da poupança bruta em volume, estimando-se que a poupança privada bruta no ano de 2020 tenha-se situado em 9,30 biliões de Kwanzas e o défice orçamental (poupança pública negativa) em 1,27 biliões de Kwanzas.

Figura 6: Poupança dos Agentes Económicos
(em mil milhões de Kwanzas)



Fonte: MINFIN, Caderno Estatístico do BAI e cálculos do GEE⁶.

Os anos sucessivos de défices públicos e recessão económica contribuíram para o alargamento do *stock* de dívida pública titulada, estes que cresceram de 2,19 biliões de Kwanzas em Julho de 2015 para 11,83 biliões de Kwanzas em Julho de 2021.

Figura 7: *Stock* de Dívida Pública em Biliões de Kwanzas (BT E OT)



Fonte: BNA

⁶ Para efeitos de cálculo dos valores em falta para os períodos referentes à poupança privada e pública foram utilizados valores referentes ao saldo orçamental global, estes que deduzidos à poupança bruta dão-nos a poupança privada.

❖ **Poupança Nacional Líquida Ajustada à FBCF⁷**

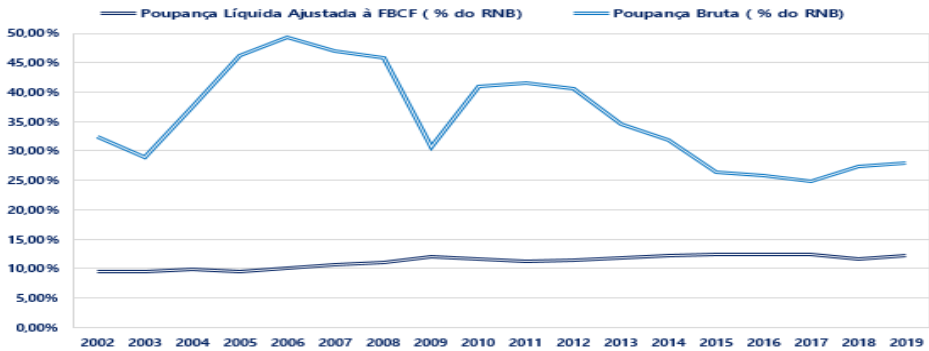
Não obstante aos indicadores apresentados de forma bruta, a poupança pode ser apresentada de forma líquida. Entende-se que o indicador da poupança bruta como tal não é suficientemente demonstrativo da poupança disponível, isto porque apesar de uma parte do rendimento não ter sido despendida em despesas de consumo não impede que esta seja imediatamente consignada numa tipologia de despesas de capital específica. Desta forma, a poupança é, num primeiro momento, líquida do capital depreciado e, para efeitos deste indicador específico, ajustada à formação bruta de capital fixo. Com estes ajustes efectuados, o indicador oferece uma informação mais precisa sobre a poupança disponível para investimento em instrumentos financeiros.

Este é um indicador monetário de sustentabilidade, cujos valores positivos significam que existe poupança suficiente para financiar os níveis actuais de formação bruta de capitais fixos, e taxas negativas significam que não existe, a nível do sistema financeiro nacional, poupança para financiar os níveis actuais de FBCF.

Com recurso à análise gráfica da figura 8, é possível verificar que, segundo os dados do Banco Mundial, o nível de poupança líquida ajustada à FBCF em Angola situou-se entre 2002 e 2019 entre aproximadamente 9% e 13% do rendimento nacional bruto, indicando que existe poupança em Angola para financiar um ligeiro aumento dos níveis actuais de FBCF.

⁷ Formação Bruta de Capitais Fixos, investimento em capital fixo.

Figura 8: Poupança Nacional Líquida Ajustada à FBCF (% do RNB).



Fonte: Banco Mundial

❖ Agregados Monetários

Os agregados monetários são diferentes medidas quantitativas da oferta de moeda. Em Angola são considerados os três seguintes agregados monetários:

1. M1

M1 é o total de moeda que não rende juros e é de liquidez imediata.

M1= Moeda em poder do público (notas e moedas metálicas) + depósitos à vista nos bancos comerciais.

2. M2 (M1 + Quase moeda)

M1 + depósitos a prazo (depósitos para investimentos, depósitos de poupança, fundos de aplicação financeira e de renda fixa de curto prazo) + títulos do tesouro em poder do público

3. M3 (M2+ Depósitos de Poupança)

M2 + depósitos de poupança de médio e longo prazo.

Nesta ordem de ideias, é possível determinar também os valores correspondentes aos depósitos efectuados em instrumentos de poupança

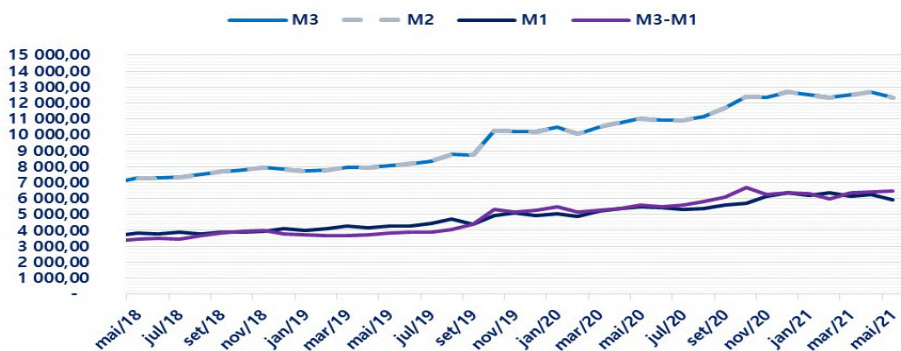
(que rendem juros) fazendo a diferença entre o M3 e o M1 (moeda que não rende juros). Com estas considerações feitas podemos analisar a trajectória dos agregados monetários na figura 9 e perceber a tendência crescente apresentada pelos agregados e um nível similar de moeda em liquidez imediata e moeda em instrumentos de poupança.

A relação estreita entre o M2 e o M3 denuncia a existência de poucos depósitos de poupança de médio e longo prazo. E adicionalmente, é possível verificar que o volume de moeda em instrumentos de poupança superou o volume de moeda em liquidez imediata fruto de duas principais situações:

1. *Os efeitos da política monetária restritiva assumida pelo BNA a partir de janeiro de 2018 sobre a inibição do consumo e aumento forçoso da poupança;*
2. *E, em 2020, o impacto negativo das restrições da pandemia do COVID-19 sobre o consumo nacional e a consequente alocação de maiores parcelas de rendimento em instrumentos de poupança como as obrigações do tesouro.*

Estas situações levaram a um crescimento mais que proporcional do M2 e do M3 em relação ao M1.

Figura 9: Agregados Monetários (em mil milhões de Kwanzas).



Fonte: BNA, Caderno Estatístico BAI.

4. O Potencial de Investimento no Mercado de Valores Mobiliários

A criação de um mercado de valores mobiliários robusto e eficiente requer o cumprimento de um quadro de pressupostos tais como, a existência de uma extensa oferta de instrumentos financeiros, uma procura significativa por esses instrumentos, um conjunto de instituições, regras e meios tecnológicos que viabilizam a transacção destes instrumentos e garantam a segurança dessas transacções, bem como o acesso dos agentes económicos.

Segundo (Pinheiro, 2012), a necessidade de surgimento do mercado de capitais ocorreu quando o mercado de crédito deixou de atender às necessidades da actividade produtiva, no sentido de garantir um fluxo de recursos nas condições adequadas em termos de prazos, custos e exigibilidades. Desse modo, o autor entende que seu surgimento foi fundamentado nos dois princípios seguintes:

- Contribuir para o desenvolvimento económico, actuando como propulsor de capitais para os investimentos e estimulando a formação de poupança privada; e
- Permitir e orientar a estruturação de uma sociedade pluralista, baseada na economia de mercado, permitindo a participação colectiva de forma ampla na riqueza e nos resultados da economia.

4.1. O MVM Como Forma Para Valorizar a Poupança

Um mercado de valores mobiliário mais robusto promove o alcance de maior profundidade do mercado de capitais na economia e expande a oferta de instrumentos alternativos de investimento enquanto reúne as condições para receber novos emitentes. No entanto, não obstante ao estágio actual do MVM nacional, os instrumentos disponíveis no MVM têm registado as taxas mais atractivas da praça nacional. A título de exemplo é possível efectuar uma comparação das taxas de juros

passivas dos bancos comerciais com maturidade em um ano com as yields das obrigações do tesouro de maturidade residual⁸ aproximada.

Figura 10: Comparação Entre Taxas de Instrumentos Financeiros



Fonte: BNA, BODIVA.

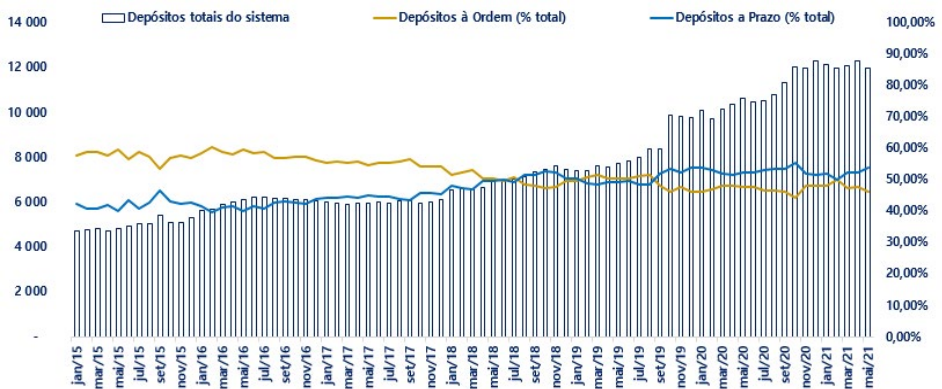
Estas implicações demonstram o potencial de investimento que o MVM oferece tendo em conta as taxas de juros passivas actuais da banca comercial angolana, porém também demonstram a necessidade de dinamização do mercado de dívida privada e mercado de acções, pois não é saudável para o sistema financeiro que os títulos mais rentáveis sejam de dívida pública. Num cenário de simetria no acesso à informação, todos os investidores teriam a totalidade da sua carteira em títulos do tesouro, uma vez que são mais rentáveis e menos arriscados que as demais alternativas de investimento em renda fixa.

Faz-se importante por um lado, o surgimento de plataformas que permitem maior ligação entre os investidores e a bolsa (*Home broker*), por outro, o CINVESTEC acredita ser necessária a criação de critérios simples de acesso ao mercado de capitais, à medida da actual realidade angolana, como por exemplo a sua segmentação para enquadramento das PME's, de forma que elas possam emitir acções e obrigações e financiarem-se por essa via.

⁸ Conforme disposto nas curvas de rendimento de finais do mês da BODIVA

Segundo o BNA, o volume de depósitos nos bancos comerciais que operam em Angola observou um crescimento significativo nos últimos anos, saindo de AOA 4,72 biliões em 2015 para AOA 11,98 biliões em meados de 2021, um aumento de cerca de 154%. Não obstante a isso, o período registou uma transição da estrutura de depósitos de 57,72% relativos a depósitos à ordem e 42,28% correspondentes a depósitos a prazo para 46,23% de depósitos à ordem e 53,67% de depósitos a prazo.

Figura 11: Depósitos no Sistema Bancário (em mil milhões de kwanzas)



Fonte: BNA

Tendo em conta a comparação efectuada entre a rentabilidade dos títulos do mercado de capitais e os depósitos a prazo, é possível concluir que actualmente existe uma grande oportunidade em expandir o volume negociado no mercado de capitais e num cenário de aumento da oferta de instrumentos financeiros a oportunidade será ainda maior.

❖ Posição Líquida de Investimento Internacional

Este indicador consiste no saldo em um dado momento entre os direitos resultantes de activos financeiros de residentes que investem no exterior (activo externo), e o seu respectivo passivo (direitos de

não-residentes que investem em Angola). Segundo as informações apuradas do Relatório da Balança de Pagamentos e Posição de Investimento Internacional, Angola continua com um saldo devedor em relação ao exterior, sendo que do primeiro trimestre de 2020 até o primeiro trimestre de 2021 observou-se um aumento do saldo devedor em cerca 0,3%.

Relativamente ao investimento em carteira, que importa realçar em sede do presente documento, é possível observar uma manutenção do passivo externo em USD 8 mil milhões em carteira, fruto de investimentos feitos nas *Eurobonds* Angolanas e é possível verificar também uma queda da rubrica de activos externos em carteira de USD 2 630,7 milhões para USD 1 546,5 milhões ao longo do referido período, resultando num aumento do saldo devedor em termos de investimento em carteira. Este activo de angolanos que investem em carteira nas bolsas estrangeiras, poderá, com mais opções de investimento (instrumentos disponíveis) na bolsa local, ser direccionado para o mercado angolano.

Figura 12: Posição Líquida de Investimento Internacional
(em milhões de dólares)

Descrição	I.º Trim 20	II.º Trim 20	III.º Trim 20	IV.º Trim 20	I.º Trim 21
Posição Líquida do Investimento Internacional	-32 059,8	-32 851,1	-33 548,7	-32 612,2	-32 154,6
Activos	45 904,2	44 163,0	45 105,9	45 045,5	45 954,9
Investimento directo	3 138,8	3 146,0	3 069,5	3 206,4	3 181,6
Investimento de carteira	2 630,7	1 428,7	1 680,5	1 493,9	1 546,5
Derivados financeiros	26,2	95,7	41,0	30,7	43,8
Outro investimento	23 689,1	23 933,1	24 901,8	25 436,0	26 205,7
Activos de reserva	16 419,4	15 559,6	15 413,2	14 878,5	14 977,2
Passivo	77 963,9	77 014,1	78 654,7	77 657,7	78 109,4
Investimento directo	18 761,0	18 720,6	18 278,4	17 316,1	17 181,0
Investimento de carteira	8 000,0	8 000,0	8 000,0	8 000,0	8 000,0
Derivados financeiros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Outro investimento	51 202,9	50 293,5	52 376,3	52 341,5	52 928,5

Fonte: BNA

Considerando que o aumento do investimento em carteira de estrangeiros no espaço nacional é compensado por um aumento equivalente das reservas internacionais, esta situação não é má, sendo que a criação de activos internos mais competitivos em relação aos activos externos, e a maior celeridade nos processos relativos ao registo e legalização de investidores não-residentes desempenham um papel determinante para, por um lado, aumentar os níveis de investimento externo e, por outro, para acautelar *outflows* de poupanças pertencentes a residentes que poderiam estar ao serviço da economia angolana.

❖ **Poupança Sob Gestão de Investidores Institucionais**

Na linguagem do mercado de capitais, um investidor institucional é aquele que por deter conhecimento mais amplo sobre questões relacionadas a investimentos, pode investir em toda a tipologia de instrumentos disponíveis quer seja em seu nome como em nome de outrem. Podem ser vistos como alguns exemplos, as sociedades gestoras de OIC, os fundos de pensões, as seguradoras e outras entidades gestoras de activos sendo que importa realçar, em sede do presente documento, as três primeiras.

Organismos de Investimento Colectivo (OIC)

Entre 2015 e 2020, o Valor Líquido Global da Indústria (VLG) dos OIC apresentou uma evolução crescente, tendo alcançado em 2020 um montante avaliado em cerca de 422,07 mil milhões de kwanzas, registando um crescimento de 48 413,8% em comparação aos 0,87 mil milhões de kwanzas alcançado em 2015.

Neste processo, registou-se também um crescimento contínuo em termos de montante investido em valores mobiliários por parte dos OIC. Segundo as informações apuradas do relatório da indústria dos OIC, o montante investido em valores mobiliários passou de 2 442,36 milhões de Kwanzas correspondentes a 8,46% do investimento em carteira dos

OIC em Dezembro de 2016 para 91 640,02 milhões de Kwanzas correspondentes a 19,64% do investimento em carteira dos OIC em Dezembro de 2021, como pode ser visto na tabela da figura 14.

Figura 13: Carteira de Investimento da Indústria dos OIC
(em milhões de Kwanzas).

	dez/15		dez/16		dez/17		dez/18		dez/19		dez/20	
	Valor	Peso	Valor	Peso	Valor	Peso	Valor	Peso	Valor	Peso	Valor	Peso
Disponibilidades	-	0%	10 227,59	35,42%	6 001,97	10,93%	18 138,53	13,63%	10 918,51	4,73%	38 745,73	8,30%
Numerário	-	0%	18,13	0,06%	15,29	0,03%	13,07	0,01%	13,11	0,01%	9,44	0,002%
Depósito à Ordem	-	0%	9 460,52	32,76%	1 022,32	1,86%	7 130,07	5,36%	4 291,88	1,86%	26 029,93	5,58%
Depósito à Prazo	-	0%	748,94	2,59%	4 964,36	9,04%	10 995,39	8,26%	6 613,52	2,86%	12 706,35	2,72%
Investimentos Financeiros	721,48	100,0%	18 650,09	64,58%	48 901,58	89,07%	114 916,24	86,37%	219 999,14	95,27%	427 937,44	91,70%
Imobiliários	721,48	100%	16 207,73	56,13%	29 565,73	53,85%	88 801,60	66,74%	159 655,39	69,14%	336 297,20	72,06%
Acções	-	0%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Obrigações Corporativas	-	0%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Títulos de Participação	-	0%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	1 404,88	0,30%
Títulos de Dívida Pública	-	0%	2 442,36	8,46%	19 335,86	35,22%	26 114,63	19,63%	60 343,75	26,13%	90 235,36	19,34%
Total Carteira de Investimento	721,48	100,0%	28 877,69	100,0%	54 903,56	100,0%	133 054,77	100,0%	230 917,64	100,0%	466 683,17	100,0%

Fonte: DCEF

Fundos de Pensões de Angola

A captação de mais recursos e poupanças pelas seguradoras e Fundos de Pensões e a sua canalização para o mercado, pode contribuir decisivamente para o reforço do papel destas entidades enquanto investidores institucionais no mercado de capitais, por via da aquisição de títulos de dívida pública, unidades de participação e brevemente com as privatizações, a possibilidade de aquisição de acções em bolsa, conferindo maior profundidade, liquidez e participação no mercado.

Neste sentido, vale realçar que, à semelhança dos OIC, a carteira de investimentos do mercado de fundos de pensões tem realizado progressos em termos de volume investido em valores mobiliários como podemos observar na figura abaixo.

Não obstante a isto, ainda existe uma grande percentagem da carteira de investimentos do Mercado de Fundos de Pensões em depósitos à ordem e a prazo (67% ambos), dando margem para aumentos futuros do investimento em valores mobiliários.

Neste sentido, o surgimento de instrumentos mais líquidos podia proporcionar simultaneamente uma maior diversificação de riscos e o grau de liquidez necessário para que os fundos não comprometessem o financiamento pontual dos planos de pensão. No entanto sendo que a estrutura etária da população angolana é mais representativa da população jovem do que da população em idade de reforma, existe nesta tipologia de investidores institucionais uma verdadeira oportunidade de canalização das poupanças aqui detidas para financiar a dinamização do MVM.

Figura 14: Carteira de Investimentos do Mercado de Fundos de Pensões (em milhares).

	2018	Peso	2019	Peso	2020	Peso
DISPONIBILIDADES	138 653 452	59%	247 973 739	58,7%	381 536 331	67,25%
Depósitos à ordem	0	0%	41 714 199	9,87%	28 962 345	5,11%
Conta à prazo	138 653 452	59%	206 259 540	48,8%	352 573 986	62,15%
INVESTIMENTOS FINANCEIROS	97 473 563	41%	174 754 849	41,3%	185 779 260	32,75%
Imóveis	12 300 657	5%	13 496 962	3,19%	19 587 909	3,45%
Ações	2 319 744	1%	2 777 516	0,66%	22 878 777	4,03%
Obrigações de Tesouro	75 269 327	32%	97 038 825	22,96%	118 635 867	20,91%
Empréstimos	0	0%	0		-	
Títulos de Participação	5 778 316	2%		0,00%	-	
Fundos de Obrigações	177 027	0%	17 452 382	4,13%	173 826	0,03%
Fundos de investimento	0		1 359 692	0,32%	2 176 539	0,38%
Fundos de tesouraria	0	0%	1 806 014	0,00%	546 773	0,10%
Títulos de dívida curto prazo	0	0%	36 685 914	8,68%	17 409 837	3,07%
Outros Investimentos	1 628 492	1%	4 137 543	0,00%	4 369 732	0,77%
Certificado de Depósito			1 806 014	0,4%	-	
TOTAL DE INVESTIMENTOS	236 127 015	100%	422 728 588	100%	567 315 591	100%

Fonte: ARSEG

Sector de Seguros

De acordo com dados da ARSEG, o investimento das empresas de seguros ao longo do período em análise (2018 a 2020) registou um crescimento de cerca de 18,45%. Neste período, o investimento em valores mobiliários cresceu em 5,56 p.p situando-se no final do período em 53,92 mil milhões de kwanzas correspondentes a 22,46% do investimento total do sector.

Adicionalmente, a estrutura da carteira de investimento das seguradoras apresenta um peso significativo em imóveis com 48,21%, seguidos de depósitos em instituições de crédito com 15,50% e 13,51% em disponibilidades. A proporção investida em imóveis revela a maior preferência destes investidores por investimento no mercado imobiliário face aos instrumentos do MVM actual, sendo que o alargamento das alternativas de investimento no mercado de capitais poderá ser suficiente para direccionar estes montantes para o MVM.

Figura 15: Carteira de Investimentos das Empresas de Seguros (em milhares).

INVESTIMENTOS	2018		2019		2020	
	Valor	Estrutura	Valor	Estrutura	Valor	Estrutura
Disponibilidades	30 367 979	15,00%	20 527 145	9,07%	32 429 075	13,51%
Imóveis	109 025 526	53,80%	121 734 327	53,79%	115 734 107	48,21%
Títulos de rendimento variável	6 918 082	3,40%	10 081 346	4,45%	12 026 721	5,01%
Títulos de rendimento fixo	27 143 230	13,40%	41 185 560	18,20%	41 894 263	17,45%
Empréstimos hipotecários	0	0,00%	0	0,00%	296 290	0,12%
Outros empréstimos	302 255	0,10%	320 685	0,14%	0	0,00%
Depósitos em Instituições de crédito	26 187 426	12,90%	32 336 608	14,29%	37 220 334	15,50%
Outros	2 727 535	1,30%	112 960	0,05%	463 055	0,19%
TOTAL	202 672 033	100%	226 298 631	100%	240 063 845	100%

Fonte: ARSEG

Face à análise feita às carteiras de investimento dos investidores institucionais, é possível concluir que apesar do crescimento observado em termos do montante investido em valores mobiliários ainda existe uma grande oportunidade de se canalizar maiores parcelas destes investimentos para o MVM nacional e financiar uma maior dinamização do mercado de capitais, uma vez que em 2020, estes agentes apresentaram um montante agregado em carteira de investimento que ascendia a cerca de 1,3 biliões de Kwanzas dos quais cerca de 36% encontrava-se em disponibilidades, 37% em investimento no mercado imobiliário, 24,13% em valores mobiliários e 3,32% em outras formas de investimento.

4.2. O MVM Como Alternativa de Financiamento Para as Empresas

O contexto actual da banca angolana chama por alternativas de financiamento no mercado de valores mobiliários, uma vez que, em matéria de crédito, a banca angolana tem-se apresentado cada vez menos ao serviço da economia. Segundo (BNA, 2020), de 2015 até o final de 2020 o peso da rubrica de crédito a clientes na estrutura do activo total da banca angolana obedeceu uma queda de 21,67 p.p, situando-se no final do período em 16,38%. Isto decorre do facto do mercado de crédito ser baseado em confiança e como observamos anteriormente, o clima económico nacional tem sido desfavorável desde 2015.

O mercado de crédito é um mercado de confiança. E actualmente, os agentes económicos com alguma excepção do Governo Central, não transmitem confiança ao mercado, o que tem condicionado a evolução da oferta de crédito dos bancos e, claro, encareceu o preço do crédito para as empresas e famílias. (CEIC - UCAN, 2019-20)

Paralelamente ao comportamento do crédito a clientes, a rubrica relativa a títulos e valores mobiliários registou um aumento em 9,76 p.p, demonstrando a veracidade da informação supracitada. A evolução do crédito vencido mal parado e das perdas por imparidades sobre a dívida pública impulsionaram uma maior procura dos bancos por títulos do

tesouro indexados à taxa de câmbio de modo a conseguir ganhos com as reavaliações cambiais.

O CEIC-UCAN acredita que este cenário demanda por um maior controlo das necessidades brutas de financiamento do Estado – que tem enviesado o financiamento bancário para a sua esfera económica penalizando o sector empresarial – bem como por um afastamento entre a banca de investimento e a banca comercial, que poderá ser alcançado uma vez que os bancos deixarão de ter a “pasta” de membros negociadores da BODIVA, passando estas atribuições para as sociedades distribuidoras de valores mobiliários, culminando num ligeiro aumento dos custos (aumento das comissões a pagar) que os bancos incorrem ao financiar o Estado, contribuindo para uma alteração gradual do actual panorama no mercado de crédito.

Não obstante ao estado do mercado de crédito, são de realçar os esforços feitos no sentido de prontificar o MVM como forma alternativa de financiamento para o sector empresarial nacional. Para o alcance desse objectivo concorrem iniciativas como o programa de privatizações – que prevê diminuir o peso do sector empresarial público na economia, dando robustez ao sector privado e reduzindo as despesas do sector público administrativo – e o programa de potenciação de emitentes – que prevê encontrar empresas do sector privado com potencial para serem emitentes confiáveis no mercado de capitais, financiando assim o investimento na economia real.

Estas iniciativas, bem como outras iniciativas de espírito semelhante representarão marcos importantes na preparação do empresariado nacional, uma vez que a sua busca por formas de financiamento alternativas as do mercado de crédito representará a criação de instrumentos financeiros que concorrem para viabilizar a poupança na economia, canalizando maior investimento financeiro para o mercado de valores mobiliários.

5. Considerações Finais

O presente estudo teve como objectivo discorrer sobre a temática do nível de poupança no sistema financeiro angolano. Sendo que para o efeito foi efectuada uma investigação em torno dos indicadores de poupança, bem como dos motivos que concorrem para os baixos níveis de poupança observados.

O estudo mostra que é verdade que existe uma grande margem para melhorias na envolvente contextual da poupança em Angola. Sendo que para alteração do quadro actual, que dificulta a constituição de maiores níveis de poupança, serão particularmente importantes questões como o controlo dos altos níveis de inflação apresentados, incentivo à criação de instrumentos de poupança e investimento adequados às necessidades do mercado, diversificação das fontes de receitas da economia bem como progressos no que tange à educação e inclusão financeira em espaço nacional.

Contudo, resultante da performance das suas condicionantes, a taxa de poupança bruta nacional medida como fracção do Produto Interno Bruto tem demonstrado uma tendência de decrescimento no longo prazo registando uma queda de 4,65 pontos percentuais entre 2002 e 2020 situando-se no final do período, segundo informações do Banco Mundial, em cerca de 22,77%.

Outrossim, a poupança líquida ajustada ao investimento em capitais fixos, medida como fracção do Produto Nacional Bruto, situando-se em 12,30% implica que existe poupança em Angola para financiar um ligeiro aumento dos níveis actuais investimento. Isto pode ser confirmado através de uma análise às carteiras de investimentos dos grandes aforradores da economia angolana, nomeadamente, os fundos de pensões, as seguradoras e a indústria de organismos de investimento colectivo. Estes que concentravam, até 2020, um montante agregado em carteira de investimento que ascendia a cerca de 1,2 biliões de kwanzas dos quais cerca de 36% encontrava-se em disponibilidades e os demais 64% em investimento financeiro.

Estes registos denunciam que ainda existe muita poupança sob gestão destes investidores institucionais que poderá, desde um primeiro momento ser canalizada para investimento financeiro, financiando a dinamização do mercado de valores mobiliários com realce para o mercado de acções e dívida corporativa contribuindo desta forma para financiar a diversificação da economia.

Referências

Instituto Nacional de Estatísticas. (2021). *Conjuntura Económica às Empresas II.º Trimestre de 2021*. Luanda: INE.

Augusto, A. (04 de Março de 2021). Poupança em Angola: uma visão do lado do investidor. *O País*, 29.

BNA. (2020). *Relatório de Estabilidade Financeira Anual*. Luanda: Banco Nacional de Angola.

CEIC - UCAN. (2019-20). *Relatório Económico*. Luanda: Angola Catholic University Press.

CEIC-UCAN. (2015). *Relatório Económico*. Luanda: CEIC-UCAN.

CINVESTEC. (2021). *Relatório Económico I.º Trimestre*. Luanda: CIN-VESTE.

Conselho Nacional de Estabilidade Financeira. (2020). *Inqueritos sobre Inclusão Financeira: Mercados Informais de Luanda*. Luanda, Angola: CNEF.

Keynes, J. M. (1936). *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Em J. M. Keynes, *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*.

Miranda, R., Júnior, W., & Mátias, M. (1998). *Intermediação de Poupança para Investimento no Sector Produtivo*. Brasília: ISSN.


Peliganga, G. (2 de Junho de 2021). O Valor temporal do dinheiro: Poupança e Reserva de Valor. *Forbes África Lusófona*.

Pinheiro, J. (2012). *Mercado de Capitais*. São Paulo: Editora Atlas S.A.

Santos, J., Pina, Á., Braga, J., & St. Aubyn, M. (2016). *Macroeconomia*. Lisboa: Escola Editora.



II PARTE:
INVESTIMENTO,
FINANCIAMENTO DE
MPE's & RISCOS DE
MERCADO



ESTUDO DO IMPACTO
DAS EMISSÕES, RESGATES,
TAXAS DE JURO E DE
CÂMBIO SOBRE O VOLUME
DE NEGOCIAÇÕES

Autor: **Airosa da Silva**

Revisor: **Vasco Januário**





AIROSA SILVA

De nacionalidade angolana, fez o ensino primário na Escola 717, o ensino de base na Santa Marta e o ensino médio no Instituto Médio de Gestão do Kikolo e a sua licenciatura em Economia na Universidade Agostinho Neto.

Percurso Profissional

Iniciou o seu percurso profissional em Novembro de 2014 no Departamento Financeiro da Secretaria Geral do Ministério da Administração do Território (MAT), onde permaneceu até Junho de 2017.

Posteriormente, em Agosto de 2017 juntou-se à Comissão do Mercado de Capitais (CMC), onde esteve alocado no Departamento de Estudos, Estratégia e Desenvolvimento (DEED) e permaneceu até Agosto de 2020, altura em que se juntou ao Gabinete de Estudos e Relações Internacionais (GERI) do Ministério das Finanças (MINFIN), onde permanece até à presente data, no Departamento de Programação Macro Fiscal.

ESTUDO DO IMPACTO DAS EMISSÕES, RESGATES, TAXAS DE JURO E DE CÂMBIO SOBRE O VOLUME DE NEGOCIAÇÕES

1. Introdução

O volume de negociações no mercado secundário está entre os principais factores que impactam o nível de liquidez do mesmo. Outrossim, o baixo volume de negócios pode inibir os investimentos, especialmente no mercado de títulos públicos, tornando mais difícil o processo de financiamento do Estado por via deste mercado.

Desde já, importa referir que, é difícil isolar a influência de um factor específico sobre o volume de negociação dos títulos públicos e estimar a magnitude do mesmo, uma vez que o volume de negociações tem vários determinantes e muitos deles também se aplicam a outros segmentos do mercado de títulos de renda fixa.

Assim, o presente estudo tem por objectivo avaliar o impacto que as emissões, resgates, taxas de juro e de câmbio tiveram sobre o volume de negociação observado no mercado secundário de dívida (BODIVA) de Janeiro de 2017 a Agosto de 2018.

Deste modo, além do actual enquadramento, o estudo possui quatro capítulos adicionais. No capítulo II, faz-se uma breve revisão da literatura de modo a se perceber o tratamento que esta temática tem recebido na literatura económica e financeira. O capítulo III apresenta os principais conceitos do mercado de renda fixa, a descrição dos principais activos transaccionados neste mercado, bem como os factores que influenciam

a procura e a oferta dos mesmos. No capítulo IV, é analisado o comportamento das emissões, resgates, taxas de juro e de câmbio, afim de se perceber o impacto que estas variáveis tiveram sobre o volume de negociação no período, bem como identificar possíveis constrangimentos. Finalmente, no capítulo V são tecidas as conclusões.

2. Breve Revisão da Literatura

Até agora poucos estudos foram realizados analisando os efeitos directos das mudanças nas emissões, resgates, taxas de juro e de câmbio sobre o volume de negociações no mercado de títulos públicos.

Neste sentido Min (1998) argumentou que existe uma carência acentuada de pesquisa nessa área nos mercados emergentes e afins. Ameer (2007) apoiou este argumento depois de observar que havia um número extremamente limitado de evidências empíricas sobre a relação entre as variáveis macroeconómicas (como por exemplo a taxa de juro e de câmbio) e o comportamento dos mercados de títulos nas economias asiáticas.

Comentando acerca do uso da política monetária como instrumento de gestão da liquidez na economia, Carvalho (2000, p.140) afirmou que “as operações de *open market*⁹” realizadas pelo Banco Central são, na prática, o instrumento mais eficaz para a realização da gestão da liquidez de que dispõe o Banco Central, uma vez que este opera directamente sobre as reservas bancárias. Não é por outro motivo que, mundialmente, esse instrumento é cada vez mais objecto de aperfeiçoamento. Pois, a tendência internacional revela o uso cada vez mais intenso desse instrumento, como forma de evitar a volatilidade na taxa de juros de curto prazo (...)

Por outro lado, Fanini (2005) diz que enquanto as ofertas de títulos realizadas no mercado primário (emissões) têm como principal

9 Operações de mercado que consistem na compra e venda de títulos públicos por parte do Banco Central com objectivo de controlar o nível de liquidez na economia.

objectivo o controlo da liquidez de longo prazo, as ofertas no mercado secundário ocorrem geralmente com o objectivo de controlar a liquidez de curto prazo, ajustando a taxa básica de juros para próximo da meta estabelecida pelo Comité de Política Monetária do Banco Central.

Já Fortuna (2002), diz que as instituições financeiras também utilizam os títulos públicos para fazer a gestão da sua liquidez. Porque é no mercado secundário onde ocorrem as trocas de reservas bancárias, lastreadas unicamente em títulos públicos.

Afonso (2000) na explicação sobre o efeito Fisher, afirmou que as expectativas inflacionistas têm efeito simultaneamente sobre a oferta e a procura de obrigações. Ou seja, o aumento da taxa de inflação esperada, corresponde, por um lado, a uma expectativa de retorno mais baixo para um investimento em obrigações e, por outro lado, a um menor custo real do endividamento por emissão de obrigações.

