



Privatização de empresa via mercado de acções: que desafios?

Leonildo João Lourenço Manuel¹

1. Nota introdutória

A crise económica - financeira e as recentes alterações políticas ocorridas em Angola levantaram as questões sobre a necessidade da dinamização da economia e, neste âmbito, foi publicado o Decreto Presidencial n.º 258/17, 27 de Outubro, sobre o Plano Intercalar que consagrou um conjunto de medidas para melhorar a situação económica e social do país, no qual se destacam as medidas de fortalecimento do sector financeiro que orientam a promoção do mercado de acções por via da privatização em bolsa de empresas de referência. Este documento recolocou no centro dos debates a problemática das privatizações em Angola cujos caminhos para a sua materialização entendemos não serem lineares.

Na verdade, no trilho das privatizações é essencial atender a determinados desafios - aqui entendidos como conjunto de elementos de cuja existência depende a elaboração e/ou a execução do programa de privatização de empresas públicas via mercado de acções. E assim, neste ensaio, pretendemos identificar e analisar estes desafios, mas antes, julgamos necessário

¹ Mestre em Direito e Docente de Direito Comercial na Faculdade de Direito da Universidade Agostinho Neto.



caracterizar o mercado de acções, destacando a sua importância e o seu modo de funcionamento, bem como discorrer sobre as razões subjacentes de se lançar mão de um programa de privatização em tempo de crise.

2. Breves notas sobre a experiência do mercado de valores mobiliários em Angola

Antes de dissertarmos sobre a experiência angolana, é imprescindível lembrar que o mercado de valores mobiliários²

² Este segmento é também designado por mercado de capitais ou mercado financeiro. Na verdade, alguma doutrina, designadamente a brasileira, quando se refere ao mercado de valores mobiliários utiliza a expressão mercado de capitais. Ora, entendemos que este mercado é mais abrangente que o mercado de valores mobiliários, pois nele, para além de valores mobiliários, são negociados os derivados e outros instrumentos financeiros de médio e longo prazo, isto é, é o mercado (regulamentado e não regulamentado) onde se procede à negociação de instrumentos financeiros e valores mobiliários que não revestem a natureza de instrumentos financeiros de curto prazo. Vide ANTUNES, José Engrácia, *Instrumentos Financeiros*, Lisboa: Almedina, 2014, pp. 193 e seguintes. No mesmo sentido, parece caminhar José Engrácia Antunes. Vide “Os Contratos de intermediação Financeira” in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Vol. LXXXV, Coimbra: Almedina, 2007, p. 277. Outros autores designam ao mercado de valores mobiliários por mercado financeiro, como podemos verificar o mercado de valores mobiliários é uma espécie do género mercado financeiro, onde integram outros mercados, como o mercado monetário, cambial, de crédito e de seguro, já abordados. SOUSA, Alfredo. *Análise Económica*, 3.ª edição, UNL, Lisboa, 1990, p. 250. Tradicionalmente, o mercado de valores mobiliários era designado por “mercado de títulos”, mas verificou-se que esta designação nunca foi inteiramente rigorosa, pois só as acções e obrigações eram negociadas e existiam outros títulos de créditos (letra de câmbio, livrança, cheque, facturas, documentos de transporte, certificado de



apresenta-se como mercado regulamentado ou como mercado não regulamentado.

Ao contrário do que a sua designação possa sugerir, os mercados não regulamentados não são plataformas sem regulamentação ou desregulamentados, na verdade, funcionam de acordo com as regras livremente estabelecidas pela sua entidade gestora e não cumprem alguns dos requisitos estabelecidos pela lei para os mercados regulamentados.

O mercado regulamentado é definido, na al. i) do artigo 2.º do Código dos Valores Mobiliários (CódVM)³, como qualquer espaço ou sistema multilateral situado ou a funcionar em Angola em que se possibilite de forma organizada o encontro de interesses relativos a valores mobiliários e instrumentos derivados com vista à celebração de negócios sobre os mesmos. De acordo com o n.º 1 do artigo 222.º do CódVM, este mercado é constituído por dois mecanismos de negociação, nomeadamente o mercado da bolsa e o mercado de balcão. Este último é definido como o espaço físico ou electrónico onde são realizadas transacções fora de bolsa, isto é, as transacções são celebradas bilateralmente, de forma anónima.

