

AP-50

L-20



**UNIVERSIDADE EDUARDO MONDLANE**

**UNIDADE DE FORMAÇÃO E INVESTIGAÇÃO EM CIÊNCIAS  
SOCIAIS**

**TRABALHO DE FIM DE CURSO**

**AUTOR: BRUNO AUGUSTO TEMBE**

**CONTRIBUTO DA BOLSA DE VALORES DE  
MOÇAMBIQUE NO PROCESSO DE PRIVATIZAÇÕES**

**A QUESTÃO DAS OFERTAS PÚBLICAS DE VENDA DE ACCÕES  
DO ESTADO E O FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS  
PRIVATIZADAS**

**SUPERVISOR: Dr. JOÃO PEREIRA**

( Dissertação apresentada como requisito parcial para a  
obtenção do grau de licenciatura em Administração Pública  
na Universidade Eduardo Mondlane )

MAPUTO  
2002

U.E.M. - UFIGS
R. E. 4630
20/07/05
AQUISIÇÃO oferta
COTA AP-50

**UNIVERSIDADE EDUARDO MONDLANE**

**UNIDADE DE FORMAÇÃO E INVESTIGAÇÃO EM CIÊNCIAS  
SOCIAIS**

**TRABALHO DE FIM DE CURSO**

**AUTOR: BRUNO AUGUSTO TEMBE**

**CONTRIBUTO DA BOLSA DE VALORES DE  
MOÇAMBIQUE NO PROCESSO DE PRIVATIZAÇÕES**

**A QUESTÃO DAS OFERTAS PÚBLICAS DE VENDA DE ACÇÕES  
DO ESTADO E O FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS  
PRIVATIZADAS**

**SUPERVISOR: Dr. JOÃO PEREIRA**

( Dissertação apresentada como requisito parcial para a  
obtenção do grau de licenciatura em Administração Pública  
na Universidade Eduardo Mondlane )

**MAPUTO  
2002**

## DECLARAÇÃO

Declaro que este trabalho de fim de curso nunca foi apresentado na sua essência para a obtenção de qualquer grau e que ele constitui o resultado da minha investigação pessoal, estando indicadas no texto e na bibliografia as fontes que utilizei.

4

Bruno Augusto Tembe

Bruno Augusto Tembe

Maputo, Novembro de 2002

## DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho à minha mãe **Cristina Tembe** e ao meu irmão **Edson Tembe** pelo apoio e carinho prestados em todos os momentos da minha vida.

Dedico ainda muito especialmente ao meu pai **Gildo Tembe** que apesar de já ter partido contribuiu imensamente para a materialização deste momento.

## AGRADECIMENTOS

Agradeço em primeiro lugar ao **Dr. João Pereira**, supervisor do trabalho pelo acompanhamento e dedicação que demonstrou na realização deste trabalho.

À Bolsa de Valores de Moçambique, por ter possibilitado a realização do estudo e em especial ao Presidente da Comissão Directiva da Bolsa **Dr. Jussub Nurmamade** pela criação de todas as condições para a realização do trabalho. Ao **Dr. João Pedro Rodrigues**, **Dr. Rodrigues Paruque** e ao **Dr. João Pedro Matsinhe**, agradeço pela colaboração e disponibilização da informação necessária para o trabalho.

Aos meus amigos e colegas de curso, **Lívio Mahanhe**, **Kátia Come** e **Mário Jorge Carlos**, que comigo passaram todos os momentos bons e maus da carreira académica, demonstrando serem verdadeiros irmãos.

Um obrigado especial a **Idalina Alfai**, minha namorada, pelo carinho e apoio oferecidos, o que tornou a batalha menos difícil e mais agradável.

A todos os meus familiares e amigos, que durante este período de cinco anos de universidade, me acompanharam e, de diversas maneiras, criaram condições para que este dia acontecesse.

**Obrigado**

## LISTA DAS ABREVIATURAS

BVM - Bolsa de Valores de Moçambique

BIM - Banco Internacional de Moçambique

BSTM - Banco Standard Totta de Moçambique

CAME - Organização de Cooperação Económica dos Países do Leste

CDM - Cervejas de Moçambique

CEP - Comissão Executora da Privatização

CIRE - Comissão Interministerial para a Reestruturação de Empresas

CNAA - Comissão Nacional de Avaliação e Alienação

CPAA - Comissão Provincial de Avaliação e Alienação

OPV - Oferta Pública de Venda

CDM - Cervejas de Moçambique

FMI - Fundo Monetário Internacional

IRPS - Imposto Sobre o Rendimento de Pessoas Singulares

IRPC - Imposto Sobre o Rendimento de Pessoas Colectivas

OTM - Organização dos Trabalhadores de Moçambique

PCA - Presidente do Conselho de Administração

PPI - Plano Prospectivo Indicativo

PRE - Programa de Reabilitação Económica

UTRE - Unidade Técnica de Reestruturação de Empresas

## RESUMO

O presente trabalho foi realizado na Bolsa de Valores de Moçambique (BVM) tendo como objectivo analisar o contributo desta entidade no processo de privatização em Moçambique, na vertente de Oferta Pública de Venda ( OPV ) de acções do Estado e, por outro lado, a vertente de financiamento das empresas privatizadas.

Para a materialização deste objectivo, fez-se recurso a uma pesquisa bibliográfica e a um trabalho de campo. À nível da pesquisa bibliográfica foram abordadas obras abordando as matérias da privatização e das Bolsas de Valores, enquanto que no atinente ao trabalho de campo foram realizadas entrevistas semi-estruturadas e individuais a elementos da direcção da BVM, a intermediários financeiros e a empresas privatizadas, e uso de fontes primárias da OPV de 28% das acções da “Cervejas de Moçambique, SARL” ( CDM ).

O estudo observou que na privatização das acções da CDM a estrutura da procura demonstra uma fraca aderência dos potenciais investidores. São levantadas como causas a falta de cultura de Bolsa, a baixa poupança interna, o facto de as acções proporcionarem menores rendimentos que as obrigações e a ausência de investimento estrangeiro na BVM.

No que respeita ao financiamento das empresas privatizadas por via da Bolsa o estudo verificou que a generalidade das empresas privatizadas não reúne os requisitos económico- financeiros exigidos. As empresas que reúnem estes requisitos conseguem financiar-se, tanto com os seus lucros, como por via de transferências de outras filiais. A este cenário alia-se a ausência de incentivos fiscais atractivos.

Como conclusão observa-se a necessidade de uma maior divulgação do mercado bolsita e das suas vantagens - a criação de quadro legal que encorage a participação do investidor externo, o estabelecimento de benefícios fiscais às empresas cotadas e a privatização dos monopólios naturais de modo a oferecer a Bolsa a liquidez desejada pelos investidores e, assim, atrair outras empresas para este mercado.

# INDÍCE

INTRODUÇÃO.....	1
<b>1 CONTEXTO: DA INDEPENDÊNCIA AO SURGIMENTO DA BVM.....</b>	<b>3</b>
1.1 A política das nacionalizações.....	3
1.2 O Plano Prospectivo Indicativo.....	4
1.3 Da economia socialista a economia de mercado.....	5
1.4 O PRE e a política de privatizações.....	6
1.4.1 Estrutura do programa de privatizações.....	7
1.4.2 Objectivos do programa de privatizações.....	8
1.4.3 Impacto do programa de privatizações.....	9
1.3 A Bolsa de Valores de Moçambique.....	10
1.3.1 Surgimento do Bolsa de Valores.....	10
1.3.2 Organização da Bolsa de Valores.....	11
1.3.3 O objecto da Bolsa de Valores.....	11
1.3.4 Requisitos para admissão de valores mobiliários.....	12
1.3.5 O Mercado da Bolsa de Valores.....	13
<b>2 O ESTUDO.....</b>	<b>15</b>
2.1 Objecto.....	15
2.2 Delimitação.....	15
2.3 Problema.....	16
2.4 Objectivos.....	17
2.5 Hipóteses de trabalho.....	18
2.6 Metodologia.....	19
<b>3 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....</b>	<b>20</b>
<b>4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS.....</b>	<b>27</b>
4.1 Processo de privatização da Cervejas de Moçambique.....	27
4.1.1 Resultados da operação de privatização.....	29
4.1.2 A fraca aderência dos investidores.....	30
4.2 Financiamento das empresas privatizadas através da Bolsa.....	34
4.2.1 Pequena dimensão das empresas.....	35
4.2.2 Ausência de incentivos.....	36
4.2.3 Conservação da estrutura accionista.....	37
4.2.4 Reduzida liquidez do mercado.....	37
<b>5 CONCLUSÕES.....</b>	<b>38</b>
5.1 Verificação das hipóteses.....	38
5.2 Análise dos resultados.....	39
5.3 Recomendações.....	40
GLOSSÁRIO.....	41
ANEXO 1..... Taxas e comissões cobradas no mercado da Bolsa	
ANEXO 2..... Guião de entrevistas	

## INTRODUÇÃO

A transição da economia moçambicana de um modelo planificado e centralizado para um modelo económico de mercado levou ao desencadeamento de um conjunto de políticas. Uma dessas políticas é a privatização das empresas, ou seja, a passagem da sua titularidade para agentes económicos particulares de modo a oferecer à economia uma maior competitividade e eficiência.

As Bolsas de Valores assumem, por um lado, um papel relevante na execução da alienação das empresas, pela via da Oferta Pública de Venda (OPV) das acções pertencentes ao Estado, abrindo espaço para que todos os agentes económicos tenham a possibilidade de participar no capital social das empresas.

Por outro lado, as Bolsas de Valores podem constituir um importante veículo de financiamento das empresas, através da canalização da poupança dos diversos membros institucionais ou individuais da sociedade, para o investimento produtivo em empresas que careçam de fundos para investimentos de médio e longo termo.

É neste âmbito que o presente trabalho pretende analisar o contributo da Bolsa de Valores de Moçambique (BVM). Para a concretização deste objectivo, o trabalho irá abordar a privatização por via de uma OPV de 28% das acções da Cervejas de Moçambique (CDM) decorrida entre os dias 27 de Novembro e 12 de Dezembro de 2001. O trabalho analisará ainda a Bolsa na dimensão de financiamento das empresas privatizadas, isto numa altura em que o processo de privatizações do grosso das empresas do Estado encontra-se em fase conclusiva.

O presente trabalho encontra-se estruturado em cinco blocos.

No primeiro bloco do trabalho, é apresentada uma contextualização histórica das empresas em Moçambique e dos processos pelos quais passaram desde a nacionalização, aquando da independência, até a sua reprivatização no âmbito do Programa de Reabilitação Económica (PRE). Nesta contextualização, são também focados o surgimento da BVM e os aspectos relativos à organização, funcionamento e dimensão do seu mercado.

No segundo bloco, faz-se uma apresentação do estudo demonstrando e delimitando o objecto, apresentando o problema, os objectivos, as hipóteses e a metodologia usada para a realização do trabalho.

No terceiro, procede-se à revisão de bibliografia atinente, por um lado, às políticas de privatização nos países em vias de desenvolvimento e ao caso concreto de Moçambique. Por outro lado, é também abordada bibliografia relativa ao mercado de capitais e a interface entre este e as privatizações.

No quarto bloco do trabalho, são apresentados os resultados da recolha de dados sobre a privatização de 28% das acções da CDM e, ainda, sobre o financiamento de empresas privatizadas por via da BVM.

Por último, no quinto bloco, são apresentadas as conclusões do trabalho. É, neste ponto, feita a verificação das hipóteses levantadas pelo estudo e, recorrendo aos pressupostos apontados na revisão bibliográfica, uma análise e interpretação dos resultados do trabalho. Este capítulo faz ainda algumas observações com vista ao melhoramento da acção da Bolsa tanto nas OPV's como no financiamento das empresas privatizadas.

## 1. CONTEXTUALIZAÇÃO: DA INDEPENDÊNCIA AO SURGIMENTO DA BVM

### 1.1 A política das nacionalizações

Aquando da independência, com a transformação política da Frelimo, que deixa de ser um movimento de libertação, passando a assumir a figura de partido-marxista, num sistema monopartidário, Moçambique enveredou por uma linha económica planificada e centralizada no Estado. Tanto é assim que a Constituição da República Popular de Moçambique de 1975 determina que em Moçambique o sector económico do Estado é o elemento dirigente e impulsionador da economia nacional e que a propriedade estatal recebe uma protecção especial (Constituição República Popular de Moçambique; 1975, art.10).

É neste quadro que a política das nacionalizações foi desde cedo considerada como “uma das principais medidas de democratização da sociedade e do Estado e de modificação da estrutura económica que serviria de base à fase de transição para o socialismo em que se encontrava a então República Popular de Moçambique” (Fernandes;1998: 107).