3. Conceitos Fundamentais do Mercado de Renda Fixa

Um dos aspectos fundamentais para compreender melhor esse mercado é a diferenciação entre os títulos de Renda Variável e de Renda Fixa.

Os títulos de renda variável são aqueles cuja remuneração ou retorno de capital não podem ser dimensionados no momento da aplicação, podendo variar positiva ou negativamente, de acordo com as expectativas do mercado. Neste item os mais comuns são as acções.

Os títulos de renda fixa são aqueles cujo rendimento é conhecido previamente (juro prefixado) ou que depende de indexadores (taxa de câmbio ou de inflação, taxa de juros, etc.).

Os títulos de renda fixa mais comuns são o papel comercial, os certificados de depósito, os bilhetes do tesouro, as obrigações do tesouro e as obrigações corporativas.

- **Papel Comercial (Notas Promissórias):** são valores mobiliários transaccionados no mercado monetário, emitidos por bancos ou empresas de média ou grande dimensão, caracterizados pelo facto de não serem garantidas por qualquer activo. Normalmente são emitidos a desconto do seu valor nominal e constituem para as empresas uma fonte de financiamento de curto prazo, visto que o prazo de vencimento na maioria das vezes não excede a um ano.
- **Certificados de Depósito (CD):** são certificados emitidos por um banco, comprovativos de depósitos a prazo. Com a emissão deste título o banco compromete-se a pagar o valor nominal do depósito inicial mais os juros pré-definidos no início da operação. Os prazos dos CDs são variáveis, existem CDs de curto e longo prazo, que podem chegar até 10 anos. Estes títulos normalmente têm um valor nominal não inferior a USD 100 mil, sendo direccionados aos investidores institucionais.
- **Bilhetes do Tesouro (BT):** são títulos de dívida pública de curto prazo emitidos pelo Tesouro Nacional. São normalmente emitidos, subscritos e transaccionados a desconto relativamente ao valor nominal. A diferença entre o preço descontado e o valor nominal corresponde aos juros ligados à obrigação. As maturidades dos BT compreendem normalmente os 28, 63, 91, 182 e 364 dias.
- **Obrigações do Tesouro (OT):** são títulos de dívida pública emitidos pelo Tesouro Nacional, tal como os BT, mas com maturidades de médio e longo prazo (normalmente entre 2 à 5 anos). A maioria das OT oferece um pagamento de cupão (juro) a uma taxa fixa. Algumas OT são amortizáveis (no vencimento) pelo seu valor nominal, havendo ainda as que oferecem a possibilidade de comercializar de forma separada os direitos sobre os juros de cupão (chamado *coupon stripping*).
- **Obrigações Corporativas:** são títulos de dívida emitidos por empresas, com maturidades de médio e longo prazo.

Normalmente oferecem pagamentos de cupões semestrais e na data de vencimento a empresa paga ao detentor do título o valor nominal (o principal). Estas obrigações são utilizadas pelas empresas para captar fundos para financiamento de projectos.

3.1. Segmentos de Negociação dos Instrumentos de Renda Fixa

Entre os diferentes critérios de segmentação do mercado de renda fixa, um dos mais importantes é o que o sistematiza entre os mercados primário e secundário. Analisamos, de seguida, cada um deles.

3.1.1. Mercado Primário

Diz-se que uma operação ocorre no mercado primário quando é colocada no mercado pela primeira vez desde a sua emissão. No mercado primário os títulos são negociados directamente entre a entidade emitente e os investidores institucionais (maioritariamente bancos), sendo este o momento em que a entidade emitente recebe os fundos para financiar os seus investimentos.

Os bancos possuem o conhecimento e a expertise necessária para alcançar os investidores. Esses bancos têm, em princípio, um excelente domínio do mercado de capitais, da legislação e regulação relevante e outros factores que afectam a emissão de títulos. Os bancos devem ter um bom entendimento de onde e como comercializar títulos recém-emitidos.

Os intervenientes finais no mercado (subscritores) são aqueles que compram a dívida emitida. Neste grupo encontramos as instituições financeiras (com destaque para os bancos) e não financeiras, organismos de investimento colectivo, os fundos soberanos, outros investidores institucionais e não institucionais (entre pessoas colectivas e singulares). Um tipo particular de investidores são os governos e os bancos centrais, na medida em que, em situações muito particulares ligadas à

política económica, podem adquirir obrigações de outros governos ou de empresas importantes”.

3.1.2. Mercado Secundário

Depois dos títulos colocados no mercado primário, as transacções posteriores ocorrem, de investidor para investidor, no mercado secundário. Neste mercado, a entidade emitente já não está ligada às transacções dos títulos que emitiu no mercado primário, intervindo apenas no momento do resgate. O mercado secundário é importante porque oferece liquidez aos títulos emitidos no mercado primário.

Importa destacar também que, as transacções do mercado secundário podem ocorrer num mercado regulamentado ou num mercado de balcão. Um mercado regulamentado é aquele onde as transacções são feitas através de leilões centralizados. Um mercado de balcão ou *over-the-counter* (OTC) é aquele onde as transacções são realizadas fora de uma bolsa (ou de um mercado de balcão organizado) por agentes de intermediação ou sociedades correctoras autorizadas.

3.2. Outros Conceitos Relevantes do Mercado

De entre outros aspectos fundamentais do mercado de renda fixa, destacam-se particularmente as emissões e resgates.

As emissões de títulos públicos constituem-se numa das formas utilizadas para a captação de recursos para financiar as actividades dos emitentes.

No que concerne ao resgate, particularmente no caso dos títulos públicos são efectuados em data predeterminada por um valor específico, actualizado ou não por indicadores de mercado, como, por exemplo, índices de preços. Outra opção em que o resgate pode ocorrer é através

da venda antecipada ao Tesouro Directo nas recompras semanais, pelo preço de mercado vigente.

3.3. Oferta e Procura no Mercado de Renda Fixa (Obrigações)

Uma das maneiras de tentar compreender as flutuações que ocorrem nos mercados de renda fixa (obrigacionista) assenta no estudo dos factores determinantes da procura e oferta dos títulos transaccionados neste mercado, particularmente as obrigações, os factores que influenciam as suas variações e os mecanismos que conduzem o mercado ao equilíbrio.

Em termos gráficos, a procura de obrigações pode ser representada por uma curva que mostra a quantidade de obrigações que os investidores estão dispostos a adquirir a um dado preço (e consequentemente uma dada taxa de juro) quando todas outras variáveis económicas permanecem inalteradas.

Por outro lado, a curva da oferta de obrigações representa a quantidade de obrigações oferecidas para um dado preço (e consequentemente uma dada taxa de juro), permanecendo constante todas outras variáveis económicas.

Neste mercado, o equilíbrio é obtido quando a oferta de obrigações iguala a procura. Esta igualdade define simultaneamente um preço de equilíbrio e uma taxa de juro de equilíbrio.

As situações de desequilíbrio neste mercado ocorrem quando a procura de obrigações supera a oferta e vice-versa.

3.3.1. Factores que Influenciam a Procura de Obrigações

Para um dado preço da obrigação (e consequentemente uma dada taxa de juros), a procura de obrigações varia quando se modifica pelo menos um dos seguintes factores: riqueza, expectativa da taxa de juro,

expectativa da taxa de inflação, risco das obrigações relativamente ao risco dos outros activos e liquidez das obrigações relativamente à liquidez dos outros activos.

Riqueza – um aumento da riqueza (por exemplo, resultante de um período mais forte de crescimento económico) provoca um aumento da procura de activos.

Valor esperado do retorno – o valor esperado do retorno é influenciado pela expectativa de evolução das taxas de juro, pela expectativa relativamente ao retorno de outros activos e pela expectativa relativamente à evolução da taxa de inflação.

- **Expectativa de evolução das taxas de juro** – para uma obrigação detida até à maturidade, o retorno esperado e a taxa de juro inicial são idênticos. Em todos outros casos, o retorno esperado pode ser diferente da taxa de juro. Alterações significativas da taxa de juro podem levar a uma descida acentuada dos preços dos activos e, conseqüentemente, a uma importante diminuição do retorno.

Por consequência, as expectativas dos investidores sobre a evolução das taxas de juro afectam a procura de activos. Expectativas de aumento das taxas de juro no futuro baixam as expectativas de retorno das obrigações (especialmente as de longo prazo), o que leva a uma diminuição da procura de activos.

- **Expectativa relativamente ao retorno de outros activos** – uma expectativa optimista de evolução do mercado de capitais (expectativa de forte subida do preço das acções) provoca uma diminuição do retorno relativo de investimentos em obrigações o qual provoca uma redução da procura.
- **Expectativa relativamente à taxa de inflação** – expectativas de subida da taxa de inflação no futuro aumentam as expectativas de retorno em investimentos reais (activos físicos como imóveis, automóveis), as quais baixam as expectativas relativas de retorno

das obrigações, levando a uma diminuição da procura de títulos da dívida. Por outro lado, expectativas de aumento da taxa de inflação no futuro, baixam o juro real das obrigações provocando uma diminuição da procura dos títulos da dívida.

- **Risco** – expectativas de aumento do risco associado a obrigações (aumento geral da volatilidade do mercado, aparecimento de nova informação) fazem descer as expectativas de retorno das obrigações (especialmente as de longo prazo) e, por conseguinte, diminuem a procura.
- **Liquidez** – o aumento da liquidez dos activos (resultante, por exemplo, de um maior volume de transacções de activos similares) aumenta a procura de activos.

Em síntese, o aumento da liquidez de activos alternativos provoca uma diminuição da procura de obrigações.

3.3.2. Factores que Influenciam a Oferta de Obrigações

Três factores têm uma influência capital sobre a oferta de obrigações: Rentabilidade dos investimentos, expectativa da taxa de inflação e saldo orçamental.

Rentabilidade dos investimentos – quanto mais elevadas forem as expectativas de lucro associadas a novos projectos de investimentos numa empresa, maior é a vontade de os implementar e consequentemente maior é a necessidade de recurso a financiamento externo. Assim, em períodos de expansão económica aumenta a oferta de obrigações ao passo que em períodos de recessão a oferta de obrigações se contrai.

Expectativa da taxa de inflação – para uma dada taxa de juro, um aumento da taxa de inflação esperada, provoca uma diminuição da taxa de juro real. Sendo o custo real do endividamento mais baixo aumenta a oferta de obrigações, para cada nível de preço e taxa de juro.

Saldo orçamental – um aumento do défice público provoca um aumento da emissão de obrigações públicas. Este aumento provoca uma diminuição do preço e um aumento da taxa de juro.

4. Análise do Impacto das Emissões, Resgates, Taxas de Juro e de Câmbio Sobre o Volume de Negociações

4.1. Contextualização

À semelhança do que ocorre em outros países, o Estado angolano tem utilizado os instrumentos de renda fixa para se financiar. Por conta do Estado, a Unidade de Gestão da Dívida Pública (UGD) emite títulos de dívida de curto, médio e longo prazo.

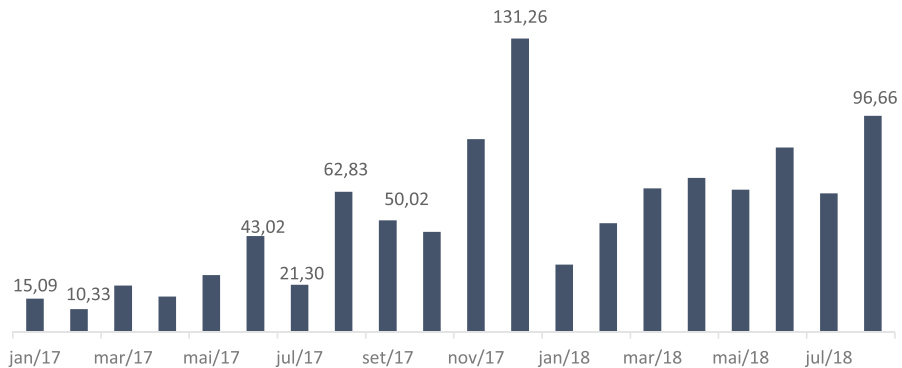
Os títulos de dívida pública de curto prazo são chamados BT que têm maturidades de 91, 182 e 364 dias, ao passo que os títulos com maturidades superiores a um ano são denominados OT.

A emissão das OT e dos BT efectua-se por meio da sua colocação no mercado primário – ou da sua entrega aos beneficiários, no caso de emissão especial de OT por conversão de outras dívidas ou para capitalização de entidades e fundos públicos.

Enquanto a UGD estrutura a gestão da emissão e o resgate dos títulos públicos para atender as necessidades orçamentais do Estado, a Bolsa de Dívida e de Valores de Angola (BODIVA), por sua vez, executa as operações estruturadas pela UGD, através da realização de leilões no mercado primário e também os resgates. É ainda missão da BODIVA, enquanto entidade gestora dos mercados regulamentados a custódia e liquidação dos referidos títulos.

A figura 1 (abaixo) espelha o volume de negociações que se verificou no período compreendido entre Janeiro de 2017 a Agosto de 2018, transaccionados no mercado de dívida sob gestão da BODIVA.

Figura 1: Volume de Negociações no Mercado de Dívida Pública



Fonte: BODIVA

Da leitura preliminar dos dados constantes da figura 1 acima, pode-se constatar que em termos de transacções ou volume negociado, o valor máximo obtido foi de AOA 131,26 mil milhões alcançado em Dezembro de 2017, influenciado pela necessidade de aumento de liquidez por parte de muitos bancos que, dada a alteração da estrutura das reservas obrigatórias, viram-se forçados a reduzir os títulos em carteira.

Assim, apraz-nos questionar que impacto as emissões, resgates, taxas de juro e de câmbio têm tido sobre o comportamento do volume de negociações na BODIVA que se verificou ao longo do período em análise?

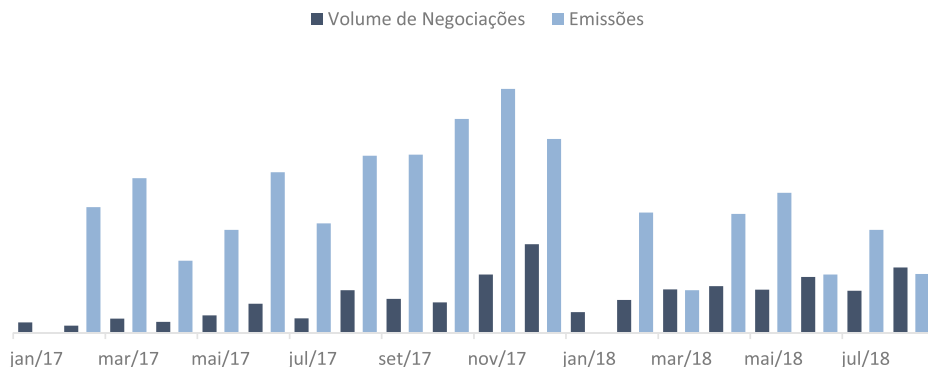
Para responder esta questão, analisaremos o comportamento das variáveis acima citadas para podermos aferir os possíveis impactos que as mesmas tiveram sobre o volume de negociações entre Janeiro 2017 a Agosto de 2018.

4.2. Análise de Impacto

Tal como se disse acima, nesta parte iremos analisar o comportamento das emissões, resgates, taxas de juro real e de câmbio de maneiras a perceber o efeito destas variáveis sobre o volume de negociações.

4.2.1. Emissões vs. Volume de Negociações

Figura 2: Impacto das Emissões Sobre o Volume de Negociações



Fonte: BNA, BODIVA

Como se pode observar na figura 2, o volume de transacções na BODIVA está indirectamente ligado às emissões de títulos públicos, ou seja, os aumentos ou diminuições nas emissões de dívida pública não se têm traduzido necessariamente em aumentos ou diminuições no volume de negociações. A título de exemplo, do total emitido em 2017 (AOA 1.701,19 mil milhões), apenas 525,13 milhões foram transaccionados na BODIVA, representando um peso de apenas 30,86% sobre o stock.

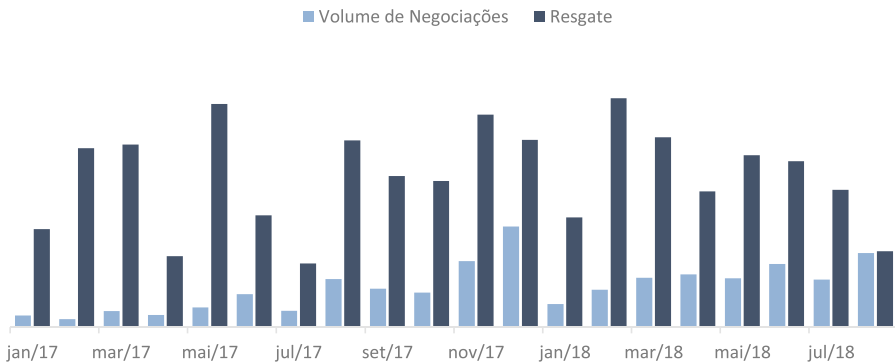
Este comportamento pode ser explicado, por um lado, pelo facto de a maior parte dos títulos emitidos e adquiridos no mercado primário por parte dos intermediários financeiros serem mantidos em carteira própria até o resgate ou transaccionados fora dos mercados regulamentados. Por outro lado, pelo facto de o modo de emissão ser feito em função

da necessidade de liquidez por parte do Estado, o que contribuiu para o aumento da pulverização dos títulos de baixo volume.

Deste modo, existe ainda uma grande margem para melhorar a *performance* do segmento da dívida pública a nível da BODIVA.

4.2.2. Resgate vs. Volume de Negociações

Figura 3: Impacto do Resgate Sobre o Volume de Negociações



Fonte: BNA, BODIVA

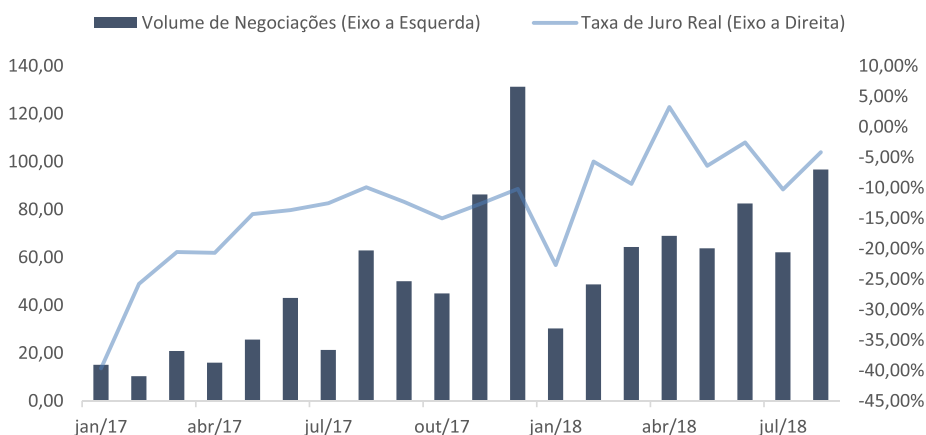
De acordo com a literatura, quando o estado resgata os títulos sob tutela dos investidores, aumenta o nível de liquidez por parte dos mesmos e espera-se que os referidos agentes procurem outros activos (dentre os quais os títulos de dívida pública) em circulação na economia.

Entretanto, com base na figura 3, observa-se claramente que a disponibilização de liquidez por via do resgate dos títulos não se traduziu necessariamente em aumentos no volume de negociações e das vezes que tal facto se verificou, ocorreu de forma não muito significativa. Por exemplo, de Janeiro para Fevereiro de 2017 observou-se um aumento de liquidez por via do resgate de 73,29 mil milhões para 96,63 mil milhões, no entanto, este aumento traduziu-se na redução de 3,06 mil milhões para 2,56 mil milhões.

Essa ambiguidade que se verificou faz-nos deduzir que o aumento da liquidez por via do resgate não tem produzido efeitos significativos sobre o volume de negociações.

4.2.3. Taxa de Juros vs. Volume de Negociações¹⁰

Figura 4: Impacto da Taxa de Juros Sobre o Volume de Negociações



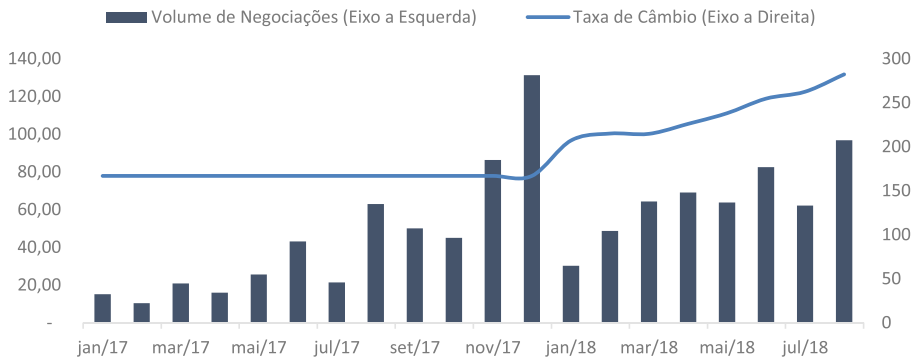
Fonte: BNA, BODIVA

A figura 4 mostra-nos claramente que a taxa de juros real no período em análise não foi uma variável determinante do volume de negociações, isto porque, conforme se pode observar, apesar de esta ter permanecido negativa durante o período em análise ocorreram flutuações muito significativas no mesmo período no volume de negociações, ou seja, as expectativas dos investidores em torno da evolução das taxas de juro não foram determinantes para o volume de negociações que se verificou no período em análise.

¹⁰ Importa destacar que neste ponto foi utilizada a taxa de juros real dos títulos públicos, calculada pela diferença entre a média da taxa de juros dos referidos títulos e a inflação do respectivo período.

4.2.4. Taxa de Câmbio vs. Volume de Negociações

Figura 5: Impacto da Taxa de Câmbio Sobre o Volume de Negociações



Fonte: BNA, BODIVA

Com base na figura 5, durante o ano de 2017 a taxa de câmbio permaneceu fixa, o que pressupõe dizer que qualquer alteração verificada no volume de negociações até Dezembro do mesmo ano deveu-se a razões alheias à taxa de câmbio. Entretanto, como se disse acima, o aumento do volume de negociações que se verificou em Dezembro foi explicado pela necessidade de aumento de liquidez por parte de muitos bancos devido à alteração da estrutura das reservas obrigatórias¹¹ o que os obrigou a reduzir os títulos em carteira.

A partir de 2018, a adopção do novo regime cambial proporcionou a depreciação da moeda nacional, obrigando os agentes económicos a procurarem activos que lhes oferecessem cobertura do risco cambial, facto que tem contribuído para a elevação da procura dos títulos indexados a nível da BODIVA (a negociação destes títulos actualmente

¹¹ Instrutivo 6/2017 de 1 de Dezembro que revogou o Instrutivo 04/2016 de 13 de Maio.

anda à volta dos 80%), de modo que a taxa de câmbio neste período foi sim uma variável explicativa do volume de negociação na BODIVA.

Em suma, como se pode perceber, das variáveis analisadas (emissão, resgate, taxa de juro real e de câmbio), apenas a taxa de câmbio tem influenciado o comportamento do volume de negociações na BODIVA, facto que nos obriga a explorar outras variáveis explicativas da actual dinâmica do mercado.

5. Outros Factores com o Potencial de Explicar o Comportamento Actual do Volume de Negociações

Para além das variáveis analisadas acima, outros factores podem estar a contribuir também para actual *performance* do volume de negociações no mercado secundário, nomeadamente:

- O aumento da percepção do risco-país que, contribuiu negativamente para a entrada de novos investidores em Angola, sejam residentes ou não residentes, facto que tem concorrido para a redução do número de investidores a actuarem na bolsa;
- A falta de um canal alternativo de acesso ao mercado por pessoas singulares, primordialmente, pois que existe uma grande dificuldade para efectuar licitações em bolsa por via dos intermediários financeiros, uma vez que estes não têm um *front office* devidamente preparado para dar resposta às referidas solicitações;
- O número reduzido de intermediários financeiros registados na BODIVA (dos 30 bancos actualmente registados no BNA, apenas 15 estão registados na BODIVA, e destes apenas 6 transacionam com regularidade, ao passo que a participação das 2 sociedades correctoras de valores mobiliários) é insignificante; e

- A estratégia de *buy and hold*¹² adoptada pelos intermediários financeiros bancários, principalmente por aqueles que não estão registados na BODIVA;

6. Conclusão

O presente estudo procurou avaliar o impacto das emissões, resgates, taxas de juro e de câmbio sobre o volume de negociações que se verificou no mercado secundário de dívida pública (BODIVA) no período compreendido entre Janeiro de 2017 a Agosto de 2018.

No entanto, depois de uma pesquisa teórica sobre a temática acompanhada da análise do impacto das referidas variáveis (emissões, resgates, taxas de juro e de câmbio) sobre o volume de negociações, constatou-se que as mesmas, com excepção da taxa de câmbio, não tiveram qualquer impacto sobre o volume de negociações na BODIVA no período em referência.

Este facto obrigou-nos a explorar outras variáveis que podem estar a influenciar negativamente a actual dinâmica da BODIVA, das quais destacamos, o aumento da perceção risco-país, que tem concorrido para a fraca participação de investidores na bolsa (residentes e não residentes); a falta de um canal alternativo de acesso ao mercado por pessoas singulares, que tem dificultado o acesso dos investidores a bolsa; o número reduzido de intermediários financeiros registados na BODIVA e a estratégia *buy and hold* adoptada pelos intermediários financeiros bancários, que tem concorrido para o baixo volume de transacções no mercado, devido ao facto de que grande parte dos títulos comprados em sede do mercado primário serem mantidos em carteira própria até à maturidade.

¹² *Buy and hold* basicamente significa “comprar e segurar”. A estratégia *buy and hold* basicamente consiste em comprar um activo (neste caso, títulos) com boas perspectivas de crescimento e mantê-lo no portfólio.

Para se ultrapassar as situações apresentadas acima, já vêm sendo desenvolvidas várias medidas, nomeadamente, criação das condições para a participação dos investidores não residentes na BODIVA, por via da revisão do aviso nº1/17 de 3 de Fevereiro que autoriza a participação dos investidores não-residentes cambiais no mercado de valores mobiliários, medida que irá contribuir para o aumento da base de investidores; a UGD está a trabalhar para alterar o mecanismo de colocação, ou seja, emitir em grandes lotes numa base mensal, de modo a garantir a fungibilidade dos títulos e estabelecer uma gestão mais acurada do stock existente, facto que poderá contribuir para que os títulos possam ser substituídos por outros da mesma espécie, quantidade e qualidade, sem perda de valor ou direitos por quaisquer das partes, o que irá promover maior liquidez e profundidade no mercado secundário; está também a trabalhar-se na institucionalização da figura do operador preferencial de títulos do tesouro, entidade que actuará no mercado primário, como agente tomador, e no mercado secundário, como fomentador de liquidez, e importa destacar que esta última medida já foi materializada por via da aprovação e publicação do Decreto 164/18, que regula a emissão e gestão da dívida pública directa e indirecta, introduziu a figura de operador preferencial, entidade que contribuirá para o fomento e aumento da liquidez no mercado secundário (BODIVA).

Bibliografia

ANDIMA. Dívida Pública. **Relatório Econômico. Rio de Janeiro**: 1994. 176p;

ANDIMA. Dívida Pública: **Propostas para ampliar a liquidez. Relatório Econômico**. Rio de Janeiro: 2003. 102p;

BACEN. Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bacen.gov.br>>.

BLANCHARD, Olivier (Olivier J.). **Macroeconomia**. 3. ed. tradução Mônica Rosemberg; revisão técnica Eliezer Martins Diniz, Aglas Watson Barreira; São Paulo: Prentice Hall, 2004. 620p;

CARVALHO, F. et al. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Campus, 2000. 454p;

FANINI, Valter. **Dívida Pública Mobiliária e Mercado de Títulos Públicos**. 2005. 106 f. Dissertação (Mestrado);

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 15. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002. 624p;

MISHKIN, Frederic S. **Moedas, bancos e mercados financeiros**. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000. 474p. Cap. 18 e 19;

MINFIN, **Estudo sobre o Mercado Secundário de Dívida Pública Titulada**. Luanda; 2018. 16p.

SA JUNIOR, E. **Mercado Secundário de Títulos Públicos no Brasil: Medidas de Liquidez e Determinantes do Spread de Compra e Venda para o mercado de LTNs**. 2007. (Apresentação de Trabalho/Congresso).



**FORMAS DE
INVESTIMENTO
ALTERNATIVO NO
MERCADO DE VALORES
MOBILIÁRIOS**

Autor: **Denise Pitta Grós**

Revisor: **Vasco Januário**





DENISE PITTA GRÓS

Denise Pitta Grós é licenciada em economia financeira pela Universidade de Essex.

Possui uma carreira de mais de oitos (8) anos no sector financeiro, junto do Mercado de Capitais e actualmente actua como analista financeira. Teve passagem pelas áreas de Estudos e Análises, Educação Financeira, Supervisão de Organismos de Investimento Colectivo, Planeamento e Desenvolvimento do Mercado.

FORMAS DE INVESTIMENTO ALTERNATIVO NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

1. Introdução

O presente estudo tem como principal finalidade identificar e analisar os principais modelos de investimento alternativo utilizados a nível global nos mercados financeiros, com especial enfoque para o mercado de capitais.

Pretende, ainda, apresentar de que modo estas novas formas de investimento têm impactado os mercados de capitais, e como poderão impactar no desenvolvimento do mercado de capitais angolano, caso o quadro regulatório aplicável a estes instrumentos esteja preparado para proteger adequadamente todos os participantes do mercado. A pesquisa para formulação destas respostas é o propósito deste projecto.

Antes de mais seria adequado definir-se o conceito de investimento alternativo. Porquê que são chamados de alternativos? Será que diferem muito do conceito tradicional? Estes tipos de investimentos alternativos trazem mais vantagens e retornos que os investimentos tradicionais? Estas são algumas outras perguntas que iremos esclarecer ao longo do estudo.

Importa realçar que no presente estudo serão apenas analisadas as seguintes modalidades de investimentos alternativos: *o capital de risco, real estate, hedge funds, crowdfunding e business angel*, deixando os outros investimentos existentes ou que possam existir para futuras abordagens.

Assim, o estudo está dividido em 7 capítulos, abreviaturas e referências bibliográficas, sendo que o 1º capítulo faz uma sucinta explanação do objectivo do estudo, nomeadamente o tema em análise, bem como descreve a estrutura do estudo. O 2º capítulo está centrado nos tipos de investimento alternativo existentes, o seu modo de funcionamento e alguns exemplos de instrumentos. No 3º capítulo debruçamo-nos sobre a temática da gestão de risco, visto que estes tipos de investimentos carecem de uma avaliação e gestão mais meticulosa para a sua efectivação e consequente acompanhamento. No 4º capítulo apresentamos os maiores desafios da integração do investimento alternativo no mercado de capitais angolano e reflecte-se sobre o quadro legal, ou seja, estarão previstos no Código de Valores Mobiliários (CódVM) mecanismos que visam proteger os emitentes ou investidores no mercado alternativo, até mesmo se existem regras definidas para a negociação neste mercado específico. Por último, o 5º capítulo tece algumas conclusões do estudo.

2. Modelos de Investimento Alternativo

Os mercados financeiros oferecem aos seus participantes diversas oportunidades de investimentos. Na forma mais comum enquadram-se os investimentos em produtos bancários, acções e obrigações. Estes são geralmente conotados como sendo investimentos tradicionais.

A necessidade de aumentar e diversificar as carteiras de investimento, aliada à evolução dos mecanismos de investimento permitiu o surgimento de novas formas de investimento. Portanto, toda a forma de investimento que não se enquadra no modelo tradicional é considerada investimento alternativo.

Os “investimentos alternativos” podem ser entendidos como investimentos em instrumentos financeiros não clássicos, tipicamente com um menor grau de regulação de mercado, oferecendo maiores taxas de retorno, porém, com um grau de risco mais elevado.

Tabela 1. Investimentos Tradicionais vs. Alternativos

Investimentos Tradicionais	Investimentos Alternativos
Desempenho relativo	Foco para o desempenho absoluto
Sem alavancagem ou limitada	Pode usar alavancagem
Desempenho dependente primeiramente dos retornos do mercado	Desempenho dependente primeiramente das técnicas do gestor do fundo de investimento
Correlação historicamente elevada com os mercados accionistas	Correlação historicamente baixa ou moderada com os mercados accionistas
Oferece liquidez diariamente	Têm tipicamente liquidez reduzida
Sem taxas de desempenho, mas pode incluir taxas fixas para a gestão profissional	Geralmente taxas mais elevadas, podendo incluir as taxas de desempenho

Fonte: Morgan Stanley, *Alternative Investments – Innovative Strategies for Asset Allocation*

2.1. Capital de Risco

De acordo com a Associação Portuguesa de Capital de Risco (AP-CRI), o capital de risco pode ser definido como uma forma de investimento empresarial, com o objectivo de financiar empresas, apoiando o seu desenvolvimento e crescimento constituindo uma das principais fontes de financiamento para jovens empresas *'startups'* e investimentos de risco com elevado potencial de rentabilização, dado que proporciona às empresas meios financeiros estáveis para a gestão dos seus planos de desenvolvimento.

O financiamento de empresas através do capital de risco realiza-se com recurso a capitais próprios, ou seja, as sociedades de capital de risco, fundos de capital de risco ou *business angels*, concretizam o financiamento através da participação no capital social das empresas, nomeadamente por via da realização de aumentos de capital.

A participação destas entidades no capital das sociedades é temporária e, na generalidade dos casos, minoritária. O fundo de capital

de risco intervém na empresa com o objectivo de criar valor, alienando a sua participação num prazo médio de 3 a 7 anos.

Quanto às tipologias de negócio no âmbito do fundo de capital de risco, Faria (2009) destaca algumas, conforme apresentamos abaixo:

Seed Capital – Quando um investidor de capital de risco investe num projecto antes da própria instalação do negócio. As garantias advêm normalmente de análises e estudos de mercados que testam o potencial e viabilidade do investimento. Logicamente existem enormes desafios para os investidores pelo facto do estado do possível negócio ser ainda muito prematuro;

Start-up – Quando o investimento de uma entidade de capital de risco é destinado a uma empresa que já existe, com um produto desenvolvido, ou quase desenvolvido, porém ainda sem qualquer comercialização.