Relativamente ao mercado de bolsa, antes de qualquer conceitualização, é necessário fazer uma breve incursão histórica,

depósito) que não eram transacionados neste mercado. Actualmente, os valores mobiliários são os que a lei de cada país qualificar como tal. *Vide* ATHAYDE, Augusto de. Curso de Direito Bancário, Vol. I, 2.ª edição, Coimbra: Coimbra Editora, p. 13; ANTUNES, José A. Engrácia. Os Titulo de Créditos: uma Introdução, 2.ª edição, Coimbra: Coimbra Editora, 2012, p. 7; CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio. Mercado de Capitais, 6ª edição, Rio de Janeiro: Editorial Campus, CNB, 2003, p. 19.

³ Aprovado pela Lei n.º 22/15, de 31 de Agosto



para lembrar que a palavra “bolsa”, no sentido comercial e financeiro, tem origem no fim do século XIII, do nome da família de nobres belgas, os *Van der Buerse*, cujo brasão de armas eram três bolsas de pele, simbolizando *honradez e méritos* por sua actuação na área mercantil. Era num edifício de propriedade da família *Van der Buerse*, em Bruges, cidade lacustre da Bélgica, pertencente à liga Hanseática, onde se reuniam periodicamente um conjunto de pessoas influentes, como mercadores, armadores e agentes de câmbio, com o objectivo de realizarem operações financeiras entre si. A partir daí, o comércio de papéis deixou de ser realizado ao ar livre, nas ruas e calçadas, e passou a ter uma sede própria. Segundo Ricardo Sá Fernandes, em 1309, tais encontros foram formalizados e os encontros diários passaram a chamar-se de rodadas na “*Bruges Burse*” (“bolsa” de Bruges)⁴.

Embora alguns escritores a busquem no *emporium* dos gregos, outros no *collegium mercatorum* dos romanos ou nos *fundacks* (bazares) dos palestinos, a primeira Bolsa oficial surgiu no ano de 1531, em Antuérpia na Bélgica, designada por *Nieuve Beurse*. Nesta Bolsa, realizavam-se negócios especulativos influenciados por boatos que afectavam a evolução dos preços. A instabilidade trazida por Bolsas de carácter mais especulativo levou a Inglaterra a construir a sua própria Bolsa para assegurar uma maior protecção da sua economia⁵. Dessa forma nasceu, em 1558, a Bolsa de Londres (*Royal Exchange*), que actuou como pilar do império

⁴ Vide FERNANDES, Ricardo Sá. “O Direito dos Mercado em Geral e o Mercado dos Valores Mobiliários em Especial” in AA.VV, Direito dos Valores Mobiliários, LEX, 1997, p. 192.

⁵ CÂMARA, Paulo. “Governo das Bolsas” in Direito dos Valores Mobiliários, Vol. VI, Coimbra: Coimbra Editora, Coimbra, 2006, p. 191 e seguintes



britânico, tendo adquirido grande relevância nos séculos XVIII e XIX. Paulo Câmara indica a Bolsa de Amesterdão como a primeira a negociar regularmente valores mobiliários e, como consequência, conquistou largo tráfego de negociação no século XVII. Em 1758, com financiamento oriundo da realeza, foi concluída a primeira bolsa Portuguesa e, em 1833, foi incorporado no Código Comercial de Ferreira Borges as primeiras matérias sobre bolsas⁶.

Em Angola, os primeiros estudos sobre a criação do mercado de valores mobiliários, máxime mercado de bolsa, começaram em 1998, quando o Ministro das Finanças instituiu o Núcleo do Mercado de Valores Mobiliários. Em 2005, com aprovação da Lei das Instituições Financeiras (LIF) e a Lei dos Valores Mobiliários (LVM), criou-se, por Decreto n.º 9/05, de 18 de Março, a Comissão do Mercado de Capitais (CMC).

Em 2014, constituiu-se a primeira (até ao momento a única) Sociedade Gestora de Mercado Regulamentado (SGMR)⁷ entidade que, nos termos do artigo 5.º do Decreto Presidencial n.º 6/13, de 10 de Outubro, passou a administrar os mercados de bolsa e de balcão organizado. E em Dezembro de 2014, estava apta para admitir a negociação, no seu mercado, os títulos de dívida pública (obrigações do tesouro, bilhete do tesouro e títulos do banco central) e, um ano depois, os títulos de dívidas corporativas. Neste momento, tem-se trabalhado com vista à abertura do tã

⁶ Para mais desenvolvimentos, Vide CÂMARA, Paulo. “Governo das Bolsas” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra: Coimbra Editora, Coimbra, 2006, p. 191 e seguintes; FERNANDES, Ricardo Sá – “O Direito dos Mercado em Geral e o Mercado dos Valores Mobiliários em Especial” ..., pp. 192 a 195.

