

336.761
COM
TES
HEM

ECO
18

ECO 18



Análise dos Constrangimentos ao Desenvolvimento da Bolsa de Valores de Moçambique.

Suleimane Mussá Combo

Julho de 2002

Trabalho para Licenciatura em Gestão

Faculdade de Economia

Universidade Eduardo Mondlane

U. E. M. - ECONOMIA	
R. E.	28217
DATA	13/08/02
AQUISIÇÃO	oferta
COTA	

Declaração

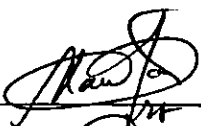
Declaro que este trabalho é da minha autoria e resulta da minha investigação. Esta é a primeira vez que o submeto para obter um grau académico numa instituição educacional.

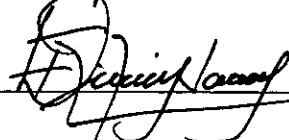
Suleimane Mussá Combo
Suleimane Mussá Combo

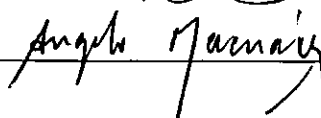
De Julho de 2002

Aprovação do Júri

Este trabalho foi aprovado com 13 valores no dia 30 de julho de 2002 por nós, membros do júri examinador na Universidade Eduardo Mondlane.







ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO	1 ✓
1.1 LIMITAÇÕES QUANTO AO ÂMBITO DO ESTUDO	1
1.2 METODOLOGIA	2
1.3 RAZÕES DA ESCOLHA DO TEMA	2
2. MERCADO DE TÍTULOS.....	3
2.1 O MERCADO PRIMÁRIO	3
2.2 O MERCADO SECUNDÁRIO	4
3. ANÁLISE INSTITUCIONAL DE MERCADO DE CAPITALIS.....	4
3.1 O MERCADO PRIMÁRIO	4 ✓
3.2 A MONTAGEM DE UMA OPERAÇÃO	5
3.3 O MERCADO SECUNDÁRIO	6
3.3.1 As Bolsas de Valores	6
3.3.2 Operações de Bolsa	6
3.3.3 As Ordens de Bolsa	7
3.3.4 Sistema de Negociação.....	9
3.3.5 Formação de Preços.....	9
4. RELAÇÃO ENTRE O MERCADO DE CAPITALIS, INOVAÇÃO TECNOLÓGICA, PRODUTIVIDADE, COMPETITIVIDADE E CRESCIMENTO	10
4.1 DIMINUIÇÃO DE RISCOS	10
4.2 FACILIDADE DAS FUSÕES	10
4.3 FORTALECIMENTO DAS ACTIVIDADES DE "VENTURE CAPITAL"	11
5. BOLSA DE VALORES DE MOÇAMBIQUE (BVM).....	12
5.1 CONTEXTO DO SURGIMENTO	12
5.2 ADMISSÃO DE ACCÕES	13
5.3 ADMISSÃO DE OBRIGAÇÕES.....	14
5.4 INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS.....	15
6. ANÁLISE DO DESENVOLVIMENTO ACTUAL DA BVM.....	16 ✓
6.1 ÍNDICE DE CAPITALIZAÇÃO BOLSISTA (CB).....	16
6.2 CAPACIDADE DE FINANCIAR A ECONOMIA APÓS A BVM.....	18
6.3 MEDINDO O CUMPRIMENTO DAS METAS	21
7. CAUSAS QUE ENTRAVAM O DESENVOLVIMENTO DA BVM	22 ✓
7.1 RIGIDEZ DAS CONDIÇÕES DE ACESSO.....	22
CUSTOS 80.000 SAÍDAS DE DINHEIRO 80.000.....	26
LUCRO 20.000 DINHEIRO GERADO -80.000	26
7.2 AUSÊNCIA DE UM SEGUNDO MERCADO	26
7.3 A NATUREZA DOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS	29
7.4 DIFICULDADES DAS EMPRESAS NA ANGARIAÇÃO DE TOMADORES FIRMES DE TÍTULOS EMITIDOS. 31	
7.5 FALHAS DE INFORMAÇÃO.....	32
7.6 FACTORES RELIGIOSOS E ESTIGMA RELIGIOSO	33
7.7 BAIXA CAPACIDADE DE POUPANÇA , PRODUTIVIDADE E DE RENDIMENTO DOMÉSTICO	35
7.8 PRIVATIZAÇÕES E O ACESSO DAS EMPRESAS À BVM.....	37

7.9 O DILEMA DAS PEQUENAS EMPRESAS: A RAZÃO DE SER É A RAZÃO PARA NÃO SER ADMITIDO	40	✓
8. CONCLUSÃO	42	
9. RECOMENDAÇÕES.....	43	
9. BIBLIOGRAFIA.....	46	

Abreviaturas

BV	Bolsa de Valores
BSTM	Banco Standard Totta de Moçambique
BIM	Banco Internacional de Moçambique
BPI-Dealers	Banco Português para o Investimento
BM	Banco de Moçambique
CB	Capitalização Bolsista
CDM	Cervejas de Moçambique
CPI	Centro de Promoção de Investimentos
TDM	Telecomunicações de Moçambique
2M	Mac Mahon
VT	Volume de transacções

Sumário

Com a abertura de Mercado de Capitais, o país terá criado condições para desenvolver o sistema financeiro, perspectivando-se o aumento de recursos financiados à economia. Mas três anos depois, apenas cinco empresas encontram-se cotadas e o grau de dependência externa mantém-se. Assim, o estudo analisa as causas deste fraco desenvolvimento.

O trabalho resultou de pesquisa bibliográfica, de entrevistas conduzidas à Bolsa de Valores de Moçambique e a intermediários financeiros e a algumas individualidades ligadas ao mercado de capitais. O estudo começa por conceptualizar mercado de capitais, fazendo uma incursão à BVM. Seguidamente apresenta o estado actual do seu desenvolvimento e dos constrangimentos ao seu progresso. Por fim conclui e recomenda medidas para reverter a tendência negativa.

O mercado de capitais é um segmento do sistema financeiro no qual se transaccionam títulos de longo prazo, visando transferir recursos dos superavitários aos deficitários. Ele subdivide-se em mercado primário, no qual se vendem títulos emitidos pela primeira vez, e mercado secundário, que vende títulos já transaccionados naquele. É no mercado secundário onde floresce a BVM, onde para aceder a ela é através dos intermediários financeiros após a observância de requisitos.

Analisando o desenvolvimento da BVM, destaca-se que: a capitalização bolsista aumentou durante os três anos de funcionamento, embora a taxa de variação, a base móvel, tenha caído de 1703% para 21% no ano 2001 e o índice de volume de transacções sobre a CB tende a quedar pelo fraco volume de transacções, de forma que de 1,96 situou-se a 0,96. Com a BVM esperava-se que a dependência de recursos externos seria mitigada, mas a actual taxa de cobertura do investimento é de apenas 11%. Além disso, as metas estabelecidas não têm sido cumpridas: dos 9.154 milhões de meticais estimados como receitas, apenas conseguiu-se 5,6%; e, das 14 empresas previstas, apenas 5 estão cotadas, e destas duas são bancos, que levantaram 67% de empréstimos obrigacionistas captados pelos privados. O Estado planejava vender suas participações em empresas privatizadas na bolsa, mas das pouco mais de 1.300, unicamente foram transaccionadas

participações detidas na Cervejas de Moçambique. Quais então as causas para um tão baixo desempenho?

Os constrangimentos são vários. Os requisitos para admissão dos títulos das empresas são rígidos e apenas compatíveis às grandes corporações ao contrário da realidade, moçambicana, em que a maioria delas são pequenas e médias empresas. Não existe um segundo mercado com menor rigidez de requisitos tendentes a acolher as pequenas empresas, como noutros países. Os intermediários junto à bolsa não são especializados concentrando-se mais no seu negócio principal, o que cria dificuldades às empresas para a colocação de títulos no mercado primário, pois que eles são propensos a assumir riscos moderados devido a perdas em caso de fraca absorção.

Nos meses em que os muçulmanos encontram-se jejuando, verifica-se uma baixa demanda por títulos reforçado, pela fraca absorção interna. Isto foi notório com as acções da Cervejas de Moçambique, em que se vendeu menos de 1% naquele período, revelou a BVM.

As empresas nacionais, no geral, apresentam muitos problemas. As suas contas não são auditadas. Em 1999, 50% das empresas da pesquisa das 100 maiores empresas, terminaram o exercício com prejuízos, e os custos operacionais crescem mais do que os proveitos (KPMG,2000). Os sistemas de gestão são deficitários e muitas empresas quando apresentam projectos de investimento, usam métodos questionáveis. Muitas empresas privatizadas ou faliram ou funcionam em péssimas condições porque o Estado privatizou-as sem nenhuma estratégia; o sector de cajú é exemplo disso (Castel-Branco,2000).

Assim, ao invés de a bolsa constituir uma fonte de financiamento às empresas, ela está a servir aos bancos comerciais como fonte de captação de recursos.

O estudo recomenda que sejam revistos os requisitos de admissão par acomodar as pequenas empresas, criando segundo mercado. Que sejam neste mercado estabelecidos critérios incentivadores de eficiência, como resultados líquidos, fluxo de caixa, funcionando como ponderadores, por exemplo. Que os títulos sejam lançados em momentos apropriados e não no de jejum.. que seja feito levantamento da situação em que as empresas privatizadas laboram e esboçadas estratégias de desenvolvimento.

1. INTRODUÇÃO

Em 1999, com a abertura de mercado de valores Mobiliários, através da institucionalização da Bolsa de Valores de Moçambique (BVM), o país deu um passo gigantesco para o desenvolvimento do sistema financeiro, criando alternativas de financiamento às empresas a custos mais baixos.

Com a BVM perspectivava-se que se aumente o volume de recursos financiados à economia, pela criação de oportunidades de poupanças mais atractivas e o financiamento às empresas a taxas mais baixas em comparação com o sector bancário.

Volvidos 3 anos, para além do Estado apenas 5 empresas levantaram fundos na BVM, destas, 40% são bancárias; das Pequenas e Médias Empresas (PME's) nenhuma está cotada, embora sejam o grosso do tecido empresarial moçambicano; e, a fraca dinâmica interna do sistema financeiro prevalece, consubstanciada na dependência externa. Os motivos porque a marginalidade da bolsa prevalece, continua por explicar.

1.1 Limitações quanto ao âmbito do estudo

O estudo não pretende esgotar, de forma alguma, ou analisar exaustivamente a generalidade dos factores que constituam empecilho ao desenvolvimento da Bolsa. O trabalho, de acordo com a metodologia adiante descrita, discutirá os assuntos de maior importância e que, uma vez identificados abrirão espaço ao esboço de medida para o crescimento do Mercado de Capitais em Moçambique no quadro mais geral do desenvolvimento do País.

O período de análise compreenderá o tempo que vai da instalação da BVM ao momento actual, fazendo-se uma incursão aos desafios colocados à BVM, aos Intermediários financeiros e ao sector produtivo da economia nacional.

A viabilidade da análise será suportada por aquelas unidades de análise que constituem fundamentalmente os principais intervenientes do mercado de capitais em Moçambique, e

sobre as quais recaem os factores que entravam o desenvolvimento do mercado em condições que permitam captar recursos e financiar as solicitações de investimento à economia.