Expansion Capital – Quando o investimento da entidade de capital de risco é destinado ao desenvolvimento e crescimento de empresas que já se encontram num estado de maturidade, mas que necessitam de financiamento externo para expandir o seu negócio, como por exemplo, desenvolver capacidades de comercialização internacional ou de produção.

Resgate/Turnaround – Destinado a empresas que atravessem uma situação financeira extremamente difícil, financiando projectos de reestruturação económica e recuperação financeira, estas operações são pouco atractivas no que toca à relação risco/retorno.

De acordo com Ramos (2011), um excelente método para perceber melhor o que é o capital de risco é analisar as vantagens e desvantagens do mesmo face aos produtos substitutos, isto é, outras formas de financiamento, sendo o mais comum o financiamento bancário.

Ainda segundo este autor, são reconhecidas inúmeras vantagens no recurso ao capital de risco, sendo de destacar as seguintes:

- Apoio a nível económico, financeiro e administrativo – o investidor de capital de risco tem sempre por objectivo valorizar o negócio, ou seja, se algo corre mal, este procura trabalhar em conjunto com o seu parceiro de negócio para encontrar as melhores soluções, e é um parceiro da empresa, que partilha os riscos do negócio e que contribui para a sua gestão e valorização, podendo prestar assistência à gestão como serviço adicional;
- Não exige o pagamento de encargos financeiros – o interesse principal do capital de risco é o cumprimento dos planos de pagamento e reembolso;
- Partilha do risco do negócio – a rentabilidade do capital de risco está dependente dos resultados do negócio; se o negócio for inviável, o capital de risco fica na mesma posição de qualquer outro sócio da empresa, pois não tem garantias especiais e a sua remuneração está dependente do sucesso da empresa;

Entretanto, Oliver (2012) aponta como uma das desvantagens do investimento por via do capital de risco o elevado risco inerente ao investimento, quando comparado aos tradicionais, visto que normalmente se investe em empresas economicamente debilitadas, sem garantias palpáveis, porém, com potencial de crescimento ou de recuperação”.

Com objectivo de avaliar o impacto do capital de risco sobre as empresas e sobre os mercados financeiros, alguns estudos têm sido realizados. Por exemplo, Sapienza (1992), ao avaliar a relação entre a *performance* da empresa e o investimento por via do capital de risco, concluiu que existe uma relação positiva entre a *performance* económica e as empresas com investidor de capital de risco. Segundo este autor, os investidores de capital de risco para além de irem ao encontro do *gap* financeiro, também são uma mais-valia no apoio à gestão devido ao seu *know-how* e experiência, algo bastante importante, tanto nos novos negócios como nas empresas maduras, bem como nas quase falidas.

2.2. Real Estate

O sector de *real estate* é dos maiores dentro das categorias pertencentes ao investimento alternativo, sendo que é praticado desde a era em que os mais ricos e poderosos de uma nação eram os donos de grandes extensões de terra.

De acordo com a *Rexperts* a origem do termo “*real estate*” vem do inglês que numa tradução literal significa “propriedade real”, transmitindo a ideia de um bem tangível. Embora o termo tenha forte conotação com o mercado imobiliário, também tem sido usado para derivados do sector.

Nesta ordem de ideias, *Real Estate* “é o sector dos produtos e empreendimentos imobiliários ou com base imobiliária”. (Núcleo de *Real Estate* da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo - USP)

O empreendimento imobiliário é aquele voltado para a venda, com lucro rápido, enquanto aquele com base imobiliária é voltado para locação, ou seja, é aquele voltado para a exploração do imóvel através do arrendamento.

Nos Estados Unidos da América (EUA), os fundos dedicados a este negócio são conhecidos como REITs (*Real Estate Investment Trusts*), fundos de investimento fechados que têm por objecto comprar, desenvolver, gerir e vender activos imobiliários. Os REITs permitem aos participantes investir em portfólios de propriedades imobiliárias geridas por profissionais. Distribuem ou passam a maioria dos seus fluxos de caixa aos investidores. O rendimento da maior parte dos REITs vem, principalmente, das receitas originadas pelo aluguer que as suas propriedades geram. E por se tratar de um fundo, os REITs são negociados nas maiores bolsas de valores, sendo mais líquidas que parcerias limitadas e até em comparação a propriedades privadas tradicionais.

2.3. Hedge Funds

Hedge funds é um tipo de fundo de investimento, pertencente à categoria de investimentos alternativos, que utiliza fundos colectivos, e que empregam diversas estratégias diferentes para obter retornos satisfatórios, para os seus investidores.

De acordo com o *Financial Markets Group* ('FMG')¹³ '*hedge funds*', ou fundos de cobertura de risco, são veículos não regulados destinados a um grupo limitado de investidores com elevada capacidade financeira cujo desempenho é medido em unidades de retorno absoluto, ou seja, é uma forma de investimento com graus de risco variado, com poucas restrições (os fundos de cobertura podem investir em vários tipos de activo ao mesmo tempo, como acções, renda fixa, derivados, etc.) e em algumas situações, altamente especulativo. A flexibilidade de investimento destes fundos tem como objectivo limitar os riscos de mercado, possibilitando ao fundo lucrar independente da situação do mercado.

Os gestores destes fundos têm liberdade quase ilimitada para apostar nos produtos que considerem mais adequados para tirar partido do mercado, podendo utilizar instrumentos que lucram com as quedas dos preços dos activos e recorrer à alavancagem. O objectivo é conseguir um desempenho descorrelacionado do mercado. É com base nestas características que estes produtos conseguem obter retornos potencialmente interessantes para os investidores, conferindo valor acrescentado a uma carteira de investimento.

Nos EUA por exemplo, *hedge funds* é um termo geral, não legal, que foi usado originalmente para descrever um conjunto de investimentos privados e não registados que usam técnicas de cobertura e arbitragem

¹³ *Financial Markets Group*, é um centro de pesquisa da escola de economia de Londres, e foi estabelecido em 1987. É actualmente um dos principais centros da Europa para pesquisa académica nos mercados financeiros.

sofisticados para negociar no mercado de derivados. Estes usualmente estão mais limitados a investidores institucionais e acreditados¹⁴.

Não obstante, o bom retorno que proporcionam aos investidores, Lowenstein (2001), defende que a desvantagem destes fundos consiste no facto de que uma das principais características dos *hedge funds* é a alta alavancagem de que gozam para a realização de seus investimentos. Para conquistarem os altos níveis de capitalização, além do valor subscrito pelos investidores ligados ao fundo, os *hedge funds* buscam empréstimos junto às principais instituições financeiras ao redor do mundo (que estabelecem linhas de crédito específicas e altamente significativas para eles). Além disso, é prática na actuação dos *hedge funds* o uso excessivo dos diferentes tipos de derivados disponíveis no mercado, de modo a potenciar ao máximo os seus investimentos, tudo com a intenção de atingirem os altos retornos almejados por seus gestores e clientes.

2.4. Crowdfunding

O conceito de *crowdfunding* pode ser melhor entendido se separado o nome em *crowd* que, em inglês, significa “multidão”, e *funding*, que significa “financiamento”. O objectivo desse modelo é arrecadar dinheiro de um grande número de pessoas, por meio da internet, para concretizar um determinado projecto, no qual cada indivíduo fornecerá uma certa quantia do total ambicionado (Schwienbacher & Larralde, 2010).

Em outras palavras, em vez de levantar o dinheiro de um grupo muito pequeno de investidores sofisticados (bancos, *business angel*, capital de risco, etc.), o intuito é que várias pessoas contribuam com o valor para viabilizar algo que não seria possível individualmente.

¹⁴ Investidores acreditados, são aqueles investidores ricos, a título individual, que possuem um vasto conhecimento sobre o mercado, como por exemplo o Warren Buffet.

Segundo a Massolution¹⁵ existem quatro tipos de *crowdfunding* praticados no mundo:

- ✓ **Doação:** filantropia sem expectativa de um retorno financeiro;
- ✓ **Recompensa:** o investidor faz a sua contribuição em troca de um prémio ou a possibilidade de pré-encomendar um produto,
- ✓ **Empréstimo:** oferece a possibilidade para que os empreendedores actuem como tomadores, enquanto contribuintes assumem a posição de credores;
- ✓ **Capital:** baseado em financiamento de micro e pequenas empresas (MPEs) por meio de vendas de acções.

Gerber *et al.* (2012) destacam como alguns dos benefícios da comunidade virtual a possibilidade de ser um dos primeiros a possuir aquele bem que financiou por via do *crowdfunding*, e a possibilidade de pertencer a um grupo de privilegiados.

Entretanto, Buysere *et al.*, (2012), defendem que a desvantagem do *crowdfunding* consiste no facto de que ao contrário do que acontece com modalidades mais tradicionais de financiamento, no modelo de *crowdfunding* os investidores não são apresentados pessoalmente ao criador do projecto como também têm um conhecimento limitado em relação aos pormenores do negócio (somente o que está descrito no site da plataforma).

Já Agrawal *et al.* (2013) defendem que existem dois aspectos referentes à assimetria de informação que é comum em *crowdfunding*: informações e acções ocultas, ou seja, os investidores geralmente não possuem as informações necessárias para avaliar correctamente se

¹⁵ A Massolution é uma empresa de pesquisa e consultoria que é pioneira no uso de soluções *crowdsourcing* e *crowdfunding*. Seus trabalhos incluem: consultoria às empresas sobre a adopção de *crowdsourcing* e *crowdfunding* para alavancar o portfólio de inovação empresarial, consultoria para governos e instituições estratégicas nacionais de *crowdsourcing* e *crowdfunding* com impacto social e económico.

um projecto será bem-sucedido ou não e, após o financiamento bem-sucedido, surge um problema de cunho moral quando contribuintes enfrentam dificuldades para saber e para controlar se os criadores estão se esforçando o suficiente para cumprir as suas promessas.

2.5. *Business Angel*

Segundo a Associação Portuguesa de *Business Angels*¹⁶, os *business angels* são investidores individuais que investem, directamente ou através de sociedades veículo, no capital de empresas com potencial de crescimento e valorização. Além do investimento monetário, aportam também aos projectos empresariais conhecimentos técnicos ou de gestão bem como redes de contactos. Este tipo de investidores espera normalmente obter retorno do investimento num período de 3 a 8 anos.

Mason & Harrison (2002), num estudo realizado a *business angels* da Inglaterra e País de Gales, concluíram que mais de quatro em cada dez investidores expressam um interesse forte ou muito forte em empresas de tecnologias de informação, telecomunicações e internet/comércio electrónico, e menos interesse nos sectores da multimédia e biotecnologia, sendo que este interesse se deve ao facto de os *business angels*, normalmente, investirem em sectores onde têm algum grau de experiência.

As formas de investimento apresentadas acima, pese embora proporcionarem importantes vantagens para os seus investidores, acarretam consigo vários riscos cuja gestão deve ser feita cuidadosamente no sentido de se evitarem falhas no sistema financeiro.

¹⁶ A Associação de *Business Angels*, é uma organização Portuguesa de âmbito local, regional ou nacional que pretende juntar promotores de projectos com potencial de valorização em fase de criação ou desenvolvimento, com investidores privados e informais (*Business Angels*).

3. A Gestão de Risco e o Investimento Alternativo

O desencadear da crise financeira de 2007-2008 permitiu a adopção de novas medidas, entre os diferentes reguladores do sistema financeiro, resultando na criação de comissões, com o intuito de tornar a acção dos supervisores mais incisiva e actualizada às práticas actuais dos mercados financeiros, e a revisão da maioria das leis e os regulamentos existentes por um conjunto de participantes de cada sector, e pelos seus órgãos de tutela. Este aperto às lacunas existentes nas regulamentações fez com que se prestasse maior atenção às áreas menos reguladas, entre elas, a classe dos investimentos alternativos.

No que toca à supervisão e regulação do mercado financeiro, não podemos nos cingir apenas a leis para impedir que crises como a *sub-prime* ocorram novamente. Existem factores que devem ser tidos em conta, podendo servir como mecanismos de prevenção ou até mitigadores de potenciais crises financeiras. Desses factores debruçamo-nos sobre a gestão de risco efectuada pelos gestores dos diferentes investimentos financeiros.

A gestão de risco tem como papel identificar e estimar os riscos que possam ocorrer numa empresa ou na realização de um projecto, devendo em seguida ser comunicados à gestão superior, e dependendo do apetite de risco da gestão de topo que irá monitorar e gerir estas ameaças, hão-de assegurar a redução ou eliminação dos riscos identificados para a actividade da empresa ou do investimento.

No que toca à definição de estratégias para a gestão de risco destas classes (investimentos alternativos), há que ter em conta por um lado que os fundos necessitam activamente de um sistema de gestão de risco baseado nas posições de investimento para monitorar e gerir os riscos em rápida mudança.

No entanto, gerir o risco a que os investimentos alternativos estão expostos é desafiante pois observam-se dois distintos estilos de investimentos. Se por um lado os *hedge funds* e os *traders* de futuros

transaccionam activamente, usando geralmente instrumentos líquidos, no outro extremo encontramos o capital de risco, cujas posições são mantidas durante anos em activos que não são cotados pelo mercado.

O problema oposto existe para fundos que investem em activos pouco líquidos. Este tipo de activos cujos preços não mudam frequentemente torna difícil a avaliação adequada do valor de mercado do activo, dificultando também a avaliação do risco.

Com base na literatura existente, na indústria dos investimentos alternativos foram identificados diferentes riscos que podem impactar directamente os investimentos realizados ou a sua projecção. Abaixo mencionamos aqueles riscos, que de certa forma são mais transversais à ampla classe de investimentos alternativos.

3.1. Risco de Mercado

O risco de mercado é definido como o risco das perdas que podem ocorrer devido a flutuação dos preços ou volatilidades sentidas no mercado financeiro. Este risco reflecte a perda que pode ser registada em função de alterações das taxas de juros, taxas de câmbio e dos preços de acções ou *commodities*. São riscos que, pela sua natureza, são comuns ao mercado como um todo, afectando todos os agentes económicos, o que significa que são dificilmente mitigados por via da diversificação de carteira.

Risco da Taxa de Juros - risco associado às mudanças do valor de mercado de determinado activo decorrente das variações nas taxas de juros praticadas no mercado.

Risco da Taxa de Câmbio - risco associado às mudanças do valor de mercado de determinado activo decorrente das oscilações nas taxas de câmbio praticadas no mercado.

Risco de Equity - o risco decorre da ocorrência de oscilações no preço das acções ou índices accionistas.

Risco das *Commodities* – é o risco associado a oscilações nos preços das *commodities* (ex. metais, petróleo, agrícolas).

De modo geral o risco de mercado pode ser agrupado quanto à sua exposição (potencial perda causada por variações no valor de uma posição resultante de alterações em variáveis do activo subjacente) e risco específico (potencial perda decorrente de movimentos adversos nos preços de um título ligados a factores específicos do emissor do título).

Por conseguinte, após a identificação de que riscos podem afectar o desempenho e rentabilidade da empresa, é necessário traçar estratégias que visam mitigar o risco decorrente das oscilações do mercado. Para a mitigação do risco de mercado, é normalmente utilizada a técnica de cobertura de risco – através da aplicação de estratégias de *hedging*, seja por via da diversificação da carteira de investimentos ou por via da subscrição de derivados financeiros tais como, opções, futuros, *forwards* e *swaps*.

3.2. Risco de Liquidez

A liquidez de um activo é definida pela facilidade de se converter o activo em dinheiro. Activos como as acções e obrigações são considerados instrumentos líquidos por serem transaccionados em mercados mais abertos e transparentes, o seu processo de determinação de preço é mais fácil e rápido, neste mercado existe uma maior circulação de capital.

O risco de liquidez é considerado o risco de perda resultante da dificuldade em vender os activos em tempo razoável, sem conceder desconto e sem perda substancial de valor devido à necessidade de liquidar posições para atender aos requisitos de financiamento.

Uma entidade está exposta a risco de liquidez se os mercados do qual ela depende estiverem sujeitos a possível perda de liquidez. Uma das grandes preocupações dos reguladores são as implicações do risco

de liquidez para os sistemas financeiros, na medida em que o incumprimento de uma entidade pode afectar as suas contrapartes.

Por fim, importa dar nota que o risco de liquidez tende a agravar outros riscos. Por exemplo, se uma entidade tem posições num activo ilíquido, a sua capacidade limitada de liquidar essa posição no curto prazo vai agravar o seu risco de mercado.

Contudo, o risco de liquidez pode ser mitigado através de uma gestão cuidadosa do fluxo de caixa da empresa, para que a mesma possa, com maior folga, alcançar requisitos e contingências futuras.

3.3. Risco Operacional

O risco operacional surge da possibilidade de ocorrer fraudes, erros, problemas de sistema ou de procedimentos em uma empresa. Por outras palavras, o risco operacional reflecte o risco de perda resultante, quer de falhas ou inadequados processos internos, pessoas e sistemas, quer de eventos externos à instituição.

Tabela 3. Factores Contribuintes do Risco Operacional

Contribuintes para o Risco Operacional	
Transacções especulativas	Falta de supervisão
Transacções não autorizadas	Procedimentos insuficientes
Cobertura de operações insuficiente ou por excesso	Fase de implementação de fusões e aquisições ¹⁷
Divisão de funções inadequada	O risco das subsidiárias pode ramificar para a empresa mãe

Fonte: Essentials of Financial Risk Management, K. Horcher

Uma vez identificados os riscos e os factores que contribuem para o seu surgimento torna-se essencial a definição de métodos para a sua

¹⁷ A fusão de duas instituições com sistemas operacionais diferentes acarreta potenciais riscos até a regularização da integração dos serviços de ambas as instituições.

mitigação e gestão. Entre os métodos de gestão do risco operacional, de forma eficiente e eficaz, incluem a definição de políticas claras de gestão de risco, a documentação de políticas e procedimentos, adequados à supervisão do risco e a segregação de deveres. Algumas empresas combinam estratégias de risco, como o risco de crédito e operacional, para que possam ser mais efectivos e de certa forma reduzir custos na implementação da gestão de risco.

São normalmente indicadas como áreas da empresa mais propensas à ocorrência do risco operacional, a área de capital humano, área de procedimentos e a área de tecnologias de informação.

De modo a mitigar os riscos inerentes à actividade da organização, é necessário a implementação de uma gestão de risco eficiente e eficaz. Para a obtenção de resultados positivos deve-se identificar medidas que se adequam aos objectivos propostos. Definir de forma objectiva quais as funções operacionais a serem executadas na organização, quais os funcionários que irão executar as actividades específicas e que instrumentos serão implementados de modo a prevenir ou pelo menos mitigar os riscos que possam vir a surgir.

Tabela 4. Considerações para as Áreas Operacionais

Manter as previsões de dinheiro para diferentes moedas e actualizá-las;	Determinar <i>backups</i> dos principais dados e funções dos funcionários;
Assegurar que os funcionários têm uma oportunidade de treinamento e aprimoramento de habilidades;	Manter boas relações com instituições financeiras e outras instituições;
Considerar a implementação de partilha de trabalho ou treinamento cruzado para melhorar a equipa;	Assegurar controlos apropriados contra actividades ilegais, incluindo lavagem de dinheiro;
Assegurar um reporte adequado para a equipa, directores e o conselho de administração.	

Fonte: Financial Risk Management, K. Horcher

A gestão eficiente do risco operacional pressupõe a implementação de instrumentos direccionados para a mitigação e dissipação do mesmo.

Tabela 5. Instrumentos para Controlo de Riscos

Formação e Qualificação do Capital Humano	Relação com as Instituições Financeiras e Fornecedores
Compensação do Capital Humano	Monitorar as Posições Financeiras
Gestão de Proximidade	Mecanismos de Comunicação e Reporte
Conflitos de Interesse	
Previsões e Reconciliações Financeiras	
Controlo Interno	Supervisão
<i>Marking to Market</i>	Questões de Políticas de Gestão
Considerações do Sistema Tecnológico	Assistência Profissional

Fonte: Financial Risk Management, K. Horcher

3.4. Risco de Crédito

O risco de crédito existe sempre que um pagamento ou um contrato é celebrado entre duas ou mais empresas, e há a probabilidade de ocorrer uma perda originada por *default* ou falha da contraparte. As empresas estão expostas ao risco de crédito quando realizam negociações e transacções financeiras que dependem do pagamento ou cumprimento de terceiros. O risco de crédito tende a aumentar quando se aumenta o prazo de negociação, a data de liquidação ou a maturidade do instrumento.

Más condições económicas e altas taxas de juro contribuem para a probabilidade de incumprimento de muitas empresas. A falha do crédito ou da contraparte é mais provável quando uma empresa acumulou grandes perdas, deve a outras empresas, ou os seus credores e contrapartes têm dificuldades financeiras.

Pelo facto de o risco de crédito ser um risco presente entre as transacções dos variados investimentos alternativos, dentre os vários factores incluídos no risco de crédito enquadram-se o risco de *default* e da contraparte.

5. Regulação de Investimentos Alternativos em Algumas Geografias

Antes da crise financeira global, havia inconsistências significativas sobre o modo como diferentes jurisdições regulamentavam as sociedades de gestão de fundos de investimentos alternativos. Alguns países exigiam que as empresas se registassem junto do regulador nacional e que reportassem informações sobre as suas actividades. Outras jurisdições eram menos exigentes. Após a crise, os formuladores de políticas e os profissionais esforçaram-se por construir um sistema global de regulação e supervisão capaz de identificar a acumulação de excessos e estresses no sistema financeiro e abordá-los de forma oportuna, efectiva e consistente. O objectivo era mitigar o risco sistémico e as crises do mercado, bem como os efeitos negativos para a economia real.

O mercado de capitais pela sua facilidade de proporcionar um elevado fluxo de liquidez, juntamente com o apetite dos investidores em obter retornos elevados é susceptível da ocorrência de infracções e fraudes pelos próprios participantes, atitudes que enviesam o bom funcionamento do mercado.

Por forma a colmatar estes actos ilícitos, cada jurisdição sentiu a necessidade de criar e implementar um regime jurídico adequado ao seu mercado, de forma a prevenir irregularidades, e quando necessário, sancionar os participantes de acordo à lei existente.

Europa

No caso da Europa, mais concretamente, a União Europeia (UE) estabeleceu uma directiva jurídica (2011/61/EU) visando toda a indústria de investimentos na classe dos alternativos, denominada *Alternative*

Investment Fund Manager Directive (AIFMD). Esta instrução é designada a estabelecer uma estrutura regulatória harmoniosa aos gestores dos fundos de investimento alternativos por toda a UE. Estas regras criadas determinam como devem ser geridos, administrados e publicitados esses fundos de investimento na UE, incluindo *hedge funds*, capital de risco, *real estate*, fundos de infra-estruturas e *commodities*. É importante frisar que a AIFMD não regula os fundos de investimento alternativos, mas a gestão desses fundos.

A directiva incide sobre as entidades cujo negócio se centre na gestão de fundos de investimento alternativo e que adquiram capital de um número de investidores para investimento de acordo com uma política de investimento definida nos interesses dos investidores.

Dentre os principais objectivos da directiva apontamos os seguintes:

- Melhorar as práticas de supervisão entre as autoridades competentes para apoiar acções preventivas atempadamente, prevenir a instabilidade do mercado e a acumulação de risco sistémico no sistema financeiro europeu;
- Melhorar a protecção dos investidores, impondo novas normas de depósito e maior transparência através de novas regras de divulgação de investidores e relatórios obrigatórios às autoridades competentes; e
- Promover a eficiência e a concorrência transfronteiriça mediante a desregulamentação das barreiras nacionais e a criação de campos de igualdade através de regras harmonizadas.

A implementação desta directiva tem como finalidade melhorar os níveis de transparência, eficiência, e negociação dentro da zona europeia, quer entre os gestores sediados na Europa como abranger também àquelas instituições que pretendem e efectuam negociações nas suas zonas fronteiriças.

EUA

Aquando da queda da bolsa de valores em 1929, nos EUA, sentiu-se a necessidade de se regular o mercado com o intuito de dar mais segurança às transacções, transparência e credibilidade aos participantes do mercado. Foi então implementada a primeira lei para regular o mercado de valores mobiliários norte-americano, o *Securities Act of 1933*, que visava exigir que os investidores recebessem informações de natureza financeira e não apenas sobre os valores mobiliários transaccionados em bolsa e, por outro lado, proibia as falsas declarações e outras fraudes na venda de títulos. Tais exigências tinham como propósito permitir aos investidores tomarem decisões informadas.

Com o passar dos anos várias foram as emendas feitas a esse regulamento do mercado de valores mobiliários, sempre com o propósito inicial e com vista a actualizar-se as práticas mais recentes. Ou seja, à medida que o mercado se foi desenvolvendo, abrindo-se a novos segmentos e teorias, conseqüentemente, houve a necessidade de elaborar leis que suportassem a transacção desses novos instrumentos de forma segura e confiável, de modo a proteger os participantes do mercado.

A mais recente crise económica de 2007-08, o *subprime mortgage crisis*, que teve o seu início no sector imobiliário dos EUA, alastrou-se por todo mundo devido às interligações financeiras existentes. A crise sentida nessa altura exigiu que fosse emendada a lei que regulava todo o mercado financeiro, surgindo desta forma a lei Dodd-Frank Act. Esta lei exige que os fundos de investimento baseados nos EUA e certos fundos estrangeiros sejam autorizados e supervisionados pelas autoridades dos EUA. Impõem também regras sobre o uso de instrumentos financeiros derivados e outros instrumentos financeiros utilizados pelos fundos de investimento, especialmente os *hedge funds* que eram pouco regulamentados. Esta emenda serviu não apenas para melhorar as regras de supervisão do mercado de capitais, mas todo o mercado financeiro ao nível internacional.

Estes novos regulamentos não só abrangem o mercado de valores mobiliários, mas todo o mercado financeiro. Daí que os fundos de investimento se adaptaram para ajudar a prover capital às empresas e famílias visto que os novos regulamentos limitaram as capacidades de empréstimos dos bancos comerciais.

A melhoria da regulamentação principalmente no que afecta a indústria dos investimentos alternativos tornou os mercados, sem sombra de dúvidas, mais transparentes, seguros e resilientes.

Angola

Actualmente o quadro regulatório vigente em Angola é composto por regulamentos e leis que servem de suporte para a regulação e supervisão do mercado de capitais, de forma a garantir a segurança jurídica dos participantes do mercado, punindo e sancionando as transgressões quando necessário. Assim, transmite a confiança requerida para a atracção de novos investidores e para que as transacções do mercado ocorram com a transparência, eficiência e o rigor desejado.

No que toca à esfera do mercado de capitais em Angola, este rege-se por duas principais leis:

- Lei n.º 22/15, Código de Valores Mobiliários (CódVM) – que regula os mercados regulamentados, os emitentes, as ofertas públicas de valores mobiliários, os mercados regulamentados e respectivas infra-estruturas, os prospectos, os serviços e actividades de investimento em valores mobiliários e instrumentos derivados, bem como o papel preponderante de supervisão e regulação e o regime sancionatório sob sua alçada; e
- Lei n.º 14/21, Regime Geral das Instituições Financeiras (RGIF) – que regula o processo de estabelecimento, o exercício da actividade, a supervisão e o saneamento das instituições financeiras, bancárias e não bancárias, prevendo para o efeito um modelo tripartido de supervisão financeira, a ser exercida pelo Banco Nacional de Angola (BNA), Comissão do Mercado de Capitais

(CMC) e a Agência Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros (ARSEG).

Apesar destas leis servirem de guia para que o mercado de capitais possa ser um espaço onde se efectuem negociações e transacções com maior transparência, confiança, segurança e eficiência, não são por si só suficientes para legislar todos os aspectos tangentes ao mercado. Por isso, o dinamismo do mercado, a sofisticação de alguns instrumentos e o surgimento de outros novos exigem uma actualização constante das leis e regulamentos em vigor.

No caso dos investimentos alternativos foi aprovado em Outubro de 2013, o Decreto Legislativo Presidencial n.º 7/13 – Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo (RJOIC). Este decreto dispõe sobre as normas gerais que regem os organismos de investimento colectivo, cuidando das regras que definem o processo de autorização e o funcionamento dos Organismos de Investimento Colectivo (OIC), bem como aquelas relativas à sua gestão, depósito, comercialização e supervisão. Segundo o diploma supra, por OIC referem-se os fundos e as sociedades de investimento, que variam quanto ao seu objecto (mobiliário ou imobiliário) ou consoante a espécie de investimento (capital fixo ou variável).

Por seu lado, em Setembro de 2015, com o objectivo de facilitar o surgimento de operações de capital de risco, foi aprovado o Decreto Legislativo Presidencial n.º 4/15 – Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo de Capital Risco. Este diploma regula o investimento em capital de risco, designadamente a aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e alheio em sociedades em desenvolvimento, visando dinamizar o leque dos meios de financiamento disponíveis às empresas, em particular as *startups* e a outras empresas em processos de reestruturação e modernização.

Os diplomas, acima expostos, abordam apenas algumas classes dentro da categoria dos alternativos, nomeadamente os fundos de investimento, incluindo o *real estate*, e o capital de risco. Quer isso dizer

que há instrumentos alternativos de investimento que não se encontram salvaguardados nos diplomas e podem vir a criar embaraços no sistema financeiro caso venham a ser transaccionados.

No que toca aos *business Angels*, este tipo de investidor tanto pode fazê-lo por conta própria ou através de um veículo de investimento, dependendo da espécie de investimento – oferta privada ou pública – estes podem estar sujeitos à supervisão do mercado de capitais caso seja efectuada transacção com valores mobiliários, instrumentos derivados, ou ainda efectuadas negociações sob a esfera do mercado regulamentado. Por exemplo, nos EUA os *business Angels* para salvaguardarem os seus interesses e dependendo do valor do investimento necessitam da acreditação do regulador, *Securities Exchange Commission* (SEC).

Relativamente ao *crowdfunding* e *hedge funds* não se encontram tipificados pelo quadro jurídico do mercado angolano, razão pela qual a CMC prevê no seu plano estratégico, regular o primeiro veículo de modo a viabilizar mais esta via de financiamento.

Em função do nível embrionário do mercado de capitais angolano é razoável que ainda não se tenha conseguido abraçar todos os aspectos da regulação pois nem todas as práticas existentes em outras realidades são aplicáveis em Angola. O mais sensato seria o regime jurídico evoluir de acordo com o crescimento e desenvolvimento do mercado, daí que de acordo com a actual fase a regulamentação existente está conforme o exigido, pela *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO).

Em suma, é importante realçar que as formas de investimento alternativo (com excepção dos *crowdfunding*) estão sujeitos a normas operacionais rigorosas, requisitos organizacionais como os conflitos de interesses e regras de conduta, protecção dos activos dos clientes, e regulamentação prudencial da gestão de liquidez e de risco. Estes instrumentos devem obedecer às regulamentações impostas que visam proteger os interesses dos investidores.

6. Conclusões

O mercado de capitais tem um papel relevante no financiamento à economia, especialmente a indústria de investimentos alternativos que ganha maior destaque na cadeia de investimento e intermediação financeira, contribuindo desta forma para o aumento da profundidade do mercado, transparência com o fim último de contribuir para o crescimento económico do país.

No estudo apresentamos alguns modelos de investimentos alternativos, fazendo uma distinção dos mesmos aos investimentos mais tradicionais e exemplificamos alguns modelos. De modo geral, estes investimentos alternativos visam trazer ao mercado novas formas de se obter financiamento, e, de igual modo, responder às necessidades dos investidores de realizarem novos investimentos com vista a obterem maiores retornos.

Contudo, devemos referir que o surgimento de novos moldes de investimento também acarreta riscos, podendo estes ser de pré e pós negociação. A ânsia de certos investidores por lucros elevados permitiu que não se prestasse a atenção devida na mitigação desses riscos, conduzindo a um desequilíbrio em alguns mercados financeiros. Tal facto culminou na necessidade de existir um maior foco para a gestão de risco e actualização do quadro regulatório vigente em cada país com maior frequência, ou seja, à medida que surgem novos segmentos de mercado e tipos de instrumentos, visando manter a harmonia e segurança dos mercados.

Em função da análise, constatou-se também a existência de vários investimentos alternativos já regulados em vários países, sendo que a regulamentação tem evoluído à medida que os mercados vão se desenvolvendo. No que toca ao surgimento do investimento alternativo na esfera angolana, podemos constatar que alguns passos já foram envidados quanto à legislação para os fundos de investimento imobiliários e de capital de risco. A legislação acautelou os princípios, deveres

e segurança necessária para que todos os participantes do mercado sejam motivados a participar e sintam-se de certa forma protegidos pelo mercado.

Em suma, pode-se afirmar que os investimentos alternativos são uma boa aposta para complementar o crescimento económico do país quando acompanhado de um quadro regulatório adaptado às suas características.

Bibliografia

Agrawal (2013), ***“Digitization and the Contract Labor Market: A Research Agenda”***.

Belleflamme (2013), ***“Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance”***.

Fenn & Liang (1998), ***“The Economics of the Private Equity Market”, Board of Governors***.

Faria, P.M.C. (2009). ***“Capital de risco: análise comparativa à evolução do investimento em Portugal e na Europa”***, Dissertação de Mestrado em Finanças, ISCTE Business School.

Horcher, K.A. (2005). ***Essentials of Financial Risk Management***.

Mason e Harrison (2002), ***“Barriers to investment in the informal venture capital secto”***.

Oliver, B. (2012) ***“The risks associated with investing in private equity”***. *Medical Economics*.


Sapienza, Harry J. (1992) ***“When Do Venture Capitalists Add Value?”*** *Journal of Business Venturing*. Vol. 7, 9-27.

Stanley Morgan, (2014) ***“Alternative Investments” - Innovative Strategies for Asset Allocation “When Genius Failed”***, artigo escrito pelo jornalista em finanças Roger Lowenstein *The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*. How one small bank created a trillion dollar hole.