⁷ Trata-se da Bolsa de Valores e Derivados de Angola, Sociedade Gestora de Mercado Regulamentado, S.A. (BODIVA, SGMR).



aguardado mercado de acções que poderá ser feito com o programa de privatizações que constituí, mais adiante, objecto da nossa reflexão.

Retomando ao mercado da bolsa, este tem sido definido como o local em que se oferecem as condições e os sistemas necessários para a realização de negociação de compra e venda, troca de valor mobiliários, bem como outros instrumentos financeiros de curto (papel comercial⁸), médio e longo prazo, de forma transparente. E, por isso, constitui um ambiente favorável para a negociação dos títulos nelas inscritas e registados, por forma a orientar e fiscalizar os serviços prestados pelos seus intermediários, facilitar a divulgação constante de informações sobre as empresas e sobre os negócios que se realizam sob seu controlo.

O mercado de bolsa propicia liquidez às aplicações de médio e longo prazo, por intermédio de um mercado contínuo representado pelos seus pregões diários. É por meio deste mercado que se pode viabilizar o incentivo à poupança do grande público e assegurar o investimento em empresas em expansão e que, mediante desse fim, poderão assegurar as condições para o seu desenvolvimento⁹.

Os mercados regulamentados são administrados por uma SGMR, como atrás descrevemos, e que, em Angola, deve ser uma sociedade anónima plural, salvo quando o Estado seja o único sócio, cujo exemplo actual é o da BODIVA, SGMR, S.A. (Bolsa de Valores de Angola, Sociedade Gestora de Mercado Regulamentados, Sociedade Anónima). A constituição desta sociedade depende de

⁸ ANTUNES, José Engracia, *Instrumentos Financeiros*, Op. Cit., pp. 206 a 208

⁹ Cfr. MANUEL, Leonildo João Lourenço. "O Dever de Informação e a Responsabilidade Civil do Emitente pelo Conteúdo do Prospecto ...", op. Cit. p. 36.



autorização do Ministro das Finanças, mediante audição da CMC e o seu regime jurídico vem definido no Decreto Legislativo Presidencial n.º 6/13, de 10 de Outubro e no Regulamento n.º 3/14 da CMC, de 30 de Outubro - Regulamento das Sociedades Gestoras dos Mercados Regulamentados.

De acordo com o artigo 5.º do Decreto Legislativo Presidencial n.º 6/13, de 10 de Outubro, as SGMR têm como objecto a gestão de mercado de bolsa, de balcão organizado e de outros mecanismos de negociação, como os sistemas centralizados de valores mobiliários, câmaras de compensação e sistema de liquidação, bem como actividades de contraparte central. Nestes mercados e plataforma de negociação, administrado pela SGMR, vários são os seus intervenientes e, designadamente, emitentes, investidores e intermediários de valores mobiliários.

3. Caracterização do mercado de acções e do processo de oferta pública em Angola

Como vimos, o mercado de valores mobiliários caracteriza-se por ser uma plataforma aberta para transacções financeiras, de forma transparente e eficiente, e constitui um meio de rentabilização da poupança dos aforradores (agentes superavitários) e, nesta medida, traduz-se num canal que facilita as alocações ao investimento que, por via disso, contribui significativamente, enquanto fonte alternativa de financiamento das empresas e do Estado, para a promoção de um crescimento sustentável da economia nacional e dos agentes que nela



intervêm¹⁰.

O mercado de valores mobiliários assume um papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento económico, pois revela-se como municidor de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efectua entre os que têm capacidade de poupança (os investidores) e aqueles carentes de recursos de médio e longo prazo (deficitários), ou seja, que apresentam *deficit* de investimento.

Este mercado, quando qualificado em função da natureza dos valores mobiliários que são negociados, apresenta-se como mercado de obrigações na medida em que os títulos negociados são representativos de créditos, como por exemplo, obrigações públicas e privadas ou como mercado de acções, na medida em que os títulos mobiliários negociados são os representativos do capital social das sociedades anónimas e dos fundos de investimentos¹¹.