1.2 Metodologia

O estudo começa por conceitualizar teoricamente o que se entende por mercado bolsista, descrevendo os requisitos para admissão a BVM . Arrola os resultados alcançados pela BVM, demonstrando que os resultados alcançados pela bolsa são superficiais e não alcançam os objectivos prosseguidos. Discute as causas que entravam o desenvolvimento da BVM e, por fim, apresenta as conclusões e recomendações.

O trabalho foi elaborado numa perspectiva teórica e resultou de uma pesquisa bibliográfica e de uma série de entrevistas administradas junto à BVM, a intermediários financeiros e a algumas individualidades (anexo). Para que os entrevistados pudessem responder sem tibiezas, as perguntas foram todas abertas, porém focalizadas, permitindo contacto com aspectos não constantes das premissas, tal foi o caso de factores religiosos.

1.3 Razões da Escolha do Tema

A escolha do tema obedeceu a questões de ordem pessoal e outras relacionadas com aspectos intrínsecos à economia nacional:

1. a BVM foi instalada para servir de fonte alternativa de investimento e de financiamento das empresas. Acontece porém que, três anos volvidos, apenas cinco empresas encontram-se cotadas. Quais as razões porque as empresas não aderem?
2. constata-se desequilíbrios de acesso à BVM. Das empresas cotadas nenhuma pequena e média empresa encontra-se lá e apenas uma empresa emitiu acções.
3. castel-Branco, na sua tese de dissertação de doutoramento, observou que o sector financeiro apenas cobria 16% do total de investimento, sendo que a BVM constituiria

uma forma interna de cobrir o défice. Assim, surge uma oportunidade de verificar até que ponto a BVM está mudando a estrutura de financiamento da economia. Se não, porquê ?

4. normalmente, economias desenvolvidas são ladeadas de Mercado de Capitais desenvolvidos, sendo que o diagnóstico atempado de causas que minam o seu progresso permitem, antes que tarde, o esboço de planos de desenvolvimento consentâneos com os objectivos macroeconómicos.

2. Mercado de Títulos¹

“Mercado de Títulos constitui um segmento do sistema financeiro que trabalha sobretudo com instrumentos de médio e longo prazo, envolvendo portanto as acções, obrigações, os títulos de participação, os títulos de tesouro, etc. Pode, por isso, ser identificado como um mercado de valores mobiliários.

O mercado de capitais tem por funções, entre outras, facilitar a transferência de recursos e a conversão de activos líquidos em investimento, ou seja a canalização de poupanças para o sector produtivo da economia, com a vantagem de não gerar massa monetária através de qualquer efeito multiplicador, evitando, portanto, tensões inflacionistas por esta via.

O mercado de capitais, também designado de títulos, deve ser subdividido, por sua vez, em dois mercados ou componentes : o mercado primário e o mercado secundário.

2.1 O Mercado Primário

¹ Esta secção usa conceitos de: Motta, António. Tomé, Jorge. Mercado de Títulos: Uma abordagem integrada. 1996. Lisboa: Texto editora.

O mercado primário compreende os activos financeiros que iniciam a sua circulação no mercado através de emissões (públicas e privadas). É importante não só para permitir a abertura de capital das empresas como também para alimentar o mercado com novos títulos, fazendo deste modo, a absorção dos capitais gerados na componente secundária e o equilíbrio entre a oferta e a procura.

2.2 O Mercado Secundário

Compreende os activos financeiros que já estão em circulação no mercado e que são objecto de transacções nas Bolsas de Valores ou fora delas (casos de balcões bancários e de corretores), procurando assim, assegurar a liquidez dos valores mobiliários.

3. Análise Institucional de Mercado de Capitais

3.1 O Mercado Primário

O mercado primário, como já se sabe, corresponde à emissão e à subscrição de novos títulos. Existem duas vias de colocação de emissões no mercado:

-através de subscrição privada ou particular, se os títulos se destinam exclusivamente a ser adquiridos por um número pré-determinado de pessoas singulares ou colectivas, nomeadamente os investidores institucionais;

-através de subscrição pública, em que se procede à comercialização pública dos títulos, com recurso a meios publicitários, não estando por isso previamente identificados a totalidade dos subscritores .

As subscrições podem ser classificadas em directas e indirectas.

É directa quando a oferta dos valores mobiliários aos investidores é feita directamente pela própria empresa emitente, com ou sem o apoio ou a garantia parcial ou total de colaboração dos intermediários financeiros.

A emissão é indirecta quando é tomada por um ou mais intermediários financeiros com a obrigação de a oferecerem aos investidores nas condições acordadas com a entidade emitente (Ibid).

3.2 A montagem de uma operação

“A entidade emitente pode preparar a emissão e colocá-la junto dos investidores ou estabelecer um contrato que pode ser de tomada firme, de garantia de colocação dos títulos, com os intermediários financeiros autorizados, no sentido destes organizarem a operação e a colocarem junto dos investidores institucionais e particulares” (Mota,1994:47).

Quando a emissão é organizada e comercializada pelos intermediários financeiros, estes podem estabelecer os seguintes contratos com as entidades emitentes:

- de tomada firme
- de garantia total ou parcial da colocação da emissão – os intermediários financeiros comprometem-se a tomar por si mesmos os títulos objecto de garantia de colocação que não foram subscritos pelos investidores;
- de mera colocação – os intermediários comprometem-se apenas a envidarem esforços com vista à colocação dos títulos. Nesta modalidade de contrato os intermediários financeiros não se vislumbram a subscrever qualquer parcela de emissão que não seja subscrita pelos investidores (Ibid).

Os intermediários financeiros podem criar um consórcio para colocarem a emissão de valores mobiliários. O contrato de consórcio deve definir os seguintes aspectos: o líder do consórcio, as funções e a remuneração pelo desempenho; os direitos e obrigações de cada participante do sindicato financeiro e a parcela da emissão que deve colocar e a respectiva remuneração e; as regras que devem ser observadas no funcionamento do sindicato e as relações com a entidade emitente.

3.3 O Mercado Secundário

3.3.1 As Bolsas de Valores

O Mercado Secundário está organizado em Bolsa de Valores e pelo chamado mercado de balcão.

“As Bolsas de Valores são mercados estruturados e dotados de instrumentos jurídicos adequados que permitem que se efectuem transacções ou operações de compra e venda de títulos, com transparência e segurança. São mercados que facilitam o processo de investimento, para onde é possível conduzir as transacções de forma eficiente. Assim, os investidores têm garantido um local no qual podem vender seus títulos se assim o decidirem. Graças ao mercado dos títulos, os seus preços são relativamente mais baixos. Estes mercados ajudam a digestão de novas emissões de títulos e facilitam a sua comercialização” (Mota,1994:36).

As BV têm fundamentalmente os seguintes objectivos ou funções:

- a formação dos preços dos valores mobiliários no mercado;
- a canalização da poupança para o mercado primário;
- a avaliação dos valores mobiliários;
- assegurar e proporcionar liquidez aos títulos. //

3.3.2 Operações de Bolsa

As operações de Bolsa podem ser efectuadas no mercado à vista ou a contado e/ou no mercado a prazo.

As operações à vista são aquelas em que os contratantes, vendedor e comprador, se obrigam, respectivamente, a entregar os títulos e a pagar o preço da transacção no próprio dia da transacção (Mota,1994).

“Ainda a este propósito, o corretor não pode dar execução a qualquer ordem de venda a vista sem que o ordenador faça a entrega dos valores a vender, no caso de se tratar de valores mobiliários titulados e não se encontrarem depositados em qualquer intermediário financeiro autorizado. Por outro lado, o corretor não é obrigado a dar ordem de execução sem que o ordenador lhe entregue o montante financeiro necessário ao pagamento da transacção (Ibid. 49).

As operações no mercado a prazo podem ser firmes ou condicionais.

As operações firmes no mercado a prazo são aquelas em que o comprador e o vendedor assumem a obrigação irrevogável de pagar o preço e de entregar os valores transaccionados na data estabelecida para a liquidação financeira e física.

As operações condicionais no mercado a prazo caracterizam-se por terem uma configuração opcional na data da liquidação. O vendedor ou comprador de uma certa quantidade de valores mobiliários tem a opção de adquirir ao vendedor ou ao comprador.

3.3.3 As Ordens de Bolsa

Os aforradores que pretendem investir as suas poupanças em títulos nas Bolsas de Valores, ou os detentores de títulos que os querem vender, têm de realizar uma operação de bolsa e para isso devem se dirigir a uma instituição financeira ou correctores para darem uma ordem de Bolsa.

Os correctores ou as sociedades financeiras de corretagem são entidades legalmente autorizadas a efectuar a compra e a venda de títulos, satisfazendo assim, as diferentes ordens de Bolsa que recebem directamente das pessoas ou das instituições financeiras.

“As ordens de Bolsa contêm os seguintes elementos: a identificação dos elementos que dão a ordem; a discriminação dos títulos a transaccionar indicando a espécie, quantidade e as condições de preço; a data e o prazo de validade da ordem de Bolsa; o tipo da operação (a curto ou longo prazo) e ; a BV em que deve ser executada, quando os valores não tenham de ser transaccionados no sistema de negociação de âmbito nacional e estiverem cotadas em mais de uma Bolsa” (Mota,1994:54).

Uma ordem de Bolsa pode ter as seguintes condições de preço: (a) ao melhor preço, (b) com limite de preço, (c) com limite de preço e a menção stop, e (d) casadas.

As ordens ao melhor preço caracterizam-se por não terem limites de preço. Neste caso, o corretor, quando recebe uma ordem de compra ao melhor preço, procura satisfazê-la ao preço mais baixo possível e, no caso de não se tratar de uma ordem de venda ao melhor preço, o corretor tentará sempre vender ao preço mais alto.

As ordens ao melhor preço têm mais possibilidades de se efectuarem do que as com indicação de limite de preço.

Com limite de preço verifica-se quando o vendedor fixa o preço mínimo a que está disposto a vender, ou o vendedor determina o preço máximo a que pretende comprar.

As ordens de Bolsa com limite de preço com menção stop permitem aos comitentes a transformação das ordens inicialmente dadas nesta modalidade em ordens com limite de preço, no caso de terem indicado um segundo limite de preço, ou em ordens ao melhor. Esta alteração verificar-se-à no caso de ordenador/comprador, quando a cotação na Bolsa atingir ou ultrapassar o limite de preço máximo antes fixado, ou, no caso de comitente/vendedor, quando a cotação em Bolsa igualar ou descer abaixo do limite mínimo fixado inicialmente.

As ordens casadas são uma inovação e têm lugar quando o comitente dá simultaneamente uma ordem de compra e uma de venda relativos a títulos diferentes, condicionando a execução de uma à execução de outra. #

3.3.4 Sistema de Negociação

Nas

Existem basicamente dois sistemas de negociação em Bolsa: de viva voz e automático. Na viva voz, as ordens são transmitidas verbalmente entre os operadores presentes fisicamente no *floor* da bolsa. No Automático, as ordens são executadas pelos operadores através de um sistema automático próprio (este é o mais usado actualmente).