ESTUDO DE POLÍTICAS
COM IMPACTO
POSITIVO NOS NÍVEIS
DE FINANCIAMENTO
DAS PEQUENAS E MÉDIAS
EMPRESAS POR VIA DO
MERCADO DE CAPITAIS

Por **Dilson Gaspar**





DILSON GASPAR

Administrador Executivo da Bolsa de Valores e Dívida de Angola (BODIVA)

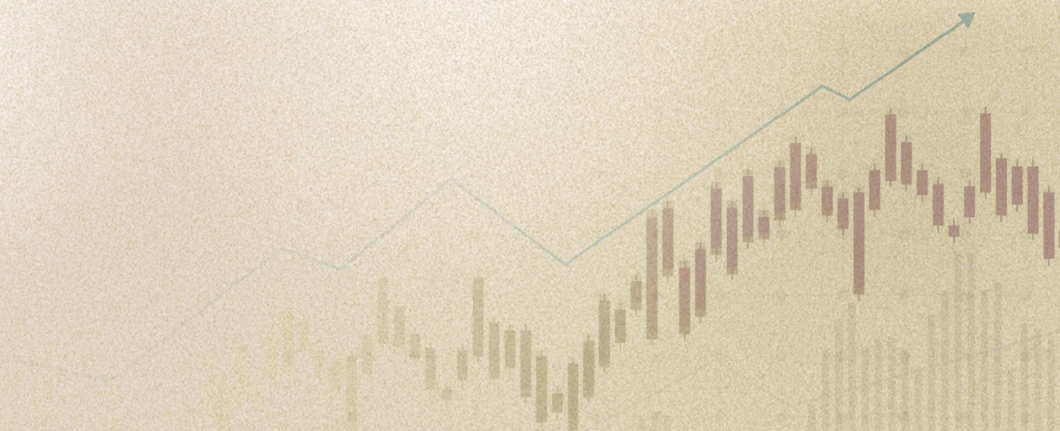
Licenciado em Economia pela Universidade Católica de Angola (UCAN) e Mestre em Gestão de Empresas (MBA) pela Católica Business School Alliance (UCAN, UCP e PUC-SP). Professor assistente, desde 2011, na Faculdade de Economia e Gestão da Universidade Católica de Angola, professor convidado na Católica Luanda Business School desde 2017. Trabalhou como investigador e consultor no Centro de Estudos de Investigação Científica da Universidade Católica de Angola (CEIC-UCAN) nas áreas de finanças, estratégia e estatística.

Na sua carreira conta ainda com uma passagem pelo sector de Viação Civil na área de Estratégia e Operações da Rede. De 2012 a 2020 actuou na Comissão do Mercado de Capitais onde exerceu várias funções com destaque chefe de divisão de Estudos e Estatística, Subdirector de Desenvolvimento de Mercado e de Assistente do Conselho de Administração para Promoção de Mercado, na BODIVA antes de se juntar ao Conselho de Administração foi

Director do Gabinete de Vigilância de Mercado e Sistemas. Tem como principais áreas de interesse de investigação regulação de mercados financeiros, inovação tecnológica voltada às finanças (Fintech), economia compartilhada, gestão de risco e sistemas de pagamentos.

Conta com um artigo na revista científica da Administração Pública de Angola

1. Sobre a dinamização do mercado de capitais em Angola.



ESTUDO DE POLÍTICAS COM IMPACTO POSITIVO NOS NÍVEIS DE FINANCIAMENTO DAS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS POR VIA DO MERCADO DE CAPITAIS

1. Introdução

As Pequenas e Médias Empresas (PME's) jogam um papel importante no desenvolvimento das economias, sejam elas desenvolvidas ou em desenvolvimento. O reconhecimento de tal importância está ligado à mudança no paradigma tecnológico, no qual se prioriza as inovações, ou seja, as PME's não replicam necessariamente o comportamento das grandes empresas, antes actuam como agentes de mudança em vários domínios da vida económica, nomeadamente, no processo de criação de emprego e no modo como se adaptam rapidamente às mudanças tecnológicas, que têm vindo a oferecer desafios cada vez maiores para as empresas em geral.

Com o objectivo de estimular o desenvolvimento das PME's, os Governos tendem a criar um conjunto de incentivos para que se estabeleça um ambiente de negócios saudável, em que as PME's possam prosperar e deste modo contribuir para a criação de emprego e para o crescimento económico. Este ambiente de negócio, propício para o desenvolvimento das PME's deve ser tal, que facilite o processo de financiamento das mesmas, devendo ser, de resto, a pedra angular no leque de incentivos ao aparecimento deste segmento do mundo empresarial. De uma forma geral, esta "carteira" de incentivos deve:

- 1) Facilitar o acesso destas empresas ao sistema financeiro;

- II) Garantir assistência técnica antes e após o início das suas actividades; e
- III) Incentivar a cooperação entre elas.

Embora o racional dos incentivos às PME's não se encerre apenas no financiamento das mesmas, é sem dúvida, o ponto mais desafiante. Esgotado o recurso aos capitais próprios dos sócios, da própria empresa, da família, dos amigos e dos conhecidos, as PME's veem-se forçadas, na sua quase totalidade, a recorrer ao crédito bancário. Os outros instrumentos de financiamento possíveis, tais como, emissão de acções, emissão de obrigações ou mesmo o financiamento pela via da constituição de fundos de capital de risco, têm estado quase sempre reservados às grandes empresas ou projectos.

Deste modo, entendemos ser pertinente, considerando o papel das PME's no processo de desenvolvimento das economias, em particular a angolana, proceder a um *benchmarking* que identifique os caminhos que outros países seguiram no sentido de impulsionar as PME's. O estudo subordinado ao tema "Políticas de Incentivo ao Financiamento das PME's por via do Mercado de Capitais" pretende fazer um levantamento em vários países sobre o modo como estes lidaram com a questão do financiamento às pequenas e médias empresas, em particular por via da bolsa de valores.

O estudo divide-se em sete capítulos, incluindo a introdução. O segundo capítulo introduz o tema da pequena e média empresa, importância, o problema do financiamento e faz uma caracterização das PME's em Angola. O terceiro capítulo descreve as políticas praticadas por alguns países no sentido da promoção do financiamento das PME's via bolsa de valores. O quarto capítulo toca em questões ligadas às privatizações das empresas e faz um enquadramento sobre as implicações deste processo no mercado de valores mobiliários. O quinto capítulo dá conta do financiamento de iniciativas inovadoras por via do chamado *crowdfunding* (*financiamento colaborativo*). O sexto capítulo

procura contribuir com uma proposta de abordagem para o fomento e financiamento das PME's em Angola com base nas experiências de outros países. O sétimo capítulo faz o resumo das principais conclusões retiradas do estudo.

2. A Pequena e Média Empresa

2.1. A Importância das Pequenas e Médias Empresas

As Pequenas e Médias Empresas (PME's) possuem um papel fundamental na economia da maior parte dos países, representando um peso médio de 60% dos empregos do sector privado e 35% do PIB.

A importância das PME's repousa não só na criação e manutenção da maioria dos postos de trabalho de qualquer economia a nível mundial, mas também, por potenciarem estratégias empreendedoras e que fomentam a inovação. As actividades desenvolvidas pelas empresas de menor dimensão distribuem-se pelos diferentes ramos da actividade económica, tendo motivações diversas que vão desde o autoemprego para sobrevivência dos sócios, até à produção para os segmentos de maior valor no mercado internacional.

De modo geral, a importância das PME's para a economia de uma nação tem quatro dimensões:

- **Primeira: as PME's geram emprego.** Se considerarmos duas empresas (uma grande empresa e uma pequena) e que produzam o mesmo artigo com os mesmos padrões de qualidade, veremos claramente a grande empresa a tender em usar tecnologias mais intensivas em capital, enquanto a pequena, a ser tendencialmente mais intensiva em mão-de-obra. Por este facto, veremos o sector das PME's a oferecer maiores oportunidades de emprego à força de trabalho de um país.
- **Segunda: As PME's contribuem para o aumento da competitividade de um país.** Elas encorajam a concorrência e a produ-

ção, bem como inspiram a inovação e o empreendedorismo. As PME's procuram capturar as oportunidades de negócio criadas pela procura de mercado. As barreiras à entrada relativamente mais baixas e a natureza ágil da estrutura decisória incentivam a concorrência que, por sua vez, promove a competitividade. As PME's sólidas e competitivas tornam-se em grandes empresas sólidas e competitivas, com efeitos ainda maiores sobre a competitividade.

- **Terceira: As PME's diversificam a actividade económica e estimulam a inovação e a criatividade.** As PME's diversificam a actividade económica oferecendo produtos e serviços que ainda não foram introduzidos, ou totalmente satisfeitos, no mercado.
- **Quarta: As PME's mobilizam recursos sociais e económicos.** As PME's são os agentes sociais que mobilizam recursos sociais e económicos nacionais que ainda não tenham sido explorados. Daí o papel chave desempenhado pelas PME's no desenvolvimento socioeconómico dos países.

Assim, torna-se imperativo, promover todo um conjunto de acções que visem desenvolver um sector produtivo e competitivo de PME's, capaz de gerar postos de trabalho e bens e serviços diversificados, contribuindo, em última instância, para a redução do nível de pobreza.

2.2 Definição da Pequena e Média Empresa

2.2.1 Conceito de Pequena e Média empresa

A definição de PME varia de acordo com a metodologia adoptada por cada país. Países com economias desenvolvidas como os Estados Unidos identificam-nas como tendo até 500 funcionários. Em países em desenvolvimento, por sua vez, onde o tamanho do mercado e os indicadores relativos ao tamanho das empresas são menores, o corte acontece entre os 100 e os 250 funcionários. Muitas vezes, recorre-se a

cenários em que se podem usar critérios adicionais como receita bruta anual, o capital realizado, a forma de propriedade, grau de informalidade, poder de mercado e nível de sofisticação tecnológica, que nem sempre está correlacionado com o tamanho da empresa.

Os órgãos nacionais de apoio às PME's como é o caso da *Small Business Administration* (SBA) nos Estados Unidos, classifica as organizações utilizando critérios mais detalhados, de acordo com a actividade económica, levando em consideração o grau de competição da indústria, além de considerar as barreiras à entrada.

2.2.2 A Micro, Pequena e Média Empresa em Angola

O disposto na Lei n.º 30/11, de 13 de Setembro, Lei das Micro, Pequenas e Médias Empresas, define a Micro, Pequena e Média Empresa (MPME) de acordo com dois critérios não mutuamente exclusivos: o critério do número de trabalhadores empregues e o critério do volume de negócio anual.

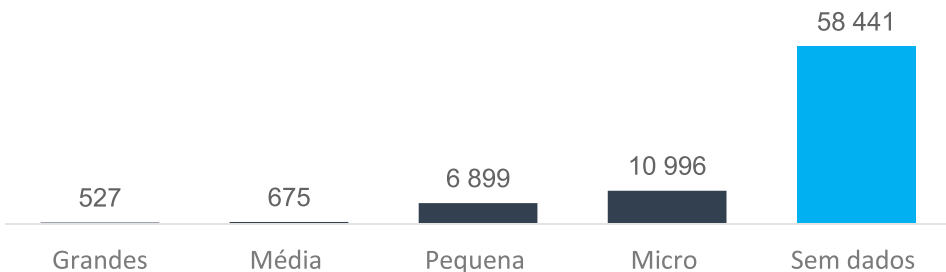
De acordo com o primeiro critério, é considerada uma Micro-empresa, aquela cujo número de trabalhadores é menor que 10, uma pequena empresa, aquela cujo número de trabalhadores está entre em 10 e 100 e por último, uma média empresa, aquela cujo número de trabalhadores está no intervalo entre 100 e 200. A figura n.º 1 exhibe e agrega os dois critérios:

Figura 1 - Classificação de Micro, Pequena e Média Empresa

Artigo 5º (Lei das MPME)	Nº de Trabalhadores	Volume de negócios
Micro Empresas	Empregam até 10 trabalhadores.	Facturação bruta anual (equivalente em KZ) até USD 250.000.
Pequena Empresa	Empregam mais de 10 e até 100 trabalhadores.	Facturação bruta anual (equivalente KZ), superior USD 250.000 e até USD 3 milhões
Média Empresa	Empregam mais de 100 e até 200 trabalhadores.	Facturação bruta anual (equivalente KZ) superior a USD 3 milhões e até 10 milhões

Embora se note a falta de estatísticas sobre as MPME's em Angola, um levantamento feito pelo Ministério da Economia sobre este tipo de empresas em 2014, mostra que existe no país cerca de 17 mil empresas que podem ser consideradas MPME's e este número contrasta com as cerca 58 mil empresas relativamente as quais não se tem informação alguma. Todavia, poucos dados se tem sobre os sectores de actividade onde actuam ou ainda o modo como se financiam.

Gráfico 1 - Distribuição de Empresas Activas* por Dimensão (2013)



Fonte: Ministério da Economia (2014).

2.2.2.1 O Financiamento das Micro, Pequenas e Médias Empresas em Angola

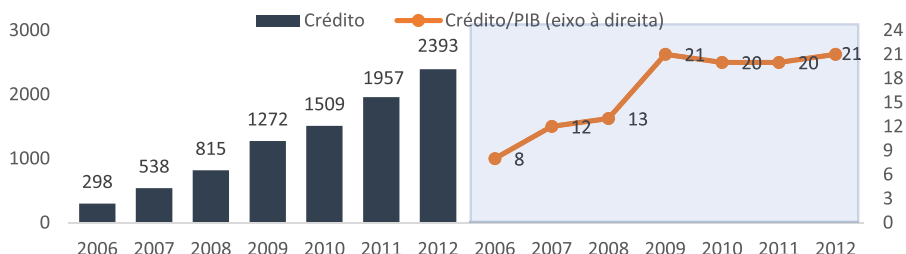
A problemática do financiamento vivida pelas PME's a nível mundial é enfrentada também pelas PME's em Angola. As MPME's têm, segundo o Ministério da Economia (2012), uma importância reduzida no tecido empresarial angolano ao contribuírem apenas com 5% do imposto industrial.

Um estudo realizado pelo Banco Mundial em 2012, sobre a economia angolana, mostra que existe uma percepção de que os constrangimentos de crédito são particularmente incontornáveis para as pequenas empresas devido à percentagem mínima de PME's com acesso aos serviços financeiros mais básicos. O mesmo estudo avança que apenas 4,2% das PME's angolanas têm um empréstimo ou linha de crédito. Valores semelhantes são observados nas economias da Guiné-Bissau e da República Democrática do Congo. O acesso ao crédito a descoberto é ainda mais restrito, situando-se em 1,7%, percentual comparável ao verificado na Guiné-Bissau e na Libéria.

O modelo de empreendedorismo angolano, além de ser ainda muito informal, está fortemente assente em actividades de importação com baixa incorporação nacional. Adicionalmente, a taxa de sucesso da iniciativa empreendedora em Angola é de apenas 3,3%, segundo o Ministério da Economia (2012), ao final do primeiro ano.

Um estudo realizado pela *The Boston Consulting Group* (BCG), promovido pelo Banco Nacional de Angola, revela os principais entraves que as empresas angolanas enfrentam na obtenção do financiamento bancário, que de resto é a fonte de financiamento mais perseguida devido a quase inexistência de fontes alternativas, dentre os quais o baixo nível de educação financeira da população. O estudo revela que o crédito à economia cresceu bastante no período de 2006 a 2009 e que a partir daquela última data tem vindo a crescer a taxas mais lentas, entre as várias razões encontram-se a baixa taxa de bancarização da economia.

Gráfico 2 – Evolução do Crédito à Economia entre 2006 - 2012

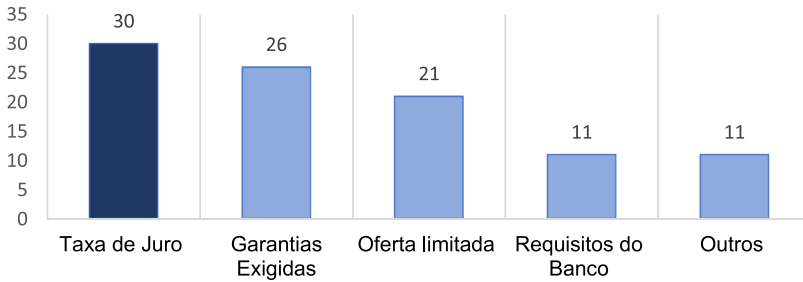


Fonte: Banco Nacional de Angola.

Se por um lado, os desafios na concessão de crédito à actividade económica em Angola passam por razões identificadas do lado da procura, nomeadamente, o acesso limitado ao sistema bancário e o baixo nível de educação financeira da população, que demonstram ser as razões fundamentais da não utilização de produtos de crédito, por outro lado, a capacidade e motivação dos bancos para concederem crédito, a falta de adequação à procura e as limitações na informação disponível, que melhor fundamentem as decisões de concessão com uma correcta avaliação do risco, são os aspectos identificados como sendo mais críticos, do lado da oferta.

O estudo identifica que as PME's referem como principal bloqueio à procura de crédito, o nível de taxa de juro. Todavia, da análise comparativa com outros países, verifica-se que em Angola estas taxas estão abaixo da média (14% face a 20%). Contudo, foram criados programas de financiamento, que se encontram em fase de implementação, com o objectivo de melhorar as condições de crédito para sectores prioritários. O programa **Angola Investe**, que inclui uma linha de crédito bonificada e um fundo de garantia público, lançado em 2012, bem como a linha de crédito à agricultura incluída no **Programa de Fortalecimento dos Pequenos e Médios Produtores Agropecuários**, lançado em 2011, são os exemplos mais sonantes.

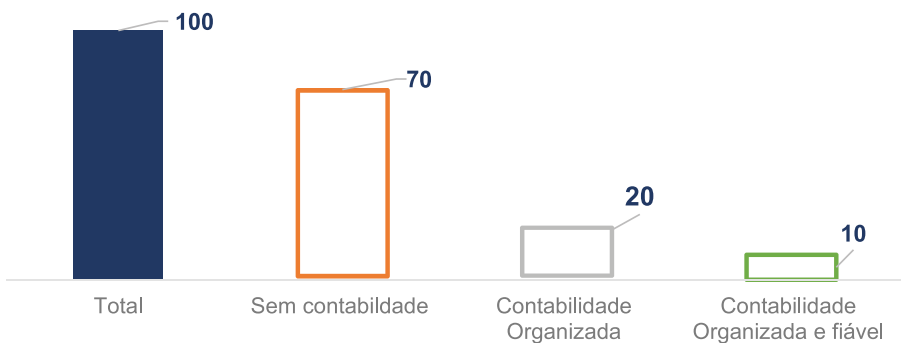
Gráfico 3 – Principais restrições à procura de crédito pelas PME's (em percentagem)



Fonte: BNA (2013).

Por outro lado, as instituições financeiras bancárias alegam falta de condições técnicas necessárias por parte das empresas para elaborar para elaborar estudos de viabilidade dos negócios, bem como, muitas delas não têm contabilidade organizada, de modo que é difícil avaliar a saúde financeira das mesmas. Como se pode ver no gráfico abaixo, das empresas que solicitam financiamento apenas 10% estão em condições de serem financiadas.

Gráfico 4 – Análise de Pedidos de Crédito



Fonte: BNA (2013).

Pese embora um conjunto de iniciativas terem sido levadas a cabo pelos formuladores de política económica em Angola, no intuito de animar o mercado de crédito, fontes alternativas de financiamento às PME's devem ser consideradas. Este desiderato ganha expressão quando se olha para a taxa de juro como principal motivo apontado pelas PME's sobre os entraves ao financiamento bancário. Iniciativas como a dinamização do mercado de capitais especializado para empresas de pequena dimensão poderão reflectir-se num ajustamento das taxas de juro praticadas pelo sector bancário.

A este respeito, foi lançado um fundo de capital de risco, que procura responder às necessidades de financiamento das PME's denominado Fundo Activo de Capital de Risco Angolano (FACRA), que além de oferecer financiamento de longo prazo, permite que as MPME's e os empreendedores concretizem todo o seu potencial de negócios.

O objectivo do FACRA é o de incentivar e dinamizar o lançamento e a expansão de novos negócios, impulsionar o empreendedorismo, apoiar o desenvolvimento de aptidões de negócios e promover a inovação e a eficiência das pequenas e médias empresas de Angola. O FACRA procura também construir competências e capacidades tecnológicas e inovadoras a nível dos investidores nacionais.

Ao nível das políticas de incentivos, a lei angolana para as pequenas e médias empresas prevê toda uma estrutura de incentivos, que passa pela questão do financiamento bem como pela atribuição, em determinadas circunstâncias, de um benefício fiscal.

2.3 A Problemática do Financiamento das PME's

Entre os factores frequentemente apontados como limitadores do crescimento das empresas de pequena dimensão, a dificuldade de acesso ao financiamento tem tido particular relevância. Por definição, as PME's possuem poucos fundos e são capazes de prover poucas garantias num contrato de financiamento. Associa-se a isto o facto de as

PME's terem, na grande maioria dos casos, um curto histórico, o que dificulta o conhecimento do real potencial delas, por parte dos potenciais financiadores, ocorrendo por isso, com frequência, fenómenos de selecção adversa¹⁸.

O risco de exposição a uma situação de *moral hazard*¹⁹, dada a facilidade de fungibilidade entre o património do indivíduo e o da empresa, leva a que as instituições vocacionadas para o efeito, demonstrem alguma resistência em conceder empréstimos às PME's.

Como consequência, é frequente assistir-se a situações de PME's com excelentes perspectivas comerciais (com alto potencial de crescimento), mas com poucas garantias a prestar, não conseguirem acesso a financiamento; em contraste com empresas de grande dimensão, mas com ideias pouco inovadoras, que com relativa facilidade conseguem financiar os seus projectos bem como as suas tesorarias. De modo que, é de todo importante pensar-se em mecanismos de fomento ao acesso efectivo a diferentes soluções de financiamento por parte das PME's.

Sjörger e Jungerhem (1996), apontam três factores determinantes para a existência de um universo saudável para PME's na economia: i) atitude dos poderes públicos na regulação dos mercados, ii) a orientação das políticas regionais e iii) o acesso às fontes públicas e/ou privadas de financiamento.

Segundo Pereira (2010), a dificuldade das empresas mais pequenas em obterem financiamento de longo prazo conduziu ao recurso conti-

¹⁸ A selecção adversa é uma das consequências da existência de assimetria de informação. Como as distribuições de probabilidade das taxas de retorno esperadas dos projectos que concorrem no mercado para a obtenção de fundos são diferentes, os financiadores defrontam um problema de escolha (*selection problem*) se tiverem preferência por investir em projectos com uma dada distribuição de probabilidade de retorno. Como *ex ante* os financiadores não dispõem dessa informação, ficam confrontados com um *lemons problem*, ou seja, de poderem escolher um investimento com características de risco e de retorno não concordantes com as suas preferências.

¹⁹ Os fenómenos de *moral hazard* consubstanciam-se, essencialmente, no envolvimento da parte superiormente informada num contrato, em acções de redistribuição do risco de que resultam consequências potencialmente adversas para a riqueza da contraparte.

nuado de soluções de curto prazo e à necessidade de desenvolvimento de produtos financeiros complementares e alternativos.

Pettit e Singer (1985), enumeram três características das empresas de menor dimensão que marcam o processo de acesso a novo financiamento: i) a atitude do empreendedor face à propriedade e à gestão, ii) a flexibilidade das operações e iii) as diferenças informacionais entre insiders e outsiders.

Um tema bastante abordado no âmbito da problemática sobre o financiamento das PME's é o da avaliação destas empresas. As características específicas de uma PME têm implicações profundas no seu processo de avaliação. As Demonstrações Económico-Financeiras, a interpretação de indicadores e a própria aplicação dos métodos de avaliação mais comuns, são actividades que têm de ser adaptadas a um contexto caracterizado por uma forte interdependência entre a “esfera pessoal” do empresário, a “esfera empresarial” e por uma grande liberdade de “construção” da contabilidade, beneficiando da informalidade dos relacionamentos e da inexistência de auditores externos.

Em termos gerais, a aferição do valor de uma empresa pode ser efectuada recorrendo a diferentes métodos, uns mais aplicáveis do que outros, em função das circunstâncias. Porém, no contexto específico das Pequenas e Médias Empresas, todas elas deparam-se com dificuldades, nalguns casos mesmo inultrapassáveis. Assim:

Quadro 1 – Limitações dos Métodos Tradicionais na Avaliação das PME's

Método de Avaliação	Limitação
Método Patrimonial	Colide com a eventual inexistência de património concreto, dado que, em muitos casos, é comum a essência deste tipo de organizações assentar em activos intangíveis, como, por exemplo, as características pessoais do proprietário-gestor.
Avaliação Comparativa (múltiplos)	Com recurso a “múltiplos de mercado” não é possível, seja pelas “características exclusivas” da empresa, seja pelas diferenças induzidas pelo próprio factor dimensão.
Avaliação dos Activos Intangíveis	Falta de fiabilidade das peças contabilísticas produzidas.
Actualização dos dividendos futuros	Não são aplicáveis às PME's, dado que na generalidade dos casos, não distribuem os resultados, tendo em vista o autofinanciamento das suas actividades.

Adaptado de Jesus, J. R.; L. Rocha e R.C. Viana (2001).

A reduzida dimensão, o protagonismo do proprietário na gestão da empresa, a dependência da empresa face ao “capital humano”, a fraca diversificação dos segmentos de actuação, a dependência a um número restrito de clientes/fornecedores e a concorrência internacional, são frequentemente apontados como factores de risco aos negócios das PME's.

A teoria do *pecking order* afirma que a assimetria de informação leva a utilização prioritária dos fundos próprios da empresa ou do empreendedor. Berger e Udell (1998), afirmam que a estrutura de capital baseada na informação apresenta três dimensões de opacidade: os custos de verificação, a selecção adversa e o risco moral. Os custos de verificação e os problemas da selecção adversa tendem a favorecer o recurso à dívida contraída junto de fontes externas, enquanto o risco moral fomenta o recurso a novos investidores.

Diferenças na intensidade relativa destes problemas informacionais podem ajudar a explicar porquê que algumas empresas de menor dimensão obtêm capital externo junto dos business angels²⁰ e investidores de capital de risco, que as acompanham de perto, ao passo que outras empresas, informacionalmente mais transparentes, recorrem mais a financiamento externo junto de instituições financeiras e credores comerciais que não as monitorizam e que fundamentam as suas decisões em peças informacionais patronizadas, nas quais depositam a sua confiança. Numa situação extrema, a opacidade informacional pode ser de tal ordem que inviabiliza a obtenção de qualquer tipo de financiamento externo.

Berger e Udell (1998), apontam que as empresas de menor dimensão não tornam públicos os contratos com os seus trabalhadores, fornecedores ou clientes. Acrescem que, uma vez que estas empresas não emitem títulos negociáveis no mercado, não estão sujeitas à obrigatoriedade de publicação dos Relatórios e Contas, nem à realização de auditorias externas. Deste modo, estas empresas têm dificuldade em construir uma reputação que assinala um comportamento de grande qualidade.

A participação nos capitais próprios pode ser privada ou pública. Por participação pública, entende-se a cotação de títulos representativos do capital da empresa no mercado de capitais, ao passo que, por participação privada, entende-se aquela que resulta da participação de investidores privados no capital da empresa, sejam eles institucionais ou particulares. São considerados investidores institucionais as sociedades de capital de risco, os fundos de pensões, as seguradoras e os *hedge funds*. Com frequência, os investidores particulares são intitulados de *business angels*.

²⁰ O termo *Business Angel* é sinónimo de investidor individual que aposta em negócios emergentes e de algum risco, tendo para partilhar não só dinheiro, mas também *know-how* e experiência financeira.

Segundo Berger e Udell (1998), o crédito comercial²¹ é uma das formas de financiamento mais utilizadas por este tipo de empresas, dados os reduzidos custos de transacção associados à liquidez e à facilidade na gestão de tesouraria que proporciona. O crédito comercial pode também servir como uma almofada durante as crises de crédito, as contrações de política monetária ou quaisquer outros choques que fragilizem as instituições monetárias.

Apenas quando a empresa passa a ter no seu balanço um montante razoável de activos tangíveis, passíveis de serem colaterizáveis e de fundos acumulados, o crédito bancário passa a ser uma alternativa de financiamento.

2.3.1 Financiamento Bancário

O recurso ao crédito bancário é uma necessidade frequente no dia-a-dia das empresas e a sua atribuição baseia-se na análise da solvabilidade do requerente e na existência e qualidade das garantias patrimoniais. Quanto melhor a situação financeira da empresa, mais o recurso ao crédito fica facilitado e, para as empresas já beneficiadas de crédito, caso existam indícios de problemas, as instituições bancárias credoras procurarão negociar a dívida, impondo mais garantias ou precipitando o reembolso para salvaguardarem a sua posição.

A forma de financiamento externo mais utilizada pela generalidade das PME's continua a ser o recurso ao crédito bancário.

A literatura procura evidenciar que os custos de financiamento pela via bancária são mais elevados para as PME's. Devido aos custos de agência e a flexibilidade operacional, o risco associado é difícil de estimar de modo que o custo de financiamento ajusta-se em função do nível de risco percebido pelo credor.

²¹ O crédito comercial é uma modalidade de financiamento resultante de acordo entre um agente e seu fornecedor de mercadoria (produto).

Por outro lado, ao processo de negociação e concessão do crédito estão associados custos fixos que são imputados (directa ou indirectamente) ao cliente, pelo que, quanto mais pequeno for o montante de crédito concedido maior será o custo relativo do crédito.

É comum a adopção de mecanismos de monitorização e controlo, dos quais se destacam a exigência de garantias (pessoais ou reais, da empresa ou exteriores à empresa), linhas de crédito, cláusulas de renegociação, ajuste na maturidade ou um relacionamento com o cliente baseado numa pluralidade de produtos e serviços. Estas panóplias de mecanismos existem para limitar a assimetria de informação que as instituições financeiras possam enfrentar.

2.3.2 Financiamento via Mercado de Capitais

O mercado de capitais é bastante exigente em matéria de requisitos de admissão à negociação, traduzidos na dimensão exigida aos emitentes (quer na quantidade, quer no valor a admitir à cotação), na apresentação de prospectos, na certificação e publicação regular das contas, na obrigação de apresentação de informação contabilística detalhada, etc.

O sucesso da admissão de uma empresa no mercado de capitais está dependente da atractividade que a mesma revela para os investidores. Neste sentido, o acesso ao mercado bolsista tem, de alguma maneira, uma função de *marketing* para as empresas. O aumento da visibilidade das empresas não cotadas nos *media* (sejam jornais ou mesmo revistas) surge como sendo uma forma de promoção do seu nome, marca e negócio.

Segundo *Cummings* (2007), a simplificação dos requisitos de reporte e a diminuição das taxas de impostos são mecanismos facilitadores para a colocação do capital em bolsa. Nesta ordem de ideias, Rio (2007), avança três factores importantes para a dinamização do recurso aos mercados de capitais por parte das PME's:

- i) Sensibilização da classe empresarial para as vantagens desta forma de financiamento;
- ii) Estímulo ao investimento; e,
- iii) Redução das exigências regulatórias, simplificação e promoção dos procedimentos associados.

A decisão sobre que valores mobiliários emitir depende de muitos factores, de entre os quais, a visão estratégica ligada à gestão da empresa, o custo do capital e o momento da emissão. Relativamente às acções (ou instrumentos equivalentes) a sua colocação em mercado implica a perda ou a partilha do controlo. As obrigações representam dívida e, no caso do cupão da obrigação ser variável, pode tornar-se uma opção arriscada devido à possibilidade de subida da taxa de juro. Porém, de forma análoga, se o cupão for fixo, existe sempre o risco da taxa de juro no mercado reduzir. Todavia, a opção pode passar pela emissão de instrumentos financeiros híbridos que combinem características de uma emissão de dívida com características de uma emissão de capital próprio.

Uma alternativa de financiamento existente nos mercados desenvolvidos é o capital de risco. O financiamento por via de sociedades de capital de risco²² está, por norma, associado às participações dos investidores de risco ou dos *business angels*. De acordo *Gompers e Lerner* (2001), o ciclo do capital de risco tem as etapas que abaixo se seguem:

- i) Participação de vários investidores na constituição de um fundo de capital de risco (intermediário);
- ii) A realização do investimento; e
- iii) Monitoramento e valorização da empresa.

²² Do inglês *private equity*.

Quando a taxa marginal de retorno da empresa que foi alvo de investimento torna-se baixa, o fundo de capital de risco termina a sua participação e devolve o capital aos seus investidores que potencialmente irão realimentar o fundo para novos investimentos. O algoritmo supracitado, emprega-se às aplicações dos *business angels*.

A modalidade capital de risco pode, de um modo genérico, apresentar vantagens enquanto mecanismo de financiamento, mormente no que diz respeito a *custos de reporte reduzidos, contratos ajustados às necessidades das partes e mitigação dos custos de agência*, sem que a informação confidencial tenha que ser tornada pública.

Esta forma de financiamento difere de outras modalidades pelo facto de não ser intermediada, ou seja, os investidores aplicam os seus fundos directamente, individualmente ou em rede, nas empresas de menor dimensão, em troca de um título de participação no capital. O mercado para este tipo de investidores tende a ser doméstico, o que de alguma forma diminui a escassez informacional.

3. Políticas de Promoção das PME's no Mercado Capitais

O presente capítulo se propõe contribuir para a configuração do debate sobre as alternativas de financiamento das PME's, em especial as PME's de elevado potencial de crescimento, através do mercado de valores mobiliários. A análise desenvolvida apoia-se em diversas experiências internacionais, nomeadamente, da Europeia - Inglesa/Italiana, Sul-africana e a Brasileira, sendo a temática da organização e funcionamento de mecanismos alternativos o grande foco deste estudo.

A fim de promover a existência de uma abrangente base de investidores, que cubram sistematicamente todos os segmentos da estrutura de financiamento da economia e, com isto, assegurar um desenvolvimento profundo dos seus mercados financeiros domésticos; é bastante comum os países com mercados regulamentados adoptarem estratégias políticas que visem promover uma coexistência saudável entre grandes

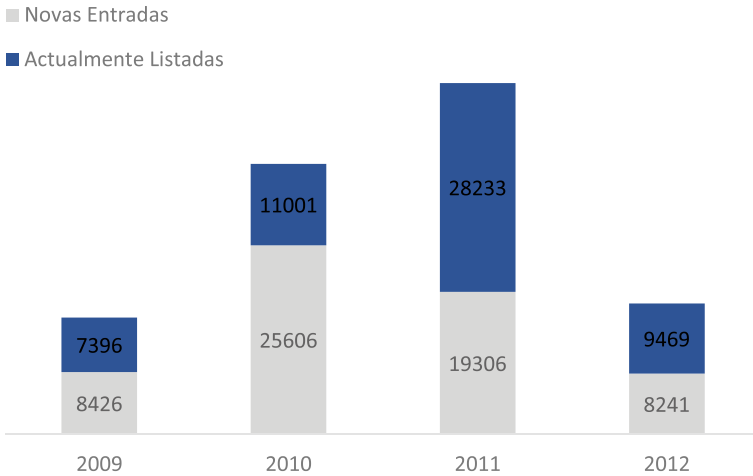
empresas e empresas com potencial de crescimento, onde geralmente se enquadram PME's.