Em qualquer sociedade desenvolvida, o mercado de acções representa o mais influente segmento do mercado de capitais. É uma óptima fonte de financiamento das empresas com recurso ao capital próprio e a poupança de particulares, ocupando um papel importante no crescimento sustentável da economia.

No mercado de acções, os adquirentes de parcelas do capital social das sociedades anónimas têm direitos de participar da vida

¹⁰ Cfr. MANUEL, Leonildo João Lourenço. Mecanismo de Protecção do Investidor no Mercado de Valores Mobiliários, Luanda: Casa das Ideias, 2018, p. 19.

¹¹ Cfr. MANUEL, Leonildo João Lourenço. “O Dever de Informação e a Responsabilidade Civil do Emitente pelo Conteúdo do Prospecto – Aproximações à luz do Direito Angolano”, Luanda: Casa das Ideias, (no Prelo), p. 34. Também disponível na Faculdade de Direito da Universidade Agostinho Neto.



societária, entre outros, de votar na assembleia –geral e de eleger os membros do órgão de administração ou fiscalização. Enquanto titulares do capital da sociedade, os accionistas são remunerados em função dos resultados da performance do negócio da sociedade.

A performance das empresas no mercado de acções está intimamente dependente da prática de governação corporativa adoptada, do seu grau de transparência da informação divulgada aos seus stakeholders.

No mercado de acções, A informação apresenta-se como um mecanismo de organização empresarial, na medida em que se revela importante para o “robustecimento da sua governação” e da sua avaliação financeira, ou seja, a informação conduz a concretização do princípio da transparência que deve presidir este mercado.

Neste mercado, as acções podem ser transacionadas mediante um processo de oferta pública que, segundo alínea j) do artigo 2.º do Código de Valores Mobiliários (CódVM)¹², é *“oferta relativa a valores mobiliários dirigida, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados, sendo que a indeterminação dos destinatários não é prejudicada pela circunstância de a oferta se realizar através de múltiplas comunicações padronizadas, ainda que endereçadas a destinatários individualmente identificados”*.

A oferta pública pode ser distinguida em oferta de distribuição ou de aquisição. A primeira é classificada como oferta de subscrição,

¹² Aprovado pela Lei n.º 22/15, de 31 de Agosto.



também designada por Oferta Pública Inicial - IPO¹³ ou em oferta de venda - OPV¹⁴ (). Está última é a modalidade que deve ser utilizada num processo de privatização via mercado de ações que, por exemplo, foi utilizado na privatização da Ctt em Portugal¹⁵.

As ofertas públicas de aquisição (OPA), por sua vez, segundo os artigos 196.º e 201.º do CódVM, são respeitantes a aquisição e a troca de valores mobiliários e que podem ser distinguidas em facultativas ou obrigatórias e em geral ou parcial.

No processo de oferta pública o artigo 158.º do CódVM impõem que em todas as ofertas públicas em que seja obrigatório a publicação de prospecto é obrigatório a intervenção de um intermediário financeiro (intermediação obrigatória) que na oferta pública de distribuição presta os serviços de assistência e colocação e na oferta pública de aquisição presta serviço de assistência a partir do anúncio preliminar e recepção das declarações de aceitação.

Independentemente do tipo de oferta, segundo o artigo 161.º do CódVM, o processo de oferta inicia-se com o registo prévio junto da Comissão do Mercado de Capitais (CMC) e deve ser instruído

¹³ (é aquela que respeita a distribuição de ações na constituição de sociedade anónimas ou nos aumentos de capital social com recurso à subscrição pública) Vide artigo 192.º do CódVM Cfr. ALMEIDA, António Pereira. *Sociedades Comerciais: Valores Mobiliário instrumentos financeiros e Mercados*, Vol. II, 7.ª edição, Coimbra: Coimbra Editora, 2013, p. 188.

¹⁴ Quando respeitam à alienação de ações. Vide Artigo 194.º do CódVM. Cfr. ALMEIDA, António Pereira. *Sociedades Comerciais: Valores Mobiliário instrumentos financeiros...*, op. Cit., p. 188.