Foram nacionalizadas não só as empresas, mas também a actuação privada em sectores estratégicos da economia. Exemplo disto observa-se na nacionalização da Sociedade Nacional de Petróleos (SONAREP, SARL) para a criação da Empresa Nacional de Petróleos de Moçambique (PETROMOC, EE). Nesta nacionalização, o Estado, por considerar que o sector dos petróleos constituía uma das principais fontes de energia e, por isso, com um forte impacto na actividade económica geral, apresenta para este sector a necessidade de o retirar do jogo dos interesses privados, colocando-o sob a direcção e controlo estatal (Decreto-Lei; 21/77). Esta postura foi tomada em outros sectores estratégicos, entre eles, o sector da banca – com a extinção das actividades da Casa Bancária de Moçambique e dos departamentos, em Moçambique, do Banco de Crédito, Comercial e Industrial e do Banco Comercial de Angola, sendo os seus valores activos e passivos integrados no Banco de Moçambique (Lei nº 5/77), e a criação do Banco Popular de Desenvolvimento, denominado BPD (Lei nº 6/77), – o sector de seguros – com a indicação da actividade seguradora em Moçambique como de exclusiva competência do Estado (Decreto nº 3/77) – e o dos transportes – extinguindo a Divisão de Exploração dos Transportes Aéreos dos Serviços dos Portos e Caminhos de Ferro de Moçambique, denominada DETA, e criando as Linhas Aéreas de Moçambique EE, denominada LAM (Decreto nº 8/80).

## 1.2 O Plano Prospectivo Indicativo

No período de transição do Moçambique colonial para o Moçambique independente (1974 - 1976), a indústria transformadora atravessou uma profunda crise resultante da sabotagem e abandono dos seus antigos proprietários, da falta de técnicos que os pudessem substituir, do rompimento da rede de comercialização controlada pelos colonos, o que fez com que a indústrias que utilizavam matérias-primas nacionais tivessem que as importar (Castel-Branco;1994: 96-7).

Todos estes factores agravam-se se se considerar que o desenvolvimento da indústria transformadora na colónia de Moçambique resultava da necessidade de reduzir o custo de oportunidade do progresso tecnológico da indústria portuguesa realocando equipamentos tecnologicamente ultrapassados e degradados nas colónias (*ibidem*; 91).

Como reacção a esta crise, o Governo estabeleceu o Plano Prospectivo Indicativo (PPI) aprovado em 1981 visando constituir, num período de 10 anos, as bases necessárias da indústria básica moçambicana. Para o alcance deste fim, foi reforçado o papel do sector estatal e da planificação centralizada visando uma acumulação centrada no Estado. A nível prático, pretendia-se transformar a estrutura industrial através da sua modernização e expansão. Pretendia-se criar uma indústria que não só fosse capaz de incorporar novas tecnologias mas que também pudesse criá-la. Contudo, este plano continha a fragilidade de depender de forma excessiva de recursos externos (*ibidem*; 99-100).

É preciso considerar que a introdução do PPI foi seguida por uma redução muito significativa do financiamento externo, aliada à rejeição da candidatura de admissão de Moçambique à Organização de Cooperação Económica dos Países do Leste (CAME). Este facto era acompanhado, a nível da indústria moçambicana, por um aumento nas despesas com a importação de combustível, equipamento, máquinas e capital circulante e por uma diminuição da disponibilidade de moeda externa (*ibidem*; 1994:102). O crescimento dos investimentos combinado com o decréscimo da disponibilidade de financiamento externo conduziu a economia do país a um estado de ausência de recursos para prosseguir com o PPI, facto que contribui sobremaneira, não só para a falência do plano, mas também do próprio modelo económico socialista.

### 1.3 Da economia socialista à economia de mercado

Após a independência, “a transformação política da Frelimo, de um movimento de libertação para um partido marxista-leninista, e o seu papel activo no trabalho político regional para uma África do Sul de regime de maioria ameaçavam não só o regime do *apartheid* da África do Sul, mas também os diferentes interesses económicos e políticos do mundo ocidental. Ao mesmo tempo a tentação de utilizar os juros reais baixos do mercado financeiro internacional, para financiar o desenvolvimento provocou dívidas preocupantes” (Abrahamsson e Nilsson; 1994: 279).

Devido a necessidade urgente de ajuda alimentar internacional, assim como créditos internacionais, aliada ao facto de Moçambique não ter sido aceite como membro da CAME “a Frelimo escolheu novas alianças no mundo ocidental”, isto numa altura em que “a economia política internacional modificou as regras de jogo e as condições de da cooperação” (*ibid*).

Para a satisfação dos apelos de Moçambique o ocidente impunha algumas condições. Assim “a ajuda alimentar internacional, assim como o aumento do acesso a créditos internacionais e a prorrogação do prazo de pagamento das dívidas, exigiam a introdução de uma economia de mercado cuja estabilidade pudesse ser aprovada pelo Fundo Monetário Internacional” – FMI (*ibidem*;110). Havia ainda “a exigência incondescendente de negociações de paz com a África do Sul e de cessação do apoio de Moçambique ao ANC” (*ibid*).

É neste contexto que, em 1984, Moçambique começa a engendrar negociações no sentido de ingressar como membro das instituições gémeas de Breton Woods, de tal sorte que, em 1987, o país já se encontrava em condições de iniciar o Programa de Reabilitação Económica (PRE) sob os auspícios daquelas instituições.

#### 1.4 O PRE e a política de privatizações

Em geral, os Programas de Ajustamento Estrutural sob a égide do FMI são destinados a países que sentem e procuram resolver problemas na Balança de Pagamentos. Os objectivos de “controlo da inflação” e “crescimento económico” são vistos como subordinados ao objectivo central de “equilíbrio externo”. Contudo, desde 1987/8, assistiu-se a uma preocupação com o objectivo de crescimento económico (Almeida Serra; 1993/4:97-8). <sup>1</sup>

Em Moçambique, o PRE tinha como objectivos “reverter o declínio da produção; garantir um nível mínimo de consumo e rendimento, especialmente para a população rural; reduzir os desequilíbrios financeiros; fortalecer a posição da Balança de Pagamentos; e criar condições para o crescimento económico” (Gobe; 1994: 6).

Para o alcance destes objectivos foram implementadas medidas como “desvalorização da moeda nacional, restrição da expansão monetária através da elevação das taxas de juro e estabelecimento de limites de crédito e redução do financiamento pelo banco central dos défices governamentais; redução das despesas governamentais; a reforma fiscal; à retirada do Estado das actividades produtivas através da privatização de empresas estatais e intervencionadas” (*ibid*).

É com a publicação do Decreto nº 21/89 de 23 de Maio que foi legalmente autorizada a venda de empresas, estabelecimentos, instalações e quotas e outras formas de participação do Estado em empresas que outrora foram revertidos, apropriados ou transferidos para o Estado em resultado da política das nacionalizações. Não obstante a eficácia do referido decreto, foi somente com a Constituição da República de Moçambique de 1990 é proclamado o reconhecimento e garantia pelo Estado do direito a propriedade (Constituição da República de Moçambique; 1990: art. 86).

Deve-se referir ainda que as acções de privatização de empresas tiveram o seu início mesmo antes de haver um quadro legal sobre a matéria, quando, a partir de 1986, a nível sectorial de diferentes Ministérios e Secretarias de Estado, foram levadas a cabo acções concretas que culminaram com a alienação de um número significativo de pequenas e médias empresas (Rafael; 1993: 29).

#### 1.4.1 Estrutura do programa de privatizações

Para levar a operacionalização do programa de privatizações, foi estabelecida uma estrutura de procedimentos e organizações responsáveis, que vão desde a iniciativa de alienação até à própria alienação a título oneroso de empresas, instalações e participações sociais de propriedade do Estado.

A estrutura do processo de privatização toma diferentes formas, conforme se tratem de pequenas e médias empresas ou de grandes empresas.

Para a privatização das pequenas e médias empresas, estas são seleccionadas e propostas para alienação pelos respectivos Ministérios de tutela. A execução da alienação fica a cargo das Comissões Nacionais Avaliação e Alienação (CNAA's), criadas em cada sector, ou das Comissões Provinciais Avaliação e Alienação (CPAA's), quando se trate de empresas de âmbito provincial (Decreto 21/89, art. 11). A autorização para alienação destas empresas compete ao Primeiro Ministro quando se trate de empresas ou de participações financeiras em empresas do âmbito do Conselho de Ministros. Quando diga respeito a empresas ou de participações financeiras das empresas de âmbito nacional, a autorização será por despacho conjunto do Ministro de tutela e do Ministro das Finanças. A autorização provirá do Governador Provincial, ouvido o órgão central de tutela e sob proposta da respectiva Direcção Provincial e das Finanças quando se trate de empresas ou de participações de empresas de âmbito local (*ibidem*, art. 3).

Enquadram-se na vertente das grandes empresas aquelas empresas cujo processo de reestruturação, devido à sua dimensão, complexidade e importância na economia nacional, deva ser conduzido por um órgão especializado do Ministério das Finanças. Cabem, também neste quadro as empresas cujas modalidades de privatização consistam na oferta pública de acções ou na alienação de participações a gestores, técnicos e trabalhadores.

O processo de privatização das grandes empresas tem o seu início com as propostas provenientes de cada sector, que são analisadas pela Unidade Técnica de Reestruturação de Empresa (UTRE). A UTRE é um órgão do Ministério das Finanças responsável pela coordenação para a reestruturação das grandes empresas, e representante deste Ministério na Comissão Interministerial para a Reestruturação de Empresarial (CIRE), que é órgão de

assessoria ao Primeiro Ministro no que respeita ao processo de reestruturação, transformação e redimensionamento do sector empresarial do Estado. É a CIRE que conduz as propostas para a decisão do Primeiro Ministro, cabendo a este para cada uma das empresas a privatizar, nomear a respectiva Comissão Executora da Privatização (CEP) que integra um representante do Ministério de tutela, Banco de Moçambique, Ministério do Plano e Finanças, Centro de Promoção de Investimentos (CPI) e um representante sindical. Esta comissão realiza a pré-qualificação dos concorrentes, avalia as suas propostas e negocia com os concorrentes seleccionados, para, finalmente submeter a alienação ao Primeiro Ministro (UTRE;1998:6)

Para execução da privatização estão estabelecidos um conjunto de modalidades, que podem ser aplicadas isolada ou combinadamente, a saber:

- a alienação por concurso público;
- a oferta ou venda pública de acções;
- a negociação particular ou concurso restrito, precedidos, respectivamente, de prospecção de parceiros ou de pré-qualificação;
- a realização de investimentos privados em empresas do Estado;
- a transferência ou venda de acções aos gestores e trabalhadores; e
- os contratos de cessão ou concessão de exploração e de gestão (Decreto 28/91; art. 1-23).

#### **1.4.2 Objectivos do Programa de Privatizações**

O programa de privatizações em Moçambique tem, entre outros, os seguintes objectivos:

- promover alterações profundas na tecnologia e organização por forma a aumentar a eficiência e competitividade das empresas;
- modernizar as técnicas de gestão e desenvolver a produtividade;
- elevar a qualidade dos produtos e serviços prestados, aumentar e diversificar a oferta de modo a contribuir para a melhoria do abastecimento e do funcionamento dos mercados e aumentar as exportações;



- atrair investimentos privados nacionais e estrangeiros que permitam recapitalizar as empresas;

- criar condições para o desenvolvimento do mercado de capitais, gerar receitas para o Estado e ampliar o acesso dos cidadão em geral e dos trabalhadores em particular em participar na titularidade de participações sociais nas empresas (Lei 15/91, art.6).

Para o alcance destes objectivos foram desencadeadas acções de promoção do processo de modo a atrair investimentos para o país e, mais tarde, organizadas condições para a instalação da BVM.

#### 1.4.3 Impacto do Programa de Privatizações

Num período de 10 anos, que vai desde 1989 até 1999, foram privatizadas 840 empresas de um total de 1.248. Deste conjunto, 434 empresas representavam o ramo de indústria comércio e turismo, 162 pertenciam ao sector de agricultura e pescas, 136 do ramo das construções, 64 dos transportes e comunicações e 44 de outros sectores ( UTRE; 1998: 6).

Como resultado do processo de privatização é de registar o desenvolvimento que alguns sectores estão a assumir na economia, como é o caso da Cimentos de Moçambique que de 1997 para 1998 registaram um crescimento de volume de negócios de 31% e um crescimento dos lucros de 130%. Outro sector em que as privatizações tiveram grande impacto é o sector das bebidas que em 1998 registou um crescimento de 28,7% e que constitui o sector que mais postos de trabalho criou, com um aumento de 17%, comparativamente a 1997 (*ibid*).

Não obstante, os bons exemplos de grande desempenho económico acima apresentados, a taxa de falência em empresas inviáveis situa-se entre os 25% e os 35%. Se a este facto se juntar a conversão alternativa das empresas e instalações para a actividade comercial – armazéns – a taxa de inviabilidade sobe para 50% das pequenas e, em alguns casos médias empresas ( CIRE; 1999: 8 ).