Pode ainda olhar-se para a Bolsa no que toca à forma por que os preços dos títulos são fixados.

3.3.5 Formação de Preços

Nas

Os processos de formação de preços em bolsa variam consoante a liquidez dos títulos e a volatilidade dos preços. Distingue-se:

Formação dos preços por chamada *Fixing* – os títulos só podem ser transaccionados em determinados momentos da sessão previamente definidos, onde se juntam todas as ordens de compra e venda disponíveis no mercado e se fixa um preço de transacção.

Formação de preço em contínuo – a qualquer momento os operadores podem lançar ordens de compra e venda para o mercado. Se o mercado for muito líquido, normalmente existe um diferencial reduzido entre a melhor oferta de venda e a melhor oferta de compra.

Formação de preços por encontro – a transacção é efectuada desde que haja ofertas de compra e venda que tornem possível esse negócio.

Formação de preços por leilão – existe um período de tempo durante o qual os corretores podem introduzir e retirar ordens de compra ou venda que vão alterando o preço de equilíbrio entre a oferta e a procura.” (Motta, 1996:19-56)

4. Relação entre o Mercado de capitais, inovação tecnológica, produtividade, competitividade e crescimento N

O mercado de capitais está na raiz da inovação tecnológica que melhora o desempenho da economia. Um mercado de ações encurta o caminho em direcção ao aumento da produtividade porque pode conduzir à diminuição dos riscos do investidor; maior facilidade de fusão das companhias; fortalecimento das actividades de "venture capital".

4.1 Diminuição de riscos N

Um mercado de capitais dilui os riscos inerentes aos investimentos. Os riscos são melhor administrados quanto mais liquidez houver no mercado. Nestas condições de riscos diluídos o investidor tende a distribuir seu capital por um número mais amplo de empresas e a aumentar suas apostas em novos projectos de base tecnológica, justamente os de retornos mais promissores, ainda que de maiores riscos. Trata-se de um círculo virtuoso que conduz a economia de um país a patamares mais elevados de competitividade (De Castro, 1998).

A falta de aposta a um mercado de capitais dinâmico, pode minar as bases que poderiam assegurar fontes novas de financiamento para investimentos em empresas com propensão à inovação. O país pode perder a chance de alterar seu perfil tecnológico e permanecer amarrado à produção de bens e serviços tradicionais e de menor valor no mercado global, o que também prejudica o desempenho da balança comercial.

4.2 Facilidade das fusões N

O ambiente de competição globalizada tem imposto às companhias condições de sobrevivência mais exigentes. Tornou-se comum a realização de fusões, associações e parcerias. São formas de permitir a criação de empresas com poder para actuar no novo

cenário mundial. O objectivo é elevar a escala de produção, aumentar a produtividade, reduzir custos e, como consequência, assegurar quotas maiores de mercado (Ibid).

Um mercado de capitais forte tende a facilitar este movimento. As grandes fusões são movidas elevadas somas de dinheiro. Com alta liquidez, as acções das empresas envolvidas nos negócios tomam-se a moeda que os viabiliza. O mercado accionário transforma-se, assim, na alavanca destas operações tão comuns na actual etapa do capitalismo global. Em síntese, maiores escalas de produção dependem da fusão de companhias, que serão tão mais fáceis quanto mais desimpedidas forem as trocas de acções, cujo valor será tão mais elevado quanto maior for a liquidez do mercado.

4.3 Fortalecimento das actividades de "venture capital"

São empresas especializadas em descobrir inovações e transformá-las em grandes negócios. Elas estão no meio do caminho entre a boa ideia e o lucro que daí pode advir. Com o papel de correr riscos em busca da melhor aposta. Descobrimo, entre milhares de projectos, um que se transforme num bom negócio. E é justamente neste aspecto que as "venture capital" auxiliam o desenvolvimento tecnológico. Elas acabam se tornando uma alavanca que induz a pesquisa e viabiliza novas tecnologias porque as transformam em negócios viáveis e passíveis de serem comercializados.

A propensão dos investidores em colocar seus recursos em projectos empresariais com grande capacidade de retorno mas com alto grau de risco, está ligada à institucionalização de portas de saída desimpedidas. As apostas das "venture capital" têm um prazo médio de maturação, depois do qual elas podem ou não se transformar num bom negócio. Um mercado accionário que dispõe de liquidez e, por isto, comporta riscos é a maior garantia de que o capital investido em boas ideias poderá traduzir-se em bons investimentos. É a robustez do mercado que dá acolhida à Oferta Pública de Acções, selando, assim, a mutação de uma proposta original em um negócio que pode interessar a qualquer investidor em acções (Ibid).

5. BOLSA DE VALORES DE MOÇAMBIQUE (BVM)

5.1 Contexto do Surgimento

A Bolsa de Valores de Moçambique (BVM), foi constituída em 1998 (Decreto n.º 49/98 de 22 de Setembro, Boletim número 37, I Série)², começou a funcionar em Maio de 1999, sendo a primeira operação realizada em Outubro do mesmo ano.

A bolsa é regulamentada pelo **Ministério do Plano e Finanças** e supervisionada pelo **Banco de Moçambique**.

A iniciativa do surgimento da BVM foi do Governo e não privada como acontece em países desenvolvidos. Isto aconteceu quando o processo das privatizações terminou e ainda havia uma única fonte de financiamento para a realização de investimentos. E que foi notado que diversificando as fontes de financiamento, haverá uma fuga de clientela nos bancos, que estes por sua vez serão obrigados a reduzir as condições de financiamento a favor dos empresários.

Ainda depois das privatizações, o estado havia ficado com participações minoritárias de muitas empresas. Para se eliminar essas participações era preciso um mercado transparente onde as transacções seriam feitas abertamente.

De acordo com o decreto 49/98 de 22 de Setembro artigo 2, "a BVM é uma pessoa de direito público, com a natureza de instituto público dotada de autonomia administrativa, financeira e patrimonial. Ela reger-se-á pelas disposições do regulamento de valores mobiliários que lhe sejam aplicáveis, e por demais regulamentações que estejam previstas para o seu funcionamento".

O sistema de negociação é automático e realizado às terças e quintas feiras, existindo neste momento, um mercado que é o de cotações oficiais e estão cotados, nomeadamente

² Veja também, Regulamento do Mercado de Valores Mobiliários (Decreto n.º 48/98 de 22 de Setembro, Boletim número 37, I Série)

6

BSTM, BIM, , TDM, Madal e 2 M para além das obrigações de Tesouro. Para as pessoas acederem aos títulos é necessário que sejam realizadas operações de compra e venda através da BVM, usando intermediários.

Para o financiamento através da BVM, as empresas devem reunir alguns requisitos; o mesmo para os intermediários financeiros. ✕

5.2 Admissão de Acções

Acções

Acções são valores mobiliários que representam o capital social de uma sociedade.

200 As acções de uma empresa podem estar repartidas por um pequeno número de pessoas – um grupo económico; os membros de uma mesma família – ou estarem disseminadas por muitas pessoas. É o que acontece quando as acções estão cotadas numa Bolsa de Valores e podem, por isso, ser facilmente adquiridas pelo público em geral.

Quando as acções estão cotadas em Bolsa, são as expectativas de crescimento em relação à entidade emitente das acções que explicam que a respectiva "cotação" varie. Se investir em acções cotadas pode, portanto, ter uma expectativa de mais-valia resultante da diferença do preço das acções entre o momento em que as comprou e o momento em que decide vendê-las. Mas, é difícil garantir, se a cotação de determinadas acções vai subir ou descer, Importando estar muito bem informado sobre a situação financeira da empresa para que possa tomar as suas decisões de forma criteriosa (Brigham,).

Quando a entidade que emite as acções produz resultados suficientes pode haver distribuição de dividendos sendo este, pois, o rendimento básico associado às acções.

A admissão à cotação de acções depende da verificação cumulativa dos seguintes requisitos (artigos 36 e 37 do decreto 48/98):

- a. A sociedade encontrar-se constituída e a funcionar de acordo com as disposições estatutárias e legais aplicáveis;

- b. A situação jurídica das acções estar em conformidade com as disposições legais aplicáveis;
- c. A capitalização bolsista previsível das acções que são objecto do pedido de admissão, ou na falta, os capitais próprios da sociedade, incluindo os resultados não distribuídos, não serem inferiores a 17.000.000 000,00 MT;
- d. A sociedade ter publicado os seus relatórios de gestão e contas anuais relativos aos dois exercícios anteriores ao pedido de admissão;
- e. As acções serem livremente negociáveis;
- f. Estar assegurada até ao momento da admissão, uma suficiente dispersão das acções pelo público; e
- g. O pedido da admissão englobar todas as acções da mesma categoria, possuindo uma adequada situação económico-financeira.

“Presume-se existir uma dispersão suficiente quando as acções que foram objecto do pedido de admissão à cotação se encontrarem dispersas pelo público numa percentagem não inferior a 15% do capital social subscrito” (Ibid).

5.3 Admissão de Obrigações

Obrigações

As obrigações são também valores mobiliários. Representam fracções iguais de um empréstimo contraído por uma entidade que pode ser o Estado, uma empresa pública ou uma empresa privada. Ao adquirir uma obrigação o investidor está, a emprestar dinheiro a uma destas entidades, tornando-se seu credor. Quem aplica o seu dinheiro em acções, está a adquirir uma parte de uma empresa; quem investe em obrigações, está apenas a emprestar dinheiro a quem as emite. Os accionistas são co-proprietários de uma empresa; os obrigacionistas são seus credores (Osório).

A aquisição de obrigações dá, em regra, ao obrigacionista, os seguintes direitos:

- direito ao reembolso do capital investido no prazo fixado no momento da emissão da obrigação;
- direito de receber um rendimento sob a forma de juros periódicos,

- direito a ter acesso à informação relativa à entidade emitente;
- direito a participar e deliberar na assembleia de obrigacionistas;

Para a admissão à cotação das obrigações depende, ainda, cumulativamente da verificação das seguintes condições:

- a. O montante do empréstimo obrigacionista a admitir não ser inferior a 7000.000.000,00 de MT;
- b. Encontrar-se reunido que o pagamento de capital e juros está razoavelmente garantido.

5.4 Intermediários Financeiros

Os intermediários financeiros devem observar os seguintes requisitos (diploma ministerial 10/99 de 24 de Fevereiro):

- a. ter como objecto principal o exercício da actividade de intermediação financeira, quer através do recebimento de ordens dos investidores para transacção de valores mobiliários, e respectiva execução, quer através de operações de compra e venda por conta própria;
- b. os operadores que detenham títulos na sua carteira são designadas sociedades financeiras de corretagem e, as que executam por conta de terceiros unicamente, sociedades corretoras;
- c. terem sede em território nacional;
- d. terem um capital social mínimo de 600.000.000, 00MT, tratando-se de sociedades correctoras e, 2000.000.000, 00 MT, para sociedades financeiras.

O mercado bolsista moçambicano conta, neste momento, com 7 intermediários financeiros, dos quais 6 são sociedades correctoras e cumulativamente bancos comerciais (e concorrentes à BVM na captação de poupança e investimento); e apenas uma se dedica exclusivamente às actividades de intermediação financeira (BPI-Dealer).

São estes intermediários que fazem a ponte entre os deficitários e os superavitários.