¹⁵ MENDES, André Cabrita. "Privatização dos CTT por venda direta ou oferta pública" in <https://www.dinheirovivo.pt/empresas/privatizacao-dos-ctt-por-venda-direta-ou-oferta-publica/> (Acessado no dia 01.03.2018).



com os documentos e informações previstas no artigo 162.º. Após o registo da oferta, deve-se publicar o prospecto, entendido como o documento público que concentra toda a informação relevante sobre os valores mobiliários e os direitos que lhe são inerentes; sobre o emitente; as suas características específicas; a situação patrimonial, económica e financeira; as relativas à evolução da actividade e dos resultados do emitente; do eventual garante¹⁶.

Apesar de, em Angola, já se ter feito um *roadshows* para promover a existência do mercado de acções, os resultados tardam a conhecer a luz do dia, porque faltam emitentes, isto é, empresas dispostas a abrir o seu capital, tornando-se sociedades abertas, por via da sua cotação em mercado de acções. E, por este facto, a elaboração e a execução do Programa de Privatizações de empresas de referência via bolsa, previsto no Plano Intercalar, apresenta-se como a grande chave, não só para o Estado obter receitas ou diminuir despesas, como veremos mais adiante, mas também para promover a existência e o funcionamento do mercado de acções.

4. Porque privatizar em tempo de crise?

Tendo sido feito um breve enquadramento sobre o mercado de acções e sobre o processo de oferta pública, cabe-nos, *hic et nunc*, interrogar do porquê privatizar em tempo de crise. Esta questão está intimamente ligada à problemática do papel do Estado na economia, configurada na desintervenção directa, ou seja, na transferência total ou parcial da propriedade das empresas

¹⁶ Cfr. MANUEL, Leonildo João Lourenço. “O Dever de Informação e a Responsabilidade Civil do Emitente pelo Conteúdo do Prospecto ...”, op. Cit. p. 121.



(incluindo participações sociais) do Estado para entidades privadas¹⁷.

Do ponto de vista histórico, apesar do ambiente político e intelectual da década de 70 do século XX ser caracterizado como favorável para uma forte intervenção directa do Estado na economia, por meio de criação de empresas públicas, foi em 1970 que a Alemanha vendeu uma parcela minoritária da *Lufthansa*; em 1972, a Irlanda vendeu a *Dairy Disposal Company*; e em 1977, a Inglaterra vendeu acções da *British Petroleum*¹⁸.

A nível mundial, o período de 1977 a 1997 foi marcado por um movimento de privatizações, por exemplo, a Inglaterra foi o país onde as privatizações ocorreram de forma mais acentuada, principalmente no período do governo de *Margareth Thatcher* cujo objectivo foi efectuar um corte com a social-democracia instalada no pós-guerra¹⁹.

Durante os anos oitenta do século XX, mais de 227 empresas foram privatizadas em toda a África, das quais três quartos foram

¹⁷ SANTOS, António Carlos dos; GONÇALVES, Maria Eduarda; e MARQUES, Maria Manuel Leitão, *Direito Económico*, Coimbra: 5.ª Edição, Almedina, 2004, p. 160. Cfr. ABRANTES, Maria Luísa, *A Privatização do Sector Empresarial do Estado em Angola*, Luanda: Faculdade de Direito da Universidade Agostinho Neto, 2011, p. 47. Cfr. PRATA, Helena, *Lições de Direito Económico*, Luanda: 1.ª Ed., Casa das ideias, 2010, p. 164.

¹⁸ FERREIRA, Eduardo Paz, *Direito da Economia*, Lisboa: Associação Académica da Faculdade de Lisboa, 2001, p. 357. PRATA, Helena, *Lições de Direito Económico*, op. Cit., p. 164.

¹⁹ SANTOS, António Carlos dos; GONÇALVES, Maria Eduarda; e MARQUES, Maria Manuel Leitão, *Direito Económico*, op. Cit., p. 359. Cfr. SANTOS, António Carlos dos; GONÇALVES, Maria Eduarda; e MARQUES, Maria Manuel Leitão, *Direito Económico*, Op. Cit., p. 164.



realizadas na África Ocidental (Costa do Marfim, Gâmbia, Guiné, Níger e Togo). Em Moçambique, 60% do Banco Popular de Desenvolvimento foi privatizado para um consórcio de interesses Malaio-moçambicano em 1997. O mesmo ocorreu antes, isto é, em 1996, com o Banco Comercial de Moçambique e, em 1988, foram identificadas cinco empresas “*Blue chip*” Moçambicanas para privatizar via bolsa²⁰.