O facto que transparece nas privatizações é que as empresas com maior sucesso parecem ser aquelas com investimentos estrangeiros e que conseguiram expandir o seu negócio. As

empresas com maiores dificuldades de competição são aquelas adquiridas por nacionais que aplicaram o capital na sinalização da compra da empresa – beneficiando prerrogativas que o lei lhes oferece, de um pagamento inicial de 10% e de hipoteca que poderá ir até 40% do valor de alienação e um período de diferimento do pagamento remanescente a longo prazo – ficando sem recursos financeiros para pôr a empresa a funcionar e sem garantias que lhes abram possibilidades de acesso a crédito bancário. Há, contudo, sinais de em alguns casos este facto ser premeditado, ou seja, construção de planos de natureza especulativa, que consistem em comprar as empresas o mais barato possível para depois vendê-las, ao invés de investir no seu desenvolvimento (*ibid*).

## **1.5 A Bolsa de Valores**

### **1.5.1 Surgimento da Bolsa de Valores**

Dentro do espírito de que os mercados de valores mobiliários são importantes numa economia de mercado aproximando a oferta e a procura de capitais e permitindo as empresas e o próprio Estado a contar com mais uma fonte de financiamento, o Ministro do Plano e Finanças exarou um despacho, a 27 de Outubro de 1997, que constitui a Comissão Instaladora da Bolsa de Valores como um grupo de trabalho responsável pela criação das condições para o funcionamento de um Mercado de Valores Mobiliários em Moçambique.

A Comissão Instaladora iniciou, deste modo, o desenvolvimento de actividades de organização e regulamentação do mercado da Bolsa que permitiram que, a 22 Setembro, o Conselho de Ministros aprovasse o Regulamento do Mercado de Valores Mobiliários através do Decreto 48/99 e estabelecesse a BVM e o seu respectivo regulamento interno, através do Decreto 49/98 de 22 de Setembro.

Não obstante a criação da Bolsa de Valores e do seu regulamento, o Decreto 49/98 deixou aos órgãos e serviços da Bolsa de Valores de Moçambique, a competência de estabelecer as condições necessárias ao início da realização de operações sobre valores mobiliários através da Bolsa. Neste sentido, durante o período que decorre até à investidura dos órgãos e serviços da Bolsa, coube à Comissão Instaladora da Bolsa de Valores de Moçambique a criação das condições necessárias para o seu arranque, facto que ocorreu a 14 de Outubro de 1999.

### **1.5.2 Organização da Bolsa de Valores**

A Bolsa é uma instituição tutelada pelo Ministério do Plano e Finanças. O Presidente da Comissão Directiva da Bolsa é nomeado pelo Ministro de plano e Finanças e age como seu representante.

A supervisão do mercado de valores mobiliários é da competência do Banco de Moçambique a quem cabe, entre outras atribuições:

- acompanhar a evolução dos mercados primário e secundário de acções, obrigações e outros valores mobiliários;
- verificar o cumprimento das obrigações de informação ao público adstritas às entidades emitentes de valores admitidos à negociação na Bolsa;
- conceder o registo às ofertas à subscrição pública e às OPV's de valores mobiliários;
- realizar diligências que permitam o apuramento de responsabilidades e a instauração de procedimentos disciplinares, bem como participar às autoridades judiciais competentes as irregularidades passíveis de procedimento criminal no funcionamento do mercado de valores mobiliários (Decreto 48/98; art.4).

Cabe ainda ao Banco de Moçambique estabelecer as taxas de realização de operações de Bolsa, as comissões de corretagem, pagas pelos compradores e vendedores de valores mobiliários, as taxas de admissão à cotação e as taxas de manutenção periódica na cotação pagas pelas entidades emitentes ( Banco de Moçambique; Aviso nº 02/GGBM/99) – *ver anexo I*

### **1.5.3 O objecto da Bolsa**

A BVM tem como objecto, segundo o Regulamento do Mercado de Valores Mobiliários, a manutenção de um local e de sistemas dotados de meios necessários ao funcionamento de um mercado livre e aberto para a realização, através de intermediários autorizados, de operações de compra e venda de valores mobiliários. A Bolsa deve ainda assegurar serviços apropriados

de registo, compensação e liquidação dessas operações e divulgar informação suficiente e oportuna sobre as transacções realizadas (*ibidem*; art. 27).

A Bolsa deve igualmente garantir que as entidades com valores admitidos à cotação publiquem informações relevantes para que os investidores apliquem as suas poupanças tendo em conta um conjunto de informações sobre a situação económico-financeira da entidade emitente (*ibidem*; art. 49-53).

#### 1.5.4 Requisitos para admissão de valores mobiliários

As empresas podem estar cotadas na Bolsa por duas vias: por via de obrigações ou por via de acções. Para cada uma destas vias as empresas precisam de reunir um conjunto de requisitos de carácter legal, económico e financeiro.

Às sociedades que pretendam admitir à cotação acções, destacam-se as seguintes exigências:

- que a sociedade esteja constituída e a funcionar de acordo com as disposições legais e estatutárias aplicáveis;

- que a sociedade tenha publicado os seus relatórios de gestão e as contas anuais relativos aos dois exercícios anteriores ao pedido de admissão;

- que esteja assegurada, até ao momento da admissão à cotação, uma suficiente dispersão das acções pelo público, ou seja, que 15% das acções estejam subscritas pelo público;

- que a sociedade apresente uma adequada situação económico-financeira;

- que a capitalização bolsista previsível das acções objecto do pedido de admissão à cotação, ou na sua falta, os capitais próprios da sociedade, incluindo os resultados não distribuídos do último exercício, não sejam inferiores a 17 biliões de Meticais (*ibidem*; art. 36 ).

Para as sociedades que pretendam admitir à cotação obrigações, à excepção desta última exigência, exige-se a observação dos mesmos requisitos exigidos aplicados para a admissão à cotação de acções, acrescentando-se, simplesmente, as seguintes condições:

- que o montante do empréstimo obrigacionista a admitir não seja inferior a 7 biliões de Meticais;

- que esteja comprovado que o pagamento do capital e dos juros está razoavelmente garantido (*ibidem*; art.37).

### **1.5.5 O Mercado da Bolsa de Moçambique**

A BVM tem admitidos à cotação 10 valores mobiliários. Destas valores mobiliários 8 são emissões obrigacionistas e 2 constituem acções.

No que respeita às obrigações, 3 são representativas de dívida pública, emitidas pelo Estado Moçambicano nos anos de 2000, 2001 e 2002, nomeadamente:

- Obrigações do Tesouro 2000;
- Obrigações do Tesouro 2001/I - 1ª Série;
- Obrigações do Tesouro 2002 - 2ª Série.

A restantes emissões obrigacionistas são da titularidade de entidades privadas, a saber:

- Obrigações Madal 1999, emitidas pela GRUPO MADAL, SARL no ano de 1999;
- Obrigações BIM 2000, emitidas pelo Banco Internacional de Moçambique, SARL (BIM) no ano 2000;
- Obrigações BSTM 2000, emitidas pelo Banco Standard Totta de Moçambique, SARL (BSTM) no ano 2000;
- Obrigações TDM 2001 Emitidas pela empresa Telecomunicações de Moçambique, EP (TDM) no ano de 2001;
- Obrigações Cimentos de Moçambique 2002, emitidas pela empresa Cimentos de Moçambique, SARL no ano de 2002.

No que se refere a acções, estão cotados 2 valores mobiliários da CDM:

- Acções CDM; e
- Acções CDM GTT.

As "acções CDM GTT", são da propriedade dos Gestores Técnicos e Trabalhadores da CDM e podem somente ser transaccionadas entre estes, durante um período de 5 anos a contar da data da sua privatização.

Este valores mobiliários conferem à BVM uma capitalização bolsista de cerca de 2.931,7 biliões de Meticais.

A transacção dos valores mobiliários admitidos na BVM é assegurada pelos 7 intermediários financeiros autorizados, que para tal a operar neste mercado, nomeadamente:

- BIM Investimentos;
- BIM;
- Banco de Fomento;
- BPI Dealer - Sociedade Financeira de Corretagem (BPI Dealer);
- Banco Austral;
- Banco Comercial e de investimentos (BCI);
- BSTM.

O facto de os intermediários financeiros serem os principais bancos a operarem no país oferece uma abrangência nacional à BVM, na medida em que as ordens de compra ou de venda de valores mobiliários podem ser realizadas em qualquer ponto do país onde existam dependências destes bancos.

## 2. O ESTUDO

### 2.1 Objecto

Este trabalho tem como objecto de estudo a BVM na sua relação com o processo de privatizações no país. Neste sentido, o trabalho analisa o contributo da BVM na OPV de acções de propriedade estatal nas empresas mas também o auxílio da Bolsa no financiamento das empresas privatizadas.

No que concerne às operações de privatização por OPV através da Bolsa, o trabalho incidirá na privatização de 28% de acções da sociedade CDM, pois, esta operação constitui o primeiro e único exemplo de privatização por OPV na BVM.

Quanto ao contributo da Bolsa no financiamento das empresas privatizadas, o estudo completará a abordagem sobre o processo de admissões à cotação de empresas na Bolsa com um enfoque sobre as condições das empresas privatizadas.

### 2.2 Delimitação

Não obstante poder-se entender as privatizações como mecanismos através dos quais o Estado reduz ou modifica a sua acção na economia em favor dos agentes privados, a concepção de privatização pode ser entendida e empregue sob diversos prismas. É, por isso, de toda conveniência demarcar-se o sentido em que o conceito de privatização é empregue neste trabalho.

A privatização pode significar “a concessão a entidades privadas, mediante contrato, da gestão de empresas públicas ou de serviços” (Fernandes; 1998:144). Um exemplo deste tipo de privatização, em Moçambique, é o caso das Alfândegas cuja gestão tinha sido atribuída a Crown Agence.

Designa-se ainda por privatização as situações em que o Estado abre “a abertura à iniciativa privada de sectores anteriormente explorados pelo sector público em regime de monopólio (*ibid*). Pode-se verificar em Moçambique este tipo de privatização em áreas como a dos transportes urbanos e aéreos e mesmo na prestação de serviços de segurança armada.

O conceito de privatização pode, ainda, “ser empregue com o significado de desregulação quando as autoridades públicas deixam de regular ou aligeiram a regulação do modo de produção ou de distribuição de um bem ou serviço permitindo o livre funcionamento das regras do mercado” (*ibid*).

Por último o processo de privatização pode ser entendido como “transferência total ou parcial da propriedade de empresas ou bens públicos para agentes privados” (*ibidem*; 145). Enquadram-se no sentido do conceito de privatização a venda de empresas, estabelecimentos, instalações, quotas e outras formas de participação do Estado em empresas. É baseado neste último significado do conceito de privatização que o presente estudo irá assentar. //

### 2.3 Problema

As privatizações constituem decisões públicas no sentido de passar a actividade empresarial do Estado para o sector privado, na convicção de que existe um conjunto de decisões, ao nível da alocação de recursos económicos, que são mais eficaz e eficientemente tomadas pelo sector privado do que por decisores da Administração Pública.

No caso vertente de Moçambique, a constatação da necessidade e a realização do processo de privatização é, por um lado, uma consequência dos compromissos assumidos com o FMI e Banco Mundial, onde o Governo foi forçado, em decorrência da falência do modelo económico socialista e da crise económica, a implementar o PRE. Por outro lado, esta decisão é reforçada pelo estágio das Finanças Públicas, que se traduzia na dificuldade enorme em conter o *déficit* orçamental. Perante a impossibilidade de combater o *déficit* pelo lado da receita e pelo lado da despesa, o processo de privatização aparece nestes termos como uma fuga a este dilema. Neste sentido o Estado enveredou por uma atitude de busca do máximo de resultados nas vendas das empresas (Baltazar; 1993:29).

É assim que desde 1989 foram privatizadas, através das CNAAs's, CPAAs's e Comissões Executivas de Privatização (CEP) 840 empresas de um total de 1.248. Deste conjunto 434 empresas representavam o ramo de indústria comércio e turismo, 162 pertenciam ao sector agricultura e pescas, 136 do ramo das construções, 64 dos transporte e comunicações e 44 de outros sectores, ficando por privatizar outras 408 na sua maioria constituídas por pequenas e média empresas e infra-estruturas agrícolas sem exploração (UTRE; 1998: 6). Desde o início

do processo de privatização o Governo privatizou mais de 1.200 empresas estatais, estando 1/3 destas empresas paralisadas e os seus respectivos trabalhadores no desemprego ou com contratos de trabalho suspensos (OTM; 2000: 5).