Com a incapacidade do sistema financeiro em financiar a economia, em que do valor global do crédito à economia pelo sector bancário é de apenas 16%, perspectivava-se uma maior dinâmica interna na captação de poupanças e financiamento com uma relativa autonomia relativamente ao sector, através da criação de fontes alternativas de financiamento (BVM). Passados 3 anos, apenas 3 empresas não financeiras estão cotadas, as outras, são todas do sector financeiro.

Várias situações concorrem para esta situação; podendo ser divididas em causas económicas, religiosas e culturais. Mas para tal, é conveniente antes analisar-se o desempenho da bolsa nestes últimos três anos.

6. Análise do desenvolvimento Actual da BVM

Qualquer análise das causas dum dado fenómeno deverá partir da evolução histórica do caso em estudo. É neste âmbito que o estudo pretende mostrar a radiografia da BVM, fazendo uma incursão àquilo que tem vindo a ser o desempenho neste três anos de vigência.

6.1 Índice de Capitalização Bolsista (CB)

Uma informação muito relevante para os investidores são os índices bolsistas, que reflectem de forma agregada a evolução dos mercados que representam. Os índices bolsistas incluem os títulos individuais previamente seleccionados e ponderados, de acordo com o peso e representatividade numa bolsa.

Os índices podem ser agrupados de forma global (índices gerais), que o caso adoptado em Moçambique, ou por conjunto de natureza mais especializada (índices sectoriais).

A selecção dos títulos que compõem o índice é feita geralmente com base na sua capitalização bolsista (última cotação a multiplicar pelo número total de títulos admitidos em bolsa) e na sua frequência de negociação (volume médio negociado) (Hornegran).

O índice, na falta de dados, pode se basear ou circunscrever à capitalização bolsista.

Tabela 1. capitalização bolsista (CB), volume de transacções (VT) sobre a capitalização bolsista e percentagem de aumento da CB (%va CB).

	1999	2000	2001
CB	60.300	1.087.300	1.311.796
%va CB	-	1.703	21
VT/CB	0,000	1,96	0,93

Fonte: BVM: 1999 a 2001

Da análise do quadro acima, pode-se observar que a capitalização bolsista foi aumentando substancialmente do ano de 1999 a 2001, o que foi graças ao aumento de títulos cotados em bolsa. Em 1999, ano pioneiro da BVM, encontravam-se em transacção as obrigações de tesouro e as da Madal; em 2000, assomaram-se as do BIM, do Tesouro e BSTM; para em 2001 ser cotada a CDM e as Telecomunicações de Moçambique.

A variação positiva e considerável da capitalização bolsista e do índice de capitalização bolsista sobre o volume de transacções, sugere que ao longo do tempo poderá não ser sustentável, se se tomar em conta a queda vertiginosa da VT/CB em 2001. Como a variação da CB em relação ao ano transacto, a sua queda deveu-se ao fraco volume de transacções que a BVM efectuou em 2001.

A queda do VT revela que a absorção interna é fraca, o que poderá obstacularizar a longo prazo as novas emissões de títulos. Esta fraca capacidade foi notória ainda no começo da BVM, quando em 1999 admitiu à cotação as obrigações de tesouro. Em Maio desse ano o valor emitido foi de 60.mil milhões de meticais, mas até Dezembro tinha sido

negociado apenas 8% desse valor. A justificação que a BVM levantou, na altura, foi de que a Bolsa era ainda embrionária e que, nos anos seguintes com a entrada de mais títulos, espera-se uma dinamização do mercado. Todavia, a questão da fração transacção ainda persiste.

Esta questão do fraco volume de transacções na bolsa pode entravar o seu desenvolvimento, sobretudo se ela não for capaz de mudar a dinâmica interna em termos de captação de recursos ao investimento.

6.2 Capacidade de financiar a economia após a BVM

Homgren (1998) sugere que uma das formas de medir se uma bolsa de valores está a se desenvolver de forma a que contribua decisivamente para o financiamento à economia é observar em que medida ela inverte a tendência de se financiar os projectos de investimento independentemente dos recursos externos. Se tal acontece, o desempenho é positivo, caso contrário que sejam estabelecidas medidas para descobrir as causas e tomar medidas correctivas.

“ por volta de 1998, os depósitos totais do sistema bancário foram de 707 milhões de dólares, dos quais 16% eram de poupanças. Esta soma constitui metade dos custos iniciais da Mozal, e as poupanças são equivalentes ao investimento requerido para a reabilitação de duas açucareiras. Dado o elevado rácio de reservas estabelecido pelo Banco Central, os bancos domésticos só podem captar 16% da procura do crédito à economia. Os restantes 84% provêm de empréstimos ao estrangeiro, FDC, donativos e linhas especiais de crédito estabelecidas pelas agências multilaterais de financiamento ao desenvolvimento. Muitos bancos comerciais constituem canais através dos quais os fundos de agências multilaterais são drenados.” (Castel-Branco, 199:2002).

A tabela abaixo mostra, após a instalação da BVM, qual a capacidade de financiar o investimento, conforme Horngren. Isto consiste em ver o grau de cobertura do investimento com recursos internos com e na ausência da BVM.

A tabela a seguir apresenta duas situações distintas de cobertura de investimento global à economia: uma, numa situação hipotética de o financiamento ignorar completamente o mercado de capitais e, a outra considerando-o.

Tabela 2. Cobertura de investimento à economia com recursos internos com a presença da BVM e sem ela (em milhões de MT).

Descrição	1999	2000	2001
Investimento	8.337.463,25	14.538.850,21	56.719.225,27
Crédito sem BVM	3988900	6.218.539	6.489.684
% de cobertura	47,8	42,77	11,44
Crédito Com Bolsa	8.437.463,25	7.143.539	6.537.684
% de Cobertura	49	49	11,5

Fonte: BM, BVM e CPI, vários relatórios anuais e boletins.

A tabela acima mostra que os recursos internos captados e usados para o financiamento não-cobrem a totalidade do investimento, durante os anos de 1999 a 2001. O défice é suprido por recursos externos.

A primeira análise deverá ser feita no pressuposto de que a economia não possui fontes alternativas de financiamento e, posteriormente, corrigir o crédito com inclusão de recursos captados ao nível de mercado de capitais. O grave erro que cometem muitos analistas é de excluir fundos captados ao nível das bolsas. Não há razões para tal procedimento: os fundos captados provêm de solicitações para investir, sendo que a sua desconsideração subestima o crédito ao investimento, conquanto figure nas estatísticas que computam projectos de investimento (Horngren).

A taxa de cobertura do investimento somente pelo sistema bancário em 1999, foi de apenas 47,8%, tendo baixado ligeiramente no ano seguinte. Esta queda, em parte deveu-se à maior taxa de crescimento do investimento (74%) em relação à concessão de crédito com base em recursos internos (56%). Esta tendência acentuou-se em no ano 2000, em que o investimento cresceu em 290% contra 4,4% do crédito, o que empurrou a taxa de cobertura de 42,77% para 11,44%.

Com a inclusão de recursos captados ao nível da BVM, verifica-se que aquela tendência não foi quebrada, com excepção do ano 2000, em que conseguiu manter a taxa anterior de cobertura; não obstante, com maiores investimentos à economia ocorridos em 2001, ela desempenhou um papel marginal, em que não conseguiu reverter a queda, tendo apenas contribuído na cobertura com 0,06 pontos percentuais; ademais, isto revela que a BVM não tem acompanhado a dinâmica do Investimento.

A subida da taxa de cobertura após consideração da BVM, embora a milimétricos pontos percentuais nos primeiros dois anos, deveu-se ao efeito conjugado de dois factores. Primeiro, em 1999 o investimento contraiu-se em relação ao ano anterior devido à instabilidade política que se seguiu às eleições gerais no país, enquanto o crédito se mantinha estável e a bolsa começava a funcionar. Segundo, em 2000, a instabilidade e as calamidades naturais (cheias) que assolaram a região norte e sul goraram as expectativas dos investidores levando-os a aumentar o investimento não em proporções equiparáveis às anteriores, e a BVM registava o maior índice de volume de transacções sobre a capitalização bolsista, este em razão da subida do volume de transacções, e a mais elevada variação de capitalização bolsista.

Nota-se que, embora tenham existido aqueles sinais positivos da bolsa, o seu papel foi marginal: a maioria do financiamento ao investimento continua a ser externo e no ano em que a estabilidade política tomou lugar e as calamidades amainaram abrindo caminho às expectativas por parte dos investidores, a sua marginalidade veio ao de cima. Assim, a análise da BVM nestes moldes sugere que ela não está a desenvolver a um nível que

permita flexibilizar a economia e colocá-la num ponto que possibilite depender menos de recursos externos.

6.3 Medindo o cumprimento das metas

A BVM, num horizonte de dois anos, de 1999 a 2001, admitiu que apenas um número limitado de empresas, cerca de 14, vai ser admitido à cotação, número este que espera-se ver duplicado num período de cinco anos. Se se tomar em conta o objectivo de o Estado vender suas participações na BVM, constata-se que apenas de uma única firma foram vendidas.

Até Junho de 2002, apenas cinco empresas foram cotadas, designadamente Madal, TDM, BIM, BSTM e Cervejas de Moçambique. O *Gap* de incumprimento aponta para 64%. Das empresas cotadas, 40% são instituições financeiras. “Nenhuma bolsa poderá julgar-se suficientemente desenvolvida quando percentagem de empresas cotadas são instituições financeiras, na medida em que estaria a funcionar ao serviço destas e não do sector empresarial da economia” (Paul, 1993:1993).

Em termos financeiros, a BVM previa, a partir de 2001, arrecadar receitas na ordem de 9.154 milhões de meticais. A tabela abaixo permite observar o grau de cumprimento da meta estabelecida.

Tabela 3. Receita média anual da BVM (em milhões de MT), 1999 a 2001.

Descrição	1999	2000	2001
Obrigações	16,83	86,83	506,64
Acções	-	-	10,012
Total	16,83	86,83	516,65

Fonte: BVM :1999 a 2001

A tendência ascendente das receitas inverteu-se em 2001, o que deveu-se a uma fraca entrada de títulos à cotação em relação ao pretérito ano, tendo passado de 3 para 2 incluindo um abrandamento em termos de volumes captados (de 925 000 milhões de contos para 281.800 milhões de contos) na medida em que a base de incidência das taxas de admissão e de manutenção na bolsa é o valor nominal dos títulos admitidos.

A tabela evidencia que a BVM teve um desempenho que permitiu cobrir apenas 5,6% do estabelecido, tomando em conta que as receitas médias arrecadadas foram de apenas 516,65 milhões de meticais contra os cerca de 9.154 milhões previstos. Enquanto o aumento de empresas cotadas se mostrar incipiente, o seu desempenho financeiro dificilmente poderá atingir níveis sustentáveis.

O grande desafio da BVM é aumentar o número de investidores; a não acontecer, ela perpetuará a dependência da economia em relação a recursos externos em geral e, em particular, a própria bolsa encontrará obstáculos para, com recursos próprios, tomar acções que a tornem dinâmica.

Então, por que razão a BVM encontra-se a funcionar em moldes que não permitam ampliar os seus serviços às pequenas e médias empresas? Porquê pouca aderência? Quais os aspectos que a constroem levando-a a esta letargia?