Em Cabo Verde, as premissas legais sobre as privatizações foram consagradas pela Lei nº47/IV/92, aditada recentemente pela Lei nº 41/V/97, de 17 de Novembro de 1997 e complementada pelo Decreto-lei nº 24/98, de 29 de Junho de 1998 que definem a estrutura organizacional para a execução dos processos de privatização²¹.

A resposta a questão do “*Porquê privatizar em tempo de crise*” remete-nos para a discussão que deve ser incluída no diagnóstico para a construção do programa das privatizações via bolsa e no qual se inserem as seguintes perguntas: privatizar realmente gera resultados positivos para o país? Ou o Estado deveria definir e manter o controlo sobre os sectores estratégicos da economia (por exemplo, serviços de água, luz, petróleo, mineração, entre outros)?

Para a questão principal duas respostas, em sentidos opostos, podem ser adiantadas, uma em sentido favorável e a outra em sentido contrário. Esta última segue no sentido de que um

²⁰ WATY, Teodoro Andrade. Direito Económico, Maputo: W&W Editora, 2011, p. 297.

²¹ GRAÇA, Liliana Moreno Brito da, Reformas Económicas em Cabo Verde: Privatizações e suas implicações sociais. Porto, 2009, p. 17. (Dissertação de Mestrado disponível na Universidade do Porto)



programa de privatizações não constitui nenhuma garantia de sucesso e eficiência do sector empresarial ou da própria economia, pois o movimento de privatizações ocorrido desde a década de 70, nomeadamente, em Angola e noutras realidades, provou que o processo pode se mal conduzido, na medida que em muitos países a privatização significou, na prática, uma “doação” de empresas públicas à grupos privados, o que não gerou as contrapartidas esperadas para o Estado.

Para os defensores das privatizações em tempo de crise, é necessário ter em atenção que privatizar as empresas públicas ou as participações sociais do Estado advém da constatação de que o Estado tem, naturalmente, dificuldades em gerir a actividade empresarial com eficiência, por falta de incentivos que valorizam o mérito, consubstanciado pelas ingerências políticas nas actividades dessas empresas, o que, via de regra, não ocorre nas empresas privadas. Por outro lado, entende-se que privatizar as empresas públicas e as participações sociais do Estado é fundamental para conseguir equilíbrio fiscal, pois confere receitas adicionais ao Estado e livra-lhe de cobrir prejuízos futuros.

Maria Luísa Abrantes apresenta ainda outras vantagens para as privatizações, por exemplo, a redução do peso do sector empresarial do Estado na economia e a diminuição da intervenção estatal na actividade das empresas; melhoria da eficiência da gestão das empresas e aumento da produtividade; estabilização e aumento do emprego, bem como o incentivo à modernização tecnológica, ao introduzir a concorrência e ao promover a atracção de investimento estrangeiro²².

²² ABRANTES, Maria Luísa, A Privatização do Sector Empresarial do Estado em Angola,



Por isso, entende-se que é exactamente no período de crise que se pode reduzir a dívida pública por meio da alienação da propriedade empresarial do Estado e, como consequência, reduzir o peso da intervenção directa do Estado na economia, enquanto agente económico, reservando-se assim a intervenção indirecta, enquanto agente regulador e garante do equilíbrio e da segurança dos participantes dos mercados financeiros.

Para nós, um programa de privatização de empresas (incluindo as participações sociais do Estado) representa sempre “uma faca de dois gumes”, pois se for mal conduzida constitui sempre “um verdadeiro desastre”, mas se o processo for muito bem conduzido traz inúmeras vantagens e oportunidade de crescimento para os clientes, trabalhadores, contribuintes, investidores, o Estado e as gerações futuras.

5. Caracterização das privatizações

Tradicionalmente existem três critérios para classificar as privatizações, designadamente:

- 1) *Critério da transformação das empresas públicas em sociedades comerciais*²³ – embora seja discutível por não se verificar uma verdadeira transferência da titularidade da propriedade - ocorre uma transformação da natureza jurídica da empresa que passa a ser uma sociedade comercial cuja consequência se traduz na obrigatoriedade

Luanda: Faculdade de Direito da Universidade Agostinho Neto, 2011, p. 295.

²³ SANTOS, António Carlos dos; GONÇALVES, Maria Eduarda; e MARQUES, Maria Manuel Leitão, Direito Económico, Op. Cit., p. 168.



de adopção de novas formas de organização e funcionamento²⁴.