*1. Refere-se ao anexo 1.1 -*  
Esta situação tem a sua origem no facto de estas empresas terem sido alienadas numa situação de crise, quer a nível do desgaste do seu capital fixo, como também pela sua debilidade financeira. São apontadas ainda como algumas das causas desta situação, a ausência de rigor na selecção dos adjudicatários, aliada à incapacidade de um acompanhamento e controle pós-adjudicação por parte do Governo, no sentido de garantir o cumprimento do estabelecido nos cadernos de encargos<sup>1</sup>.

A introdução da BVM permitiu que a modalidade de privatização por OPV de acções pudesse ser eficientemente operacionalizada aproveitando a infra-estrutura dos intermediários financeiros para a colocação das acções ao público.

Tendo em conta que um dos objectivos que norteou a introdução de uma Bolsa de Valores em Moçambique foi o de, por um lado, permitir um novo mecanismo através do qual os agentes económicos em geral pudessem canalizar de forma produtiva as suas poupanças e, por outro lado, criar uma fonte alternativa de financiamento às empresas, numa altura em que o processo de privatizações se encontrava numa fase terminal, é fundamental observar que mais-valias este mercado poderá oferecer para o financiamento das empresas privatizadas em Moçambique.

## **2.4 Objectivos**

### **Objectivo geral**

Este trabalho tem por objectivo apresentar uma contribuição para o debate sobre o Mercado de Valores Mobiliários, que constitui um tema ainda pouco estudado em Moçambique, relacionando-o com o processo de privatizações em Moçambique e apresentando não só os

---

<sup>1</sup> Os cadernos de encargos constituem um instrumento de selecção dos concorrentes à adjudicação das empresas. Nestes cadernos, entre outras questões, o concorrente se compromete a reabilitar as infra-estruturas da

constrangimentos, mas também oportunidades para o sucesso das políticas de privatização. É neste contexto que se pretende analisar o contributo do Mercado de Valores Mobiliários neste processo.

### **Objectivos específicos**

Com base na experiência da privatização da CDM por OPV no Mercado de Valores Mobiliários, descortinar as oportunidades que se abrem e os constrangimentos que se podem encontrar no âmbito deste mercado.

Pretende-se de igual modo observar a possibilidade de recurso à Bolsa de Valores como fonte de financiamento das empresas privatizadas e, desta forma, verificar o contributo da instituição para o processo de privatizações.

### **2.5 Hipóteses de trabalho**

Para a condução do presente trabalho foram consideradas duas hipóteses, uma referindo-se à OPV e outra a questão do financiamento de empresas privatizadas por via da Bolsa.

1. Tendo em conta as exigências económico-financeiras às entidades que pretendam cotar-se em bolsa e os mecanismos de transacção concebidos no mercado bolsista, a privatização de acções de empresas por via da BVM obterá elevada participação dos agentes económicos investidores.
2. Devido ao facto de a maioria das empresas privatizadas não reunir o conjunto de requisitos exigidos às empresas para se cotarem em Bolsa, um número reduzido de empresas estarão em condições de se financiarem recorrendo a BVM.

---

empresa, a não despedir os trabalhadores e apresentar o seu estrato de conta bancária, como demonstração de capacidade de reanimar a capacidade de produtiva da empresa a privatizar.

## 2.6 Metodologia

Em termos metodológicos, o estudo baseou-se numa primeira fase na recolha de diverso material bibliográfico relevante referente às políticas de privatização e aos mercados de capitais. Na bibliografia existente sobre estas matérias, foi atribuída, particular importância àquelas que se referissem ao contexto dos países em vias de desenvolvimento de forma a que houvesse uma maior aproximação com a realidade moçambicana.

A segunda fase do estudo assentou num trabalho de campo. Este trabalho de campo assentou em 2 entrevistas a dirigentes da BVM e a diversas entidades envolvidas no mercado de valores mobiliários como é o caso dos intermediários financeiros. No que respeita a estes últimos, foram entrevistados 3 entidades o BSTM, o BIM e a BPI Dealer.

As entrevistas a estas entidades de intermediação financeira justificam-se pelo seu contacto directo com os potenciais agentes investidores que actuam no mercado. Este contacto oferece a estas entidades conhecimentos sobre o comportamento dos aforradores.

Foram também entrevistadas 3 empresas privatizadas, nomeadamente, a Cimentos de Moçambique, SARL, a Mocargo, SARL e a Coca-Cola SABCO (Moçambique), SARL, no sentido de captar a perspectiva destas empresa quanto ao financiamento por via da Bolsa.

O trabalho de campo, integrou também a recolha e análise de diversos documentos relativos a OPV das acções da CDM e a outras matérias relevantes para o estudo.

### 3. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Tendo-se como objectivo analisar o contributo da BVM quer no processo de privatização, nas vertentes de venda das participações do Estado nas empresas, quer no financiamento das empresas privatizadas, é necessário verificar como a questão das privatizações e dos mercados de capitais são abordadas por alguns autores.

Paul Cook e Colin Kirkpatrick fazem uma análise sobre as privatizações nos países menos desenvolvidos e reconhecem que em grande parte destes países o desempenho do sector das empresas públicas tem sido desapontante. Estas empresas foram originalmente estabelecidas para serem líderes na industrialização desses países, para gerarem uma poupança estatal para o investimento e crescimento e para concretização de objectivos sociais e redistributivos; contudo, a percepção que vinca é a de que estes objectivos não foram na sua maioria realizados (Cook e Kirkpatrick; 1988: 10-11).

Reflectindo sobre as possibilidades de um desempenho eficiente das empresas públicas estes autores consideram que as políticas de privatização com vista a tornar os objectivos destas empresas simples, a libertá-las das disfunções burocráticas de controle e ainda das interferências arbitrárias nas decisões operacionais dessas empresas contêm alguma fragilidade, na medida em que o factor chave que determina a eficiência de uma empresa não é o facto de a sua propriedade ser privada, mas sim a forma como ela é gerida (*ibidem*; 19)

Cook e Kirkpatrick contestam o postulado de que a mudança do tipo de propriedade melhoraria os incentivos para um melhor desempenho e eficiência produtiva, considerando que a privatização nos países menos desenvolvidos simplesmente transforma o monopólio público em monopólio privado, o que não obriga estas empresas a incrementarem a sua eficiência produtiva por ausência de pressão em termos de competitividade (*ibid*).

Outro o argumento rejeitado é o de que a mudança de propriedade vai impor as empresas a disciplina dos mercados de capitais melhorando assim a sua eficiência produtiva. A relevância deste argumento para os países subdesenvolvidos é diminuta, pois os seus mercados de capitais são também subdesenvolvidos fazendo com que a privatização signifique a venda de acções das empresas a compradores individuais ou a introdução de capital privado em *joint ventures* (*ibid*).

Para Cook e Kirkpatrick o melhoramento do desempenho da economia é mais susceptível de resultar de um recrudescimento da competição no mercado do que da mudança das empresas de propriedade pública para privada. Contudo, os países menos desenvolvidos enfrentam dificuldades no aumento da competitividade do mercado pois, por um lado, os monopólios do Estado dominam o mercado e a remoção de barreiras para a entrada de concorrentes é insuficiente para estimular a competição. Paralelamente, devem ser estabelecidas agências regulatórias para controlar o comportamento da empresas privatizadas (*ibid*).

Reflectindo sobre o processo de privatizações em Moçambique, Castel-Branco não foge da linha de Cook e Kirkpatrick, mas aborda a questão tendo em conta o contexto da privatização e das empresas moçambicanas. Este autor afirma que o processo de privatizações em Moçambique baseia-se no pressuposto de que estas trariam vantagens. Uma das vantagens seria a libertação da economia da onnipresença do Estado em favor do sector privado, o que teria como resultado um melhor desempenho da economia. A outra é a redução do défice fiscal através da receita da venda de acções das empresas do Estado e aumento da base tributável se essas empresas se tornassem lucrativas. Esta ideia assentava na conjectura de que as acções do Estado seriam vendidas ao melhor preço e as empresas ficariam mais eficientes se fossem privatizadas. Por último, a eficiência industrial se elevaria na medida em que o ambiente industrial fosse competitivo e o lucro constituísse incentivo à eficiência (Castel-Branco; 1994: 137 -138).

É dentro deste conjunto de crenças que Castel-Branco levanta alguns problemas sobre a eficiência da privatização.

Castel-Branco considera que a filosofia a presidir dever ser a da reformulação do papel económico do Estado através de uma acção construtiva, selectiva, flexível e eficiente reformulando o papel do sector privado e oferecendo-lhe um enquadramento económico e social e não a libertação da economia em relação ao Estado, vendendo propriedades falidas aos agentes económicos privados. A privatização não é a única alternativa ao mau funcionamento das empresas estatais, na medida em que outra alternativa é reorganização destas empresas e a reformulação dos seus objectivos (*ibidem*; 138-139).

Outra questão levantada tem a ver com a tomada de consciência por parte do Ministério da Indústria e Energia dos problemas colocados pela alienação de empresas exclusivamente

com base no preço. Como forma de resolver esta questão, é introduzido um modelo em que a avaliação das propostas de aquisição das empresas tem como elemento fundamental o programa de reabilitação apresentado pelo empresário. Para Castel-Branco, este modelo levanta problemas relativos à indefinição de quem controla a aplicação desse programa de reabilitação. Se for o Estado, a privatização deixa de ser compatível com a redução do papel do Estado, tornando-se mais compatível com a reformulação do papel do Estado, e mesmo assim, levantam-se problemas relativos à própria capacidade de controle do Estado. Com isto, é possível questionar-se a possibilidade de avaliar seriamente as propostas de desenvolvimento das actividades apresentadas pelos empresários (*ibidem*; 139-140). N

Castel-Branco defende que não há evidência de que a privatização tenha aumentado a liberalização e aumentado a competição no sector industrial. O empresário privado ao adquirir uma empresa, ele compra a propriedade e o ambiente em que a empresa maximiza os seus retornos, ou seja, não existe evidência de que a privatização tenha incentivado uma significativa realização de recursos dentro do sector ou mesmo de um ramo industrial para outro. Esta situação ocorre pelo facto de o capital fixo de empresas não ser facilmente realizável mesmo a longo prazo, pois, implicam custos económicos de transacção e desperdício de recursos a curto prazo. Decorrente disto, Castel-Branco considera pouco provável que a privatização, em si, modifique a estrutura do mercado e das relações de troca, o padrão de produção e de acumulação, e aumente a eficiência (*ibidem*; 141-142).

O Banco Mundial analisando os impedimentos para a recuperação do sector industrial em Moçambique considera que o processo de privatização das grandes empresas industriais tem observado alguns constrangimentos com repercussões nefastas no desempenho das empresas e na estabilidade macro-económica.

Um dos aspectos realçados está ligado à lentidão dos procedimentos preparatórios, facto que causa um ambiente de incerteza nas empresas. O intervalo de tempo entre o anúncio do Governo das empresas a serem privatizadas e a sua concretização tem sido demasiado longo, chegando algumas vezes a um período de quase 3 anos. Desde o momento em que este anúncio é feito, surgem dificuldades para as empresas na realização de negócios – pois o acesso a créditos reduz, na medida em que os bancos enfrentam problemas quanto ao estatuto a atribuir ao empréstimo durante o processo de privatização, mas também devido ao facto de os serviços alfandegários serem relutantes em estabelecer contratos com tais firmas – o que

leva que incorram em perdas nas suas operações, falta de créditos bancários, dificuldades em fazer face a certos custos como, por exemplo, o pagamento de salários (World Bank; 1995: 69).

Outro ponto realçado diz respeito a transparência do processo de oferta e venda. O Banco Mundial afirma que a sua experiência com as privatizações a nível mundial tem mostrado que, para que haja sucesso, as transacções devem ser transparentes e que é também importante que as percepção dos investidores seja a de que o programa está a ser conduzido com imparcialidade. Na ausência desta imagem, será difícil atrair investidores, ou mesmo serão atraídos o tipo errado de investidores. A transparência pode ser assegurada através de procedimentos de oferta competitivos claramente definidos, critérios de selecção para a avaliação de ofertas claros e simples, publicação do preço de compra e do comprador, responsabilidades institucionais bem definidas e adequado monitoramento e supervisão do programa (*ibidem*; 74).

Referindo-se a Moçambique, o Banco Mundial aponta que vários potenciais investidores entrevistados no seu estudo têm a impressão de que actualmente é possível influenciar a determinação do vencedor no processo de oferta e que a existência deste tipo de impressões é prejudicial para o programa. Algumas das razões para esta desconfiança têm a ver com a inclusão de outros factores para além do preço – acima de 80% do peso final, em muitos casos, são baseados em factores, tais como os, amplamente divergentes, planos de desenvolvimento para as companhias lançados pelos concorrentes. Na visão desta instituição, o uso de critérios que não sejam pelo preço na avaliação das ofertas deve ser evitado, pois abre espaço para decisões discricionárias e para a desconfiança por parte dos potenciais investidores. Para o Banco Mundial, as CEP's devem fazer uma cuidadosa avaliação do potencial dos concorrentes durante a pré-qualificação das ofertas baseada na sua experiência e qualificações para operar na companhia a ser privatizada. A selecção do vencedor na última fase da oferta deve ser baseada exclusivamente no preço, com objectivos de desenvolvimento executórios simples (*ibidem*; 75).