É importante destacar a abordagem para o mercado decorrente dos diferentes tipos de estratégias adoptadas. Num primeiro instante, há a aceitação da existência de um mercado de investidores abrangente e heterogéneo e cuja definição operacional precisa fundamenta-se no perfilamento e homogeneização dos mesmos a fim de atenderem às necessidades potenciais e latentes do mercado. Num segundo instante, verifica-se a adopção de estratégias de segmentação do mercado, que se fundamentam, por um lado, pela ideia de que as PME's não são economicamente grandes o suficiente para competir com as grandes empresas em termos de captação de fundos no mercado, e por outro, pelo facto de que as PME's têm desempenhado um papel cada vez mais importante ao nível do crescimento económico, tanto nos países desenvolvidos como nos países em desenvolvimento, devendo, por esta razão, a actividade das mesmas ser promovida. Um mecanismo importante para o fazer é através da criação de janelas de oportunidade no mercado financeiro, pela via das quais, as mesmas possam financiar o desenvolvimento dos seus investimentos e operações.

Este racional levou a um crescimento considerável dos chamados mercados bolsistas alternativos (ver gráfico III), que são janelas de oportunidade no mercado financeiro, reservadas ao financiamento de pequenas e médias empresas sob critérios competitivos de transparência e que promovam desenvolvimento orgânico, bem como as capacidades técnicas das PME's.

Um importante parâmetro deste mecanismo de financiamento vis-à-vis ao reservado para as grandes empresas ou o tradicional (que muitas das vezes exclui as PME's) é a redução/remoção de certas exigências de participação feitas no denominado mercado principal (ou *main market* para grandes empresas) a fim de assegurar um acesso facilitado às PME's.

Gráfico 5 - Financiamento de PME's por Via de Mercados Alternativos (em milhões de USD)



Fonte: World Federation of Exchange

A IOSCO²³, em Maio de 2015, publicou um estudo sobre o financiamento das PME's via mercado de capitais e mostra uma evolução das empresas que entraram no mercado por via dos mercados alternativos, e que após algum tempo de maturidade e crescimento acabaram por se financiar por via do mercado principal.

²³ Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários.

Quadro 2 - Número de PME's que Passaram do Mercado Alternativo para o Principal

2007-2012			
0 PME	1-5 PME's	6-10 PME's	Mais de 10 PME's
Argentina, Brasil, Colômbia, Dubai, Egípcio, Grécia, Islândia, Índia, Itália, Lituânia, Malawi, Maldivas, Paquistão, Panamá, Peru, Portugal, Espanha,	Ilhas Maurícias, Tailândia, Nova Zelândia	Dinamarca	Canadá (Ontário) (167), China, Alemanha (13), Hong Kong (50), Coreia (13), (138), Malásia (21), Polónia (14), África do Sul, Reino Unido (40),
2009 - 2014 (até 30 de Junho)			
República da Macedónia, Palestina, Turquia, Índia, Finlândia	Tunísia, Itália	Ilhas Maurícias, China, Coreia	China (279), Malásia (14)

Fonte: IOSCO (2015).

O mesmo estudo aponta, os principais impedimentos no financiamento da PME's via mercado de capitais, tal como se vê no Quadro III.

Quadro 3 - Impedimentos Apresentado pela PME's no Financiamento Via Mercado de Capitais

	Porcentagem
Estrutura de Empresas Familiares e medo de perderem o controlo da empresa	20
O custo de cumprirmos com a exigência regulatórias durante a fase do IPO ²⁴	20
Pouco conhecimento sobre o mercado de capitais	15
Falta de pessoal qualificado	10
Preço de emissão, ou seja, o desconto aplicado pelo mercado sobre o preço da acção não seria justo	10
Equívoco de que a empresa é muito pequena e os mercados de acções são para grandes empresas	10
Falta de liquidez no mercado secundário	10
A falta de investidores e as incertezas existentes em torno do sucesso da oferta depois de pagar os custos iniciais do IPO	5

Fonte: IOSCO (2015).

Adicionalmente, o estudo aponta que entre as principais despesas que as empresas têm no lançamento de IPO são custos com auditoria e contabilidade, taxas legais, taxas de subscrição, taxas dos reguladores e supervisores, comunicação, marketing e honorários de relações com Investidores, impressão, taxas de serviços de relações públicas e taxas de agência de transferência. A secção faz uma descrição de algumas realidades a fim de poder tirar algumas ilações sobre estes custos.

Conforme se explica a seguir, pelo mérito de seus resultados, as experiências Europeia - Inglesa/Italiana, Sul-africana e a Brasileira podem prover importantes lições para a definição e adopção de uma estratégia para o desenvolvimento de um mercado financeiro alternativo, que cubra as necessidades de investidores latentes em Angola.

²⁴ IPO (do inglês *Initial Public Offering*) é um tipo de oferta pública em que as acções de uma empresa são disponibilizadas para venda ao público em mercado regulamentado pela primeira vez.

3.1 Mercado Alternext

O mercado alternativo, o Alternext, foi criado pela NYSE Euronext²⁵ para dar resposta às necessidades das PME's que procuram um acesso facilitado ao mercado de acções.

Este sistema de negociação caracteriza-se por ter procedimentos de admissão adaptados, por fazer recair grande parte da sua credibilidade na figura dos promotores que apoiam as empresas no processo de integração ao mercado e na sua manutenção em bolsa e onde é possível negociar títulos de dívida ou títulos representativos do capital próprio, num sistema multilateral com estrutura de negociação bilateral.

À luz do modelo de funcionamento deste mercado, os promotores desempenham um papel essencial quer para os emitentes quer para os investidores. Qualquer empresa que presta serviços de assessoria financeira ou de auditoria, após certificação pela Euronext, pode desempenhar o papel de promotor. Antes da PME se admitir ao mercado, cabe ao promotor preparar todo o processo de admissão e garantir que as informações constantes no prospecto de apresentação replicam fielmente a situação da empresa e estão de acordo com o disposto nas regras do mercado.

Durante a presença no mercado, compete ao promotor assegurar que as empresas cotadas cumprem os requisitos informacionais a que estão obrigadas e o não cumprimento de alguma das suas obrigações colocará o seu activo reputacional em causa. Abaixo segue o quadro comparativo entre os mercados Euronext e o Alternext,

²⁵ NYSE Euronext é fruto da parceria entre o Grupo NYSE e a Euronext, que congrega as bolsas de Amesterdão, Bruxelas, Lisboa e Paris e o mercado londrino de derivados.

Quadro 4 – Requisitos de Admissão na Euronext e no Alternext

	Euronext	Alternext
Características	Mercado Regulamentado Orientado para <i>Blue Chips</i> , <i>Mid Caps</i> e <i>Small Caps</i> ²⁶	Mercado Auto-regulado Orientado para Mid Caps e Small Caps
Requisitos de Admissão	Mínimo de 25% de <i>Free Float</i> Historial de 3 anos (mínimo) Informação com base nas IFRS, US GAAP ou reconheci- mento dos <i>Accounting stan- dards</i>	Colocação Pública: <i>Free Float</i> de EUR 2,5 Milhões (mínimo) Colocação Privada: EUR 5 Milhões + 5 investidores Historial de 2 anos (mínimo) Informação Financeira em modelo POC
Requisitos de Reporte	Informação Financeira (anual, semestral e trimestral) Governança Corporativa; Eventos Corporativos Infor- mação Privilegiada; Participa- ções Qualificadas	Informação Financeira (anual e semestral) Eventos Corporativos; Informação Privilegiada; Participações Qualifica- das

Fonte: Adaptado de Pereira (2008).

As PME's podem ver-se admitidas à cotação no Alternext, por duas vias, a saber:

- Através de oferta pública inicial de acções (participações detidas ou acções a emitir para aumentos de capital) e admissão à negociação subsequente;
- Por colocação privada, na qual a empresa terá que realizar um aumento de capital de pelo menos EUR 5 milhões, a colocar em pelo menos 5 investidores diferentes;

²⁶ *Blue Chips* são empresas com capitalização bolsista superior a USD 5.000 milhões. *Mid Caps* empresas com capitalização bolsista entre USD 1.000 a USD 5.000 milhões e *Small Caps* empresas cuja capitalização bolsista é inferior a USD 1.000 milhões.

O equilíbrio entre o atenuar das condições de acesso para as empresas emitentes e a garantia de segurança nas aplicações para os investidores determina o sucesso deste mercado. Em linha com este propósito e em função das expectativas dos investidores em termos de transparência, as empresas cotadas estão obrigadas a comunicar ao mercado qualquer informação que possa afectar o preço dos títulos, peças contabilísticas semestrais (sem obrigatoriedade de serem auditadas), mapas contabilísticos anuais auditados (consolidados, se aplicável) e participações sociais que ultrapassem as barreiras dos 50%. Por seu turno, a entidade reguladora do mercado impõe mecanismos de controlo a eventuais práticas de abuso de mercado, de protecção dos interesses dos accionistas minoritários e um mecanismo de compensação para garantir a segurança dos investidores.

O Alternext é um mercado com dimensão europeia uma vez que a plataforma de negociação é única, ou seja, o “ponto de entrada” ou admissão das acções ocorre pelas várias praças (Bruxelas, Amesterdão, Paris ou Lisboa), mas as negociações ocorrem no mesmo sistema tecnológico e com os mesmos parâmetros. O mecanismo de negociação prevê a possibilidade de recorrer a uma de três opções: mecanismo multilateral com centralização das negociações, combinação bilateral com uma contraparte determinada ou combinação bilateral com um *market maker*.

3.2 O Mercado AIM

O mercado de capitais da Inglaterra encontra-se dividido em dois grandes grupos, o Mercado Principal²⁷ e o Mercado Alternativo²⁸. O mercado principal por sua vez está dividido em dois segmentos, o *Premium* e o *Standard*.

Para se poder listar no segmento Premium, a empresa deve encontrar um promotor (sponsor) para prestar declarações à *Financial Conduct Authority* (FCA), autoridade de supervisão comportamental do mercado financeiro na Inglaterra, como parte do processo de *Initial Public Offer* (IPO). Relatórios de auditoria também são exigidos.

O *Alternative Investment Market* (AIM) é o mercado da London Stock Exchange (LSE) para empresas pequenas e para empresas em crescimento. O mercado tem um ambiente regulatório simplificado que foi especificamente desenhado para as necessidades daquelas empresas.

O AIM é um mercado de bolsa regulamentado pela LSE, ou seja, as empresas que nele desejem participar devem cumprir com as regras estabelecidas pela LSE. Por outro lado, às mesmas é lhes exigido que tenham um *Nominated Advisor* (NOMAD), para guiá-las durante o processo de admissão à bolsa.

²⁷ Mercado Principal, do inglês *Main Market*.

²⁸ Mercado Alternativo, do inglês *Alternative Market*.

Quadro 5 - Requisitos de Admissão na LSE e no AIM

	<i>London Stock Exchange - Main Market</i>	<i>Alternative Investment Market - AIM</i>
Características	Mercado Regulamentado	Mercado Auto-regulado
	Orientado para <i>Blue Chips</i> , Mid Caps e Small Caps	Orientado para Mid Caps e Small Caps
Requisitos de Admissão	Mínimo de 25% de <i>Free Float</i>	Sem valor mínimo para <i>Free Float</i>
	Capitalização mínima de £ 700.000.	Sem exigência de capitalização mínima.
	Historial de 3 anos (mínimo)	Sem exigência de histórico
	Informação com base nas IFRS, US GAAP ou reconhecimento dos <i>Accounting Standards</i>	Informação com base IFRS e GAAP
Requisitos de negociação	A aprovação prévia dos accionistas para aquisições e alienações substanciais (somente no segmento Premium)	Sem necessidade de aprovação prévia dos accionistas para a maioria das transacções (A menos que a transacção seja um <i>reverse takeover</i> ou eliminação, resultando em uma mudança significativa de negócios)
Requisitos de Reporte	Exigência dos <i>Sponsors</i> apenas em novas aplicações e transacções significativas	Exigência do NOMAD e do Correcor em todos os momentos
	Informação Financeira (anual, semestral e trimestral)	Informação Financeira (anual e semestral) Eventos Corporativos; Informação Privilegiada;
	Governança Corporativa; Eventos Corporativos Informação Privilegiada; Participações qualificadas	

Fonte: *London Stock Exchange* (2013).)

O papel de NOMAD é fundamental para o modelo regulatório do AIM, uma vez que os mesmos desempenham o papel de *gatekeepers*, consultores e reguladores de empresas que participam do AIM. Ao

aconselhar cada empresa a respeito de que regras devem cumprir fazem com que os custos de regulação e supervisão sejam mais reduzidos²⁹.

Teoricamente, NOMAD's são responsáveis pelos danos causados pelas empresas por eles orientadas e isto pode levar à perda do seu capital reputacional. No entanto, essa grande dependência dos NOMADs tem sido criticada por criar um conflito de interesses, uma vez que os NOMAD's ao receberem honorários das empresas por eles orientadas podem não exercer com zelo a actividade de *gatekeepers* e assim evitar a responsabilidade por má conduta de mercado.

E, mesmo quando os emitentes decidem fazer uma IPO por meio de dispensa de registo de oferta junto do regulador (e a vasta maioria opta por esse caminho), as informações prestadas no documento de listagem são semelhantes às exigidas em um prospecto. Vale ainda dar nota da forte presença dos investidores institucionais no AIM.

3.2.1 Especificidades do AIM

Desde Maio de 1997, que a *London Stock Exchange* decidiu aperfeiçoar os mecanismos de controlo sobre o governo das sociedades cotadas no AIM, nomeadamente no que toca à transparência e prossecução dos princípios de boas práticas internacionalmente aceites (*maxime*, pela OCDE). Destacamos neste âmbito, as seguintes medidas:

- o As empresas têm de divulgar o nome de quem tenha obtido remunerações ou acções no valor mínimo de £10.000 nos 12 meses anteriores à admissão à negociação no AIM;

²⁹ Um NOMAD pode actuar ainda como regulador primário durante o tempo em que a empresa estiver cotada no AIM. Deve ainda manter-se a par dos desenvolvimentos na empresa e garantir que a mesma continue a cumprir as regras do mercado (AIM). Por exemplo, se um novo Administrador é nomeado para o Conselho de Administração de uma empresa, é esperado que o NOMAD se certifique que ele ou ela é uma pessoa adequada para actuar como membro do Conselho de Administração desta empresa.

- o Destaca-se a responsabilidade dos auditores pela certificação prévia que fizerem aquando da instrução do pedido de admissão à negociação no AIM;
- o É obrigatório que os membros independentes do órgão de administração expressem a sua concordância com a operação em causa, pronunciando-se, à luz dos princípios de *fair and reasonable*;
- o É necessário que sejam identificados os *shadow directors*, ou seja, aqueles que, embora não formalmente eleitos/nomeados como dirigentes da sociedade detêm a gestão efectiva da empresa.

Os membros dos órgãos sociais da empresa, bem como, os respectivos trabalhadores, comprometem-se a não alienar os valores mobiliários emitidos pela mesma no período de um ano a contar da admissão à negociação no AIM.

As empresas cotadas no AIM têm de adoptar o *código* aprovado pela LSE que consagra regras relativas à transparência da gestão da sociedade e, em especial, disciplina matérias sensíveis como a prevenção de conflitos de interesses e aquisição de acções da empresa pelos membros dos órgãos sociais e trabalhadores. No contexto da prevenção do *inside trading*, esse Código de Conduta prescreve que os órgãos sociais não podem transaccionar valores mobiliários da sua empresa nos dois meses que antecedem a divulgação da informação financeira anual.

O registo do *Nominated Advisor* é simplificado relativamente ao registo na LSE para efeitos de intermediação financeira na *Official List*³⁰. Após dois anos de negociação no AIM, caso a empresa em causa queira passar a estar cotada na *Official List*, está dispensada de apresentar grande parte da documentação exigida num processo comum de admissão aos mercados da LSE, bastando, em regra, uma actualização da informação relativamente àquela que tenha sido recentemente divulgada no AIM.

³⁰ É a lista onde constam as cotações dos preços dos activos bem como os respectivos intermediários financeiros.

3.2.2 O Programa ELITE

As empresas que pretendam fazer parte do AIM precisam amadurecer e criar um conjunto de competências, que em muito dos casos, mesmo com o NOMAD nas vestes de consultor, não são facilmente atingíveis, sendo requerido, muitas vezes, algum auxílio adicional.

Nesta senda, a Borsa Italiana³¹ criou um programa que designou de ELITE. O programa iniciado em Abril de 2012, surge para orientar as PME's não cotadas a seguirem um caminho de crescimento empresarial que lhes permita no futuro o acesso ao mercado de capitais. O ELITE é dirigido às pequenas e médias empresas que queiram reforçar a sua estrutura administrativa e financeira, trabalhar na possibilidade de acesso aos mercados financeiros e atrair investidores institucionais.

O ELITE orienta a equipa de gestão das empresas sobre a melhor forma de se adaptar e moldar os seus negócios para um maior crescimento a longo prazo e como aumentar a sua visibilidade e atractividade junto de potenciais investidores. O ELITE é uma plataforma desenhada para todos os *stakeholders* que estão a montante e a jusante daquelas empresas que tenham a intenção de crescer economicamente e/ou participar no mercado bolsista. Por estes motivos, o programa conta, para além do Grupo *London Stock Exchange*, com um leque de instituições nacionais e internacionais, sendo que, cada uma delas contribui para uma ou mais dimensões no processo de criação de capacidades e desenvolvimento das empresas envolvidas no programa. A figura 2, mostra algumas das instituições envolvidas.

³¹ Actualmente a Borsa Italiana é parte integrante do *London Stock Exchange Group*.

Figura 2 - Instituições Envolvidas no ELITE



Fonte: Borsa Italiana (2014).

Actualmente, as companhias que se juntam ao ELITE vêm de sectores e de várias partes do território italiano, mas partilham todas a mesma ambição e orientação para o crescimento do seu negócio. O programa foi tão bem-sucedido que foi exportado para a *London Stock Exchange*.

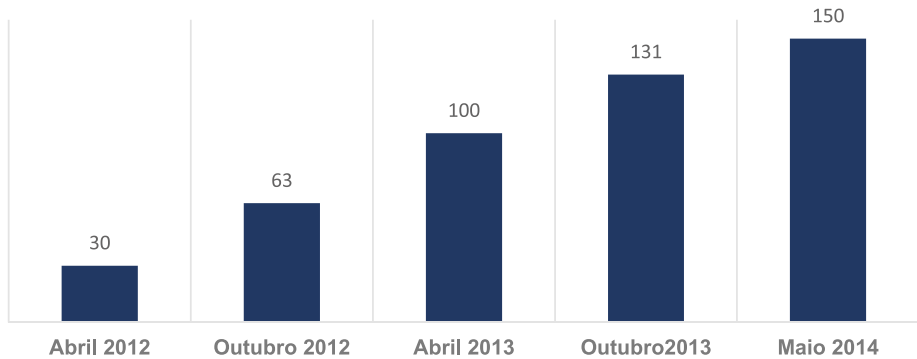
O mesmo está dividido em três fases ligadas, todavia distintas, entre si, tal como se segue:

- o **Get Ready** – A primeira fase do programa ELITE estimula a mudança, utilizando uma abordagem flexível e envolve empresários, gestores de sucesso e especialistas. Esta fase dura 8 dias e é composta por 4 módulos (coordenados pela academia da Borsa Italiana e pela Universidade Bocconi) para que os gestores das empresas atinjam as habilidades operacionais necessárias. Módulos leccionados:
 - Módulo 1: *Caminhos para crescimento e Internacionalização.*
 - Módulo 2: *Organização empresarial e governação corporativa.*

- Módulo 3: *O impacto do crescimento sobre o papel do Director Financeiro e dos sistemas de comunicação.*
- Módulo 4: *Estrutura de capital.*
- **Get Fit** – Nesta fase, todos os conselhos e as orientações aprendidas durante a fase *Get Ready* são colocados em prática. Cabe às empresas a responsabilidade de completar um teste de auto-avaliação para identificar áreas de melhoria. O objectivo principal em se completar o ciclo de treinamento é o de receber o Certificado da ELITE, concedido a empresas de destaque que estão, à luz do Programa, prontas para otimizar seu potencial valor. Durante esta fase, as empresas podem contar com o suporte da equipa da ELITE, um grupo de profissionais sob medida para atender às necessidades de crescimento e desenvolvimento de cada empresa.
- **Get Value** – Desde o primeiro dia de contacto com o Programa, as empresas passam a contar com apoio no domínio de marketing e comunicação. O Certificado ELITE permite o acesso a uma comunidade internacional de investidores, profissionais e empresas, entre as quais, Fundos de Capital de Risco e investidores institucionais, bancos, empresários e gestores de empresas cotadas, bem como à rede de investidores da Borsa Italiana.

É de salientar que após lançamento do programa, o número de empresas que participa do programa ELITE cresceu em 400% no período de compreendido entre 2012 - 2014.

Gráfico 6 - Evolução do Número de Participantes



Fonte: Borsa Italiana.

3.3 Experiência da África-do-Sul

O mercado sul-africano tem uma experiência relativamente diferente que os dois primeiros casos apresentados. Historicamente, a bolsa de valores sul-africana, *Johannesburg Stock Exchange (JSE)*, teve três tipos de categorias de operação, nomeadamente, *Main Board*, *Development Capital Market (DCM)* e o *Venture Capital Market (VCM)*, sendo a primeira categoria destinada às grandes empresas e as duas últimas reservadas às pequenas e médias empresas.

No ano de 2003, a JSE lançou o segmento *Alternative Exchange (AltX)*, criado e financiado pela JSE, com o intuito de melhorar o acesso das PME's ao mercado de bolsa, sendo que, em Junho de 2004, os dois mercados, VCM e DCM, foram encerrados porque tinham uma dimensão excessivamente voltada às empresas de capital de risco, sendo que, as empresas que lá actuavam passaram a estar cotadas no AltX. O quadro n.º IV ilustra as diferenças entre os vários segmentos do mercado sul-africano.

Quadro 6 - Requisitos para Cotação nos Segmentos JSE

Requisitos	Main Board	DCM	VCM	AltX
Presença de consultor	(sim) JSE Sponsor	(sim) JSE Sponsor	(sim) JSE Sponsor	(sim) Designated Advisor (DA)
Número de Acções	25 000 000	1 000 000	2 000 000	2 000 000
Valor do Capital Subscrito (em Rands)	25 000 000,00	1 000 000,00	500 000,00	2 000 000,00
Historial de Lucratividade (contas auditadas)	3 anos	2 anos	Sem exigência	Sem exigência
Free Float	20%	10%	10%	10%
Número de Accionistas	500	75	75	100

Fonte: Johannesburg Stock Exchange.

O AltX teve como modelo inspirador o mercado alternativo de Londres, o AIM, todavia exhibe algumas diferenças comparativamente àquele. Note-se que o JSE actualizou os seus requisitos de listagem em 2003 para poder incorporar as tendências globais, no que tange a níveis mais elevados de governação corporativa, de *compliance*, bem como, de alinhamento aos Princípios de Contabilidade Geralmente Aceites (GAAP). Assim, todas as empresas que procuram a admissão à *Main Board* devem nomear um *Sponsor* registado na JSE como consultor permanente para a empresa em todos os assuntos relacionados com a JSE. Essas questões incluem:

- Divulgação dos resultados financeiros;
- Emissão de avisos;
- Indicação dos Directores que tratam das actividades da empresa;

- Aquisições ou alienações; e
- Todas as questões relativas aos requisitos de listagem e as obrigações contínuas de empresas listadas.

Da mesma forma, todas as empresas que procuram a admissão à AltX devem contratar os serviços de um *Designated Advisor* (DA) que será um consultor permanente para a empresa emitente e por isso, deverá estar presente em todas as reuniões do Conselho de administração da empresa.

O DA pode ter até 20% das acções emitidas pela empresa em questão e deve assegurar que a mesma, esteja em conformidade com os Requisitos estabelecidos para empresas cotadas, tais como, as exigências de divulgação de informação requeridas nos termos da Lei das Sociedades Anónimas, do Código dos Valores Mobiliários, do regulamento sobre fusões e aquisições e do GAAP.

O DA discute os requisitos e as implicações conexas com um candidato antes de admissão à cotação em bolsa ou antes do mesmo realizar uma transacção. A responsabilidade do DA é aconselhar e orientar as empresas sobre a aplicação dos requisitos, garantindo que as obrigações de natureza contínua sejam cumpridas e que toda a documentação apresentada à JSE tenha sido revisada e seja apresentada com correcção e integridade. O DA deve manter uma estreita vigilância sobre a publicação de todas as informações financeiras e os demais actos da sociedade que requerem publicação na imprensa escrita. Deve também apresentar um relatório à JSE que aborde a adequação dos procedimentos de elaboração e reporte dos relatórios financeiros e o modo de preparação de previsões de lucro e de adequação do fundo de maneiio.

3.4 Experiência do Brasil

A experiência brasileira não se diferencia muito das outras experiências anteriormente apresentadas. No ano de 2005 foi lançado o programa BOVESPA MAIS que entre outros objectivos serve de porta de entrada ao mercado de capitais por parte de PME's. Todavia, antes de se descrever o modo de funcionamento deste mercado, dever-se-á ter em conta o conceito de Mercado de Balcão Organizado na perspectiva brasileira.

O Mercado de Balcão Organizado é um espaço administrado por instituições auto-reguladas que proporcionam sistemas informáticos e regras para efeitos de negociação de valores mobiliários e outros instrumentos financeiros. Estas instituições são autorizadas a funcionar pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e por ela são supervisionadas. O Mercado de Balcão Organizado no Brasil é caracterizado por um sistema de negociação de valores mobiliários e outros instrumentos financeiros, electrónico e por terminais, interligando as instituições credenciadas em todo o Brasil e processando ordens de compra, venda e fecho de posições.

3.4.1 Programa BOVESPA MAIS

O BOVESPA MAIS é um programa desenhado particularmente para empresas de menor porte que iniciou em meados de 2006. Trata-se de um segmento de mercado de balcão organizado, regulado pela CVM e gerido pela BOVESPA, no qual apenas poderão ser listadas empresas que possuam registo na CVM, que pretendam ter visibilidade e angariar parcerias no mercado para atingir os seus objectivos de desenvolvimento. O seu propósito é acolher empresas que tenham uma estratégia gradual de acesso ao mercado de capitais, viabilizando a sua exposição a esse mercado e apoiando a sua evolução em termos de transparência, de ampliação da base accionista e de liquidez.

Para as empresas participarem neste segmento de mercado, devem desenvolver competências internas, mormente ao nível da divulgação de informação aos investidores, aderindo às boas práticas de governação corporativa, garantindo assim um crescimento sustentado e que ofereça o máximo de segurança para o investidor.

A listagem no BOVESPA MAIS pode ser feita de diversas formas, nomeadamente:

- o A realização de *IPO* de volumes menores;
- o A venda inicial de acções de forma concertada, junto a um pequeno número de investidores, com a perspectiva de realização posterior de uma colocação pulverizada de acções da empresa; ou
- o O registo nesse segmento de mercado sem a realização de uma oferta no momento inicial, utilizando a marca BOVESPA MAIS para ampliar a exposição e contacto da empresa com o mercado investidor e, desta forma, melhorar as condições para a futura venda de acções.

Os pilares que tornam o BOVESPA MAIS tão conveniente para os investidores e para as empresas que decidam utilizar o mercado de forma gradual são os seguintes:

- o Ambiente de negociação flexível, podendo ser adequado ao padrão de liquidez de cada empresa. A negociação ocorrerá apenas no ambiente electrónico. Dependendo da liquidez das acções ou da presença de *Market Makers*, a negociação poderá ser por meio de leilões periódicos, com horários pré-estabelecidos, ou negociação contínua.
- o Apoio à exposição da empresa no mercado, por meio de um programa patrocinado pela BOVESPA, abrangendo a produção periódica de análises independentes sobre as empresas listadas, o envio permanente a investidores e intermediários financeiros

de informações sobre essas empresas e o apoio na realização de apresentações aos analistas e outros *Stakeholders*.

- o Compromisso das empresas com o seu desenvolvimento no mercado, aderindo a práticas avançadas de governação das sociedades e assumindo uma postura proactiva na busca de investidores. Alinhamento às regras de governo das sociedades, similares às do mercado principal (Novo Mercado) e que propiciem a existência de mais transparência e mais direitos para os accionistas minoritários.

Abaixo segue o quadro comparativo dos segmentos Novo Mercado e o BOVESPA MAIS.

Quadro 7 - Requisitos de Admissão no Novo Mercado e no BOVESPA MAIS

	Novo Mercado	BOVESPA MAIS
Características	Mercado Regulamentado	Mercado Auto-regulado
	Orientado para <i>Blue Chips</i> , <i>Mid Caps</i> e <i>Small Caps</i>	Orientado para <i>Mid Caps</i> e <i>Small Caps</i>
Requisitos de Admissão	25% de <i>Free Float</i>	25% de <i>Free Float</i> até ao sétimo ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez.
	Historial de 3 anos (mínimo);	Sem exigência de histórico;
	Informação com base em IFRS, US GAAP ou reconhecimento dos <i>Accounting standards</i> ;	Reporte com base em IFRS, US GAAP ou reconhecimento dos <i>Accounting standards</i> ;
	Adopção de Arbitragem para solução de conflitos;	Adopção de Arbitragem para solução de conflitos;
	Ter um Conselho de Administração com 5 membros, dos quais 20% devem ser independentes.	Ter um Conselho de Administração com 3 membros no mínimo.

Requisitos de negociação	A aprovação prévia dos accionistas para aquisições e alienações substanciais	A aprovação prévia dos accionistas para aquisições e alienações substanciais
Requisitos de Reporte	Exigência dos <i>Sponsors</i> apenas em novas aplicações e transacções significativas	Exigência dos <i>Sponsors</i> apenas em novas aplicações e transacções significativas;
	Reporte Informação Financeira (anual, semestral e trimestral);	Informação Financeira (anual e semestral); Eventos Corporativos; Informação Privilegiada.
	Governança Corporativa; Eventos Corporativos Informação Privilegiada; Participações Qualificadas.	

Fonte: BOVESPA (2014).

Deste modo, o crescimento do mercado brasileiro de acções vai-se popularizando, criando um meio de acesso de todos aqueles que pretendam ter os seus projectos concretizados por via do lançamento de acções, tendo a oportunidade de crescer de modo mais rápido e confiável.

4. As Privatizações como Instrumento de Desenvolvimento do Mercado Accionista

A privatização corresponde a um conceito relativamente amplo e indeterminado – podendo, não obstante ao anteriormente referido, ser genericamente identificado como o processo de transferência de unidades produtivas do sector público para o sector privado. Esta técnica transmissiva ajusta-se a diversos perfis de unidades produtivas: as empresas privatizadas podem ser de pequena, média ou grande dimensão.

Ainda assim, o termo *privatização* pode ser utilizado com propriedade para descrever fenómenos que vão desde a redução substantiva da titularidade última de uma entidade por parte do Estado até situa-

ções menos evidentes e que poderiam ser incluídas num conceito mais abrangente, como o da não intervenção estatal³².

Independentemente do conceito (mais ou menos extenso) adoptado, a verdade é que o movimento das privatizações ganhou grande visibilidade e considerável dimensão nas últimas décadas. Assim, os processos de privatização através de oferta de acções deram um contributo importante para a evolução dos mercados de capitais. Note-se que, apenas entre 1983 e 1999, a capitalização total dos mercados de capitais a nível mundial mais do que decuplicou, passando de aproximadamente 3,4 triliões para 38,7 triliões de dólares³³.

As causas para a privatização do sector público empresarial são múltiplas, podendo destacar-se razões de ordem económica, financeira, política e ideológica.

Do ponto de vista económico e financeiro, importa apontar que as privatizações são, regra geral, uma fonte de receitas considerável para o Estado. Face à saturação do sistema fiscal, este processo, que não implica qualquer sobrecarga para os contribuintes, afigura-se como uma solução atractiva. Não poucas vezes, a privatização de empresas públicas é encarada como uma forma de diminuir a pressão orçamental³⁴.

Do ponto de vista político e ideológico, é evidente que reacção às políticas de privatização é permeável à escola de pensamento que se adopte e defenda. Deste modo, a privatização é, tradicionalmente, aplaudida pelos adeptos da escola neo-clássica, sendo vista com desconfiança pelos defensores das políticas públicas.

A opção por um reforço do sector público ou, pelo contrário, pelo investimento num sector privado forte não deve partir de considerações meramente teóricas e abstractas. Posto isto, a análise dos dados

³² Cfr. Eduardo Paz Ferreira, *Direito da Economia* (2001), 355 ss.

³³ Cfr. William Megginson/Maria Boutchkova, *The impact of privatization on Capital Market development and individual share ownership* (2000), 21.

³⁴ Cfr. Eduardo Paz Ferreira, *Direito da Economia* (2001), 366-367.

disponíveis parece apontar no sentido de que a privatização do sector empresarial do Estado tem implicações não desprezíveis na economia do país em causa, promovendo a expansão e o crescimento dos mercados de capitais nacionais, a dispersão do capital pelos cidadãos e, ainda, a entrada no país de capitais estrangeiros.

Em último lugar, resta considerar as diferentes abordagens possíveis no que respeita à regulação dos processos de privatização. As soluções adoptadas pelos diferentes ordenamentos jurídicos estão longe de ser unívocas. Não obstante, um esforço de abstracção permitir o isolamento de quatro diferentes orientações no que respeita à atribuição de competências para o desencadear de uma privatização, a saber³⁵:

- (i) A atribuição de competência exclusivamente ao Executivo, como acontece na Austrália e Irlanda;
- (ii) A atribuição de competência ao Executivo dentro do âmbito de uma lei-quadro que fixa determinados requisitos e procedimentos;
- (iii) A necessidade de uma lei específica que aprove cada privatização casuisticamente, como acontece na Áustria e Bélgica; e
- (iv) A necessidade de aprovação parlamentar, caso da Dinamarca, Suécia e Noruega, entre outros.

Outro dos desafios que se colocam ao nível da regulação da privatização prende-se com o controlo de potenciais situações de monopólio. Como ficou dito acima, a pulverização da estrutura accionista corresponde a um dos efeitos desejáveis dos fenómenos de privatização, contribuindo para a formação de uma *equity culture*³⁶. Não obstante este facto, a saída do Estado de determinados sectores estratégicos da economia pode dar azo à formação de novos monopólios privados

³⁵ Cfr. OECD, *Privatisation in the 21st Century: Recent Experiences of OECD Countries - Report on Good Practices* (2009).