7. CAUSAS QUE ENTRAVAM O DESENVOLVIMENTO DA BVM

7.1 Rigidez das condições de acesso

Os requisitos impostos à cotação das empresas coaduna com empresas de grande dimensão, contrariamente à situação da economia nacional em que predominam pequenas e médias empresas, com volume de capital próprio abaixo dos 17.000.000.000,00 MT exigidos.

Esta situação tende a beneficiar as instituições financeiras, aumentando-lhes as alternativas de captação de poupança, embora a taxas de juros passivas mais altas, na medida em que as remunerações na BVM estão acima das oferecidas pelos bancos. Contrariamente às PMEs, os bancos reúnem requisitos de acesso à BVM e a emissão de títulos não carece de tomada firme, o que reduz os custos de emissão; com esta, abrindo-se mais uma fonte de captação de recursos (nota-se que das empresas que emitiram obrigações, 40% são bancos).

A falta de requisitos da maioria das empresas de acesso à BVM tenderá a alastrar-se a longo prazo, pela elevação dos custos de produção derivado do aumento dos custos de capitais das alternativas concorrentes à Bolsa. Como reflexo disto, os capitais das empresas no geral tendem a corroer-se, vedando a possibilidade de eleger-se à bolsa.

Mas como é que se explica que com a entrada em funcionamento da bolsa, os custos operacionais das empresas aumentam, os capitais próprios que são a base de admissão à bolsa diminuem e o ingresso veda-se para as empresas na BVM? Hornegran sugere que se numa bolsa mais de 25% das empresas cotadas são instituições de crédito e estas participam na corretagem, as empresas no geral enfrentarão taxas mais altas no mercado de crédito do que numa situação em que a bolsa não existe, derivado da astúcia das instituições de crédito em captar recursos na bolsa, levando a que ela esteja ao serviço daquela instituições e não da economia.

O que poderá estar na origem da subida das taxas de juro activas por parte das instituições, pode estar ligado ao peso do próprio montante captado na bolsa. Do montante global captado pelas empresas privadas, através do mercado obrigacionista, cerca de 67% foi absorvido pelas instituições de crédito. Se a longo prazo, a situação de a banca captar mais recursos ao nível da bolsa, as taxas activas vão aumentar, pois o serviço da dívida constitui um custo e, normalmente acima das suas taxas passivas.

A lógica é esta: se o ganho das instituições financeiras resulta da diferença entre as taxas de juro activa e passiva, com a captação de poupanças a taxas cada vez maiores, o reflexo

disto é a elevação das taxas de juro activas de forma a manter as margens exigidas pelos investidores dessas instituições, onerando com isto o acesso ao empréstimo, sobretudo PME's são duplamente oneradas : inacessibilidade à BVM e financiamento bancário mais oneroso.

Por exemplo, em 1999, antes da entrada em funcionamento da BVM, as taxas de juro activas eram, em média, 29% e ; actualmente com a entrada na BVM aliada à captação de fundos a uma taxa média de 31%, a sua taxa de juro activa subiu para tende a subir conquanto haja outros factores à mistura. A estratégia da banca visa manter as margens de lucro, devido a duas razões: a primeira resulta de alguns bancos captarem empréstimos na BVM a taxas passivas mais altas. A outra resulta do facto de a BVM, sendo concorrente do sector bancário, com a oferta de taxas de juro mais atractivas em relação ao sector bancário, este foi levado a ajustar as taxas passivas - de uma taxa média passiva de 8.8% em 1999 passou para 23% em 2000, havendo algumas instituições a oferecerem 28%, nomeadamente Banco de Fomento e Banco Internacional do Comércio.

Outra situação dos requisitos inadequados ao sistema, de acordo com Mavie (2001), é a ineficiência do sistema que acaba por criar redes de influência, em que a própria bolsa cria no mercado "filhos e enteados" . Segundo o mesmo autor, isto foi evidente com a admissão da Madal, sem que reunisse os requisitos de admissão, sobretudo devido à sua debilidade económico-financeira (com resultados acumulados nos três exercícios anteriores ao seu ingresso na bolsa, a saldarem-se em prejuízos crescentes: -18.417.206 cts em 1996, -22.117.081 cts em 1997, e -43.039.406 cts em 1998) como a própria bolsa reconheceu, revelando fraqueza da BVM e relutância no relaxamento de algumas imposições.

A exigência de capitais próprios mínimos não consentâneos com o tecido empresarial não garante que as empresas que o tenham e sejam cotadas na bolsa não enfrentem riscos de incumprimento, nomeadamente o pagamento de juros e capital no vencimento. Não possuir capitais mínimos exigidos não significa que essas empresas sejam necessariamente arriscadas (Gitman, 1994).

A exigência de capitais mínimos está do lado contabilístico e não financeiro, e enferma de muitas limitações podendo levar a que sejam cotadas empresas bastante arriscadas no futuro, na medida em que ignora muitos aspectos importantes.

Como forma de aumentar os capitais próprios e assim eleger-se à bolsa, a óptica contabilística, a que os requisitos remetem, leva as empresas a aumentar as vendas e a diminuir custos operacionais e assim elevar seus lucros. Numa primeira análise leva à conclusão de que a BVM estimula a eficiência produtiva da economia, mas isto desconsidera conforme os financistas aspectos mais importantes da administração que pode levar a bolsa ao colapso.

“ o administrador financeiro está mais preocupado em manter a solvência da empresa, proporcionar os fluxos de caixa necessários para honrar suas obrigações e adquirir e financiar os activos circulantes e fixos, necessários para atingir as metas da empresa. Ao invés de reconhecer as receitas no ponto de vendas e despesas, quando incorridas, reconhece receitas e despesas somente com respeito a entradas de dinheiro”. (Gitman,1994:7) É o dinheiro criado e não os capitais próprios que permitem pagar as dívidas no vencimento.

Um exemplo ajudará a compreender a falha dos requisitos de capitais próprios. Para tal, sabe-se que o aumento do lucro implica elevação dos capitais próprios, no pressuposto de que há retenção do mesmo.

EXEMPLO. A empresa XYZ, cotada na BVM, no ano passado realizou uma venda no montante de 800.000 meticais ao custo de 500.000. O custo foi todo pago mas tem a receber da venda. As perspectivas contabilística, usada pela BVM, e a financeira estão abaixo.

Perspectiva contabilística**Perspectiva Financeira**

Vendas	800.000	Entrada de dinheiro	0.000
Custos	500.000	Saídas de dinheiro	500.000
Lucro	300.000	dinheiro gerado	-500.000

Comparando as duas perspectivas, pode-se perceber que, enquanto do ponto de vista contabilístico a empresa é lucrativa, de acordo com a óptica financeira é um fracasso. Sem entradas de caixa a empresa não sobreviverá embora seja lucrativa e com capitais mínimos exigidos.

Este exemplo mostra a grande lacuna daquele requisito que acaba por vedar a muitas empresas, conquanto possam saldar suas dívidas no vencimento.

7.2 Ausência de um Segundo Mercado

Uma situação que embarça o desenvolvimento da BVM é a falta de um Segundo Mercado. Segundo Mercado é criado pela bolsa destinado às transacções de valores mobiliários em relação aos quais não se observem todas as condições exigidas para a admissão e permanência no mercado de cotações oficiais.

“A criação do segundo mercado teria por finalidade tornar possível o acesso dos títulos emitidos à bolsa, sobretudo por PME's, devendo portanto, ser estruturado em ordem a reduzir as exigências relativamente ao mercado de cotações oficiais, o qual está a vigorar na BVM, quer quanto às condições de admissão à cotação e permanência no mercado, quer quanto à informação a fornecer às entidades competentes e aos investidores em geral, sem com isto diminuir a qualidade ou exactidão da informação a prestar” (Mota, 1996:46).

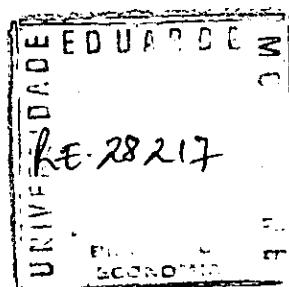
O segundo mercado mais se compadece com a situação real do país, em que muitas empresas, senão a maioria são PME's, o que permitiria dinamizar o mercado de capitais, contribuindo para o melhor desempenho económico.

Segundo João Pedro, assessor do presidente da BVM, quando abriu-se a bolsa contava-se que haveria uma corrida massiva para a bolsa por parte das empresas derivado de custos de financiamento mais barato; mas três anos volvidos, poucas se encontram. A criação de um segundo mercado seria uma via, mas a própria bolsa enferma de falta de técnicos para trabalharem nisso e além disso, a bolsa encontra-se embrionária e a adquirir experiência, sendo prematuro pensar em abrir este tipo de janela.

A análise do desempenho da BVM, já discutido, demonstrou que ela não está conseguindo atingir os níveis a que se propôs. Este *gap* é explicado por os requisitos impostos serem rigorosos e consentâneos com economias desenvolvidas. Cramer (1997) diz que a principal causa do baixo nível do desenvolvimento das bolsas de economias em vias de desenvolvimento é a imposição de requisitos transferidos de outras economias, embora as realidades sejam bastante diferentes. Assim, as bolsas não servem os propósitos para os quais foram criados e, antes pelo contrário criam perturbações na economia, encarecendo as fontes de financiamento, de cujo efeito é a incorporação nos preços dos bens e serviços. Países desenvolvidos possuem facilidades de acesso às PME's, como forma de garantir fundos para empresas de qualquer dimensão.

Mesmo no que toca às exigências para o mercado mais rígido que é o das cotações oficiosas, países desenvolvidos possuem alguns requisitos que possibilitam o acesso das PME's, contrariamente à BVM.

Segundo Cramer (1997), a Bolsa de Nova Iorque é exemplo disso. Dos aspectos aproveitáveis, destacam-se quanto aos requisitos de admissão: (1) a empresa deve apresentar o valor de capital social, cujos títulos vão ser registados e não depender de patamares previamente estabelecidos; (2) a data da constituição da sociedade, o que



permitirá aferir do grau de maturidade da empresa – experiência no ramo, durabilidade no mercado e persistência no negócio).

Estes requisitos podem ajudar a dinamizar a BVM. Por exemplo, as empresas podem reunir os demais requisitos de acesso, mas se o valor dos títulos a emitir for abaixo de 7.000 milhões de meticais não poderá os emitir. Acontece que existem muitos projectos viáveis que para a sua implementação exigem valores abaixo daquele mínimo, sendo que as empresas não poderão recorrer à BVM e, portanto, a bolsa serve a grandes empresas e a projectos que exigem avultados investimentos, embora nem sempre são acompanhados por maiores retornos.

Uma outra questão que dinamizaria o mercado e que não é aproveitado pela BVM, é de se estabelecer proporção entre o volume de financiamento e o capital social das empresas. Esta forma de imposição levaria a que PME's, com capitais baixos e projectos exigindo fundos exíguos recorreriam ao financiamento da Bolsa, ao mesmo tempo em que a barreira dos capitais mínimos é relaxada.