Para assegurar a transparência os concorrentes devem ser convidados à abertura das ofertas, e a informação detalhada da oferta vencedora deve ser publicada de modo a que os concorrentes possam ver como a sua oferta foi vencida comparando com as outras. Contudo, o Banco Mundial afirma que a UTRE tem estabelecido o seguimento deste procedimento em alguns

casos, e que as CEP's convidam os concorrentes interessados para a abertura as ofertas apenas na venda de algumas empresas. (*ibid*).

Michel McLindon analisa a interacção entre as privatizações e o mercado de capitais e afirma que as privatizações têm um impacto macro-económico no desenvolvimento do mercado de capitais. A privatização de empresas e infra-estruturas económicas de propriedade estatal reduzem o défice das contas públicas e as pressões inflacionárias ao mesmo tempo que edificam alicerces fortes para o mercado de capitais. A venda de empresas do Estado nos sectores de comunicações, energia, banca, petróleo, cimento e outros sectores aumentam não só a capitalização bolsista e a liquidez das Bolsas de Valores, mas também a sua estabilidade. A venda de acções e as privatizações massivas ajudam a criar uma ampla dispersão da propriedade accionista, novas companhias cotadas nas Bolsas de Valores e novos fundos de investimento. As privatizações podem também ser decisivas no desenvolvimento de instituições locais de investimento como os fundos de pensão, as companhias de seguro, os fundos de investimentos, que são fundamentais para a expansão e profissionalização do mercado de capitais (McLindon; 1996:36).

---

Se as privatizações contribuem para o desenvolvimento do mercado de capitais, McLindon, considera que, por outro lado, este proporciona benefícios ao crescimento económico, ao sector financeiro, as empresas e aos investidores – quer os institucionais, quer os individuais.

No que respeita ao crescimento económico, este autor afirma ser constatável que a participação no capital ou propriedade proporciona altos retornos àqueles que para lá canalizam suas poupanças, por mais tempo que outros activos financeiros. Os altos retornos encorajam a poupança financeira canalizando-a para investimentos produtivos que promovem o crescimento (*ibidem*;54).

Quanto ao sector financeiro, realça que o mercado de capitais oferece um maior campo de alternativas de financiamento. Mesmo os bancos mais competitivos não podem responder a todas as necessidades de financiamento que as empresas requerem. Neste sentido as empresas precisam da participação líquida no seu capital por parte dos aforradores, para fazer face as necessidades de financiamento de longo termo (*ibidem*; 55).

No tocante às empresas, McLindon aponta que estas, frequentemente, não conseguem financiar todo o investimento com as suas próprias poupanças, e que os empréstimos bancários deixam a companhia com muitas obrigações financeiras – passivos. Mas, por seu turno, a participação líquida no capital proporciona disponibilidade financeira de longo termo e compensa o investidor pelo risco tomado. Nesta forma de financiamento a quantia resultante da venda de acções não é devolvida pela empresa. Os dividendos podem até ser suspensos caso ocorra uma descida temporária nos negócios. Contrariamente, os principais empréstimos e juros são programados, e as falhas no seu cumprimento podem resultar em graves dificuldades para a empresa (*ibidem*; 56).

No que respeita aos investidores, particularmente, os investidores individuais, McLindon aponta que os Bancos têm falhado quanto ao pagamento de taxas de juro atractivas às poupanças e que as acções em empresas são mais atractivas. A Bolsa de Valores possibilita aos novos accionistas a deterem acções em várias companhias e a dispersarem o risco (*ibidem*: 56-57).

Alfredo Gonçalves aponta que as Bolsas de Valores proporcionam vantagens apreciáveis para os agentes económicos. Os aforradores vêem neste mercado uma forma de, com informação suficiente posta à disposição, poderem tomar as decisões mais convenientes em cada momento. Estes gozam ainda de uma redução significativa do risco das suas aplicações financeiras devido aos cuidados e restrições impostas na admissões de valores à cotação, garantindo, deste modo, que a solidez assente na boa situação económica e financeira da entidade emitente (Gonçalves; 1987: 107).

Quanto as entidades emitentes e particularmente as empresas, Gonçalves refere que estas têm na Bolsa de Valores um factor extremamente importante de garantia do êxito das suas emissões, pela possibilidade da futura movimentação dos valores dos subscritores e pela informação aí disponível (*ibid*).

No que concerne ao país e a economia em geral, a Bolsa constitui um instrumento eficaz de análise da situação económica, revelador das tendências e do clima dos vários agentes económicos, e oferecendo ainda uma maior mobilidade das poupanças (*ibid*).

Alfredo Gonçalves referindo-se ao mercado de capitais português refere incentivos fiscais com vista à sua dinamização. Uma das finalidades dos incentivos fiscais era o de levar as empresas a recorrer a outras formas de financiamento para além do crédito bancário, dotando-as de capitais permanentes que possibilitem o seu desenvolvimento, modernização e lançamento de novos projectos. Estes incentivos beneficiam tanto as empresas, na sua dupla qualidade de potenciais emissores e subscritores, quer a aforradores particulares reduzindo a carga fiscal ao nível de vários impostos sobre o rendimento, como são os casos do imposto de capitais, imposto complementar, imposto de selo, imposto de sucessões e doações, imposto de mais valias, contribuição industrial e outros (*ibidem*: 152-153).

O autor realça ainda que grande parte dos incentivos fiscais com vista a dinamização do mercado de capitais têm características temporais de natureza conjuntural sendo, por isso, objecto de reformulação frequente, quer em termos do âmbito da sua incidência, quer em termos de significado quantitativo.

## 4. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

### 4.1 Processo de privatização da “Cervejas de Moçambique SARL”

No âmbito da política de reestruturação do sector empresarial do Estado, o Governo moçambicano decidiu alienar 70% do património líquido da Fábrica de Cervejas MacMahon e da Fábrica de Cervejas da Beira. É neste sentido que, a 31 de Julho de 1995, através da celebração de uma escritura em Cartório Notarial Privativo do Ministério do Plano e Finanças, entre o Estado moçambicano e a adjudicatária “ Indol International B.V. ” é constituída a Sociedade “ Cervejas de Moçambique SARL ”, com capital social de 200 biliões de Meticais e com a seguinte estrutura accionista:

South África Brewries International (SABI) - 65%

SPI - 5%

Estado Moçambicano - 30%

A operação de privatização da CDM, entre 27 de Novembro e 12 de Dezembro, por via de OPV, através da BVM tinha como objecto a alienação de 28 milhões de acções ordinárias, representadas de forma escritural, nominativas, com o valor nominal unitário de 2.000,00 Meticais, representativas de 28% do capital social da Sociedade.

A colocação das acções da CDM aos investidores foi assegurada por um sindicato de instituições financeiras nomeadamente:

BIM Investimentos

BIM - Banco Internacional de Moçambique

Banco de Fomento

BPI Dealer - Sociedade Financeira de Corretagem

Banco Austral

Banco Comercial e de Investimentos

Banco Standard Totta de Moçambique

A organização da operação esteve ao cargo do BIM Investimento e do BIM - Banco Internacional de Moçambique.

As 28.000.000 de acções a alienar estavam distribuídas por quatro segmentos. Dois destes segmentos constituíam uma oferta particular, a saber:

- segmento dos Gestores Técnicos e Trabalhadores, a quem estavam garantidas 10% da oferta global, correspondente a 10 milhões de acções. Neste segmento, cada ordenante podia apresentar ordens de compra para um mínimo de 1 acção, e em múltiplos deste número, até a quantidade máxima de 2.5 milhões acções; e

- o segmento dos Accionistas Privados Fundadores, que tinham como oferta 5% da oferta global, correspondente a 5 milhões de acções. Cada ordenante podia apresentar ordens de compra para um mínimo de 100 acções, e em múltiplos deste número, até a quantidade máxima de acções reservadas a este segmento, ou seja, 5 milhões.

Outros dois segmentos, que constituíam uma OPV, nomeadamente:

- o segmento dos Pequenos Subscritores Nacionais, aos quais foram destinados 6,5% da oferta global, equivalentes a 6.5 milhões de acções. Cada ordenante podia apresentar ordens de compra para um mínimo de 100 acções, e em escalões de 50 acções, até a quantidade máxima de acções reservadas a este segmento, que é de 2.000 acções; e

- o segmento do Público em Geral, a quem foi, igualmente, reservado 6,5% da oferta global, ou seja, 6.5 milhões de acções. Cada ordenante podia apresentar ordens de compra para um mínimo de 100 acções, e em múltiplos deste número, até a quantidade máxima de acções reservada a este segmento, que é de 6,5 milhões de acções. O total de acções a adquirir por estrangeiros neste segmento não podia exceder 1,5% do capital social da sociedade, ou seja, 1.5 milhões de acções, excepto se se verificasse que as ordens de compra apresentadas por ordenantes nacionais não asseguravam a quantidade integral das acções a alienar.

Foi anteriormente dito que o valor nominal de cada uma das acções correspondia a 2.000 Meticais. Contudo, o preço de venda das mesmas assumiu valores diferentes de acordos com os segmentos de que se tratassem. Para o segmento dos gestores técnicos e trabalhadores, foi estabelecido o preço de 1.030 Meticais, para os casos em que o pagamento fosse a pronto, e 1.800 Meticais, quando o pagamento fosse executado em prestações. Para os restantes

segmentos, o preço foi estabelecido em 15.000 Meticais por cada acção. O processamento da operação foi estabelecido de acordo com a seguinte ordem:

1º Lugar - Gestores, Técnicos e Trabalhadores da CDM;

2º Lugar - Accionistas Privados e Fundadores;

3º Lugar - Pequenos Subscritores Nacionais;

4º Lugar - Público em Geral

Esta ordem tinha em vista criar uma situação em que as acções sobrantes nos primeiros segmentos fossem drenadas para os segmentos seguintes. Deste modo, as acções sobrantes no segmento reservado aos Gestores Técnicos e Trabalhadores assim como aos Accionistas Privados Fundadores passarão para os Pequenos Subscritores Nacionais e Público em Geral.

#### **4.1.1 Resultados da operação de privatização**

No segmento dos Gestores Técnicos e Trabalhadores foram apresentadas 706 ordens, para uma quantidade de 10 milhões de acções, e não tendo havido ordens inválidas, estas foram efectuadas na totalidade, isto tendo em conta que a quantidade de acções reservadas para este segmento era constituída por 10 milhões de acções.

No segmento dos Accionistas Privados e Fundadores, foi apresentada uma ordem, considerada válida, para a totalidade das acções a ele reservadas, 5 milhões de acções.

No segmento dos Pequenos Subscritores Nacionais, foram apresentadas 798 ordens, para uma quantidade de 667.100 acções, e não tendo havido ordens inválidas, estas foram efectuadas na totalidade. Contudo, verificou-se a ocorrência de 5.832.900 acções sobrantes, uma vez que a quantidade de acções reservadas para este segmento era constituída por 6,5 milhões de acções.

No segmento do Público em Geral, foram apresentadas 526 ordens, para uma quantidade de 3.845.000 acções, e não tendo havido ordens inválidas, estas foram efectuadas na totalidade.

No entanto, verificou-se que no total das 6,5 milhões de acções oferecidas ao segmento a ocorrência de 2.655.000 acções sobrantes.

De acordo com as condições estabelecidas para o processamento das ordens as acções sobrantes num segmento passavam para o segmento seguinte. Deste modo, as acções sobrantes nos segmentos reservados aos Pequenos Subscritores Nacionais e Público em Geral, em 5.832.900 e 2.655.000 acções remanescentes, perfazendo um total de 8.487.900 acções da puderam ser realizadas, pois o segmento dos Accionistas Privados e Fundadores apresentaram uma ordem para mais 23 milhões de acções para além daquelas que lhe estavam reservadas. Esta ordem de compra foi parcialmente satisfeita, através da atribuição das 8.487.900 acções sobrantes, ficando por satisfazer uma procura de 14.512.100 acções.

#### **4.1.2 Fraca aderência do público**

A Sociedade "Cervejas de Moçambique SARL" constituiu uma empresa mais lucrativas não somente no sector das bebidas, mas também no conjunto de todas empresas moçambicanas. Devido a este desempenho, a CDM constitui um dos poucos exemplos salientáveis de sucesso do programa de privatizações.

Sendo esta uma empresa de sucesso, a fraca aderência dos subscritores no processo de oferta pública de venda nas tranches reservadas aos pequenos subscritores nacionais e ao público em geral, deve ser encontrada nas características do próprio mercado.