³⁶ *Equity Culture* é uma situação em que as pessoas de um determinado lugar (país), têm como preferência de aplicação de suas poupanças o investimento no mercado de acções.

que não acautelem devidamente o interesse público. O recurso à regulação poderá ser necessário para assegurar que situações destas não ocorram. Assim, uma alternativa viável passará pelo estabelecimento de quotas para subscrição pelos trabalhadores da empresa em causa ou por outros quadrantes da sociedade, assegurando-se desta forma, uma dispersão mínima do capital social.

5. A Regulamentação do *Crowdfunding*; o JOBS Act Norte-Americano

O conceito de *crowdfunding* é relativamente recente. Em traços gerais pode-se descrever esta realidade enquanto forma alternativa de financiamento que, através do recurso a uma plataforma, possibilita o contacto entre uma entidade que procura financiamento e aqueles que estão em condições de o conceder. A plataforma em que se realiza esse contacto é, em geral, meramente virtual, correspondendo a um sítio na *internet*.

Este esquema de financiamento, dadas as suas características específicas, encontra-se particularmente vocacionado para a promoção de novas iniciativas, estando na origem de vários projectos *start-up* e no reforço da actividade empresarial das PME's³⁷.

Preliminarmente, importa identificar as diferentes funções desempenhadas pelo *crowdfunding*. A compreensão das mesmas facilita a identificação dos problemas específicos deste mecanismo de financiamento, assim como, dos valores mercedores da tutela do Direito, passo que antecede (cronológica e logicamente) a política de regulação.

Dada a proximidade entre o ordenamento jurídico angolano e o português, afigura-se aqui pertinente a menção à Lei n.º 102/2015,

³⁷ Cfr. SÍLVIA NUNES, “*Crowdfunding*” como meio especial de celebração de contratos de mútuo (2014), 2.

de 24 de Agosto³⁸ ³⁹ de Portugal, que procura, tanto na exposição dos motivos quanto no articulado subsequente, proceder a uma classificação das diferentes modalidades de *crowdfunding* existentes, cada uma delas denunciando um determinado propósito dos investidores. Deste modo, dispõe o seu artigo 3.º:

“São modalidades de financiamento colaborativo⁴⁰:

- a) O financiamento colaborativo através de donativo, pelo qual a entidade financiada recebe um donativo, com ou sem a entrega de uma contrapartida não pecuniária;
- b) O financiamento colaborativo com recompensa, pelo qual a entidade financiada fica obrigada à prestação do produto ou serviço financiado, em contrapartida do financiamento obtido;
- c) O financiamento colaborativo de capital, pelo qual a entidade financiada remunera o financiamento obtido através de uma participação no respectivo capital social, distribuição de dividendos ou partilha de lucros;
- d) O financiamento colaborativo por empréstimo, através do qual a entidade financiada remunera o financiamento obtido através do pagamento de juros fixados no momento da angariação.”

O excerto *supratranscrito* reflecte as constelações de casos mais

³⁸ Projecto de Lei n.º 419/XII, disponível em: [http://app.parlamento.pt/webutils/docs/doc.pdf?path=6148523063446f-764c3246795a5868774d546f334e7a67774c336470626d6c7561574e-7059585270646d467a4c31684a535339305a58683062334d76634770734e444535-4c56684a5353356b62324d3d&fich=pjl419-XII.doc&Inline=trueRegime Jurídico do Financiamento Colaborativo.](http://app.parlamento.pt/webutils/docs/doc.pdf?path=6148523063446f-764c3246795a5868774d546f334e7a67774c336470626d6c7561574e-7059585270646d467a4c31684a535339305a58683062334d76634770734e444535-4c56684a5353356b62324d3d&fich=pjl419-XII.doc&Inline=trueRegime%20Jur%C3%ADdico%20do%20Financiamento%20Colaborativo)

³⁹ Referência actualizada em 2017.

⁴⁰ O termo *crowdfunding* foi aqui substituído pela expressão portuguesa equivalente “financiamento colaborativo”. Não restam dúvidas, não obstante a tradução, de que se trata de uma mesma realidade. No mesmo sentido, outros países europeus afeiçoaram este instituto à sua própria língua, v.g., o *financement participatif* francês ou a *financiación participativa* espanhola.

frequentes nos diversos ordenamentos jurídicos em que o *crowdfunding* é admitido, a saber: (i) a doação (*donations*), (ii) a recompensa (*reward*), (iii) o investimento (*investment based* ou *equity crowdfunding* e ainda *profit sharing*) e (iv) o mútuo (*lending-based model* ou *peer-to-peer lending*).

6. Subsídios para uma Política de Financiamento das PME's

As fontes de financiamento das PME's podem variar por fase de desenvolvimento do país. Pelo acima descrito, impõe-se agora a necessidade de se avançar com uma abordagem de promoção às PME's que se afigure exequível nas condições que a realidade nos coloca.

Deste modo, e seguindo o rasto dos capítulos anteriores afiguram-se duas abordagens diferentes mas não opostas, a saber, a abordagem do *Crowdfunding* (esta abordagem mereceu desenvolvimento em capítulo próprio, pelo que não será descrita neste capítulo) e a abordagem do Investidor – Promoção – Mercado (IPM).

6.1. Abordagem do Investidor – Promoção – Mercado (IPM)

Uma outra abordagem de financiamento às empresas de alto potencial de crescimento, em particular às PME's, procura congrega vários *stakeholders* em uma só plataforma. O principal objectivo é visualizar todas as fases de crescimento e financiamento das empresas e identificar os intervenientes em cada uma das fases e por fim fazer uma integração vertical, desde o crescimento (lançamento da empresa) até à maturidade da mesma. É sobre este racional que se configura a abordagem Investidor – Promoção – Mercado, adiante IPM. A figura 2 ilustra de maneira sucinta esta abordagem. Em termos formais, a proposta é criar um plano de preparação das PME's para o mercado de valores mobiliários⁴¹.

⁴¹ Em Angola, está em marcha o processo de implementação do Plano Operacional

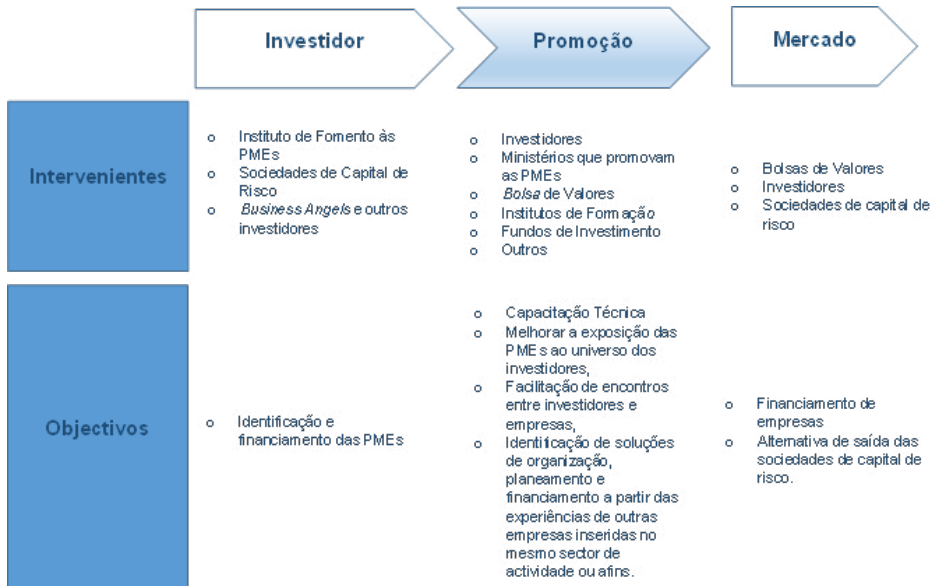
Esta abordagem divide-se basicamente em três fases, a saber:

- **Investidor:** nesta fase o objectivo é identificar as empresas com alto potencial de crescimento (independentemente do ramo de negócio em que as mesmas se inserem), bem como identificar o leque de investidores interessados em financiar aquele negócio. Sobre este último propósito, revestem-se de particular importância, as sociedades de capital de risco (aqui abre-se uma janela de oportunidade de promoção das empresas de capital de risco bem como do próprio quadro jurídico), que são normalmente empresas especializadas neste tipo de investimento. Ainda nesta fase, as entidades públicas que objectivam o crescimento das PME's são chamadas a contribuir como entes facilitadores do conhecimento do ambiente de negócios daquele segmento de mercado.
- **Promoção:** é necessário que se crie uma plataforma onde formuladores de política, investidores e empresas que possam dialogar e arranjar soluções exequíveis de crescimento. O objectivo é criar um fórum onde os temas ligados à promoção das PME's ganha destaque, este fórum deve também velar pela capacitação e orientação das empresas para o mercado de capitais, incentivando uma cultura de reporte e transparência. Para além da definição de programas de formação apropriados para o desenvolvimento das PME's e do empreendedorismo no país, é importante que haja uma maior articulação entre as instituições de formação e um melhor aproveitamento da capacidade existente. Ainda nesta fase é necessário desenvolver as seguintes acções:
 - o Desenvolver estudos no sentido de perceber qual é a cultura de investimento das empresas, o perfil de investidor, isto permitirá saber se o mercado apropriado, numa

de Preparação das Empresas para o Mercado Accionista (POPEMA), que dedica especial atenção às grandes empresas, públicas e privadas, ficando assim de fora, de tratamento e posterior participação no mercado as PME's.

- primeira fase, para PME's é o de dívida ou o de capital próprio;
- o Desenvolver um sistema de promoção do mercado de capitais para PME's, campanhas de sensibilização, seminários, *workshops* de partilha de conhecimento sobre os benefícios do mercado de capitais;
 - o Criar parcerias com reguladores e bolsas de valores de outras jurisdições que já tiveram provas do sucesso deste mercado;
 - o Criação de grupos de trabalhos de acompanhamento das PME's orientado para o mercado;
 - o Criação de canais de comunicação na *internet* para publicação de informação, estudo sobre instrumentos de financiamento destinados à PME's;
 - o Envolver empresas locais com interesse no financiamento das PME's.
- **Mercado:** terminadas as duas primeiras fases, ou mesmo empresas que já estejam em condições de se financiarem via mercado de capitais, mediante a avaliação de critérios claros, entra no processo, a BODIVA, que teria um papel preponderante dado que é a gestora dos mercados regulamentados e deverá, inspirada em realidades próximas, aligeirar os requisitos de admissão à cotação das empresas de pequena e média dimensão. É importante ainda notar que os valores mobiliários das empresas incluídas no programa poderão não ter tanta liquidez, assim torna-se necessário a presença dos *market makers*, que decerto trarão mais dinâmica ao mercado das PME's.

Figura 3 - Abordagem IPM



Considerando a figura acima é possível listar algumas vantagens desta abordagem para os diferentes participantes do mercado. São elas:

- **Emitentes**

- o Fácil acesso ao mercado;
- o Custos reduzidos de acesso ao mercado;
- o Ponto de partida para atrair novos investidores;
- o Assistência garantida pelo promotor.

- **Investidores**

- o Novas oportunidades de investimento;
- o Existência de medidas para garantir a transparência;
- o Fomento da liquidez.

- **Promotores e/ou Intermediários**

- o Oportunidade de garantir uma relação de longo prazo com os emitentes;

- Aumento da visibilidade no mercado.
- **Capital de Risco**
 - Uma saída natural para os investimentos;
 - Fácil acesso ao mercado.

A abordagem pretende ter uma visão sistémica para apoiar as PME's tendo em conta vários ângulos do mercado, mormente:

- Promoção da indústria de capital de risco como um provedor de financiamento inicial para as PME's;
- Desenvolvimento da base de profissionais, de apoio ao processo de divulgação e exposição das PME's junto dos principais investidores; e
- Criação de medidas de apoio à política do Governo, como incentivos fiscais para as PME's emitentes e para os investidores.

A abordagem acima privilegia acções conjuntas por parte de vários intervenientes, ou seja, é líquida a ideia de que em um mercado alternativo deverão estar envolvidas diversas instituições, públicas ou privadas, a perseguirem o mesmo fim, mas cada uma delas circunscrita à sua área de actuação e em cada fase do processo.

É sabido, da experiência internacional, que as PME's geralmente têm um peso significativo no Produto Interno Bruto (PIB) dos seus respectivos países e, logo, respondem por parte não negligenciável das receitas fiscais destas economias.⁴²

Em Angola, esta situação poderá ser a mesma, se considerarmos o registo daquelas operações que estão no mercado informal. O desafio está em alargar a base tributária a este segmento da economia. A

⁴² A título de exemplo, dados revelados pela OCDE afirmam que na União Europeia, as PME's respondem por 75% dos postos de trabalho, na América Latina dão conta de 36% dos empregos e no Japão representam cerca 81% dos postos trabalho.

abordagem IPM visa, antes de mais, fomentar a própria actividade das PME's, ou seja, o objectivo é o de levar as mesmas para o mercado de bolsa, todavia os seus volumes de negócio devem ter peso significativos na economia.

7. Conclusões

As considerações acima expendidas permitem-nos tecer algumas considerações conclusivas:

- **Processos de Privatizações:**

1. Os processos de privatizações através de ofertas públicas de acções deram um contributo fundamental para a evolução e dinamização dos mercados de capitais à escala mundial;
2. As privatizações são uma fonte de receitas considerável para o Estado, bem como, uma forma de diminuir a pressão orçamental sem o recurso à subida de impostos;
3. Cabe ao regulador determinar qual o procedimento legitimador de uma decisão de privatização, mormente se a decisão final deve caber ao Governo ou à Assembleia Nacional;
4. A autoridade reguladora deve também fazer frente às situações de concorrência imperfeita que possam surgir, procurando sempre assegurar uma maior dispersão do capital da empresa privatizada.

- **Crowdfunding:**

1. O *crowdfunding* encontra-se particularmente vocacionado para a promoção de novas iniciativas, nomeadamente, de projectos startup e de pequenas e médias empresas;

1. Uma das funções possíveis do *crowdfunding* é a de investimento. Através desta função a entidade empresarial obtém o financiamento de que carece e o financiador, em contrapartida, passa a participar no capital social da empresa;
2. A regulação desta modalidade de financiamento deve passar pela imposição de deveres a cada um dos intervenientes, a saber, o emitente, o intermediário e o investidor;
3. A fixação de limites ao investimento, tanto do lado do emitente quanto do investidor, conjugada com a imposição de deveres de informação, isenção e esclarecimento ao intermediário, afigura-se recomendável;

A orientação adoptada nos pontos anteriores corresponde a um compromisso entre um ensejo de desregulação económica, por um lado, e a necessidade de protecção dos investidores, por outro.

Como podemos ver, o tema do financiamento das PME's encerra em si alguns desafios que merecem o devido tratamento. Estes desafios podem ser do lado da procura, que passam pelo dinamismo e maturidade das PME's e, desafios do lado da oferta, que passa pela adequação dos serviços financeiros aquele tipo de organização.

- **Abordagem IPM:**

1. Tal como foi referido nos capítulos anteriores, é importante que as acções para a criação de mercados alternativos estejam em concertação entre os vários *stakeholders*. Neste sentido, esta abordagem exige que se criem equipas multidisciplinares e transversais com vista a analisar e a darem tratamento aos principais constrangimentos ao surgimento e desenvolvimento das PME's.

2. Dito de outro modo, o referido acima resulta na clara necessidade de estabelecer parcerias entre a Comissão do Mercado de Capitais (CMC) e outras instituições como o Ministério da Economia, Ministério das Finanças, Universidades, a BODIVA e outras instituições que se vislumbrem necessárias.

Bibliografia

1. AIM (2010), **“Rules for Companies”**.
2. Berger, Allen; Udell, Gregory. (2006) **A more complete conceptual framework for SME finance**, *Journal of Banking & Finance*, 30, 2945-2966.
3. Berger, A. e G. Udell (1998), **“The Economics of Small Business Finance: the Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle”**, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 22, pp. 613-673.
4. Cumming, Douglas (2007), **“Government Policy Towards Entrepreneurial Finance: Innovation Investment Funds”**, *Journal of Business Venturing*, Vol. 22, pp. 193-235.
5. Euronext (2008), **“Alternext Rules”**. Euronext (2008a), **“Fee Book: Listing Fees”**.
6. Euronext (2008b) **“International Listing Guide”**.
7. Eduardo Paz Ferreira, **Direito da Economia** (2001), 366-367.
8. IOSCO (2015), **SME Financing Through Capital Markets**.
9. OECD (2009)., **Privatisation in the 21st Century: Recent Experiences of OECD Countries - Report on Good Practices**
10. OCDE (2000), **“Small and Medium-sized Enterprises: Local Strength, Global Reach**.

11. Rio, Ricardo (2007), **“O Mercado de Capitais e o Financiamento das Empresas”**, *Jornal Alto Minho*, 01 de Junho.
12. Rocha, Luís (2000), **“A Teoria Financeira no Contexto das Pequenas ou Médias Empresas: o Caso do Sector Têxtil e de Vestuário em Portugal”**, Dissertação de Mestrado em Ciências Empresariais, Faculdade de Economia do Porto.
13. Sílvia Nunes, **“Crowdfunding” como meio especial de celebração de contratos de mútuo** (2014), 2.
14. Sjögren, H. e S. Jungerhem (1996), **“Small Firm Financing in Sweden, 1960-95”**, *Business History*, Vol. 38, Nº 3, pp. 27-47.
15. Megginson, William e Boutchkova, Maria, **The impact of privatization on Capital Market development and individual share ownership** (2000), 21.

ISSAO DO MERCADO DE CR

RISCOS DE INFRAESTRUTURAS DO MERCADO

Autor: **Giovanni Peliganga**

Revisor: **Dilson Gaspar**





GIOVANNI PELIGANGA

Formação Académica

- 2007 a 2010 Licenciado em Economia e Gestão, especialidade Gestão Financeira, pela Universidade Católica de Angola (média 14 valores)
- 2012 a 2014 Mestre em Economia dos Intermediários e dos Mercados Financeiros, pela Universidade de Bari Aldo Moro (votação global 93 110)

Experiência Profissional (últimos 5 anos)

- É Director de Desenvolvimento de Negócio e Consultoria na Standard Gestão de Activos - SGOIC, (SU), S.A;
- Foi Consultor para o Mercado de Capitais no Standard Bank Angola entre Janeiro a Agosto de 2023;
- Foi Subdirector na Direcção da Banca de Investimentos, no Banco de Fomento Angola (BFA); desempenhou as funções de Chefe do Departamento de Mercados da Unidade de Gestão da Dívida Pública (UGD) e, foi vogal do Conselho Fiscal do Grupo ENSA actual INVESTPAR, SA);

- Leccionou a disciplina de Mercado e Produtos Financeiros no Instituto Superior de Administração e Finanças (ISAF); bem como a disciplina de Análise e Gestão de Projectos de Investimentos AGPI, na Faculdade de Economia e Gestão da Universidade Católica de Angola.

Formações Complementares (últimos 5 anos)

- Frequentou diversas formações no âmbito das finanças públicas, mercados financeiros, mercado de títulos soberanos, mercado de capitais, gestão de risco e avaliação de instrumentos financeiros, Ministrados pelo FMI, Banco Mundial, MEFMI, Clifford Chance e INFORFIP

Maiores Responsabilidades (últimos 5 anos)

- Foi coordenador a nível da UGD, do processo de emissão de Eurobonds em 2019 e 2022; também foi o coordenador do grupo de implementação do Portal do Investidor (Plataforma de venda de títulos do tesouro via online); Presidente do Conselho Fiscal do Instituto Geológico de Angola (IGEO); Participou directamente no processo de reestruturação do mercado de dívida pública titulada, nas alterações do Regulamento da Dívida Pública Directa e Indirecta, Requisitos dos Operadores Preferenciais e modelos de emissão de títulos

Licenças Profissionais

- Contabilista inscrito na Ordem dos Contabilistas e Peritos Contabilistas de Angola (OCPCA) sob nº 20152385;
- Técnico de Negociação em Mercados Regulamentados pela Comissão do Mercado de Capitais (CMC).

Webinar (Prelector)

- **“Financiamento do Orçamento”**, realizado a 4 de Novembro de 2021, organizado pelo Ministério das Finanças;
- **“Sustainable Investing (ESG)”**, realizado a 4 de Outubro de 2021, organizado pela Comissão do Mercado de Capitais (CMC).

Workshop (Prelector)

- **“Opções de Investimento: a Importância da Realização e Gestão da Poupança**, realizado a 3 de Maio, organizado pelo Instituto Superior de Administração e Finanças (ISAF);

- **“O Papel do Mercado de Acções no Relançamento da Actividade Empresarial”**, realizado pela CMC, no âmbito do IV Encontro Anual de Quadros;
- **“Instrumentos de Financiamento das Instituições Internacionais”**, realizado a 30 de Agosto de 2018, pelo extinto Instituto de Formação das Finanças Públicas (INFORFIP) em parceria com o Banco Africano de Desenvolvimento (BAD).

Artigos Publicados

- **“O Valor Temporal do Dinheiro”**, publicado na revista Forbes a 2 de Junho 2021;
- **“Habemos Mercado de Acções e agora?”**, publicado no Jornal Mercado, edição 335 de 2022, página 27;
- **“Sistema Bancário Nacional - Instituições e Produtos Financeiros de Captação de Poupança”**, publicado na revista Académica da UCSA (ISAF), páginas 27 a 31

RISCOS DE INFRAESTRUTURAS DO MERCADO

1. Introdução

O sistema financeiro engloba um conjunto de instituições, agentes, serviços e mercados que interagem criando um “ecossistema”. Fazem parte deste sistema vários intervenientes, sendo os principais as instituições financeiras bancárias e não-bancárias, reguladores e supervisores, o que viabiliza o processo de alocação de recursos entre agentes, bem como a adequada protecção aos riscos a que os mesmos estão expostos.

Dado que o processo de transferência de recursos financeiros é complexo, surgiu a necessidade da criação de outras entidades que tornassem a alocação de instrumentos e a realização de transacções entre os agentes mais eficiente, independentemente da localização dos mesmos. Estas entidades são denominadas Infraestruturas do Mercado Financeiro (IMF) e incluem, entre outras, sistemas de negociação, sistemas de pagamentos, compensação e liquidação de operações financeiras.

O presente documento tem como objectivo apresentar as principais IMF e os riscos a elas associadas. Assim sendo, o estudo divide-se, para além da presente introdução (capítulo I), em mais 7 capítulos, cujas abordagens incidem sobre os aspectos conceptuais (capítulo II), tipos de infraestruturas de mercado (capítulo III), riscos das infraestruturas de mercado (capítulo IV), gestão de riscos das infraestruturas (capítulo

V), supervisão das infraestruturas de mercado (capítulo VI) e por fim a conclusão (capítulo VII) e recomendações (capítulo VIII).

2. Aspectos Conceptuais

A IOSCO⁴³ (*International Organization of Securities Commission*) e o CPSS⁴⁴ (*Committee on Payment and Settlement Systems*) definem Infraestrutura do Mercado Financeiro (IMF) como sendo um sistema ou rede multilateral entre instituições, utilizados para negociar, compensar, liquidar, registar pagamentos de títulos, derivados ou outras transacções financeiras.

As IMF normalmente estabelecem uma série de regras e processos comuns para todos os seus participantes, permitindo, através da centralização de actividades específicas, a identificação e gestão eficiente dos seus riscos e, em alguns casos, a eliminação total dos mesmos. Elas promovem maior transparência no mercado e, em algumas jurisdições, têm papéis críticos, tal como apoiar os Bancos Centrais a exercer a política monetária e manter a estabilidade financeira.

As IMF podem se diferenciar significativamente em termos de organização, função e modelo. Em termos legais, elas podem ser organizadas sob várias formas, tais como associações de instituições financeiras, instituições financeiras não-bancárias de compensação e instituições bancárias especializadas. Podem ainda ser propriedade de Bancos Centrais ou de entidades privadas.

Em Angola as principais IMF estão sob a égide do Banco Nacional de Angola (BNA), que gere os sistemas de pagamentos. Entretanto, as operações em mercado de valores mobiliários são da responsabilidade da Bolsa de Dívida e Valores de Angola (BODIVA) que gere o sistema de negociação e pós-negociação de valores mobiliários, funcionando

⁴³ Em português, Organização Internacional das Comissões de Valores.

⁴⁴ Em português, Comité de Sistemas de Pagamentos e Liquidação, sob a égide do Banco de Pagamentos Internacionais, em Inglês *Bank for International Settlement*.

como um subsistema dos sistemas de pagamentos geridos pelo BNA, de modo a ser possível efectuar as operações de liquidação financeira e física.

Dependendo da sua esfera de actuação, o quadro regulatório aplicado às IMF difere. Por exemplo, uma IMF bancária é regulada de maneira diferente de outra não-bancária. Existem ainda IMF que exercem a mesma função, mas mesmo assim apresentam características diferentes, como por exemplo as IMF que fazem a liquidação em tempo real e outras que deferem a liquidação para o futuro.

3. Tipos de Infraestruturas de Mercado

A IOSCO e o Banco Internacional de Liquidação e Compensação⁴⁵ (BIS) classificam como principais IMF as seguintes:

Nomenclatura	Definição
Sistema de pagamentos (SP)	É um conjunto de instrumentos, processos e regras de transferência de fundos entre os seus participantes e o operador do sistema.
Depositário Central de Títulos (DCT)	É uma entidade que providencia aos seus participantes contas de títulos, uma central de serviços de custódia e serviços/gestão de títulos. Permite assegurar a integridade das emissões de valores mobiliários, garantindo que os mesmos não sejam fraudulentamente criados ou distribuídos. Um DCT pode deter valores mobiliários em forma física ou desmaterializada (electrónica).
Sistemas de Liquidação de Valores Mobiliários (SSS)	É um conjunto de acordos institucionais para confirmação, compensação e liquidação de negociações de títulos e custódia de títulos no mercado de valores mobiliários

⁴⁵ Do inglês *Bank for International Settlements*

Contraparte Central (CPC)	É uma entidade que se interpõe entre as contrapartes de um contrato negociado em um ou mais mercados financeiros, tornando-se o comprador para todos os vendedores, e vendedor para todos os compradores, garantindo assim a execução de todos os contratos abertos.
Repositório de Transacções (RT)	É uma entidade que mantém o registo electrónico centralizado (base de dados) de todas as informações relativas às transacções no mercado
Bolsa de Valores	É um espaço físico e tecnológico onde ocorrem transacções multilaterais de valores mobiliários listados.

3.1. Infraestruturas do Mercado Financeiro Angolano

Como já foi frisado, em Angola as principais IMF estão sob a égide do Banco Nacional de Angola (BNA), enquanto gestor dos sistemas de pagamentos. Entretanto, as operações em mercado de valores mobiliários são da responsabilidade da Bolsa de Dívida e Valores de Angola (BODIVA) que gere o sistema de negociação e pós-negociação de valores mobiliários, funcionando como um subsistema dos sistemas de pagamentos geridos pelo BNA, de modo a ser possível efectuar as operações de liquidação financeira e física.

De um modo geral, os sistemas de pagamentos podem ser categorizados em dois tipos: Sistema de Pagamentos de Retalho e Sistema de Pagamento de Grande Valor (SPGV).

Um sistema de pagamentos de retalho é um sistema de transferência de fundos que tipicamente gera um volume alto de transacções, mas de valores baixos em forma de cheques, transferência de crédito, débitos directos ou transacções de pagamentos com cartões. Os sistemas de pagamentos de retalho podem ser operados por entidades do sector

público ou privado, utilizando mecanismos multilaterais de liquidação deferida (*DNS*⁴⁶) ou de liquidação em tempo real (*RTGS*)⁴⁷.

Um SPGV é um sistema de transferência de fundos que tipicamente gere transacções de alto valor e alta prioridade.

Tal como apresentado anteriormente, é responsabilidade do BNA gerir as principais Infraestruturas do mercado angolano, especificamente, gerir os sistemas de pagamentos. Este engloba um conjunto de instrumentos, de procedimentos bancários e de subsistemas interbancários de transferência de fundos destinados a facilitar a circulação da moeda em Angola, sendo o BNA responsável por assegurar o regular funcionamento e organização do mesmo, regulando-os, fiscalizando-os e promovendo a sua eficácia.

Adicionalmente, o Sistema de Pagamento de Angola (SPA) assenta na utilização de 3 instrumentos de pagamentos escriturais: cheques, cartões de pagamento e transferências a crédito. O mesmo é composto por 3 subsistemas (dois subsistemas interbancários e um SIGMA), nomeadamente:

- Sistema de Pagamentos em Tempo Real (SPTR);
- Sistema de Compensação
 - Subsistema Multicaixa (MCX);
 - Subsistema de Transferências a Crédito (STC);
 - Subsistema de Compensação de Cheques (SCC); e
- Subsistema de liquidação de títulos
 - Sistema de Gestão de Mercados de Activos (SIGMA).

⁴⁶ *Deferred Net Settlement*

⁴⁷ *Real-Time gross settlement*

O SIGMA é um subsistema que tem como objectivo o registo e custódia de títulos escriturais, como por exemplo os emitidos pelo Estado ou pelo BNA, viabilizando o registo e liquidação de transacções nos mercados primários e secundários de títulos denominados em moeda nacional, bem como em títulos denominados em moeda estrangeira.

Até ao primeiro semestre de 2015, todas as transacções de Títulos do Tesouro (TT) eram efectuadas no SIGMA, sob gestão do BNA. Entretanto, com o lançamento do Mercado de Bolsa de Títulos do Tesouro (MBTT) pela Bolsa de Dívida e Valores de Angola (BODIVA), esta passou a ser parte integrante do SIGMA e SPTR.

Dada a evolução natural do MVM angolano, a BODIVA implementou a Central de Valores Mobiliários Angolano (CEVAMA) cujo objecto é a custódia, liquidação física e financeira de todas as operações realizadas no referido mercado. Entretanto, não sendo autonomizada, a CEVAMA funciona como um órgão interno da BODIVA, pelo que as actividades continuam a ser geridas pela BODIVA.

Não obstante a incorporação da BODIVA/CEVAMA no SIGMA e SPTR ser um passo importante para implementação do mercado de valores mobiliários em Angola, assim como para a salvaguarda dos aspectos operacionais necessários para o pleno funcionamento dos diversos segmentos de mercado geridos pela BODIVA, é importante ter em atenção os riscos que daí decorrerão.

4. Riscos das Infraestruturas de Mercado

A centralização de certas actividades criam ligações entre as IMF e as outras instituições participantes, que podem concentrar alguns riscos. Assim sendo, é importante ter atenção aos principais riscos que afectam as actividades das IMF, dos quais destacam-se o risco sistémico, legal, de crédito e liquidez, do negócio, custódia e investimento, operacional e tecnológico. Adicionalmente, é também importante abordar a questão do risco de interdependência das IMF.

4.1. Risco Sistémico

O Risco sistémico é o risco que um evento ligado a uma determinada entidade pode criar instabilidade severa e causar o colapso total de uma indústria ou economia.

As IMFs em si estão expostas ao risco sistémico e até podem ser a própria fonte deste risco, porque o incumprimento de um dos seus participantes pode afectar a habilidade de um outro participante cumprir com as suas obrigações. Esta situação poderá originar um efeito “*dominó*” e, conseqüentemente, a inability da IMF cumprir com o seu dever de liquidação poderá implicar efeitos adversos nos mercados que serve e na economia em geral.

Estes efeitos adversos podem surgir da seguinte forma:

- Reversão de pagamentos⁴⁸ ou entregas;
- Atraso da liquidação ou fecho de transacções já garantidas; ou
- A liquidação imediata de colateral, margem ou outros activos a preços muito inferiores aos do mercado.

Estas situações podem causar disrupções adicionais no sistema financeiro e enfraquecer a confiança sobre a segurança, solidez e confiabilidade das IMFs.

4.2. Risco Legal

O risco legal ou de regulação pode ser definido como “os factores que estão sob o controlo do regulador, mas cuja escolha é tida como incerta pelas instituições reguladas e pelos investidores”. O risco da regulação está assim associado aos problemas decorrentes (i) de regulações novas e pré-existentes (impacto adverso da regulação), entre estes a regulação discriminatória, (ii) de um ambiente regulatório instável ou

⁴⁸ A reversão de pagamentos tem a ver com a anulação de uma operação de liquidação financeira (dinheiro) ou física (valor mobiliário).

imprevisível (iii) ou de regulação inexistente (lacuna regulamentar), bem como do seu impacto sobre o objectivo da regulação.

A globalidade dos mercados financeiros implica a adopção de normas e regras de diferentes jurisdições, por exemplo, diferentes leis podem ser aplicadas a uma única transacção, actividade ou participante. Nestas circunstâncias, a IMF e os participantes podem incorrer em perdas provenientes de uma aplicação inesperada de uma lei ou a aplicação de uma norma diferente daquela especificada no contrato.

4.3. Risco de Crédito e Risco de Liquidez

As IMFs e os seus participantes também estão expostos ao risco de crédito. Este traduz-se no risco de contraparte, ou seja, na possibilidade de incumprimento por parte de um participante ou outra entidade, das suas obrigações na data acordada ou em qualquer data futura.

Dentre os principais riscos de crédito destacam-se o risco de reposição, ou em inglês, *replacement-cost risk* e o risco de principal. O primeiro diz respeito ao risco de perda por ganhos não realizados em transacções não executadas com uma contraparte, ficando assim exposto ao custo de repor/refazer a transacção original com os preços actuais do mercado. O segundo refere-se ao risco em que a contraparte perde o valor total envolvido na transacção, por exemplo, quando o vendedor de um activo financeiro vai irrevogavelmente fazer a entrega do mesmo, mas não vai receber o pagamento.

Por outro lado, as IMFs e os seus participantes podem também enfrentar o risco de liquidez, que está relacionado com o facto da contraparte, seja um participante ou outra entidade, não ter fundos suficientes para cumprir com as suas obrigações financeiras no momento acordado.

4.4. Risco de Negócio

O risco de negócio, enfrentado por diversas IMFs, está intrinsecamente ligado à administração e gestão das operações das mesmas enquanto prestadoras de serviço.

Este risco refere-se a um potencial prejuízo devido a um declínio nas receitas ou crescimento nos gastos da IMF, resultando em efeitos adversos à reputação da mesma. Situações como a fraca execução da estratégia, resposta ineficaz aos concorrentes ou perdas em outras linhas de negócios, são os principais catalisadores do risco de negócio.

4.5. Risco de Custódia e Investimento

Uma IMF pode enfrentar riscos de custódia e investimento dos seus activos ou dos activos de outros participantes por elas detidos. O risco de custódia consubstancia-se na possibilidade de perda do valor de um activo mantido em custódia, perante um evento de insolvência, negligência, fraude, má administração ou registo inadequado por parte do *custodiante*.