- 2) *Crítério quantitativo* que tem por base a dimensão da propriedade ou das participações sociais do Estado que é transferido para o sector privado e assim fala-se de privatização total ou parcial.
- 3) *Crítério do método de transferência* que tem por base o processo utilizado para a privatização e, neste sentido, existem cinco métodos, nomeadamente:
 - a) Concurso público aberto a todas as entidades que preencham as condições genericamente estabelecidas, de acordo com o caderno de encargos e condições exigidas aos candidatos, procedendo assim a selecção dos concorrentes por apreciação comparativa e avaliação das propostas;
 - b) Emissão de acções de privatização, feito por meio da venda em bolsa por um processo de oferta pública de distribuição (na modalidade oferta de venda);
 - c) Venda de acções aos trabalhadores, no qual estes são convidados a adquirir o património ou as participações

²⁴ Segundo Luís Morais, neste caso estamos diante de uma privatização formal ou legal, na medida em que apenas se traduz na mudança da forma legal, isto é, de empresa pública para sociedade comercial de capitais públicos. O contrário deste facto ocorre na privatização económica – financeira que se consubstancia na abertura das empresas ao capital privado, mas sem o Estado abdicar do controlo jurídico. Cfr. MORAIS, Luís, Privatização de empresas públicas – as opções de Vendas, Lisboa: Associação Académica da Faculdade de Lisboa, 1990, p. 25.



da empresa a privatizar;

- d) Venda de activos de privatização, resulta da venda de toda a organização (ou parte dela) para um investidor estratégico, geralmente por leilão;
- e) Vale-privatização, decorre da distribuição de acções de propriedade de todos os cidadãos, geralmente de graça ou a um preço muito baixo.

6. Quais os desafios para a materialização do programa de privatizações via mercado de acções?

Tendo recorrido sobre a questão do porque privatizar em tempo de crise, estamos agora em condições de identificar os desafios que se apresentam para a elaboração e/ou execução do programa de privatização via mercado de acções que, no essencial, se consubstanciam nos desafios de natureza legislativa, contabilística, informativa, de política de gestão e fiscalização.

6.1. Alteração legislativa

O actual quadro legal prevê apenas duas modalidades para as privatizações de empresas do sector público, nomeadamente: o concurso público e a venda directa. Ora, não se prevê a possibilidade de privatização via mercado de acções que, em princípio, deve ser feita mediante um processo de oferta pública com observância das regras dispostas no Código de Valores Mobiliários e, no qual se destacam, as regras relativas a divulgação de informação sobre a empresa a ser privatizada e sobre a operação



em si mesma.

A falta de abertura legislativa para esta operação apresenta-se como o primeiro grande desafio para a execução do programa de privatização via mercado de acções. Neste sentido, o Executivo lançou mão de um projecto de reestruturação da legislação para a superação destes obstáculos, por exemplo, de *jure condendo*, o artigo 9.º do anteprojecto da Lei das Privatizações prevê que a privatização realiza-se, em regra, por Concurso Público ou por Oferta Pública Inicial em Mercados Regulamentados e, excepcionalmente, pode realizar-se por Concurso Limitado, por Convite ou por Contratação Simplificada quando o interesse público ou a estratégia definida para o sector o exijam; ou quando a situação económico – financeira da empresa o recomende.

Relativamente as modalidades de privatização, o n.º 1 do artigo 9.º do ante-projecto prevê que a “privatização deve ser realizada alternativa ou cumulativamente pelos seguintes processos: a) Transformação das empresas em sociedades comerciais; b) Alienação de acções ou quotas representativas do capital social; c) Alienação de activos; d) Aumento do capital social; e) Alienação de empresas”.

6.2. Normalização contabilística

Com o aprofundamento da economia de mercado, configurado fundamentalmente na necessidade de privatização das empresas públicas ou das participações sociais das sociedades de capitais públicos via Bolsa de Valores, como forma de financiar o Estado e dinamizar o funcionamento do mercado de valores mobiliários,



bem como a necessidade de internacionalização da economia angolana por meio do investimento estrangeiro, é imprescindível a adopção das normas de contabilidade aceites internacionalmente e, para o efeito, urge a necessidade de alteração do Plano Geral de Contabilidade Angolano (PGCA), a provado pelo Decreto n.º 82/01.