#### *Ausência de cultura de mercado de capitais*

Não obstante a operação de privatização ter beneficiado de uma forte campanha de publicidade, através dos diversos meios de comunicação social e mesmo por via de cartões publicitários distribuídos nos bancos, os potenciais investidores não aderiram devido à inexistência de uma cultura de mercado de capitais e de operações de Bolsa. A falta de conhecimento das operações realizadas na Bolsa e dos produtos financeiros disponíveis neste mercado originou uma situação em que, apesar do conhecimento da operação, potenciais compradores não tomassem um acção activa candidatando-se a comprar acções da CDM.

Os agentes económicos demonstram uma maior tendência para a canalização das suas poupanças para os tradicionais depósitos a prazo do que para produtos da Bolsa por duas situações distintas. Por um lado, este comportamento deve-se ao facto de se tratar de uma alternativa de aplicação de poupança nova e da qual o público possui um domínio reduzido; as pessoas têm maior preferência em direccionar os seus fundos para depósitos a prazo do que em arriscar em produtos financeiros de risco e com os quais não estão familiarizados. Por outro lado, a preferência na aplicação em depósitos a prazo pode resultar de um conhecimento do mercado bolsista moçambicano, que é caracterizado por uma liquidez reduzida e por um fluxo de negócios também de pequena dimensão. Estas características podem levar a que potenciais investidores tenham receio de aplicar o seu dinheiro em produtos deste mercado de modo a evitar situações em que, no momento em que precisem do capital, não consigam vender os valores mobiliários de que são detentores, por falta de compradores.

#### *Escassez de tempo para educação do público*

A campanha publicitária da OPV das acções da CDM teve uma antecedência em relação à operação de 45 dias, tendo-se prolongado até ao fim do período de subscrição, que foi de 15 dias. Este período mostrou-se curto para um ambiente em que o desconhecimento sobre este tipo de operações é patente. Exigia-se um período muito mais dilatado que incluísse a educação e explicação aos diversos agentes económicos sobre esta modalidade de aplicação financeira de modo a levar o público a participar na privatização.

#### *Baixa poupança interna*

Os agentes económicos em Moçambique possuem um nível de poupança baixo. Os escassos recursos financeiros de que dispõem são utilizados basicamente para a satisfação de necessidades imediatas.

Segundo dados do Instituto Nacional de Estatística (INE), no ano de 2001 o Produto Interno Bruto per capita situou-se em 4.185.000 Meticais e a Poupança Interna Privada per capita<sup>1</sup> estimou-se em cerca de 1.742.996 Meticais (INE; 2002: 223). Estes valores ilucidam a baixa

---

<sup>1</sup> A Poupança Interna per capita pôde ser determinada através da seguinte operação: (Produto Interno Bruto - Consumo Total) / População.

capacidade financeira interna para a criação de uma poupança que permitisse que a OPV encontrasse a liquidez necessária no meio ambiente doméstico.

#### *Entraves legais para a participação de investidores internacionais*

A campanha publicitária à nível dos meios de comunicação social teve um alcance nacional, não obstante estar aberta a possibilidade de subscrição de acções por parte de agentes estrangeiros. Pode-se dizer que este facto retirou a possibilidade de se garantir uma maior dispersão da base accionista com a inclusão de accionista estrangeiros que fariam face a baixa procura interna.

Apesar da posição acima exposta, é preciso referenciar o facto de algumas instituições de intermediação financeira terem localizado, nas suas actividades de prospecção de potenciais investidores a nível internacional, agentes económicos interessados em investir comprando acções da CDM. Este interesse encontrava como viés questões legais que se prendiam com a ausência de um quadro legal respeitante ao expatriamento de capitais resultante de investimentos no mercado de capitais.

A legislação cambial exige que a exportação de capitais se efectue mediante autorização do Banco de Moçambique. Estando o pedido de autorização devidamente instruído, o Banco de Moçambique deverá decidir sobre o pedido de autorização, num prazo de 15 dias, a contar da data da sua recepção, emitindo um boletim de autorização (Lei nº 3/96 e Banco de Moçambique; Aviso nº 05/GGBM/96).

Este procedimento não oferece segurança aos investidores estrangeiros, pois estes não observam garantias de, após a transacção na Bolsa, poderem reaver o seu capital, os lucros ou dividendos decorrentes dos seus investimentos, em tempo útil de realizarem operações do seu interesse em outros mercados.

#### *Questões de ordem religiosa*

O facto de a religião muçulmana proibir o consumo e o negócio do álcool e de a OPV se ter realizado no mês de ramadão levanta a possibilidade de se justificar a fraca aderência nos segmentos do Público em Geral e dos Pequenos Subscritores Nacionais evocando estes

elementos. Este facto assume importância pelo facto de grande parte do universo comercial-empresarial ser constituído por cidadãos islâmicos, que se poderia considerar um grupo forte de subscritores.

A importância a atribuir a esta hipótese deve considerar outros elementos como, por exemplo, os preceitos religiosos muçulmanos como por exemplo, os que interditam o pagamento ou cobrança de juros. O cumprimento deste preceito é incipiente, pois, os cidadãos muçulmanos, não só se financiam por via de empréstimos bancários como também investem em obrigações, cuja a principal característica é receber juros.

Ainda no respeito a interdição do álcool, segundo informações do Presidente do Conselho de Administração (PCA) da sociedade “Coca-cola SABCO (Moçambique), SARL” não obstante os estudos de viabilidade referentes a instalação de uma unidade de produção de refrigerantes na província de Nampula apresentarem uma grande oportunidade para a empresa naquele mercado, devido ao facto de a população naquela província ser maioritariamente maometana, os resultados atingidos não correspondem aos esperados. O PCA adiantou afirmou ter informações de que a CDM estava a realizar um bom negócio naquele ponto do país. Contudo, não foi possível, no presente trabalho, obter das referidas empresas números que permitissem comparar os seus negócios em Nampula.

Estes elementos demonstram a necessidade de se ter algum cuidado ao se apontar as interdições do islão como justificação para a fraca aderência do público na OPV das acções da CDM.

#### *A relação risco e rentabilidade*

O risco é uma das características do mercado de capitais e é proporcional ao rendimento esperado. Designam-se as operações financeiras cujo risco é mínimo de operações financeiras certas e àquelas em que o risco é elevado de operações financeiras incertas (Gonçalves; 1987).

Em Moçambique, o mercado da Bolsa demonstra uma situação contrária à teoria acima descrita. As operações financeiras certas, como é o caso das obrigações, constituem aquelas em que o rendimento esperado é maior, comparativamente a operações financeiras incertas, que caracterizam as acções. Em Dezembro de 2001, altura da OPV da das acções da CDM,

COOK, Paul e KIRKPATRICK, Colin (Organizadores); Privatization in Less Developed Countries, Harvester Wheatsheaf, 1988.

FERNANDES, Maria Isabel Couto; Direito Económico - Programa Analítico, Instituto Superior Politécnico e Universitário, 1998.

GOBE, Artur M.; Situação Económica do País, in CASTEL-BRANCO, Carlos Nuno (Organizador) Moçambique Perspectivas Económicas, UEM e Fundação Friedrich Ebert, 1994.

GONÇALVES, Alfredo A. Anes; Mercado de Capitais - Bolsa e Subscrições, Livraria Petrony, Lisboa, 1987

INSTITUTO NACIONAL DE ESTATÍSTICA (INE); Anuário Estatístico 2001, INE, 2002

McLINDON, Michael P.; Privatization & Capital Markets Development. Strategies to Promote Economic Growth, Institute for Public-Private Partnerships, USA, 1996.

MOÇAMBIQUE. Decreto nº 8/80 de 19 de Novembro; Cria a empresa Linhas Aéreas de Moçambique, E.E., designada por LAM e extingue a DETA – Divisão de Exploração dos Transportes Aéreos dos Serviços dos Portos e Caminhos de Ferro de Moçambique e a Empresa Estatal Agência Nacional de Viagens.

MOÇAMBIQUE. Decreto nº 48/98 de 22 de Setembro; Regulamento do Mercado de Valores Mobiliários.

MOÇAMBIQUE. Decreto nº 49/98 de 22 de Setembro; Constituição da Bolsa de Valores de Moçambique e aprovação do respectivo regulamento interno.

MOÇAMBIQUE. Decreto nº 83/99 de 16 de Novembro; Adopção de medidas fiscais aos diversos intervenientes no Mercado de Valores Mobiliários

MOÇAMBIQUE. Decreto nº 33/2000 de 17 de Outubro; Isenção da Taxa do Imposto de Selo dos actos previstos nos artigos 2º, 63º, 108º, 122º, 140º, 141º da Tabela Geral do Imposto de Selo.

MOÇAMBIQUE. Decreto nº 21/89 de 23 Maio; Regulamento de alienação, a título oneroso, de empresas, estabelecimentos, instalações, quotas e outras formas de participação financeira da propriedade do Estado.

MOÇAMBIQUE. Decreto-Lei nº 3/77 de 13 de Janeiro; Determina que o exercício da actividade seguradora e resseguradora em Moçambique passe a ser de exclusiva competência do Estado – Cria uma empresa estatal denominada Empresa Moçambicana de Seguros, E.E. (EMOSE) e aprova os seus estatutos.

MOÇAMBIQUE. Decreto-Lei nº 21/77 de 1 de Maio; Nacionaliza o património da Sociedade Nacional de Refinação de Petróleos, SONAREP, S.A.R.L., sediada na Matola, República Popular de Moçambique.

MOÇAMBIQUE. Lei nº 5/77 de 31 de Dezembro; Determina que a partir do dia 1 de janeiro de 1978, cessam as actividades da Casa Bancária de Moçambique, e dos departamentos em Moçambique do Banco Comercial de Créditos, Comercial e Industrial e do Banco Comercial de Angola, sendo os seus valores e activos e passivos integrados no Banco de Moçambique.

MOÇAMBIQUE. Lei nº 6/77 de 31 de Dezembro; Cria o Banco Popular de Desenvolvimento, denominado B.P.D., e simultaneamente aprova os seus estatutos.

MOÇAMBIQUE. Lei nº 15/91 de 3 de Agosto; Estabelece normas sobre a reestruturação, transformação e redimensionamento do sector empresarial do Estado, incluindo a privatização e alienação a título oneroso de empresas, estabelecimentos, instalações e participações sociais de propriedade do Estado.

MOÇAMBIQUE. Lei nº 3/96 de 4 de Janeiro; Lei Cambial.

MOÇAMBIQUE. Lei nº 15/2002 de 26 de Junho; Aprova os Códigos do Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Singulares e o do Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Colectivas.

MOÇAMBIQUE. Código do Imposto Sobre o Rendimento de Pessoas Colectivas, 2002.

MOÇAMBIQUE. Constituição da República Popular de Moçambique, 1975.

MOÇAMBIQUE. Constituição da República de Moçambique, 1990.

OTM-CENTRAL SINDICAL; Relatório de pesquisa sobre o declínio do número de trabalhadores sindicalizados (Versão Popular), Maputo, 23 de Outubro de 2000.

RAFAEL, Firmino; Privatizações: Transparência Precisa-se, in Dossier Economia, Abril/Junho de 1993.

UTRE; Privatizações em Moçambique 1998 - O Ano da Consolidação, Ministério do Plano e Finanças. Boletim informativo nº 5/Março de 1998.

UTRE; Reestruturação do Sector Empresarial do Estado em Moçambique – Impacto do Programa e Avaliação do Papel Pós-privatização do Governo, UTRE/Secretariado da Commonwealth, 1998.

WORLD BANK. MOZAMBIQUE; Impediments to Industrial Sector Recovery, Report nº 13752-Moz, 22 de Agosto de 1995.