Por sua vez, o risco de investimento refere-se à possibilidade de perda pelas IMFs quando investem os seus próprios recursos ou os recursos dos seus participantes como colateral. Refira-se que a falha da IMF de salvaguardar adequadamente os seus activos pode resultar em problemas de crédito, liquidez e de reputação para a própria IMF.

4.6. Risco Operacional

Todas as IMF estão expostas ao risco operacional, que é o risco de deficiências nos sistemas informáticos ou processos internos, erro humano, falhas na gestão, problemas que surgem de eventos externos que venham a deteriorar ou avariar os serviços da IMF. Estas falhas ope-

racionais podem gerar atrasos constantes na conclusão dos contratos, perdas, problemas de liquidez e, em alguns casos, riscos sistémicos.

As deficiências operacionais também podem reduzir a eficácia das medidas que a IMF pode assumir para gerir o risco. Por exemplo, podem prejudicar a capacidade de completar a liquidação ou monitorar e gerir convenientemente o risco de crédito.

4.7. Risco Tecnológico

Os mercados financeiros tornam-se cada vez mais dependentes das infra-estruturas tecnológicas, por vários motivos, tais como o armazenamento de dados, o armazenamento de informações críticas e o monitoramento de transacções e outros processos. A tecnologia tem a possibilidade de tornar os processos mais rápidos e eficientes. No entanto, o aumento da dependência em meios tecnológicos torna os mercados financeiros expostos a certos riscos, como o risco cibernético⁴⁹ ou risco de *software*.

Assim, o risco tecnológico são eventos acidentais (erro humano, falha no sistema) ou não (ataques informáticos ou cibernéticos) que podem ocorrer num espaço físico ou virtual, colocando em causa o pleno funcionamento de um sistema integrado e, conseqüentemente, de um conjunto de instituições.

Um questionário de 2014 da *Price Waterhouse Coopers (PWC)* revelou que 40% dos inqueridos do sector financeiro tinham sofrido ataques cibernéticos, comparando com uma média de apenas 17% de outros sectores. Para o mercado de capitais em particular, um questionário da IOSCO feito em conjunto com a Federação Mundial de Bolsas, em 2014, notou que mais de metade das bolsas afirmaram que sofreram ataques cibernéticos entre 2012 a 2013. Com o advento da pandemia

⁴⁹ Um ataque cibernético é uma *exploração* propositada de um sistema de computadores, empreendimentos e redes tecnologicamente dependentes, que causa conseqüências graves, comprometendo dados e processos.

gerada pela COVID-19, havendo a necessidade das instituições, com maior incidência, de fazerem recurso à tecnologia para se manterem funcionais, os ataques cibernéticos aumentaram exponencialmente.

Um outro aspecto do risco tecnológico diz respeito aos *softwares* utilizados pelas infra-estruturas financeiras. Os *softwares* das IMFs precisam de ser constantemente actualizados e revistos para assegurar que novos problemas são identificados, caso contrário, poderão ser explorados pelos *hackers*⁵⁰.

4.8. Interdependência das IMFs e os Potenciais Riscos/Implicações

A evolução das relações entre as IMFs tem fortalecido as infraestruturas globais de liquidação e sistemas de pagamentos, assim como tem mitigado certas fontes de riscos e custos de transacções. Entretanto, a maior interdependência das IMFs aumenta o potencial para que as falhas de uma determinada infraestrutura se espalhem rapidamente pelo resto dos mercados financeiros.

As IMFs podem estar interligadas de forma directa ou indirecta. Por exemplo, um depositário central de títulos (DCT) pode estabelecer uma ligação directa com um sistema de pagamentos de grande valor (SPGV) para facilitar o processo de entrega contra Pagamento (EcP) nas transferências de títulos. Já outro exemplo de uma interligação mais indirecta é a dependência de vários bancos relativamente a um provedor de serviços particular como o *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT)*⁵¹.

⁵⁰ Indivíduos que elaboram e modificam *softwares* e *hardwares* de computadores, desenvolvendo funcionalidades novas ou adaptando as antigas.

⁵¹ Sociedade de Telecomunicações Financeiras Interbancárias Mundiais cujo objectivo é permitir a realização de operações interbancárias internacionais, como ordens de pagamento e transferências bancárias. Tal só é possível com a existência de um BIC (*Bank Identifier Code*) – Código de identificação bancária, que permite identificar um determinado banco através de um conjunto de números.

As interligações são particularmente mais eminentes nos contextos domésticos e em uma única moeda. As CPC, os DCT e os SPGV são extremamente interdependentes e normalmente são conectados através de suportes técnicos ou de contas. Tal como acontece em Angola, onde os sistemas da BODIVA estão interligados com os sistemas do BNA.

A interdependência das IMFs tem reduzido certos riscos ligados à liquidação e pagamentos. Através de certas ligações directas, os processos de EcP e Pagamento contra Pagamento (PcP) são facilitados e ajudam a eliminar o risco de perda do valor integral das operações de títulos ou cambiais.

Não obstante os benefícios que são criados pela interdependência das IMFs, é importante não descurar certos riscos que podem se espalhar de forma ampla e rápida pelo mercado financeiro. Quando as IMFs estão interligadas, uma quebra no funcionamento de uma pode se propagar para outra. Por exemplo, o incumprimento de um participante do SPGV pode afectar outros participantes do sistema que poderão ter saldos insuficientes para receber a transferência de títulos de um DCT interligado com o SPGV.

Outrossim, os riscos da interligação das IMFs tornam-se ainda maiores quando muitos sistemas têm uma dependência comum à uma determinada infra-estrutura crítica, instituição financeira ou provedores-chave de serviços. Olhando para os mercados internacionais, muitos sistemas dependem da (*SWIFT*) e uma interrupção nos seus serviços causará problemas imediatos aos sistemas dependentes.

Riscos das infraestruturas de mercado

TIPO	FONTE/ORIGEM	MANIFESTAÇÃO/ FORMA	EFEITOS ADICIONAIS
Sistémico	O próprio sistema	Reversão de pagamentos ou entregas; Atraso da liquidação ou fecho de transacções já garantidas; ou, A liquidação imediata de colateral, ou outros activos a preços muito inferiores aos do mercado.	Enfraquecimento da confiança sobre a segurança do sistema
Legal	Relação entre o regulador e os executores do Sistema	Impacto adverso da regulação; Lacuna regulamentar Regulação discriminatória de um ambiente regulatório instável	Perdas provenientes de uma aplicação inesperada de uma lei ou aplicação de uma norma diferente da especificada no contrato;
Risco de crédito/ risco de liquidez	Participantes ou entidades incapazes de cumprir com as suas obrigações na data acordada	<ul style="list-style-type: none"> • Risco de reposição; • Risco de principal; • Risco de liquidez 	Exposição do custo de repor/refazer a transacção original com os preços actuais do mercado; Exposição ao risco que a contraparte perde o valor total envolvido na transacção; Exposição a um risco de um players ou entidade não ter fundos suficientes para cumprir com as suas obrigações no prazo acordado.
Risco do negócio	Gestão/administração das IMF enquanto prestadoras de serviços	Declínio nas receitas ou crescimento das despesas; Frac execução das estratégias e resposta ineficaz aos concorrentes	<ul style="list-style-type: none"> • Incapacidade de dar sequencia ao negócio; • Redução da confiança por parte dos interessados no negócio gerido pela instituição

Risco de custódia e investimento	O custodiante	Possibilidade de perda do valor de um activo mantido em custódia perante evento de insolvência, negligencia, má administração ou registo inadequado	Problemas de crédito, liquidez e de reputação para com a própria IMF
Risco operacional	Problemas que advenham de eventos externos que venham deteriorar ou avariar os serviços das IMF	Geração de atrasos constantes na conclusão de contratos, perdas, problemas de liquidação e riscos sistémicos	Redução da eficácia das medidas das IMF; prejuízo à capacidade de completar a liquidação ou monitorar e gerir convenientemente o risco de crédito
Risco tecnológico	Erro humano, falha do sistema ou ainda ataques cibernéticos ou informáticos	Risco cibernético; Risco de software	Susceptibilidade de perigar o pleno funcionamento de um sistema integrado e consequentemente de um conjunto de instituições

Fonte: DCEF/TCHI Publicações

5. Gestão de riscos das Infraestruturas de Mercado

Dada a importância das IMFs para a estabilidade e eficiente funcionamento dos mercados financeiros, os riscos ligados a elas podem criar catástrofes e por isso precisam de ser bem geridos e mitigados.

5.1. Gestão do Risco Legal

Uma IMF deverá ter uma base legal bem concebida, clara, transparente e exequível para cada aspecto material da sua actividade em todas as jurisdições relevantes, pois uma base legal robusta é crucial para a estabilidade da IMF. A base legal deve ter em conta as seguintes considerações:

- Providenciar um elevado grau de certeza para cada aspecto material da actividade da IMF em todas as jurisdições relevantes;

- Uma IMF deve ter regras, processos e contratos claros, compreensíveis e consistentes com as leis e regulamentos relevantes, bem como exequíveis em todas as jurisdições relevantes; e
- Uma IMF deve ser capaz de articular a base legal para as suas actividades às entidades relevantes, aos participantes e aos clientes dos participantes, de modo claro.

Assim sendo, para que a gestão de risco seja sólida e eficaz, a exequibilidade dos direitos e obrigações ligados às IMFs deverá ser estabelecida com um elevado grau de certeza. Se a base legal de uma IMF for inadequada, incerta ou opaca, ela e os seus participantes poderão enfrentar riscos de liquidez ou crédito inesperados, incertos ou ingovernáveis que podem criar ou ampliar o risco sistémico. Acrescente-se que as regras, processos e contratos ligados às operações da IMF devem ser exequíveis em todas as jurisdições relevantes.

Entretanto, a IMF deve identificar e analisar os potenciais problemas de conflito de leis e desenvolver regras e processos para mitigar este risco, uma vez que uma IMF poderá estar sujeita à leis ou regulamentos de outras jurisdições, o que pode não convergir com as leis aplicadas, para o mesmo caso, na sua jurisdição de origem.

Assim, uma IMF deve investigar os passos para mitigar o risco legal através do uso selectivo de ferramentas alternativas de gestão de risco que não sofrem da incerteza legal identificada, destacando-se: (i) requisitos para participar, (ii) limite de exposição e (iii) requisitos de colateral.

5.2. Gestão do Risco de Crédito e Sistemas de pagamento

Uma IMF deve medir, monitorar e gerir efectivamente a sua exposição ao risco de crédito ligado aos seus participantes e também nos casos em que surge devido ao processo de pagamento, liquidação e compensação. Ao gerir o risco de crédito, uma IMF deve ter em conta os seguintes aspectos:

- Estabelecer um *framework* robusto para gerir a sua exposição ao crédito dos seus participantes e os riscos de crédito que surgem dos seus processos de pagamento, liquidação e compensação;
- Identificar fontes de risco de crédito, medir e monitorar frequentemente as exposições ao crédito e utilizar ferramentas apropriadas de gestão de risco para controlar estes riscos;
- Um Sistema de Pagamentos (SP) ou um Sistema de Liquidação de Activos⁵² (SSS) deve cobrir as exposições correntes e as exposições futuras de cada participante, com um alto grau de certeza, utilizando colateral e outros recursos financeiros equivalentes; e
- Uma Contraparte Central (CPC) deve cobrir completamente a sua exposição actual e futuras à cada participante com um alto grau de certeza utilizando margens e outros recursos financeiros pré-definidos.

Por outro lado, um SP deve medir e monitorar regularmente o seu risco de crédito, utilizando informação oportuna. O SP deve assegurar que tem acesso à informação adequada, como por exemplo avaliações apropriadas de colateral, que permitirá o monitoramento à medida da sua exposição actual e do grau da cobertura do colateral.

De modo a mitigar o seu risco de crédito o máximo possível, o SP pode, por exemplo, implementar o mecanismo de liquidação em tempo real (*RTGS*⁵³) para tentar eliminar o risco de crédito ligado ao processo de liquidação. De igual modo, o SP deve limitar a sua exposição corrente limitando a extensão de crédito *intraday*, obrigando os participantes a pagar qualquer extensão de crédito antes do final do dia.

De igual modo, o SSS está exposto ao risco de crédito da contraparte quando ele estende crédito *intraday* ou *overnight* aos seus participantes. Esta extensão de crédito cria exposições correntes e podem levar a exposições futuras, mesmo quando o SSS aceitar colateral como garantia.

⁵² Do inglês *Securities Settlement Systems*

⁵³ Em inglês *Real Time Gross Settlement*

Adicionalmente, um SSS também pode enfrentar o risco de principal se não utilizar um sistema de EcP, que é o risco de perda de valores mobiliários ou pagamentos feitos ao participante incumpridor antes da detecção do incumprimento. Um SSS pode reduzir ou eliminar o risco de principal através de um sistema de obrigação-por-obrigação (EcP) que liquida os valores mobiliários e fundos em tempo real e também reduzir ou limitar extensão de crédito *intraday*.

5.2.1. Gestão do Risco da Contraparte Central e Risco de Crédito

As exposições correntes, que afectam as CPCs, surgem das flutuações no valor do mercado das posições abertas entre si e os seus participantes. Enquanto as exposições futuras surgem da potencial flutuação no valor de mercado das posições abertas de um participante incumpridor até a sua posição for fechada, completamente *alavancada* (*hedged*) ou transferida pela CPC, no caso de incumprimento.

De modo a diminuir as exposições correntes, uma CPC deve exigir que cada participante pague fundos, tipicamente em forma de variação de margem, para cobrir qualquer perda do valor líquido da sua posição no mínimo diariamente. Este requisito limita a acumulação de exposições correntes e, conseqüentemente, ajuda a mitigar exposições futuras.

Adicionalmente, uma CPC deve ter a autoridade e capacidade operacional de fazer chamadas de margem *intraday*, programadas ou não, aos seus participantes, optando por colocar limites na exposição de crédito em alguns casos, mesmo se existir colateral, e manter recursos financeiros adicionais suficientes para cobrir vários cenários de *stress*.

Para gerir as perdas causadas pelo incumprimento de um dos seus participantes, uma CPC normalmente utiliza uma sequência de recursos financeiros pré-capitalizados chamada Cascata ou *waterfall* na sigla inglesa. A cascata pode incluir a margem inicial do incumpridor, a contribuição do incumpridor para um programa de incumprimento

pré-capitalizado⁵⁴, uma porção particular dos fundos próprios da CPC e as contribuições de outros participantes para o programa de incumprimento pré-capitalizado.

5.3. Gestão de Risco de Liquidez

Uma IMF deve medir, monitorar e gerir eficazmente o seu risco de liquidez. Para o efeito deverá manter uma quantidade suficiente de recursos líquidos em todas as moedas relevantes para poder efectuar liquidações no mesmo dia. Para mitigar o risco de liquidez, a IMF deve ter em atenção os seguintes aspectos:

- A IMF deve ter um *framework* robusto para gerir os seus riscos de liquidez provenientes dos seus participantes, bancos de liquidação, bancos de custódia, fornecedores de liquidez e outras entidades;
- A IMF deve ter ferramentas operacionais e analíticas eficazes para identificar, medir e monitorar os fluxos de liquidação e capitalização de forma pontual e contínua, incluindo o seu uso da liquidez *intraday*;
- Para o efeito de cumprir com os seus requisitos mínimos dos recursos líquidos, os recursos líquidos qualificados incluem dinheiro em cada moeda no Banco Central e em bancos comerciais com *rating* (notação de risco crédito) aceitável, linhas de crédito comprometidas, *swaps* de taxa de câmbio e *repos*⁵⁵ comprometidas, bem como colateral tido em custódia e investimentos que estão disponíveis e convertíveis em *cash* com acordos ou pré-acordos de capitalização altamente confiáveis;

⁵⁴ Similar a um fundo de compensação.

⁵⁵ Acordos de recompra (*Repurchase Agreement*)

- Uma IMF deve determinar o montante e testar regularmente a suficiência dos seus recursos líquidos através de testes de *stress* rigorosos;
- Ao fazer os testes de *stress*, a IMF deve considerar uma grande variedade de cenários possíveis que devem incluir: o pico histórico da volatilidade dos preços; a mudança em outros factores do mercado como os determinantes do preço e *yield curves*; múltiplos incumprimentos ao longo de vários horizontes; pressões simultâneas nos mercados de activos e financiamento.

Um outro aspecto relevante tem a ver com a cedência de crédito *intraday*. Quando uma IMF cede um crédito *intraday* a um participante, pode aumentar a pressão na liquidez no evento de um incumprimento do participante. Mesmo com colateral, pode acontecer que a IMF não terá a oportunidade de converter rapidamente o colateral em dinheiro. Se a IMF não tiver dinheiro suficiente para cumprir com todas as suas obrigações com os seus participantes, existirá uma falha no processo de liquidação, podendo despoletar um risco de crédito e/ou, posteriormente, sistémico.

A IMF pode reduzir a procura por liquidez dos seus participantes através do fornecimento de informação e sistemas de controlo aos seus participantes para os ajudar a gerir as suas necessidades de liquidez e riscos.

5.4. Gestão do Risco de Negócio

É importante que a IMF identifique e monitore o seu risco de negócio, retendo activos líquidos suficientes, financiados por capital próprio, para cobrir perdas potenciais resultantes das suas operações, de modo que a sua actividade não seja afectada, caso as referidas perdas se materializem. Assim sendo, a IMF deve considerar os seguintes aspectos:

- Uma IMF deve ter sistemas de gestão e controlo robustos para identificar, monitorar e gerir o risco de negócio;
- Uma IMF deve deter activos líquidos financiados por capital próprio para que ela possa continuar com as suas operações e serviços na ocorrência de perdas devido ao negócio;
- Uma IMF deve manter um plano de recuperação viável e deve ter activos líquidos suficientes financiados por capital próprio para implementar este plano. No mínimo, uma IMF deve deter activos líquidos correspondentes a 6 meses de custos operacionais correntes.

O risco de negócio também inclui qualquer potencial imparidade⁵⁶ da posição financeira como consequência de um declínio no seu rendimento ou no aumento dos seus custos, ao ponto de os custos excederem as receitas resultando, assim, em perdas. Esta imparidade pode ser causada por má execução do plano de negócio, *cash-flows* negativos ou custos operacionais altos ou inesperados.

Assim, é importante que a IMF mantenha activos líquidos financiados por capital próprio para que possa continuar com as suas operações e serviços em funcionamento, caso experimente perdas ligadas ao negócio.

5.5. Gestão do Risco de Custódia e Investimento

Uma IMF deve salvaguardar os seus activos e os activos dos seus participantes e minimizar o risco de perda e de atraso ao acesso a estes activos. Ao gerir o risco de custódia, deve-se ter em conta os seguintes aspectos:

- Uma IMF deve salvaguardar os seus activos e os activos dos seus participantes em entidades supervisionadas e regulamentadas

⁵⁶ um activo fixo (tangível ou intangível) está em imparidade quando a sua quantia recuperável é inferior à quantia escriturada contabilisticamente.

que têm práticas de contabilidade robustas, processos de custódia e controlos internos;

- Uma IMF deve ter acesso imediato aos seus activos e aos activos dos seus participantes quando necessário;
- Uma IMF deve avaliar e entender a sua exposição aos seus bancos de custódia;
- A estratégia de investimento de uma IMF deve ser consistente com a sua estratégia geral de gestão de risco.

Assim sendo, uma IMF deve avaliar e entender as suas exposições ligadas aos bancos de custódia ou bancos custodiantes⁵⁷, tendo em conta a dimensão completa da sua relação com cada banco. Por exemplo, uma instituição financeira pode servir uma IMF como um banco de custódia e ao mesmo tempo servir uma outra IMF como banco de liquidação e fornecedor de liquidez. O banco de custódia também pode ser um participante da IMF e oferecer serviços de compensação para outros participantes. Quando possível, uma IMF deve considerar o uso de vários *custodiantes* para a guarda dos seus activos, de modo a diversificar a sua exposição a um único *custodiante*.

A estratégia de uma IMF para o investimento dos seus activos e dos seus participantes deve ser consistente com a sua estratégia geral de gestão de risco e completamente divulgada aos seus participantes. Ao fazer as suas escolhas de investimentos, uma IMF não deve permitir que a procura por lucros comprometa a sua segurança financeira e a sua gestão de liquidez.

⁵⁷ Entidades que têm a função, no âmbito do MVM, de guarda (custódia) de valores mobiliários.

5.6. Gestão do Risco Operacional

O risco operacional é o risco que, por exemplo, deficiências nos sistemas informáticos, processos internos possam resultar numa redução, deterioração ou quebra de serviços oferecidos pela IMF. Falhas operacionais podem prejudicar a reputação ou confiança tida na IMF, trazer consequências legais e resultar em perdas financeiras para a IMF, participantes e outras entidades.

Deste modo, ao mitigar o risco operacional, deve-se ter em conta os seguintes aspectos:

- Uma IMF deve estabelecer *frameworks* robustos de gestão de riscos operacional com sistemas, políticas, processos e controlos apropriados para identificar, monitorar e gerir os riscos operacionais;
- Uma IMF deve ter um plano de continuidade de negócio que cuide de eventos que coloquem riscos significativos e que possam interromper as suas operações;
- Em conjunto, uma IMF deve identificar, monitorar e gerir os riscos das suas operações que possam impactar outras IMFs.

Em geral, a gestão do risco operacional é um processo contínuo que engloba: avaliação dos riscos, definição de uma tolerância aceitável para os riscos e implementação dos controlos de riscos. Uma IMF deve rever e testar periodicamente, ou quando necessário, os seus acordos com participantes, políticas e processos operacionais, principalmente quando ocorrem mudanças significativas no sistema ou quando houver um grande incidente.

O risco operacional pode surgir de fontes internas e externas. As fontes internas de risco operacional incluem: identificação ou entendimento inadequado de riscos e os controlos e processos necessários para os limitar e gerir; controlo inadequado de sistemas e processos;

filtração inadequada do pessoal; e de forma geral, gestão inadequada. As fontes externas de risco operacional incluem a falha de um fornecedor de serviços críticos ou utilidades ou eventos que afectam uma área vasta como desastres nacionais, terrorismo e pandemias.

Assim, é importante ter em atenção o capital humano. Os funcionários de uma IMF devem ser capazes de operar o sistema de forma segura e eficiente, seguindo constantemente os processos operacionais e de gestão de risco durante as circunstâncias normais e anormais. Assim, uma IMF deve implementar políticas de recursos humanos para contratar, treinar e reter pessoal qualificado mitigando assim os efeitos das taxas altas de *turnover*⁵⁸ ou o risco de pessoas-chaves⁵⁹.

De igual modo, uma IMF deve ter um plano de continuidade que inclui processos claramente definidos para gestão de eventos de crise. O plano, por exemplo, deve tratar da necessidade de uma entrada rápida de uma equipa de gestão de crises, bem como processos para consultar e informar rapidamente os participantes, IMFs independentes, autoridades e outros.

Finalmente, uma IMF que depende ou terceiriza partes das suas operações para uma outra IMF ou fornecedor de serviços deve assegurar que aquelas operações têm o mesmo grau de requisitos que teriam se fossem operações internas. Alguns fornecedores podem ser críticos, como aqueles que criam interdependências ambientais em que várias IMFs ou alguns dos seus participantes-chave dependem dos seus serviços. Assim, a IMF que terceiriza as suas operações a fornecedores-críticos deve divulgar a natureza e dimensão desta dependência aos seus participantes.

⁵⁸ Entenda-se como processo contínuo de rotação de quadros numa organização, o que pode colocar em causa a confiabilidade dos processos e procedimentos, bem como os sistemas tecnológicos.

⁵⁹ Colaboradores que em caso de ausência colocam em causa o funcionamento da instituição.

5.7. Gestão de Risco de Interdependência e Relações entre IMFs e outras Entidades

Uma interligação é uma serie de acordos contratuais e operacionais entre duas ou mais IMFs que conectam as mesmas directamente ou através de um intermediário. Assim, uma IMF pode estabelecer uma interligação com uma outra IMF que exerce uma função similar com o propósito de expandir os seus serviços para mais instrumentos financeiros, mercados ou instituições.

Deste modo, se uma IMF estabelece uma interligação, ela deve identificar, monitorar e gerir todos os riscos ligados a esta interligação (interdependência), incluindo os riscos legais, operacionais, de crédito e de liquidez, de modo que os mesmos não afectem a estabilidade das outras interligações com outras entidades e IMFs.

Assim sendo, uma IMF que estabelece uma interligação com uma ou mais IMFs deve identificar, monitorar e gerir os riscos provenientes destas ligações, tendo em atenção os seguintes aspectos:

- o Uma interligação entre IMFs deve ter uma base legal bem estruturada, em todas as jurisdições relevantes, que suportam a sua estrutura/constituição e providenciam protecção adequada para as IMFs envolvidas;
- o Um DCT de investidores só deve estabelecer uma interligação com um DCT de emitentes se o acordo fornecer um alto grau de protecção para os direitos dos participantes;
- o Um DCT de investidores que utiliza um intermediário para operar uma ligação com um DCT de emitentes deve medir, monitorar e gerir riscos adicionais que advenham do uso de um intermediário;
- o Antes de criar uma interligação com uma outra CPC, a CPC deve identificar e gerir as potenciais consequências de um incumprimento da outra CPC;

- o Um RT deve cuidadosamente avaliar os seus riscos operacionais adicionais ligados as suas interligações para assegurar a confiabilidade do sistema tecnológico e recursos relacionados.

Portanto, se a IMF tem uma importância global ou tem outras IMFs interdependentes deverá criar, testar e rever os sistemas apropriados para os acordos de gestão de riscos transfronteiriços.

6. Supervisão das Infraestruturas de Mercado

Os supervisores/reguladores do sistema financeiro devem ter em atenção os diversos riscos que poderão colocar em causa o bom funcionamento do segmento de mercado que regulam ou, de um modo geral, do sistema financeiro como tal. Assim, destacamos alguns riscos que os reguladores do sistema financeiro deverão ter sob controlo:

- Risco Sistémico;
- Risco Reputacional;
- Riscos de Regulação.

6.1. Risco Sistémico

O risco sistémico é geralmente usado para descrever a fragilidade do sistema financeiro como um todo, distinguindo-se dos riscos que uma única empresa ou participante do mercado pode enfrentar. Entretanto, teoricamente, qualquer empresa, pessoa, governo, autoridade financeira, ou mercado pode, potencialmente, desencadear instabilidade financeira.

Adicionalmente, o risco sistémico pode ser definido como o risco de um dado evento desencadear a deterioração da confiança e a intensificação da incerteza sobre uma extensão substancial do sistema financeiro, com elevada probabilidade de repercussão adversa sobre a economia real. Tais efeitos poderiam ser originados por rupturas nos

sistemas de pagamentos ou nos fluxos de crédito ou pela destruição massiva do valor de activos financeiros. Assim, todas as tipologias de intermediários, mercados e infraestruturas são, em certa medida, sistemicamente importantes.

O risco sistémico tem uma construção diferente dos demais riscos. O potencial de risco sistémico fornece uma base racional para o controlo do mercado financeiro, intervenção ou regulamentação. A agenda da análise do risco sistémico tem como objectivo fornecer orientações práticas sobre as consequências de determinadas políticas e ajudar a antecipar possíveis falhas ou disfunções nos mercados financeiros.

Relativamente ao mercado de valores mobiliários existem um conjunto de factores de risco sistémico, nomeadamente:

- Dimensão do mercado, do produto ou da exposição;
- Concentração do mercado;
- Liquidez;
- Comportamento dos participantes;
- Transparência;
- Estrutura de Incentivos;
- Alavancagem;
- Interconectividade ou interdependência;
- Regulação;
- Substituibilidade e Estrutura Institucional;
- Complexidade dos produtos;
- Integridade do mercado e a eficiência.

Em 2009, o FMI, o FSB e o BIS estabeleceram uma abordagem para avaliar a importância sistémica, esboçando três principais critérios para avaliar a importância sistémica de empresas, mercados ou instrumentos, que incluem:

- **Dimensão** – volume de serviços financeiros prestados pela componente individual do sistema financeiro;
- **Substituibilidade** – a medida em que os outros componentes do sistema podem fornecer os mesmos serviços, no caso de uma falha; e
- **Interconectividade** – vínculos com outros componentes do sistema.

6.2. Risco Reputacional

Entende-se por risco reputacional ou risco de reputação o que está subjacente a eventos que afectam negativamente a reputação de uma organização. É uma ameaça ou perigo para o bom nome ou posição de uma empresa ou entidade e, potencialmente, de um país.

O Risco de reputação pode ocorrer:

- Directamente – como o resultado das acções da própria organização;
- Indirectamente – devido às acções de um colaborador ou colaboradores;
- Tangencialmente – através de outros *stakeholders*, como parceiros ou fornecedores.

A reputação dos reguladores de valores mobiliários – e não só – é um activo de extrema importância que deve ser protegido e permanentemente melhorado, trazendo as seguintes vantagens:

- Garante uma maior eficiência do *Enforcement* da legislação relevante do perímetro de regulação;
- Aumenta o nível de confiança dos investidores, no sentido de que os mesmos sentem maior conforto em relação à sua protecção;

- Fomenta o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, visto que permite maior atracção dos investidores.

6.3. Riscos de Regulação

O risco de regulação está associado aos problemas decorrentes (i) de regulações novas e pré-existentes (impacto adverso da regulação), entre estes a regulação discriminatória, (ii) de um ambiente regulatório instável ou imprevisível (iii) ou de regulação inexistente (lacuna regulamentar), bem como do seu impacto sobre o objectivo da regulação.

O impacto adverso da regulação pode consubstanciar-se no agravamento do custo de produção do serviço por parte do regulado (muito frequente nas multinacionais) ou no agravamento de determinada forma de risco. Um dos motivos que torna o impacto adverso da regulação relevante para o Regulador é o facto de as empresas sujeitas à regulação, na maior parte dos casos, fazerem repercutir os custos nos consumidores finais.

As lacunas regulamentares podem ter natureza interna ou externa. Relativamente às lacunas internas, no âmbito dos reguladores de valores mobiliários, poderia surgir de acontecimentos imprevistos referentes às:

- Actividades que são actualmente reguladas ou, com base em uma avaliação do seu risco potencial, são reguladas de forma mais leve;
- Actividades no mercado isentas de regulamentação e supervisão; e
- Novas actividades que os reguladores ainda têm de resolver.

Por outro lado, as lacunas regulatórias ocorrem também quando um elemento específico do mercado requer supervisão, mas está isento de qualquer forma de supervisão regulatória. Uma possível consequência não intencional de isenções é que qualquer descuido, às vezes, pode

causar que os mercados sejam menos transparentes, o que pode favorecer a acumulação de riscos excessivos.

Por fim, as novas actividades do mercado, muitas vezes resultam em lacunas de regulamentação, devido à sua complexidade, ao tempo necessário para desenvolver uma resposta regulatória adequada e à assimetria de informações entre o regulador e os participantes do mercado. O risco criado, assim, será agravado se o elemento em questão crescer substancialmente em tamanho ou importância, visto que os reguladores precisariam de mais tempo para desenvolver uma resposta adequada.

Quanto às lacunas regulamentares externas, estas podem surgir quando uma área sistemicamente importante do mercado escapa à competência dos reguladores de valores mobiliários. O Risco pode encontrar a sua fonte em instrumentos que, por definição, não constituem títulos ou em entidades/mercados sobre os quais os reguladores de valores mobiliários não têm autoridade de supervisão.

Pode ser que o instrumento, entidade ou mercado seja supervisionado por um outro regulador, mas de uma forma diferente, ou simplesmente não regulada. No primeiro cenário, será necessário que o regulador de valores mobiliários coopere e coordene com o outro regulador, a fim de garantir que as suas preocupações sejam abordadas. No segundo caso, deve-se considerar trazer a área para dentro do seu perímetro de regulação.

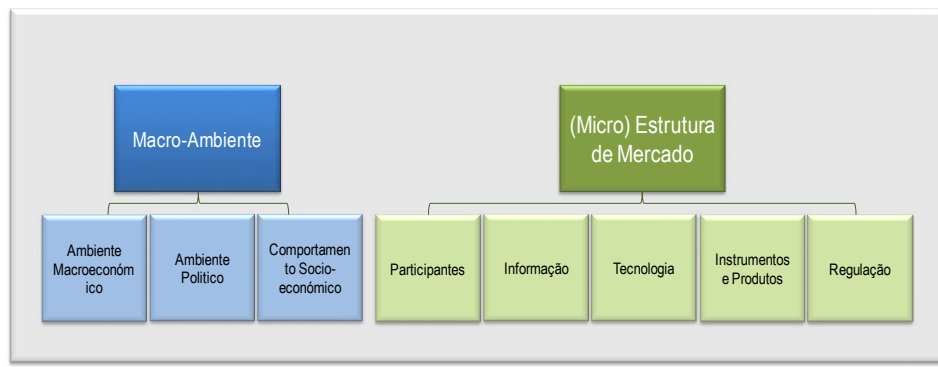
Adicionalmente, as lacunas externas de regulação podem ser criadas quando uma actividade do mercado é duplicada fora da jurisdição dos reguladores. Funcionalmente, actividades semelhantes devem ser reguladas de forma similar. Além disso, como o mercado de valores mobiliários está cada vez mais interligado com o resto do sistema financeiro, o risco pode ser originário de outros segmentos regulados, tais como os sectores bancário e de seguros. Isso reforça aos reguladores de valores mobiliários a necessidade premente de assumir um papel mais activo nos esforços globais para enfrentar o risco sistémico.

6.4. Ferramentas para Mitigar o Risco Sistémico

De acordo com o Princípio 6 da IOSCO, o regulador deve ter ou contribuir para um processo de monitoramento, mitigação e gestão do risco sistémico, apropriado para o seu mandato. Ademais, os reguladores devem ter em conta a protecção dos investidores, a integridade do mercado e o bom andamento dos negócios como factores que contribuem para a redução do risco sistémico.

Assim, a IOSCO dá uma grande importância ao risco sistémico, o que tem levado os reguladores do mercado de valores mobiliários de diversos países, dentre eles Angola por via da Comissão do Mercado de Capitais, a implementarem um conjunto de reformas que contribuem para a estabilidade financeira, visando a redução de vulnerabilidades e potenciais fontes de risco sistémico.