Portugal é um país com este tipo de mercado bastante desenvolvido, com a particularidade de existir uma cooperação e assistência da Bolsa de Valores de Lisboa (BVL) à sua congénere moçambicana.

A BVL estabelece as mesmas condições de admissão de acções mas com alguns ajustamentos:

- “o valor mínimo dos capitais próprios da sociedade emitente não deverá ser superior a metade nem inferior a um quarto de estabelecido para as cotações oficiosas;
- é fixado em dois o número de exercícios em relação aos quais a sociedade deve ter publicadas as suas contas anuais, e em um ano do exercício efectivo de actividade.

No que respeita às obrigações, em relação às cotações oficiosas são feitas as seguintes modificações:

-montante mínimo do empréstimo não deve ser superior a metade nem inferior a um quarto do fixado para o mercado de cotações oficiais.

-mínimo de dois anos de publicação das contas anuais” (Mota, 1994:46-47).

Estas medidas têm uma dupla vantagem ao estabelecerem mínimos e máximos no mercado. Elas vedam a possibilidade de as grandes empresas se financiarem através do mercado de cotações oficiais e do segundo mercado, pois neste a dimensão delas ultrapassa os requisitos impostos, sendo automaticamente excluídas. Por outro lado, permite recapitalizar as PME's aumentando-lhes a capacidade de resposta aos programas macroeconómicos.

7.3 A natureza dos Intermediários Financeiros

Como referido anteriormente, cerca de 85% dos intermediários financeiros são bancos, sendo instituições não especializadas nas operações de bolsa, engajam-se mais em operações de captação e financiamento, atendendo a que a BVM lhes faz concorrência.

No mercado primário, identifica-se a presença, preliminarmente, dos seguintes elementos intermediários.

Num extremo, unidades de alta capacidade técnica e financeira para operar no mercado, que operam financiando projectos para posterior, se possível, imediata colocação dos papéis comerciais junto ao público. Noutra extremo, unidades distribuidoras de baixo custo, em grande número e insinuantes na colocação.

As primeiras são basicamente representadas pelos bancos de Fomento e de Investimento, enquanto as segundas são as sociedades correctoras e bancos comerciais.

Ora, como isto condiciona a dinâmica lenta do mercado? Os bancos de Investimento e sociedades financeiras de corretagem desempenham papel preponderante quando se encontram em número considerável, na medida em que como dispõem geralmente de

técnicos especializados em análise de investimentos e dinâmica do mercado de capitais, são propensos a assumirem maiores riscos, na tomada dos títulos (Horngren). Em Moçambique, a maior parte de intermediários na bolsa não estão especializados, sendo que a actividade é secundária a relutância na tomada dos títulos tenderá a crescer.

De acordo com informações prestadas pela BVM, as acções de campanhas publicitárias estão por conta e risco dos intermediários financeiros e das empresas emitentes. Das entrevistas feitas a estes, colheu-se a informação de que actividades feitas circunscrevem-se à colocação de folhetos no balcão. Isto é incipiente, atendendo que é pela primeira vez que se instala um mercado de capitais em Moçambique, e que mais de 70% da população do país é analfabeta. Para BPI Dealers, única sociedade financeira de corretagem, as actividades de divulgação começaram no ano transacto, com a realização de um concurso público sobre importância do mercado de capitais, prevendo-se a sua continuidade futuramente, dado que se constata que, quer o sector empresarial quer os particulares em geral desconhecem na sua maioria o que seja BVM- o que de certa forma está a condicionar o crescimento da BVM.

Na actual situação, a própria BVM perde por não alcançar as metas estabelecidas. Nos finais da década 1990, houve teóricos como Pollit (1990), Hood (1991) que propuseram uma nova forma de as instituições públicas actuarem no mercado. Ademais, o desejo de maiores transacções é tanto da BVM como dos intermediários.

O novo modelo de as instituições actuarem no mercado é uma viragem à forma rétroga de as Instituições públicas legarem as actividades que também são do seu interesse. Assim, o novo modelo, na essência, propõe: que os objectivos devem ser definidos de forma a facilitar a avaliação através de indicadores de desempenho e as funções devem se adaptar às circunstâncias do mercado, ao mesmo tempo em que os seus cidadãos e empresas em geral devem ser tomados como clientes, e não deixar as coisas a cargo do mercado, quando é do seu interesse dinamizá-lo para o alcance quer dos objectivos empresariais quer das políticas globais do desenvolvimento do país.

A urgência para a intervenção activa da bolsa no mercado é reforçada pelas dificuldades das empresas em colocar os títulos emitidos no mercado primário, pois a fraca demanda no mercado secundário leva a que os intermediários, avesso ao risco, prefiram assumir riscos moderados, tomando os títulos de acordo com a maior potencialidade para os colocar no mercado.

Normalmente, as actividades de marketing são divididas em três conceitos: de produção, de venda e de marketing. O de produção consiste em produzir e colocar no mercado, sendo que a compra será executada de harmonia com o que aprazer ao consumidor. O de venda, em aplicar técnicas promocionais de modo a ganhar o consumidor, e o de marketing, consiste em contactar o consumidor e, em função disso, estabelecer produtivos que satisfaçam seus desejos. Ora, como o Estado estabeleceu critérios de admissão e não está fazendo nada a favor dos deficitários e dos superavitários, sugere que está aplicando o conceito de produção. Será que, actualmente, poderá suceder-se se não satisfazer "os seus clientes"?

7.4 Dificuldades das empresas na angariação de tomadores firmes de títulos emitidos

Os títulos transaccionados na BVM são secundários; devem ser títulos previamente adquiridos, na medida em que a bolsa funciona como mercado secundário. Para que as empresas tenham os seus títulos cotados em bolsa devem encontrar instituições financeiras que adquiram os seus títulos, e posterior canalização à BVM.

A BVM não impõe a aceitação desta ou daquela instituição pelos intermediários financeiros. Estes baseiam-se na observância dos requisitos da BVM bem como em suas estratégias de negócio, tendo em conta que dos 7 intermediários, 6 são bancos comerciais ou de investimento .

De acordo com Bruno (da BVM), o cepticismo dos bancos na tomada firme dos títulos resulta do risco associado a não aquisição do volume global da emissão na medida em

que, uma vez tomados, o emitente recebe do tomador a totalidade dos fundos, tendo como responsabilidade posterior o pagamento dos juros periódicos e reembolso do capital.

A perda do intermediário, tratando-se de bancos, resulta, numa situação em que os títulos não são adquiridos pelo mercado, no diferencial entre as taxas que o banco cobra e o que a bolsa oferece. Assim, para minimizar riscos, os bancos preferem conceder eles mesmos empréstimos aos deficitários, de cujo ganho diferencial é maior em relação às comissões cobradas.

Além disso, as empresas costumam apresentar deficiências no seu sistema de informação que torna difícil apurar seu estado económico-financeiro.

7.5 Falhas de informação.

Convergindo ao resultado do trabalho de Castel-Branco (2002), o trabalho identificou as mesmas questões que vedam o acesso das PME's ao financiamento.

“Primeiro, o sector real da economia não está preparado para receber crédito porque muitas firmas não são supervisionadas, os proprietários de algumas empresas privatizadas são inexperientes, a gestão é deficiente e muitas delas não têm planos adequados de gestão e estratégia empresarial. Segundo, os sistemas contabilísticos são fracos e não confiáveis, assim a informação contabilística e financeira ou não existe ou é deficiente. Terceiro, os bancos ainda não possuem um sistema de partilha de informação acerca dos devedores. Quarto, os custos de contractos são elevados porque os sistemas não se encontram no local e o sistema legal é deficiente. As falhas de informação, assim, ocorrem da falta ou de dados não confiáveis e de inadequada força institucional.”
(Castelo-Branco,2002:200)

As falhas de informação acabam por obstacularizar o acesso, sobretudo das PME's, à BVM, dado que as grandes empresas possuem contabilidade organizada.

Segundo o responsável pela BPI-Dealers, só este ano, através da sua intermediação, receberam vários pedidos para posterior canalização à BVM que, entretanto foram

recusados na medida em que as firmas não tinham nunca submetido as sua contas à auditoria externa.

7.6 Factores Religiosos e Estigma Religioso²

A análise do mercado de capitais em Moçambique não pode ser feita a despeito de factores culturais, sociais e religiosos. Afinal, é dentro desta envolvente contextual que a BVM actua, sendo que o desenho de políticas e estratégia passa pelo seu conhecimento dessa mesma envolvente para que redunde em resultados assinaláveis e consentâneos com os objectivos prosseguidos.

No país, a população professa diferentes religiões, dentro das quais há maior preponderância da católica, zione e muçulmana. Esta última apresenta características que não se compadecem com o mercado de capitais, embora sejam também comuns ao sistema financeiro no geral.

São basicamente dois os aspectos a ela ligados: o primeiro tem a ver com bebidas alcoólicas e o segundo com os juros.

Muitas empresas moçambicanas têm participações de muçulmanos e estes são cerca de 18 % do total da população nacional e ocupando o terceiro lugar em hierarquia, após os católicos e os ziones (INE, 1997).

À luz da religião islâmica, os muçulmanos não podem consumir bebidas alcoólicas, vender, oferecer ou mesmo investir em empresas que as fabricam. A exortação para tal está consagrado no livro sagrado do Islão e nos ditos do seu respectivo profeta Muhammad: “ Ó crentes! Na verdade as bebidas alcoólicas...são obras abomináveis de de satanás. Evitai-os, para assim poderdes prosperar. O diabo quer apenas a inimizade e o ódio entre vós por meio da bebida alcoólica...e desviar-vos da recordação de Deus e da

² esta parte resultou de entrevista efectuada a João Pedro, quadro sénior da BVM.

Oração. Não vos absteréis deles? Obedecei a Deus e obedecei ao Mensageiro e tende cuidado.” (Alcorão, Cap.5 Vers. 92)

O aspecto ligado às bebidas alcoólicas foi notório durante os meses de Novembro e Dezembro. Neste período, foram lançadas no mercado as acções da Cervejas de Moçambique (2 M), tendo se verificado a mais baixa transacção de títulos na história da BVM, sobretudo os da 2 M. Do total de 98 milhões de títulos lançados, foram naquele período transaccionados apenas 800, um grau aproximado de 100% de baixa rotação.

Do encontro havido entre a BVM e os intermediários financeiros concluiu-se que a fraca resposta do mercado às acções da Cervejas de Moçambique, não obstante os avultados dispêndios em campanhas publicitárias, resultava de factores de ordem religiosa: grande parte dos demandantes de títulos são muçulmanos³; e no mês de Dezembro encontravam-se a jejuar sendo que sua fé estava em alta, e adquirir acções de uma empresa que produz bebidas alcoólicas constitui violação aos mandamentos divinos. Logo na primeira semana de Janeiro, após a conclusão do jejum, as acções foram integralmente adquiridas, afastando-se o pressuposto de que seria pelo facto de se estar na quadra festiva, pois era início do ano, e ademais muitas famílias não haviam recebido seus salários. Mas então, como é que se explica que tenham adquirido as acções após o jejum, será que é só nesse período que não podem? A razão é que o mes de jejum é sagrado, sendo que se acredita que um pecado nesta altura, o castigo é ainda mais doloroso e imperdoável.