## ANEXO I

### Taxa de Realização de Operações de Bolsa

Pagador: Comprador e Vendedor  
Incidência: Valor da operação

Dívida Pública: 0,4 por mil  
Obrigações Privadas: 0,6 por mil  
Ações: 1,0 por mil  
Outros valores mobiliários: 1,0 por mil

### Taxa de Admissão à Cotação

Pagador: Entidade Emitente  
Incidência: Valor nominal do capital a admitir

#### Obrigações

Taxa: 0,25 por mil  
Mínimo: 10.000.000 Mts  
Máximo: 75.000.000 Mts

#### Ações e outros valores mobiliários

Taxa: 0,50 por mil  
Mínimo: 25.000.000 Mts  
Máximo: 300.000.000 Mts

### Comissão de Corretagem

Pagador: Comprador e Vendedor  
Incidência: Valor da operação

Taxa: Livremente fixada entre limites Min e Máx  
Mínimo: 50.000 Mts  
Máximo: 2 por mil

Cancelamento, revogação ou caducidade: 10.000 Mts

### Taxa de Manutenção Periódica na Cotação

Pagador: Entidade Emitente  
Incidência: Valor nominal do capital admitido

#### Obrigações

Taxa: 0,05 por mil se capital  $\leq$  25.000.000 Mts  
0,04 por mil se capital  $>$  25.000.000 Mts  
Mínimo: 5.000.000 Mts  
Máximo: 50.000.000 Mts

#### Ações e outros valores mobiliários

Taxa: 0,05 por mil se capital  $\leq$  25.000.000 Mts  
0,04 por mil se capital  $>$  25.000.000 Mts  
Mínimo: 10.000.000 Mts  
Máximo: 225.000.000 Mts

Fonte : Quadro retirado do Boletim de Cotações da BVM

## ANEXO 2

### Entrevista ao Presidente da Comissão Directiva e Director Financeiro da Bolsa de Valores

1. Existe uma ligação entre a política de privatização e a criação da BVM ?
2. Tem estado a haver uma ligação em termos de *outputs* entre a política de privatização e a criação da BVM ?
3. Que empresas estavam sob o ponto de vista do Estado em condições de se beneficiarem do mercado de capitais ?
4. Na religião islâmica pagar ou receber juros é proibido, sendo o nosso mercado de pendor obrigacionista não será necessário conhecer o peso destes no controle das empresas privatizadas?
5. O facto de a actividade de intermediação financeira no mercado da Bolsa ser assegurada por bancos não constituirá um entrave para o desenvolvimento da desta alternativa de financiamento.
6. Qual foi o papel da Bolsa de Valores na estrutura organizativa da privatização da 2M ?
7. Já alguma vez tinha havido uma OPV em Moçambique?
8. Que indicação fica do facto de a tranche do público em geral o total das acções a ela destinadas, e mesmo com o sistema de cascata elas terem caído nas mãos da SABI ?
9. O período do ano - Dez - em que se realizou esta pode ter alguma ligação com este comportamento? O facto de se ter realizado no mês de ramadão e de se tratar de uma empresa de produção e venda de bebida alcoólica pode ter afastado o investidor islâmico e qual o peso destes na economia moçambicana.
10. Após todos estes condicionantes, a pouca aderência não poderá também ter sido motivada pelo preço das acções?
11. Como avalia a actividade dos Intermediários Financeiros nesta operação ?
12. A infra-estrutura organizacional do mercado de capitais pode ser usada para a OPV de empresas de empresa que posteriormente não fiquem admitidas à cotação?

### **Entrevista aos Intermediários Financeiros BIM, BSTM e BPI Dealer**

1. Qual a razão para uma fraca aderência dos pequenos subscritores nacionais e público em geral?
2. A pouca participação na tranche do publico e dos pequenos subscritores nacionais e estrangeiros que estará ligada? Ao mês de Ramadão? Ao facto de se tratar de uma cervejeira?
3. Existe uma participação considerável de muçulmanos a investirem em produtos da Bolsa actualmente?
2. Houve uma publicidade da operação a nível internacional?
3. Qual tem sido a procura de patrocínio para a admissão à cotação por parte das empresas privatizadas?

### **Entrevista às empresas privatizadas Cimentos de Moçambique, SARL, Mocargo, SARL e Coca-cola, SARL**

1. Quando ocorreu a privatização da empresa?
2. Qual era a condição financeira-económica da empresa?
3. Em que é foi direccionado o investimento (longo-prazo)? Reabilitação? Expansão / aumento da capacidade instalada ?
4. Qual o recurso usado como fonte de capital para financiar o investimento?
5. Sobre a possibilidade de um recurso a Bolsa de Valores para financiamento do investimento.
6. Recorrendo a Bolsa de Valores em que modalidade poderiam fazê-lo ( pela via accionista ou obrigacionista )? Porquê esta?
7. Qual o obstáculo visualizado pela empresa para o recurso a Bolsa de Valores?

## BIBLIOGRAFIA

ABRAHAMSSON, Hans e NILSSON, Anders; Moçambique em Transição – Um estudo do desenvolvimento durante o período de 1974 - 1992, PADRIGU e CEEI - ISRI, 1994.

ALMEIDA SERRA, António M. de; Políticas Económicas em África, Manual para alunos do curso de Mestrado em Desenvolvimento e Cooperação Internacional, 1993/4.

BALTAZAR, Ruy; Algumas Notas Sobre o Contexto Geral da Privatizações in Dossier Economia, Abril/Junho de 1993.

BELLETRANTE, Bernard; Dicionário de Bolsa e dos Mercados, Plátano Edições Técnicas, Lisboa, 1996.

BANCO DE MOÇAMBIQUE. Aviso nº 02/2GGBM/99, Taxas e Comissões a Cobrar no Âmbito da Realização de Transacções na Bolsa de Valores.

BANCO DE MOÇAMBIQUE. Aviso nº 05/GGBM/96, Regulamento da Lei Cambial.

BARRETO, Ilídio; Manual de Finanças – A moderna teoria de A a Z, Biblioteca de Gestão EXAME, 1996.

BIGGS, Tyler. NASIR, John e FISMAN, Ray; Structure and Performance of Manufacturing in Mozambique, Regional Program on Enterprise Development, Agosto de 1999.

BOLSA DE VALORES DE LISBOA (BVL); Glossário, Colecção Divulgação da BVL, Lisboa, 1996.

CASTEL-BRANCO, Carlos Nuno; Problemas Estruturais de Industrialização: A indústria Transformadora, in CASTEL-BRANCO, Carlos Nuno (Organizador) Moçambique Perspectivas Económicas, UEM e Fundação Friedrich Ebert, 1994.

CIRE; O Impacto das Privatizações, CIRE/UTRE, 1999.

enquanto que o rendimento esperado no investimento em obrigações era em média de 30% - considerando as taxas de juro em vigor -, o investimento nas acções da CDM tinha um rendimento esperado de 7% - considerando o último dividendo pago pela CDM.

A tendência de os investidores preferirem obrigações em vez de acções torna-se mais acentuada se se considerar, por exemplo, que um conjunto de eventos catastróficos, sejam eles de carácter natural ( como é o caso das cheias ) ou mesmo de mercado, podem assolar as empresas. Estas empresas podem decidir não distribuir os dividendos, mas se elas tiverem obrigações emitidas o pagamento de juros aos obrigacionistas é primordial. Disto resulta uma preferência do investidor em aplicar o seu dinheiro nos valores mobiliários, como as obrigações, que não só lhe proporcionam mais rendimento, mas que também envolvem um risco pequeno.

*Actividade de intermediação financeira pouco desenvolvida*

N

A actividade de intermediação financeira na BVM é desenvolvida por 7 operadores, sendo todos eles bancos. O facto desta actividade ser realizada exclusivamente por bancos constitui um constrangimento para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários na medida em que esta constitui uma actividade acessória nestas instituições. Para muitos bancos, devido à sua pequena dimensão, as transferências das poupanças dos depósitos para a sua aplicação em valores mobiliários, comprometeria a sua busca de expansão da captação de poupanças. Por esta razão, muitos bancos atribuem pouca importância a esta área operacional, no que diz respeito à actividade de prospecção de investidores para o mercado da Bolsa.

Se por um lado, os bancos não têm oferecido um valioso contributo para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários moçambicano, por outro lado, a pequena dimensão do mercado da BVM não oferece ainda condições para o aparecimento de entidades de intermediação financeira que tenham como actividade principal a intermediação financeira no mercado de valores mobiliários.

#### **4.2 Financiamento das empresas privatizadas através da Bolsa**

A Bolsa não tem sido uma alternativa de financiamento procurada pela generalidade das empresas privatizadas, devido aos requisitos exigidos para a admissão à cotação de empresas.

No conjunto dos 11 valores mobiliários admitidos à cotação, desde 1999, na BVM, 8 correspondem a iniciativas de financiamento, sendo todas pela via de empréstimos obrigacionistas. Deste conjunto de obrigações cotadas simplesmente 1 é de pertença de um empresa privatizada, nomeadamente a “Cimentos de Moçambique, SARL”. As restantes emissões obrigacionistas englobam 4 emissões de dívida pública, e outras 4 emissões de empresas sendo uma delas empresa pública – a TDM.

#### **4.2.1 Pequena dimensão das empresas**

As pequenas e médias empresas constituem o grosso das empresas privatizadas em Moçambique. É preciso também considerar que muitas das grandes empresas sofreram uma cisão de unidades de negócios que tradicionalmente se encontravam aglutinadas numa só empresa. facto reduz o poder de mercado e reduz as receitas. Empresas desta dimensão enfrentam dificuldades para o preenchimento dos requisitos exigidos para admissão à cotação de sociedades na Bolsa.

Este grosso de empresas são aquelas que possuem maiores necessidades de capitais de longo prazo para a realização de investimentos que levem à sua modernização e expansão. Porém, a sua baixa capacidade financeira impossibilita-as de recorrerem a financiamentos mais baratos por via da Bolsa. Sendo assim, estas empresas enfrentam dificuldades para a realização de investimentos de larga escala, pois devem esperar até conseguirem reunir fundos internos suficientes para financiar os seus projectos.

Outro nó de estrangulamento que enfrentam muitas empresas, particularmente as de pequeno e médio porte, refere-se ao facto destas não possuírem padrões de contabilidade e a qualidade da sua informação contabilística ser baixa. Este cenário é agravado pela existência de um número reduzido de empresas vocacionadas à área que possam certificar as contas das empresas. As poucas empresas que operam em Moçambique cobram remunerações elevadas pelos serviços, o que leva a que somente as grandes empresas possam usufruir destes serviços (Biggs, Nasir e Fisman; 1999: 43-44). Sendo este tipo de informação primordial no mercado bolsista estas empresas estão, logo à partida, impossibilitadas de se cotarem neste mercado.

#### 4.2.2 Ausência de incentivos

Só é possível falar de ausência de incentivos para a admissão à cotação na Bolsa, quando se trate de empresas de grandes dimensões. É ainda de salientar que empresas privatizadas que apresentem uma grande robustez encontram-se em número restrito no mercado moçambicano.

A falta de incentivos manifesta-se, por um lado, no facto de o mercado BVM ser pouco líquido e desenvolvido. Estas circunstâncias pelo facto de as grandes empresas não terem grande necessidade de recorrer à Bolsa para financiamento pois estas, de alguma forma, estão próximas do equilíbrio entre a sua capacidade de produção instalada e aquilo que é a capacidade de absorção do mercado em relação aos seus produtos. Nestes termos, a realização de investimentos de médio e longo prazos podem ser devidamente levados a cabo sem recurso a capitais alheios. Quando se trata de empresas internacionais, o acesso a financiamento pode ser conseguido quer por via de crédito externo beneficiando de taxas muito mais baixas comparativamente às praticadas internamente, quer através de transferências de fundos de outras companhias filiais ou da empresas mãe.

Por outro lado, esta falta de incentivos faz-se sentir a nível dos benefícios fiscais concedidos às empresas admitidas à cotação na BVM. A legislação moçambicana, anterior a última reforma tributária, isenta do pagamento de Contribuição Industrial e do Imposto Complementar os juros das obrigações, os dividendos das acções e as mais valias resultantes da alienação de acções adquiridas e alienadas através da Bolsa (Decreto nº83/99; art. 101 e 271). No que respeita às próprias empresas, estas são, somente, isentas da prestação do Imposto do Selo na realização de actos que sejam passíveis de admissão inicial à cotação na BVM, ou, à emissão de novos valores mobiliários que se destinem à admissão à cotação, quando se trata de empresas com valores mobiliários já admitidos à cotação (Decreto 33/2000; art. 1 e 2).

É, contudo, necessário referir que os novos códigos do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares (IRPS) e do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas (IRPC) aprovados pela Lei nº 15/2002 de 26 de Junho de 2002, que devem entrar em vigor no ano de 2003, estabelecem que os rendimentos de capitais – que inclui, entre outros, os juros da obrigações e os dividendos das acções – e os rendimentos provenientes de mais-valias são tributados em 20% (IRPC; art. 9 e 86). Este dispositivo não abre excepções para os valores

mobiliários admitidos à cotação eliminando desta forma a isenção tributária garantida pelo Decreto nº83/99.

#### **4.2.3 Conservação da estrutura accionista**

Existe entre as empresas uma tendência conservadora em relação à sua estrutura accionista o que origina a preferência destas pelo financiamento por via da emissão de obrigações, pois esta não exige condições em termos de base accionista.

O financiamento por via do aumento do capital social, através da emissão de novas acções para oferta à subscrição pública, exige que as empresas adoptem as condições previstas no Regulamento do Mercado de Valores Mobiliários, sendo uma delas a exigência de que pelo menos 15% das acções objecto de admissão à cotação estejam dispersas pelo público.