Deste modo, um conjunto de indicadores são usados para monitorar e mitigar o risco sistémico. Segundo a IOSCO, os indicadores do risco sistémico podem ser agrupados em macro e micro indicadores:



Fonte: IOSCO Research Department

Com base nestes dois tipos de indicadores (macro e micro), é possível realizar tanto análises *Top-down*, como análises *Bottom-up*.

- *Análise Top-down* – A análise que começa nos indicadores da economia global, prestando atenção aos indicadores macroeconómicos, e focando-se na análise do sector, ou indicadores de nível micro.
- *Análise Bottom-up* – É o contrário da análise *Top-down*. Inicia-se a análise olhando para entidades ou produtos específicos dentro do mercado de valores mobiliários.

É importante referir que a nível do mercado financeiro angolano foi instituído o Conselho Nacional de Estabilidade Financeira (CNEF)⁶⁰ que reúne, entre outros *Stakeholders*, os supervisores do sistema financeiro angolano a nomeadamente a Agência Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros (ARSEG), o BNA e a Comissão do Mercado de Capitais (CMC). O CNEF tem a finalidade de promover mecanismos de cooperação que visem a estabilidade do sistema financeiro e prevenção de crises sistémicas no sistema financeiro angolano.

À parte às acções do CNEF, a CMC tem já assinado protocolos de cooperação com o BNA e ARSEG no sentido de estabilizar as acções de supervisão numa base consolidada das instituições de mercado do sistema financeiro como um todo, pois uma falha numa zona “cinzenta” pode culminar numa falha de controlo dos órgãos de supervisão e consequentemente num risco sistémico.

6.4.1. Indicadores Macro

Estes indicadores são úteis na medida em que os reguladores de valores mobiliários podem achar necessário conhecer a evolução de indicadores de nível macro relevantes para os mercados de valores mobiliários, assim como perceber como eles poderiam afectar o comportamento dos participantes do mercado e investidores. Os indica-

⁶⁰ O CNEF foi extinto, sendo as funções que exercia passadas para a esfera do BNA.

dores macros que os reguladores de valores mobiliários podem querer monitorar incluem:

- Dados macroeconómicos (por exemplo: taxas de juro, taxa de inflação, taxas de crescimento económico, mudanças na oferta monetária e o crescimento do crédito, programas de compra de activos por parte do Banco Central, empréstimos interbancários, entre outros);
- Sustentabilidade da dívida fiscal – dívida soberana – e do endividamento global do mercado, emittentes ou indivíduos no agregado;
- Indicadores de desvios de valor de activos a longo prazo (por exemplo, Q de Tobin);
- Os preços dos activos e respectivos *spreads*;
- Movimento dos fluxos internacionais de capitais;
- O ambiente geopolítico; e
- Indicadores de risco sistémico desenvolvidos por outras organizações (por exemplo, do FMI, do BCE⁶¹, BIS e FSB⁶²).

6.4.2. Indicadores Micro

Os reguladores de valores mobiliários devem acompanhar a evolução ao nível micro para avaliar problemas resultantes de lacunas de conhecimento, lacunas de regulação, e como medida de transparência. Os indicadores de nível micro podem incluir:

- Rápidos desenvolvimentos de alguns segmentos de mercado;
- O crescimento de determinados participantes;

⁶¹ Banco Central Europeu

⁶² *Financial Stability Board*

- A concentração de posições em determinados segmentos de mercado;
- Opacidade dos mercados primários e secundários;
- Divulgação de informação inadequada ou excessivamente complexa;
- Forte dependência de modelos de risco de crédito ou de avaliações, especialmente para a gestão de riscos de novos produtos;
- Rápidos avanços na tecnologia; e
- Mudanças na estrutura do mercado.

Os reguladores também podem querer monitorar aqueles indicadores de nível micro relacionados com fontes específicas de risco sistémico nos mercados de valores mobiliários. Na maioria das vezes, é uma combinação desses indicadores que permite avaliar o potencial de risco sistémico.

7. Conclusões

As Infraestruturas de Mercado são entidades indispensáveis para o asseguramento do pleno funcionamento dos mercados financeiros. Entretanto, elas próprias são fontes de risco que podem comprometer os mercados financeiros e a economia no geral.

Assim, é importante acautelar os principais riscos inerentes à própria actividade das IMFs, tais como o risco de negócio, legal, operacional, de crédito, de custódia e investimento, de liquidez e de interdependência e o risco sistémico.

A nível do regulador é importante acautelar o risco reputacional, de regulação e o risco sistémico. Relativamente ao risco sistémico o regulador deverá ter em conta, para sua mitigação, os indicadores micro e macro. O primeiro ligado à estrutura do mercado (IMF) e o segundo ao macro-ambiente (indicadores macroeconómicos).

Portanto, as IMFs quando são eficientes e seguras permitem a mitigação do risco sistémico, assim como de todos outros riscos que podem comprometer o seu funcionamento, bem como do mercado. Deste modo é recomendável a utilização de procedimentos que permitam gerir e mitigar todos os riscos inerentes às actividades das IMFs. Estes procedimentos resumem-se em:

- o Estruturação de uma base legal sólida e robusta;
- o Implementação de infraestruturas tecnológicas que assegurem a fiabilidade e segurança das informações e outros dados relevantes;
- o Estabelecer limites de crédito para os participantes no *intraday*;
- o Ponderar os limites de investimento a serem efectuados pela IMF,
- o Não estar exposto a uma única entidade de custódia, compensação e liquidação.

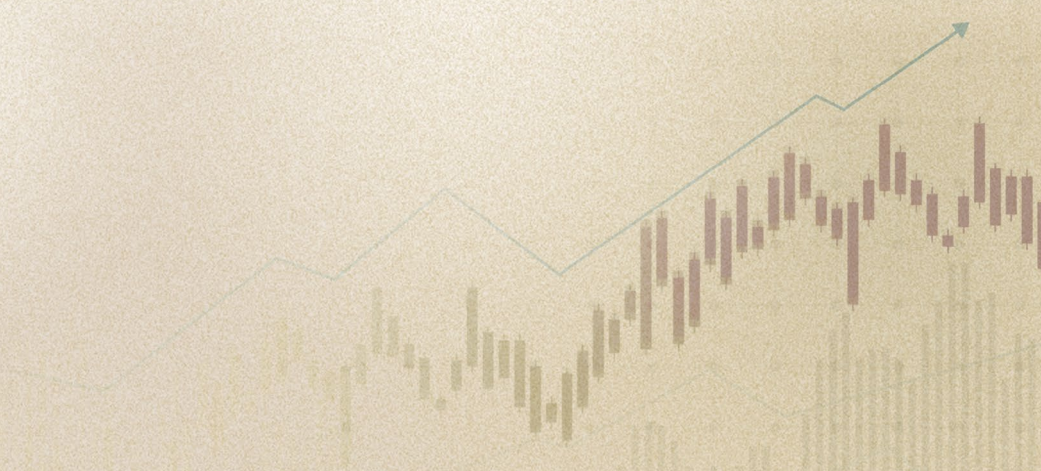
Bibliografia

- *Bank for International Settlements (2012). **Principles for financial market infrastructure.***
- *Bank for Internacional Settlements (2008). **As interdependências de Sistemas de Pagamentos.***
- *Bank for International Settlements (2016). **Guidance on Cyber Resilience for Financial Market Infrastructures.***
- GARP, Philippe Jorion (2007). ***Financial Risk Manager. John Wiley.***
- Financial Stability Board (2010). ***Implementing OTC Derivatives Market Reforms.***
- IOSCO (2014). ***Risk Identification and Assessment Methodologies for Securities Regulators.***



OS DESAFIOS DAS PRIVATIZAÇÕES EM ANGOLA

Por: **Aldemiro Gonçalves**





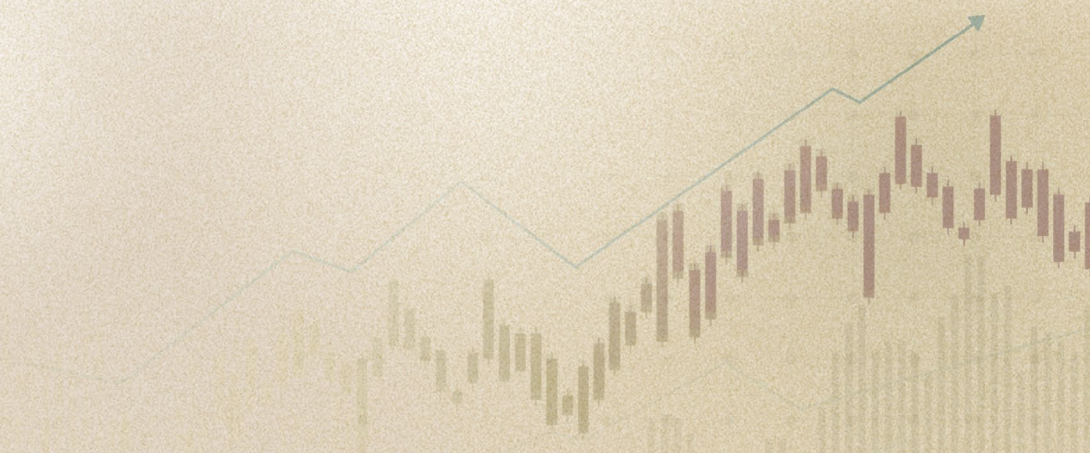
ALDEMIRO GONÇALVES

Aldemiro Gonçalves desempenhou as seguintes funções:

- 1- Director do Gabinete Jurídico da Agência Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros;
- 2- Membro do Conselho Técnico da Agência Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros;
- 3- Assessor do Conselho de Administração da Comissão do Mercado de Capitais 2019-2022;
- 4- Assistente do Presidente da Comissão do Mercado de Capitais-2018;
- 5- Coordenador Adjunto do Comité de Avaliação e Impacto Regulatório da CMC;
- 6- Membro da Comissão de Liquidação da International Seguros;

Possui as seguintes qualificações académicas:

- 1- Mestrando em Direito das Empresas pela Universidade Católica de Angola;
- 2- Mestrando em Direito do Mercado Financeiro pela Universidade Nova de Lisboa;
- 3- Curso Especializado em Valores Mobiliários pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários do Brasil BR em Parceria com a B3;
- 4- Curso especializado em Valores Mobiliários pelo Instituto de Valores Mobiliários de Portugal;
- 5- Licenciado em Direito Pela Universidade Católica de Angola;
- 6- Assistente em Direito Administrativo na Universidade Católica de Angola, actual!
- 7- Assistente de Introdução ao Direito na Universidade Católica de Angola;
- 8- Assistente de Direito Económico na Universidade Católica de Angola até 2021;
- 9- Frequentou o Programa 2021 IOSCO – PIFS-HLS Global Certificate Programa for Regulators of Securities Market – Phase I – Program on International Financial Systems and Harvard Law School



OS DESAFIOS DAS PRIVATIZAÇÕES EM ANGOLA

Há inúmeras questões ligadas às privatizações que carecem de esclarecimentos, tais como: *O que é uma privatização? Por que privatizar? Quais as vantagens? Que impacto terá na vida dos trabalhadores das empresas privatizadas?*

O conceito de privatização não é uniforme, varia de autor para autor. Entretanto, uma privatização é compreendida, em sentido amplo, como uma técnica através da qual o Estado reduz ou modifica a sua intervenção na economia em favor do sector privado, quer como Estado-empresário, quer como Estado-regulador e fá-lo de diversas formas, nomeadamente: (i) a transição de um modelo de estruturação jurídica e de gestão pública para um modelo de estruturação jurídica e de gestão privada de um dado organismo ou serviço público, sem alteração da integração na esfera pública, (ii) submissão de uma entidade pública a um regime de direito privado, (iii) a supressão da intervenção pública de natureza regulatória num determinado sector, (iv) a eliminação da proibição de acesso de entidades privadas à certa actividade até aí vedada ao sector privado (ou, é o mesmo, reservada ao sector público)⁶³. *Em todo o caso, no presente artigo vamos nos ater apenas à problemática da privatização em sentido restrito, que se prende com a transferência de empresas e/ou activos públicos para a esfera do privado.*

⁶³ Martins, José Pedro Fazenda, PROTÁSIO, Manuel, RUIZ, Nunes, CUNHA; Olavo Paulo, PINHEIRO, Paulo, Santos, Pedro Cassiano, OLIVEIRA, Rodrigo Esteves. Privatizações e Reprivatizações, Comentário à Lei-Quadro das Privatizações, Edições Almedina, Pág 11, 2011.

Se África é o berço da humanidade, historicamente, podemos considerar o continente europeu como o berço do processo de privatização. Esta realidade surgiu posteriormente à Segunda Guerra Mundial e está associada à insustentabilidade financeira e política do Estado Social Provedor. Historicamente, as privatizações surgem num contexto de liberalização económica e política. No séc. XX, temos duas grandes potências associadas a uma nova onda neo-liberal, de um lado, os Estados Unidos com Ronald Reagan e, de outro, o Reino Unido com Margareth Thatcher⁶⁴. Dentre os programas pioneiros respeitantes a privatizações, podemos citar, de forma meramente exemplificativa, a venda das acções da Volkswagen, em 1961, na República Federal da Alemanha e as (re)privatizações ocorridas no Chile nos anos 70 e 80. Todavia, foi na Inglaterra, no período entre 1979 e 1996, onde ocorreu o caso de maior referência na história das privatizações, através da realização de 59 ofertas públicas e 88 vendas de carácter privado, rendendo cerca de USD 120 biliões para o Estado Inglês. O êxito do programa inglês, influenciou países como Japão, França, Espanha, Itália, Rússia, Portugal, China, Indonésia, Brasil, Canadá, Argentina, México, Gana, Quênia, entre outros, a trilharem o mesmo caminho.

Em Angola, podemos dividir as privatizações, do ponto de vista material⁶⁵, em dois períodos, e do ponto de vista legal, essencialmente, em dois períodos também. Relativamente ao primeiro, é importante dar

⁶⁴ Da Graça, Liliana Moreno Brito. REFORMAS ECONÓMICAS EM CABO VERDE: PRIVATIZAÇÕES E SUAS IMPLICAÇÕES SOCIAIS Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Centro de Estudos Africanos da Universidade do Porto, como exigência parcial para obtenção do grau de mestre em Estudos Africanos. 2009.

⁶⁵ Até 2017, data de publicação do presente artigo agora republicado com alterações pontuais. Actualmente, estruturaria o artigo em três períodos por conta do Programa de Privatizações 2019-2022, aprovado pelo Decreto Presidencial n.º 250/19, de 5 de Agosto, no âmbito da reforma das finanças públicas, com o objectivo de aumentar a produtividade da economia nacional, distribuição mais equitativa do rendimento nacional e a promoção da estabilidade macroeconómica. Prevê a privatização de 195 empresas/activos alvo de actualizações, pelos Decretos Presidenciais n.º 44/21, de 19 de Fevereiro, e n.º 182/21, de 28 de Julho, fixando o total de activos em 179. Destas, 104 serão via concurso público, 50 via Leilão Eletrónico, 9 via Concurso Limitado por Prévia Qualificação, 8 em Oferta Pública Inicial, 7 via Leilão em Bolsa. Fonte: Estatística/Dashboard MINFIN do IGAPE. igape.minfin.gov.ao.

nota do “Programa de Privatização” de 1990–2000, neste programa, privatizou-se cerca de 409 empresas, num total de 1.533 unidades de negócio, as quais foram adjudicadas a 19.920 angolanos. No total, o Estado arrecadou cerca de USD 100 milhões com a privatização destas empresas.

Um segundo “Programa de Privatizações”, seria o de 2001–2005, aprovado pelo Decreto n.º 74/01 de 12 de Outubro de 2001, que definia objectivos de reestruturação para 93 empresas sob controlo estatal, das 93 empresas previstas no Programa, foram cumpridos, total ou parcialmente, os objectivos definidos para 20 empresas, o que significa um grau de execução de 22%. No período 2001–2009, o valor total de adjudicação foi de USD 132 milhões, relativos a 51 processos. A privatização das empresas Cuca, Eka, Nocal e N’Gola e a alienação da participação social detida na Coca-Cola representam cerca de 77% deste montante.

Do ponto de vista legal, o primeiro “ensaio” de privatizações em Angola deu-se por força dos Decretos n.º 32/89 e 33/89 de 15 de Julho, e do Decreto n.º 36/89 de 22 de Julho que definiram o quadro Legal das Privatizações e criaram o Gabinete de Redimensionamento Empresarial. Em 1994, foi publicada a Lei n.º 10/94 de 31 de Agosto, (Lei das Privatizações) que foi posteriormente alterada pela Lei n.º 8/03 de 18 de Abril⁶⁶.

Se olharmos para o panorama e contexto histórico, veremos que o cenário económico e os fundamentos que impeliram os Estados a recorrerem à privatização de empresas na Europa, na América e até em certos países de África e da Ásia, são quase os mesmos, isto é, estão relacionados, nomeadamente, à alteração do modelo/sistema económico, à redução do papel activo do Estado na economia, abater a dívida pública externa e interna através da arrecadação de receitas, impulsionar o crescimento do sector privado e, mais recentemente,

⁶⁶ Actualmente, dividia os momentos em dois, esta é uma análise que reporta a Dezembro de 2017. Recentemente foi aprovada a Lei da Bases das Privatizações, Lei n.º 10/19 de 14 de Maio, com base na qual foi aprovado o Programa de Privatizações (PROPRIV), por meio do Decreto Presidencial n.º 250/19 de 5 de Agosto

passou a ser também o desenvolvimento do mercado de capitais e consequentemente a economia.

Curiosamente, com as necessárias adaptações, Angola viveu e vive hoje, com maior intensidade, o mesmo cenário da maior parte dos países que recorreram à privatização. O Executivo Angolano tomou ciência deste facto, não apenas agora atendendo ao histórico de privatizações em Angola, mas na década de 90, aliás, a actual estratégia de privatização não é “nova”, tal como expressa o Plano Intercalar do Executivo para o período de Outubro de 2017 a Março de 2018 sobre Medidas de Política e Acções para Melhorar a Situação Económica Actual, aprovado pelo Decreto Presidencial n.º 258/17 de 27 de Outubro, Onde lê-se: *o presente Decreto pretende “dar sequência ao projecto de redinamização do Programa de Redimensionamento e Reestruturação do Sector Empresarial Público”, pelo que se insere na continuação de um programa que teve início nos anos 90, conforme frisado acima.*

Certamente, levantar-se-ão posições contrárias ao retomar desta política económico-financeira do Executivo, sobretudo numa realidade de um país com heranças económicas socialistas do ponto de vista da filosofia económica e financeira e, por isso, com reticências em relação à ideia de alienação de activos do Estado. Importa salientar que determinados programas de privatizações tiveram sucesso, outros nem tanto, mas, no essencial, a privatização tem vantagens⁶⁷ para a economia, conforme observação histórica. O sucesso ou insucesso depende de muitos factores, nomeadamente, do trabalho a ser realizado pelo Executivo, da imparcialidade e transparência no processo, do modelo de privatização a ser implementado para o efeito, devendo reflectir a realidade política, económica, financeira e social angolana.

Assim, dentre muitos, o Executivo tem desafios preliminares à concretização das privatizações, desafios aquando da execução do pro-

⁶⁷ Tornar as empresas mais eficientes e lucrativas, liberalização económica, permitir que mais pessoas detenham participações em empresas de referência.

grama e até desafios uma vez concluído o programa, que passam, no essencial, pelo seguinte:

- a) Reconhecimento fundamentado, político, económico e financeiro da necessidade de se privatizar⁶⁸;
- b) Necessidade urgente da revisão da actual Lei n.º 10/94, de 31 de Agosto, sobre as Privatizações, que está desconforme à realidade económico-financeira, política, legal e constitucional do país, que reclama uma nova legislação. Esta revisão deve, dentre muitos aspectos, sedimentar os objectivos da privatização, com realce para o fomento do mercado de capitais; Escolha da modalidade de privatização, estabelecimento da privatização via mercado de capitais como modalidade regra a par do concurso público, bem como redefinir o destino das receitas da privatização⁶⁹;
- c) Aprovação de um programa⁷⁰ de privatização com a identificação das empresas privatizáveis e o procedimento a ser utilizado considerando a natureza de cada uma delas, o sector em que estão inseridas, a dimensão, bem como a realidade financeira e organizacional⁷¹

⁶⁸ Penso que isto já foi dado com a aprovação do Plano Intercalar do Executivo para o período de Outubro de 2017 a Março de 2018 sobre Medidas de Política e Acções para Melhorar a Situação Económica Actual, aprovado pelo Decreto Presidencial n.º 258/17 de 27 de Outubro, portanto está reconhecida, pelo Estado, a necessidade de redimensionamento da economia. Na altura, do ponto de vista político, devia seguir-se a revisão do quadro legal, o que veio a ocorrer com a aprovação da Lei n.º 10/19 de 14 de Maio, Lei das Privatizações.

⁶⁹ O que veio a concretizar-se com a aprovação Lei n.º 10/19 de 14 de Maio, Lei das Privatizações.

⁷⁰ O que veio a concretizar com a aprovação do Programa de Privatizações (PRO-PRIV), por meio do Decreto Presidencial n.º 250/19 de 5 de Agosto

⁷¹ A privatização deve obedecer a um processo ou programa (político legislativo), digamos assim, de transferência, pelo Estado, de uma empresa da mão pública para o sector privado, isto é, um processo intencionalmente organizado e posto em marcha com vista a esse fim. Martins, José Pedro Fazenda, Protásio, Manuel, Ruiz, Nunes, Cunha; Olavo Paulo, Pinheiro, Paulo, Santos, Pedro Cassiano, Oliveira, Rodrigo Esteves. Privatizações e Reprivatizações, Comentário à Lei-Quadro das Privatizações, Edições Almedina, Pág 12, 2011.

- d) Obrigatoriedade da avaliação prévia da entidade do sector empresarial público ou do activo a privatizar;
- e) Preparação das empresas identificadas para a privatização, não devendo este processo ocorrer de forma automática. Daí que questões ligadas ao relato financeiro de acordo com as melhores práticas, ao *compliance* e à governação corporativa das empresas devem ser melhoradas, por forma a garantir-se a transparência e o apuramento do real valor das empresas;
- f) Definição do método mais adequado para alienar o património do Estado, recomendando-se uma alienação por lotes e de forma faseada, fundamentalmente nos sectores estratégicos da actividade económica;
- g) Dever-se-á também reflectir em diplomas paralelos, aspectos ligados ao estabelecimento de limites na concentração de capitais por parte de um só ou grupo de investidores, participação de entidades estrangeiras no capital das empresas e no tipo de posição e/ou privilégios que o Estado terá ao nível das empresas, são aspectos relevantes, objecto de discussão e reflexão noutras geografias.
- h) Sem desprimor das várias modalidades de privatização, a privatização via mercado de capitais (bolsa de valores), merece maior destaque, fundamentalmente, porque tem sido, nos últimos tempos, uma via privilegiada para a privatização de empresas estratégicas e de grande dimensão noutras latitudes. Aliás, o Executivo assumiu abertamente este compromisso, conforme consta do seu Plano Intercalar, onde se lê: *“promover o mercado de acções por via da privatização de empresas de referência”*. Esta operação (privatização via bolsa) ocorre através de uma Oferta Pública Inicial de Venda, prevista no artigo 194.º e 195.º do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pela Lei n.º 22/15, de 31 de Agosto.

- i) A privatização, através do mercado de capitais, acarreta consigo vantagens, que o concurso público e outras modalidades excepcionais não oferecem, tais como:
- i. Confiança e transparência do processo e das contas, fruto da fiscalização e/ou escrutínio do processo por parte de entidades reguladoras e supervisoras como a Comissão do Mercado de Capitais (CMC) e outros participantes do processo;
 - ii. Reforço da confiança externa e interna dos investidores em relação ao processo, que é fundamental, dada a necessidade de se atrair divisas e investimentos para o país;
 - iii. Aumento da liquidez, profundidade e crescimento do mercado de capitais;
 - iv. Dispersão do capital via mercado de capitais (bolsa), estimulando o aforro e permitindo uma ampla participação dos privados (pessoas singulares ou colectivas) nas empresas em privatização ou na economia, o que confere democraticidade ao processo e atenua as resistências sociais;
 - v. Garantia para os investidores de que a CMC obrigará o emittente a cumprir com a publicação de informações financeiras e não financeiras relevantes, sob pena de sanção.
 - vi. Protecção dos investidores, garantida pelo supervisor e pelos vários intervenientes no processo, fruto das responsabilidades a que estão submetidas nos termos da Lei.

Como qualquer outro processo, a privatização via mercado de capitais traz consigo também “inconvenientes” ou desvantagens, como por exemplo:

- i. Custos elevados na produção de informação para o mercado;

- ii. Custo com os intervenientes no processo na fase da preparação (analistas financeiros, intermediários, consultores, advogados, etc.);
- iii. Custos associados à manutenção da empresa cotada em mercado regulamentado, entre outros.

Para além de todos esses desafios, é ainda necessário:

- i. Melhorar o ambiente regulatório referente à atracção de investidores que aportarão capital para a aquisição destes activos;
- ii. Abertura da conta capital ou conta financeira e gizar-se esforços para o aumento das reservas internacionais líquidas, que, no geral, ditam a facilidade no repatriamento do capital investido;
- iii. Incentivos fiscais ao investimento para reforçar a probabilidade de atracção de investidores;
- iv. Melhorar a imagem e o ambiente político do país internacionalmente;
- v. Melhorar/retomar a relação com a banca correspondente;
- vi. Melhorar o ambiente judicial que é fundamental na tomada de decisão de investir.
- vii. Alteração da consciência política e da comunidade geral, no sentido de convencê-los de que a privatização, pode, a médio-longo prazo, melhorar a economia, aumentar os níveis de empregabilidade e, de que o Estado não pode ser o suporte de empresas não rentáveis, os dinheiros canalizados nestas empresas seriam melhor alocados em outras despesas públicas.

Por fim, está montado o caminho político para as privatizações no geral, e para a privatização via mercado de capitais, pese embora o impasse que se prende com a necessidade de revisão da Lei n.º 10/94, de

31 de Agosto, sobre as Privatizações, que será solucionado, conforme Plano Intercalar do Executivo, que prevê dentre outras a “*criação de princípios base e do quadro legal da privatização do património empresarial do Estado*”, pelo que, agora é uma questão de opção política do Executivo.

Aldemiro Gonçalves,

Artigo de Opinião, Revisto e Actualizado,
29 de Dezembro de 2017.



SOBRE A CMC

A Comissão do Mercado de Capitais resulta da produção dos primeiros estudos, em 1998, sobre a instituição de uma bolsa de valores em Angola e culminaram com a aprovação do Decreto 9/05 de 18 de Março de 2005, e na aprovação da Lei 12/05 de 23 de Setembro e na Lei 13/05 de 30 de Setembro.

MISSÃO, VISÃO E VALORES DA CMC

MISSÃO

Promover, regular, supervisionar e fiscalizar o mercado de capitais de forma a assegurar a sua integridade, eficiência, inovação e desenvolvimento sustentado, pautado pelo equilíbrio entre a protecção do investidor e a sua legítima confiança com a iniciativa dos seus participantes, assente na prevenção do risco sistémico.

VISÃO

Garantir a existência de um mercado de capitais transparente, dinâmico, eficiente e digno da confiança dos agentes económicos; e posicionar a CMC como organismo de supervisão dotado de competência e credibilidade.

VALORES:

Rigor

A CMC considera que o rigor - cumprir todos os procedimentos, ser exacto, restritivo, cuidadoso e exigente - é a garantia de um trabalho de qualidade, visando a excelência. O rigor consolida princípios,

processos, metodologias, comportamentos e formas de ser e estar. O rigor cria hábitos de trabalho eficazes e eficientes e reforça a certeza na concretização dos objectivos.

Integridade

No cumprimento da missão da CMC, cada um dos seus colaboradores executa as suas acções com honestidade, justiça, transparência e ética.

Independência

Para que a CMC possa cumprir a sua missão, é condição fundamental a de dispor de um mandato amplo e claramente definido, de tal modo que a sua actuação seja pautada por total autonomia na execução das suas acções, assim como na sua gestão patrimonial e administrativa.

Excelência

A CMC irá pautar a sua actuação pela busca permanente da excelência, deverá ser uma escola de referência para o sistema financeiro angolano.

Princípios

“Estamos Juntos”

Este princípio valoriza o espírito de equipa dos colaboradores da CMC. Ninguém na CMC é mais importante do que todos. Nenhuma Direcção, por si só, é mais importante que qualquer outra. Todas são importantes.

Todas as pessoas que trabalham na CMC têm o seu valor e a sua importância, porque o trabalho que realizam é determinante para fazer cumprir a visão e os objectivos da CMC.

Todas as pessoas são líderes do seu próprio trabalho, da sua própria actividade e responsáveis por aquilo que executam.

Cada colaborador representa a sua Direcção e a CMC. O produto do trabalho de um colaborador é o produto do trabalho da sua Direcção.

“Pensar CMC”

Pensar CMC significa um alinhamento de todos os colaboradores movidos pelo mesmo objectivo e pelos mesmos princípios. Todos colocam a CMC em primeiro lugar na sua vivência profissional e pessoal.

Pensar CMC significa que toda a equipa tem que conhecer a razão de ser da CMC, o que mobiliza a Presidente a querer que esta seja uma referência no mercado financeiro e a estratégia definida para o seu posicionamento.

As Pessoas são o capital mais importante da CMC, pois são elas que realizam as actividades necessárias para a concretização dos objectivos da CMC.

Todas as pessoas devem gostar do seu trabalho e, para isso, é necessário ter o maior domínio possível dos conhecimentos e das técnicas para melhor o executar.

“Ter Alma de Supervisor”

Compete à CMC, como autoridade de supervisão, garantir a integridade dos mercados de valores mobiliários, assegurando a protecção dos investidores contra manipulação, utilização de informação privilegiada ou outros abusos, bem como estimular a respectiva competitividade e eficiência.

Tendo “Alma de Supervisor”, dos colaboradores da CMC se espera que contribuam para:

- Estimular a formação da poupança e a sua aplicação em valores mobiliários;
- Promover a organização e funcionamento regular e eficiente do mercado de capitais;
- Assegurar a transparência do mercado de capitais e das transacções que nele se efectuam;
- Proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e actos ilegais;
- Garantir a divulgação de informação relevante para os agentes de mercado, e contribuir para a dinamização e implementação dos mercados financeiros em Angola.

“Pensar Liderança”

A liderança é um dos factores fundamentais e estratégicos para a concretização dos objectivos da CMC.

A liderança é o motor do desenvolvimento do capital humano da CMC, fonte de inspiração e exemplo a seguir.

O papel do líder na CMC é fazer crescer cada elemento da sua equipa, estimulando-o a querer ser cada vez melhor e mais profissional.

O líder encoraja as pessoas a trabalhar com elevados níveis de eficácia, fazendo-as acrescentar valor ao trabalho.

O líder deve ser necessariamente um modelo de referência, altamente orientado para a acção e para as pessoas. Ele é promotor de um ambiente dinâmico onde toda a equipa se sente motivada e empenhada em agir.

O papel do Líder na CMC é ajudar as pessoas a transformarem-se, fazendo-as chegar ao mais alto nível das suas competências.

A CMC tudo fará para que os seus líderes sejam inspiracionais, exercendo uma influência altamente positiva e energizante nos elementos das respectivas equipas.

As equipas são o reflexo da capacidade e do talento do seu líder. Tal paradigma reforça a responsabilidade do líder na CMC.

O papel dos colaboradores da CMC é ajudar o líder no processo da construção da sua área, tornando-a competitiva e altamente focada na concretização dos seus objectivos.

“Cultura de Serviço”

O objectivo de todos os colaboradores é satisfazer e, se possível, exceder as expectativas de todos os agentes envolvidos nos mercados de valores mobiliários: investidores (sejam eles institucionais ou individuais), emitentes, intermediários financeiros, outros protagonistas do sistema financeiro angolano.

Em todas as interacções, é da responsabilidade dos colaboradores da CMC garantirem que evidenciam comportamentos percebidos pelos interlocutores com elevado nível de excelência e que traduzem um elevado conhecimento da sua área de jurisdição.

Cada colaborador é uma peça fundamental na prestação de um serviço de qualidade. As interacções, sejam presenciais, por telefone ou por correio electrónico, são determinantes na percepção que os agentes externos possam ter acerca da qualidade do serviço que é entregue pela CMC.

Uma interacção menos boa de apenas um colaborador ou de apenas uma área interfere sempre na imagem generalizada que se constrói acerca da CMC.

Ética Profissional

Na regulação e supervisão do mercado de valores mobiliários, ser visto como uma entidade ética e com rígidos padrões de conduta é fundamental para gerar relações de confiança.

A cultura que predomina na CMC influencia poderosamente o comportamento ético dos seus colaboradores.

A ética e a competitividade são inseparáveis.

A honestidade é um valor intrínseco à ética, tal como a confiança.

Os quadros da CMC regem-se por um Código de Conduta.

Pensar Pessoas

As pessoas que trabalham na CMC são o seu principal activo. A harmonia e a boa comunicação existente entre todas as equipas da CMC são uma das prioridades da sua gestão.

Pensar Trabalho

O trabalho é o contributo de cada colaborador para a concretização da missão e dos objectivos da CMC. O trabalho corresponde a todas as tarefas e tipos de relações que se estabelecem dentro da CMC. O trabalho implica a existência de competências específicas por parte de cada colaborador, para realizar cada tarefa e as actividades com eficácia e eficiência. É através do trabalho que se mede a produtividade de cada colaborador. O desenvolvimento do trabalho promove relações interpessoais que devem ser sempre harmoniosas, positivas e produtivas. O trabalho deve ser fonte de auto realização e de crescimento pessoal. O trabalho só é fonte de realização pessoal quando é feito com paixão.

A PRESIDÊNCIA DA CMC AO LONGO DOS ANOS

Desde a sua criação em 2005, a CMC foi dirigida por: António Cruz Lima, como Presidente interino, de Dezembro de 2005 a Janeiro de 2011; Valentina Filipe, como Coordenadora da Comissão de Reestruturação da CMC, de Janeiro de 2011 a Janeiro de 2012; Archer Mangureira, como Presidente da CMC, de Janeiro de 2012 a Setembro de 2016; Vera Daves de Sousa, como Presidente da CMC, de Setembro de 2016 a Outubro de 2017; Mário Gavião , como Presidente da CMC, de Outubro de 2017 a Julho de 2020; Maria Uini Baptista, como Presidente da CMC, de Agosto de 2020 a Setembro de 2022 e, desde Setembro de 2022, é presidida pela Dra. Vanessa Simões, como Presidente do Conselho de Administração.