O mesmo que se passa com as bebidas alcoólicas se estende aos juros, os quais constituem maior fonte de receitas para a bolsa, consubstanciada na emissão de obrigações.

Aqui, o alcorão vai mais longe ao considerar os juros como prática não comercial. “ os que praticam a usura só serão ressuscitados como aquele que foi perturbado pelo diabo;

³ A informação carece de dados quantitativos, baseando-se no sentimento e experiência dos intermediários financeiros.

isso porque disseram que a usura é o mesmo que o comércio; no entanto, Deus consente o comércio e veda a usura. Ó fiéis, temei a Deus e abandonai o que ainda vos resta da usura, se sois crentes!” (ibid, vers. 275,278).

Como, à luz da fé religiosa, não podem ganhar juros e nem se financiar por capitais que exijam reembolso acrescido de juros, bem como investir em empresas de bebidas, todo o ganho que daí resultar é ilícito. Acontece que muitos muçulmanos contraem dívidas com facilidade junto à banca por razões de estigma religioso: a banca garante o sigilo do devedor, o que rechaça represálias no seio religioso, enquanto que na BVM, para que o investidor tenha informação do risco associado às transacções, divulga-se o nome da entidade emitente e demais informações que permitam a tomada de melhores decisões.

A teoria do agente diz que existe assimetria de informação entre as decisões do gestor e a vontade dos accionistas, sendo que o comando encontra-se nas mãos daquele e não destes. Assim, maior repercussão de factores de ordem religiosa tenderão a ter maiores efeitos à medida em que a população islâmica assumir lugares de decisão ao nível do sector produtivo da economia.

Esta constatação não pretende de maneira alguma, desestimular a emissão de obrigações ou de emissão de títulos de empresas fabricantes de bebidas alcoólicas, mas dar subsídios que permitam minimizar o risco de baixa absorção, por exemplo saber o momento ideal para a emissão, bem como fazer-se o acompanhamento periódico da evolução da população muçulmana, pois a longo prazo pode perigar não só o desenvolvimento do mercado de capitais como a própria economia.

7.7 Baixa Capacidade de Poupança , produtividade e de rendimento Doméstico

“Em 1998, o volume global de depósitos captados pelo sistema bancário foi de 707 milhões de dólares, dos quais apenas 16% eram poupanças.” (BM2001 e KPMG1999 in Castel-Branco). As instituições só têm capacidade para conceder 16% do crédito à

economia sendo a outra parte financiada através de donativos, empréstimos estrangeiros e linhas especiais de crédito. (Castel-Branco, 2002:203).

Acontece que “ há muitos problemas com relação às expectativas do mercado bolsista em Moçambique. ... a BVM não vai necessariamente mudar a dinâmica interna do sistema financeiro, o qual é enformado pelas políticas monetárias e objectivos, interesse das instituições financeiras, suas relações com a economia, ausência de estratégias de investimento e da pesada dependência da economia em relação ao exterior” (Ibid).

Acima, quando da análise do desenvolvimento da BVM, fez-se uma alusão a isto. Quer com a BVM, quer antes desta se instalar, a economia continua a não permitir a cobertura do investimento com recursos internos, sendo que futuramente, se a situação se mantiver, a BVM será compelida a repartir a cota de captação de poupanças com o sector bancário, aumentando a restritividade do crédito à economia.

“uma das causas desta dependência é o baixo nível de produtividade, rendimento pelas empresas e famílias. Assim, é improvável que proporcionem poupanças para o mercado accionista.” (Ibid).

A pesquisa das 100 Maiores Empresas, publicada pela KPMG (2000), revelou situações microeconómicas gravosas em que as empresas funcionam. Os resultados líquidos das empresas participantes foram, na globalidade, negativos, revelando um nível de ineficácia de gestão predominante na economia. Do total, 50% terminou o exercício de 1999 com resultados negativos, contra 27% do período anterior. O resultado disto é a corrosão do capital próprio e conseqüentemente o aumento do risco. Estes indicadores são primordiais, sobretudo para o requisito de capitais mínimos para admissão à bolsa, e esta degradação reduz a capacidade de as empresas se financiarem através de emissão de títulos.

A ineficácia microeconómica resulta da ineficiência produtiva da economia, em que os custos operacionais crescem muito e o volume de negócio, pouco. Por exemplo, no

exercício económico de 2000, os custos operacionais cresceram 36% em relação ao ano anterior, enquanto o volume de negócio, apenas 34%. Assim, a economia, ao nível microeconómico, é ineficaz e ineficiente (KPMG:2000).

Um aspecto que merece ser analisado, é o processo de privatizações, sobretudo a situação actual das empresas privatizadas, na medida em que a sua percentagem no total das empresas é significativa, e o Estado se propunha a transaccionar participações que ainda detém em algumas delas através da bolsa.

7.8 Privatizações e o acesso das empresas à BVM⁴

O processo de desenvolvimento da bolsa não pode ser analisado à margem da situação das empresas privatizadas, tendo em conta que, após a independência nacional, as empresas quase na sua totalidade foram, ou intervencionadas ou nacionalizadas e, além disso, um dos objectivos da BVM é o de se usar a bolsa como palco de venda das participações do Estado. Todavia, até ao momento, somente participações detidas pelo Estado na Cervejas de Moçambique foram vendidas e nenhuma das mais de 1.300 empresas privatizadas encontra-se cotada na BVM.

O acesso ao mercado de capitais por parte das empresas posteriormente privatizadas depende de elas estarem a funcionar em níveis competitivos, e isto depende de as privatizações terem resultado nisso .

O processo de privatizações não tem sido homogéneo e coerente, e tem sido caracterizado por políticas de negociação entre o Estado e os agentes económicos, com interferências do Banco Mundial e de agências doadoras (Castel-Branco, 2000).

A privatização em Moçambique apenas ajuda a concentrar o poder de uma camada da sociedade, e não tem promovido mudanças na estrutura económica, antes pelo contrário ajuda a manter padrões atrasados de produção e exportação (Castel-Branco).

⁴ Castel-Branco (1999) e Adisson

A dimensão das privatizações é abrangente a quase totalidade dos sectores da economia: (i) pouco menos de 1300 empresas depois do Período de Reabilitação Económica, mais de dois terços entre 1992 e 1999- um dos maiores e mais rápidos programas em África; (ii) empresas pequenas, médias e grandes; (iii) todos os sectores foram abrangidos, principalmente os industriais, financeiros, comerciais, e agrícolas (Ibid).

O processo em si foi rápido mas complexo, e imposto por instituições externas. Em 1990, o Banco Mundial culpava o governo pela lentidão do processo de privatização, sendo que isto resultava na fraca resposta do sector produtivo nacional às reformas económicas introduzidas e; muitas agências multilaterais condicionavam a ajuda externa à rápida privatização das empresas (Ibid).

Isto tudo teve seu impacto no sector produtivo da economia, e que até hoje os seus reflexos são manifestos, sendo que grande malha industrial encontra-se sem laborar devido ao facto de o governo, pressionado, ter sido compelido a medir o sucesso do processo com base no número e velocidade das empresas privatizadas.

Aquela velocidade levou a que se privatizassem sectores industriais sem definir objectivos concretos e estratégias de sustentabilidade; não admirando o facto de muitas empresas privatizadas estarem falidas ou a funcionarem com menor grau de competitividade, tais são os casos das empresas algodoeiras, têxteis e indústrias de cajú. As que continuam a laborar, encontram-se em situações de défice que não lhes possibilita aceder a bolsa através da emissão de acções ou obrigações.

A indústria de caju é um exemplo de privatização seguida pela liberalização sem nenhuma estratégia industrial de cujo resultado foi a "morte do sector". Privatizações bem sucedidas não são incompatíveis com políticas industriais selectivas. As políticas industriais podem ajudar a fixar objectivos para as privatizações (Ibid).

“O sector de caju foi o pioneiro no desenvolvimento manufactureiro, com base numa política centrada na produção camponesa, controlo de preços e tarifas de exportação que desencorajava a exportação da castanha em bruto, constituindo principal fonte de divisas” (Ibid).

O Banco Mundial não só pressionou para se privatizar o sector como também, forçou o governo a liberalizar completamente o sector, permitindo a exportação da castanha em bruto para a Índia. Acreditava-se que a Índia pagaria preços mais altos aos produtores em relação às fábricas locais, e que aumentaria competição no sector, eficiência e oferta de divisas (Ibid).

Não há evidência de se terem alcançados aqueles resultados e, antes pelo contrário, em 1997, cerca de 7 empresas faliram pela falta de matéria-prima (Ibid).

Na mesma situação que o sector de caju, encontram-se tantas empresas. Sem que elas saiam da letargia a que se encontram não podem captar recursos em níveis que permita o seu funcionamento normal. Os seus reflexos na bolsa são imensos pela percentagem significativa no global das empresas moçambicanas. Ademais, as empresas que se encontram em processo de privatização, salvo raras excepções, quais sejam as de electricidade, telefone e águas encontram-se a funcionar em situações deficientes, sendo que a sua venda na bolsa carece de cumprimento de requisitos dos mais elementares, conforme a própria bolsa assegura.

Há outras situações externas à própria bolsa que de certa forma a impedem de se desenvolver, e que têm a ver com a natureza das empresas nacionais e os problemas intrínsecos a elas.

7.9 O dilema das pequenas empresas: a razão de ser é a razão para não ser admitido

4

As empresas moçambicanas podem ser divididas em três formas principais: sociedades de pessoas, sociedades anónimas e firma individual. A primeira e a última, sobretudo esta, constituem a natureza jurídica predominante.

Conforme Gitman (1994) economias com predominância de empresas individuais e de pessoas apresentam elevada debilidade que entrava todo o esforço para desenvolver políticas. Existem inúmeras desvantagens das firmas daquela natureza, podendo superar qualquer tipo de vantagens que possam oferecer.

Normalmente, nas firmas individuais, toda a máquina operacional depende de uma única pessoa. A capacidade de financiamento do proprietário está limitado ao montante que uma pessoa pode conseguir. Geralmente, esse montante não é suficiente para possibilitar operações em larga escala.

“Além disso, elas oferecem outras desvantagens: dificuldades na administração, resultantes da necessidade do proprietário ser pau para toda a obra; falta de oportunidade para os empregados, pois, normalmente não se pode oferecer incentivos a longo prazo para um bom empregado permanecer no emprego e; falta de continuidade quando o proprietário morre” (Gitman:1994:7).

Este tipo de firmas predominantes na economia nacional apresentam muitos problemas aos intermediários financeiros que não são experimentados pela empresas de maior dimensão, conforme entrevista aos intermediários financeiros.

Os pedidos de emissão de valores mobiliários devem ser acompanhados de um projecto contendo o orçamento de capital, especificando a forma por que o investimento será aplicado e a sua viabilidade.

8

Apesar da importância do orçamento de capital para as PME's, os projectos que apresentam aos intermediários financeiros demonstram que a forma por que as decisões dentro do processo de orçamento de capital, sugerem que usam critérios questionáveis ou nenhum critério; poucas é que usam o método do fluxo de caixa descontado.