A remoção desta posição conservadora torna-se difícil devido ao limitado desenvolvimento do mercado bolsista, ao que se alia também a maior apetência dos investidores aos produtos obrigacionistas devido às suas altas taxas de juro e aos riscos reduzidos que acarretam.

#### **4.2.4 Reduzida liquidez do mercado**

O número de empresas listadas na BVM e o volume de negócios é bastante reduzido o que concorre para uma menor dinâmica do mercado da Bolsa. É ainda importante verificar que as grandes empresas públicas, que também são chamadas monopólios naturais, como são o caso das empresas de telecomunicações, portos e caminhos de ferro, energia e águas continuam por privatizar. Estas empresas pelo sua robustez constituem grandes dinamizadores dos mercados de capitais, pois oferecem uma grande liquidez a este mercado e incentivam os investidores, as instituições de investimento e o desenvolvimento de infra-estruturas de intermediação.

Contudo, antes da criação de um mercado mais líquido, através de um processo de privatização e admissão à cotação na BVM dos monopólios naturais, outras empresas da dimensão e qualidade que este mercado pretende não se sentirão incentivadas em diluir a sua propriedade ( dispersando acções pelo público ) sem que com isso sejam compensadas com uma maior facilidade de criar fundos.

## 5. CONCLUSÕES

### 5.1 Verificação das hipóteses

Na realização do presente trabalho tomaram-se duas hipóteses de trabalho. A primeira hipótese aponta que, tendo em conta as exigências económico-financeiras às entidades que pretendam cotar-se em bolsa e os mecanismos de transacção concebidos no mercado bolsista, a privatização de acções de empresas por via da BVM obterá elevada participação dos agentes económicos investidores. A segunda hipótese considera que devido às elevadas exigências económico-financeiras para que as empresas se listem na Bolsa, um número reduzido de empresas estará em condições de se financiarem recorrendo a BVM.

A primeira hipótese não foi confirmada, pois os resultados da privatização de 28% das acções da CDM mostram que, não obstante a procura global ter sido 51,8% superior à quantidade oferecida de acções, a estrutura desta demonstra uma fraca aderência dos segmentos reservados ao público em geral e aos pequenos subscritores nacionais. Estes segmentos absorveram, apenas, 40,9% e 10,3%, respectivamente, das 6.500.000 acções que estavam reservadas a cada um.

No que respeita à segunda hipótese, pode-se dizer que esta foi parcialmente confirmada, pois, verificou-se que o facto de a maior parte das empresas privatizadas não reunir os requisitos de elegibilidade para admissão à cotação na BVM não constitui o único factor para a fraca aderência destas ao financiamento por via da Bolsa. Outro factor relevante é que as empresas que reúnem os requisitos exigidos não observam atractividade no mercado da Bolsa devido a sua pequena dimensão e aos fracos benefícios fiscais para as empresas cotadas. Deve-se realçar ainda que as empresas de grandes dimensões que tenham sido compradas por empresas internacionais podem financiar o seu investimento beneficiando de transferências de outras filiais com maior disponibilidade financeira, ou, através das mesmas, beneficiar de taxas de juro mais baixas nos mercados estrangeiros.

## 5.2 Análise dos resultados

As privatizações, segundo McLindon (1996), ajudam a criar uma dispersão da base accionista das empresas e que participação no capital social das empresas proporciona aos investidores que para lá canalizam as suas poupanças altos retornos. Com a OPV das acções da CDM o Estado pretendia criar a dispersão defendida por McLindon, contudo a aderência do público potencial investidor foi fraca devido ao seu reduzido conhecimento em relação aos mercados bolsistas, mas também aos baixos níveis de poupança que caracteriza a generalidade dos agentes económicos moçambicanos. Estas fraquezas não puderam ser compensadas pelos investidores internacionais devido a inexistência de quadros legais que regulem o investimento directo do estrangeiro neste mercado. Salienta-se também que contrariamente as economias mais desenvolvidas onde as taxas de juro são baixas, no contexto actual moçambicano devido a elevada desvalorização da moeda estas taxas são altas, facto que tem como consequência um maior retorno esperado na compra de obrigações do que na de acções.

McLindon (1996) refere, igualmente, que as Bolsas de Valores constituem uma fonte de financiamento mais barata para as empresas, pois o aumento do capital social pela emissão de novas acções para a subscrição dos investidores neste mercado não aumenta os passivos das empresas. Não obstante a existência destas vantagens, o contexto moçambicano mostra que somente um pequeno número de empresa privatizadas reúne os requisitos de admissão à cotação na Bolsa. Mas devido, por um lado, à pequena dimensão do mercado da BVM e a baixa atractividade das acções neste mercado – porque as taxas de juro das obrigações são muito altas e, por isso, mais atractivas para os investidores – esse pequeno número de empresas elegíveis não se sente motivado a recorrer a este mercado. Por outro lado, existe uma posição conservadora das empresas em relação à sua estrutura accionista, que faz com que o recurso a esta forma de financiamento seja pouco atractiva.

Um factor que pode ser fundamental para a dinamização da Bolsa, ajudando a fazer face às limitações, em termos de liquidez do mercado e mesmo as situações de relutância das empresas em aceitar a dispersão das acções, podem ser os benefícios fiscais referidos por Gonçalves (1987). Porém, o facto de os benefícios tributários na perspectiva das empresas estarem somente ao nível do imposto do selo, nos actos conducentes a admissão à cotação destas, leva a que a apetência destas em integrar-se neste mercado não se eleve.

O recurso das empresas privatizadas ao financiamento por via da Bolsa de Valores é incipiente. As empresas privatizadas não conseguem preencher os requisitos económico-financeiros para se admitirem à cotação na Bolsa, porque grande parte destas empresas são de pequena dimensão e/ou experimentam dificuldades económico-financeiras. O facto de as empresas privatizadas viverem bastantes dificuldades leva a que se concorde tanto com Castel-Branco (1994), quando aborda questões relativas à oportunidade das privatizações, sublinhando que estas não trouxeram a revitalização, eficiência e competitividade que se pressupunha, como também com o Banco Mundial (1995) que relata questões intrínsecas ao processo de privatização, referindo que a lentidão e a falta de transparência destes condenavam a recuperação das empresas e a atracção de investidores sérios.

### **5.3 Recomendações**

O mercado da BVM conta com a actuação dos principais bancos do país no desenvolvimento da actividade de intermediação financeira. O facto desta actividade ser desenvolvida por bancos abre a possibilidade de os investidores acederem facilmente ao mercado de valores mobiliários através das dependências dos bancos presentes na generalidade das vilas e cidades do país. Contudo, devido ao desconhecimento do geral do funcionamento do mercado e ao facto de a maior parte dos bancos não investir na actividade, ou seja, não agirem na sua divulgação e dinamização compromete a atracção de investidores para a Bolsa.

Deste modo, é fundamental que o próprio Estado, por um lado, por via da Bolsa, desenvolva acções de educação do público sobre o mercado de capitais e dos processos concebidos para a intervenção neste mercado e, por outro, através da supervisão bancária do Banco de Moçambique garanta que os colaboradores dos bancos, que estão em contacto directo com o público, estejam capacitados para prestar o serviço ao público.

É também necessário que se tomem medidas institucionais no sentido de se criar um quadro legal que regulamente o investimento directo do estrangeiro no âmbito do mercado de capitais por forma a compensar a baixa poupança interna.

Quanto ao financiamento das empresas privatizadas através da BVM, é necessário que se criem benefícios fiscais às empresas cotadas de modo a fazer face a baixa liquidez, e a encorajar as empresas a abdicarem do seu conservadorismo em relação à posição accionista.

## GLOSSÁRIO

**Acções** - são títulos representativos do capital social das sociedades anónimas. Caracterizam-se pelo facto de os detentores das acções, os *accionistas*, terem direito a uma parte proporcional na repartição dos lucros das empresas e, em caso de liquidação da empresa, dos seus bens. Os accionistas têm ainda direito a informação relativa a empresa e, dependendo dos estatutos desta, participar e votar nas assembleias gerais da sociedade (Barreto; 1996:: 226).

**Acções nominativas** - as acções dizem-se nominativas quando o nome do seu titular fica inscrito nos livros de registo das sociedades (Bolsa de Valores de Lisboa - BVL; 1996: 2).

**Acções Ordinárias** - são acções que atribuem aos seus detentores uma parcela da propriedade da empresa e do direito de voto em Assembleia Geral (*ibidem*; 17).

**Acções escriturais** - são acções desmaterializadas, ou seja, sem qualquer representação física, sendo apenas registado na conta de um intermediário financeiro acreditado na Bolsa (*ibidem*; 8).

**Agente Económico** - constitui todo o agente na económica. Os agentes económicos são usualmente agrupados em Famílias, Empresas, Estado e Exterior (Gonçalves; 1987: 172).

**Bolsa de Valores** - são estabelecimentos de carácter financeiro que têm por objectivo a criação de um mercado livre, aberto e eficiente de operações de compra e venda de valores mobiliários (Barreto; 1996: 240).

**Dívida Pública** - Dívida do Estado, parte da qual é titulada por obrigações subscritas por outros agentes económicos (Gonçalves; 1987: 182).

**Dividendo** - constitui a parte dos resultados distribuídos por uma sociedade que cabe a cada uma das acções nas quais se encontra dividido o capital social dessa empresa (*ibidem*: 182)

**Emissão** - constitui um acto reservado ao Estado e às empresas (públicas ou privadas) que consiste na criação de novos valores mobiliários que se destinam a ser adquiridos por outros agentes económicos (*ibidem*: 90-7).

**Entidades Emitentes** - são pessoas ou entidades, públicas ou privadas, que emitam valores mobiliários (Decreto 48/98; art.3: alín. h).

**Intermediários Financeiros** - são pessoas e entidades singulares ou colectivas, públicas ou privadas, legalmente habilitadas a exercer nos mercados de valores mobiliários, a título profissional, alguma actividade de intermediação financeira (*ibidem*; art.3: alín. e).

**Investidores** - são pessoas ou entidades, públicas ou privadas, que, por si mesmas ou através de outras pessoas ou entidades, apliquem, transitória ou duradouramente, em valores mobiliários os meios financeiros de que são detentoras (*ibidem*; art.3: alin. i).

**Mercado Primário** - constitui um segmento do mercado de capitais onde se realiza a primeira transacção dos valores mobiliários. Este mercado engloba dois actos, que embora distintos, estão intimamente ligados, nomeadamente a *emissão* e a *subscrição* (Gonçalves; 1987: 29).

**Mercado Secundário** é segmento do mercado de valores mobiliários onde são transaccionados os valores mobiliários anteriormente emitidos, ou seja, é o espaço onde, após a primeira transacção, no mercado primário, os valores mobiliários são susceptíveis de novas transacções. As Bolsas de Valores são o lugar, por excelência, onde os valores mobiliários no mercado secundário são transaccionados (*ibidem*; 106).

**Mercado de Valores Mobiliários** - entende-se como conjunto de mercados organizados ou controlados pelas autoridades competentes, onde os valores mobiliários são transaccionados (Decreto 48/99; art.: Alan. b).

**Valores Mobiliários**- são as acções, obrigações e quaisquer outros valores mobiliários, seja qual for a sua natureza ou forma de representação, ainda que meramente escritural, emitidos por quaisquer pessoas ou entidades, públicas ou privadas, em conjuntos homogéneos que confiram aos seus titulares direitos idênticos, e que sejam legalmente susceptíveis de negociação num mercado organizado (Decreto 48/99; art.3: alín. a).

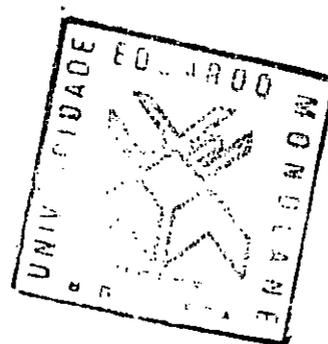
**Obrigações** - são títulos de dívida de médio e longo prazo emitidos por uma entidade, entidades públicas ou empresas, ficando estas obrigadas a efectuar pagamento de juros periódicos aos detentores dos títulos e a reembolsar o capital em período determinado (Barreto; 1996: 24).

**Obrigações do Tesouro** - são obrigações emitidas pelo Estado (BVL; 1996:18).

**Oferta Pública de Venda (OPV)** - É uma técnica reservada às transmissões de títulos na altura da entrada na Bolsa ou de uma privatização. As OPV's são utilizadas quando se prevê que os mecanismos normais do mercado possam levar demasiado tempo para uma quantidade elevada quantidade de títulos (Belletante; 1996: 256).

**Operadores de Bolsa** - são todos os intermediários financeiros autorizados a realizar operações de bolsa (Decreto 48/98; art.3: alín. f).

**Subscrição** - consiste na aquisição ou candidatura de aquisição dos novos valores mobiliários, ou seja, dos valores mobiliários criados (Gonçalves; 1987: 98).



# ANEXOS