Assim, fica-se em um dilema. A elaboração do orçamento de capital é evidentemente importante para as PME's, mas elas tendem a não usarem as ferramentas desenvolvidas para melhorarem as decisões sobre o orçamento de capital e, desta forma apresentarem demonstrações da sua elegibilidade ao mercado de capitais, pois não basta reunir os requisitos mínimos, os intermediários precisam aferir do risco da empresa para que não assumam a tomada de títulos que possam ter dificuldades de venda no mercado secundário.

Mas porque existe essa situação? Um argumento dos intermediários, é que os gerentes das PME's simplesmente não têm treinamento suficiente e o talento administrativo apresenta-se-lhes como um recurso escasso. Os custos de análise de projectos são elevados, mesmo com recurso a consultoria externa, sobretudo para empreendimentos de pouca dimensão, que são também inviabilizados pelos capitais mínimos a levantar, no caso de obrigações, de ser de 7.000 milhões de meticais, que é ócaso delas.

Há ainda outro efeito, a que o Brigham (1994) chama a isso **efeito pequena empresa**. Actualmente, as obrigações são emitidas tendo em conta a MAIBOR (taxa de juro directora do mercado praticada entre as instituições de crédito) e uma série de riscos associados à natureza da empresa emitente, nomeadamente o prémio de liquidez e o prémio de risco de incumprimento. Como o risco associado a PME's é elevado, as previsões antes da emissão apontam para custos elevados de pagamentos de juros dos títulos a emitir, o que inviabiliza o financiamento através da bolsa.

Passados três anos, os problemas prevalecem e a BVM continua com poucas empresas cotadas, prevendo-se manutenção do estágio actual se não forem tomadas medidas tendentes a reverter a situação.

8. CONCLUSÃO

Este estudo mostrou que o desempenho da BVM foi negativo e seu impacto ao nível da economia tem sido marginal. A BVM não está a mudar a dinâmica interna do sistema financeiro. A dependência externa continua pois que a capacidade adicional de recursos captados para financiar a economia não permitem ainda cobrir as solicitações de investimento. O volume de transacções ao nível da BVM é lento e poucas empresas encontram-se cotadas e um dos objectivos da Bolsa era de vender participações do Estado, como forma de garantir transparência no próprio processo, mas só as detidas nas Cervejas de Moçambique foram transaccionadas.

As situações que entravam o desenvolvimento da BVM são várias e muitas delas são intrínsecas à economia no geral, o que de certa forma leva a que a presença das no mercado seja insignificante para os propósitos da bolsa.

As condições de admissão à BVM são rígidos, sendo que a muito custo as empresas podem ser cotadas. A maioria das empresas que operam em Moçambique são PME's com capitais próprios abaixo dos 17 000 milhões de meticais exigidos, assim a BVM foi instalada para servir grandes firmas contrariamente à tipicidade da economia nacional. Inexistência delas é ainda agravado pela falta de um segundo mercado, especificamente para elas, com requisitos menos rígidos. Há problemas também apresentados pelas PME's: elas não possuem contabilidade organizada, as suas contas não são auditadas e não dispõem de sistemas de gestão organizado; os projectos submetidos para levantar fundos carecem de técnicas de orçamento de capital e o risco que elas apresentam é tão elevado que subiria com a taxa de cupão ao nível de inviabilizar seus projectos.

As empresas enfrentam dificuldades em conseguirem tomadores de títulos no mercado primário devido à política de selectividade imposta pelos intermediários. A maioria destes são bancos comerciais sendo que concentram-se mais no seu negócio principal. Isto leva a que a publicidade seja baixa mantendo a baixa absorção interna pela pouca demanda por títulos emitidos. Esta baixa demanda amplia-se em períodos em que os muçulmanos estão a jejuar, agravando a fraca absorção.

As privatizações sem estratégia posterior para cada indústria levou a que muitas empresas ou falissem ou funcionassem em péssimas condições. Assim, apesar de ser intenção do Estado em vender suas participações ainda detidas nas empresas privatizadas, estas funcionam em condições de não observância de requisitos de admissão.

9. Recomendações

Uma vez identificados os factores que entravam o desenvolvimento da BVM, é possível recomendar medidas que possam contribuir para a dinamização do mercado de capitais em Moçambique.

- Para relaxar as condições exigidas de capitais mínimos de modo a levar as empresas a recorrer à bolsa seria através do Segundo Mercado. O capital mínimo a exigir seria em função do volume de fundos a captar, retirando-se com isto a limitante capital mínimo a emitir, uma vez que PME's normalmente apresentam valores de investimento abaixo do mínimo, mas nem com isso os seus projectos podem ser viáveis. A BVM está a operar em cooperação com a Bolsa de valores de Lisboa, sendo que poderia aproveitar a experiência daquela instituição na implantação do segundo mercado.
- É preciso, ao introduzir-se o segundo mercado acautelar-se para não admitir empresas pequenas que tenham elevado risco, de modo a garantir credibilidade do sistema. Para

isso, a BVM deve acolher o Princípio de Efeito financeiro de Alavanca. Este quantifica o impacto na rentabilidade dos capitais próprios pelo uso de capital alheio, ou seja, como o endividamento pode baixar ou subir a rentabilidade. Assim, se o rácio resultados de exploração/activo total for superior que a taxa de endividamento, os resultados melhoram, mantendo tudo o resto constante e, caso contrário prejudica. Este indicador permite quantificar o risco da empresa bem como admitir títulos de entidades que à partida melhorarão de desempenho.

- Recomenda-se às empresas em geral que invistam em quadros internos para elevarem seu potencial de geração de rendimentos. Que solicitem trabalhos de consultoria em gestão para lhes auxiliar no conhecimento dos seus pontos fortes e fracos e no aprimoramento de técnicas sofisticadas de gestão, por exemplo, equipar-se de sistemas de gestão de informação que permita apurar com acuidade o seu nível operativo. Com isto, será possível elevar o nível de produtividade, rendimento e registos contabilísticos fiáveis, possibilitando a auditoria externa. Certamente que as portas para a BVM abrir-se-ão e elas poderão levantar fundos adicionais a custos competitivos.

Uma forma de a BVM contribuir de forma indirecta para aumentar o desempenho das empresas que queiram estar cotadas é usar ponderadores na confecção de requisitos de admissão. Por exemplo, estipular um determinado número de anos em que os dados serão levados em conta, sobretudo os recentes, e depois usar resultados líquidos, solvabilidade total, efeito financeiro de alavanca e o montante de fundos a captar. Quiçá, as empresas procurem apresentar melhores resultados e solvabilidade.

- Para contornar factores religiosos, os intermediários financeiros devem saber quais os meses em que os muçulmanos encontram-se a jejuar e não tomarem decisões de tomada firme de títulos e posterior emissão no mercado. Para que o mercado não seja colhido de surpresa, devem ser analisadas as tendências temporal e geográfica desta população de forma a apurar-se os seus reflexos em cada região.

- Para reverter a situação quase que inoperacional das empresas privatizadas, conforme adverte Castel-Branco (2002), o governo deve contratar uma consultoria séria e de reconhecido valor para fazer um levantamento de todas as empresas privatizadas, as condições em que elas se encontram e esboçar estratégias e políticas industriais para cada caso, e não sectoriais pois que cada sector tem suas especificidades.
- Dado que a maioria dos intermediários na bolsa não são instituições especializadas, para imprimir maior dinâmica tanto no aumento daqueles agentes assim como em atrair maior número de demandantes, a própria bolsa deve ser activa. Que seja criado um departamento responsável pela disseminação da importância do mercado de capitais quer para as empresas quer para o público em geral. O mesmo departamento responsabilizar-se-ia por encontrar interesses comuns em investir na intermediação e casá-los, sabidas as dificuldades de fundos por parte de empresários isolados.

5
9. BIBLIOGRAFIA

Aviso n.º 02 /GGBN/99 de 24 de Março, Boletim número 12, III Série

Aviso n.º 03 /GGBN/99 de 24 de Março, Boletim número 12, III Série

Aviso n.º 04/GGBM/99 de 24 de Março, Boletim número 12, III Série

Circular n.º1/GPCDB/99, jornal "Notícias" de 16 de Setembro de 1999

Circular n.º2/GPCDB/99, jornal "Notícias" de 16 de Setembro de 1999

Circular n.º3/GPCDB/99, jornal "Notícias" de 16 de Setembro de 1999

Circular n.º4/GPCDB/99, jornal "Notícias" de 16 de Setembro de 1999

Decreto n.º 48/98 de 22 de Setembro, Boletim número 37, I Série

Diploma Ministerial n.º10/99 de 24 de Fevereiro, Boletim número 8, I Série

De Castro, Carlos Osório; *Valores Mobiliários: Conceitos e Espécies*; 2ª Edição; Coimbra Editora, Lda; Porto; 1998.

Martins, António Carlos, et al; *Mercado Financeiro I*; 9ª Edição; IFB; 1997.

www.mozbusiness.gov

Castel-Branco, N.2002. *An Investigation into the Political Economy of Industrial Policy: the case of Mozambique*. Ph.D. diss., Economics Dept., Univ. of London.

Anexo

Questões colocadas nas entrevistas aos intermediários financeiros e à BVM.

- 1- Objectivos da criação da BVM
- 2- Metas e objectivos imediatos estabelecidos, e os de longo prazo.

- 3- Desempenho nos últimos três anos (número de empresas cotadas, receitas).
Grau de envolvimento dos intermediários financeiros e particulares no atingimento dos objectivos.
- 4- Qual tem sido o relacionamento entre a BVM e os stakeholders.
- 5- Porquê do desfasamento entre os objectivos e o realizado.
- 6- De que é que deriva a fraca aderência? Que factores são esses?
- 7- Quais as acções concretas que estão sendo feitas para reverter a situação?
- 8- Da experiência vivida, qual tem sido prática noutros países?
- 9- Quais os procedimentos para as empresas estarem cotadas? E para os particulares investirem?
- 10- Podem os particulares acederem directamente à BVM?
- 11- Que problemas a Bolsa, os intermediários, as empresas, os particulares estão enfrentando e que têm reflexos no desenvolvimento da BVM?
- 12- Que estratégia usaria para a BVM atingir os objectivos a que se propôs?

Mavie, O. 2001. Bolsa de Valores de Moçambique: *emissão das obrigações do grupo Madal*. Trabalho de Licenciatura em Gestão, Faculdade de Economia, Universidade Eduardo Mondlane.

Mota, A., Tomé, J. 1996. *Mercado de Títulos: Uma abordagem integrada*. Lisboa: Texto editora.

Gitman, L. 1994. *Princípios de Administração Financeira*. São Paulo: Harbra.

Brigham, E. Weston, F. 2000. *Fundamentos de Administração Financeira*. 10 ed. São Paulo: Makron Books.

Cramer, C. 1994 *Privatisation adjustment in Mozambique: a "Hospital Pass"? in world development* (Forthcoming).

Bolsa de Valores de Moçambique. Boletim de Cotações. 1999 a 2002.

Homegran, P. 1997. *The capital Markets: constrais and strategies*. New York: Prentice-Hall.

INE. 1997. Recenseamento Geral da População.

BM. 1998-2000. Relatório Annual.

Cramer, M. 1997. *Financial Policies: An Overview*. New York: Prentice-Hall.

KPMG. 1999-2000. *AS 100 Maiores Empresas de Moçambique*. Lisboa: Editando.