Assim, o segundo pressuposto para a materialização do programa de privatizações via mercado de valores mobiliários tem natureza contabilística, pois decorre da necessidade de adequação das regras de contabilidade pública às normas internacionais de relatos financeiros, como a *International Financial Reporting Standards* (IFRS) de modo a atrair os investidores internacionais.

A normalização da contabilidade ou o ajustamento do PGCA às práticas e normas internacionais é um factor crítico para que as empresas públicas sejam privatizadas e para que tenham acesso ao financiamento nos mercados interno e internacionais, por via de fundos de investimento e outros investidores ávidos em investir nas empresas e nas instituições que actuem no mercado nacional, especialmente as micro, pequenas e as médias empresas.

Para que exista normalização contabilista no País, é imprescindível que haja sincronia entre os vários órgãos interessados na matéria, no geral e, em especial, no Executivo. Por isso, de acordo com o (então) Presidente do Conselho de Contabilidade da Ordem dos Contabilistas e Peritos Contabilistas de Angola (OCPCA), Jaime Bastos²⁵, a OCPCA tomou a iniciativa de propor ao Ministério das Finanças a criação de uma Comissão

²⁵ Jaime Bastos, “Normalização Contabilística em Angola: Um Entrave à Atracção de Investimentos” (21/09/2017) in <https://www.ocpcangola.org/files/ANEXOS/201710240456384.pdf>



Nacional de Normalização Contabilística que teria a tarefa de realizar estudos de normalização contabilística; analisar a possibilidade de adopção das Normas Internacionais de Contabilidade e das Normas Internacionais de Relato Financeiro, devendo avaliar se será mais avisado que estas sejam aplicáveis obrigatoriamente apenas em determinado tipo de empresas, em especial as que forem cotadas em bolsa, ou se deverão ser de aplicação generalizada; e proceder à revisão do PGCA e adequá-lo, na medida do que for entendido mais apropriado, às Normas Internacionais de Contabilidade.

6.3. Diagnóstico profundo sobre as privatizações

O terceiro desafio tem natureza económico – financeira, pois incide sobre a necessidade de se realizar um diagnóstico centrado nos eixos da: a) identificação das empresas do sector público privatizáveis com base nos critérios internacionalmente aceites; b) identificação das empresas que, pelo seu baixo impacto para a economia, representam um elevado ónus para o Estado e que, por isso, deverão ser extintas; c) definição das empresas que deverão permanecer no sector público e dos possíveis programas de fusões; e d) reavaliação do património, do estado operacional e financeiro das empresas a privatizar e a extinguir, bem como da sua organização contabilística e da sua estrutura de gestão.

A realização do diagnóstico deve incluir um programa de avaliação do estado operacional e financeiro das empresas públicas e das participações sociais do Estado e deve procurar, entre outras, responder a questão do interesse estratégico do Estado sobre a modalidade e o grau da sua intervenção na economia, bem como a



relevância económica das empresas a privatizar no contexto económico e social. Este diagnóstico implicará também reapreciar os efeitos do processo de privatizações feitas nos vários contextos (de 1989 a 2009) a fim de se evitar e aprender com os erros e problemas do passado.

Um diagnóstico feito nesta vertente deve ser feito com a profundidade necessária, para que não repercutam erros ocorridos no processo de privatização em que, por exemplo, a Maria Luísa Abrantes indica a descoordenação entre os diferentes órgãos intervenientes no processo, falta de isenção e transparência²⁶, bem como a não alocação das empresas para os fins pretendidos, o que gerou efeitos negativos para a economia, como desempregos e subempregos.

6.4. Transparência e da prestação de contas

O quarto desafio consiste em criar uma cultura de transparência (*full disclosure*) e de prestação de contas (*accountability*), o que obrigará as empresas a prestarem informações económico-financeiras revistas e certificadas por auditores externos, a disponibilizarem as suas demonstrações financeiras padronizadas, através de fluxos de caixa e relatório, preparado pela administração com a discussão e análises dos factores que influenciam o resultado, indicando, ainda, os principais riscos internos e externos a que estão sujeitas.

No mercado de valores mobiliários a exigência da informação

²⁶ ABRANTES, Maria Luísa, A Privatização do Sector Empresarial do Estado em Angola, op. Cit., p. 296.



assume maior importância devido ao facto de o seu funcionamento depender essencialmente da concretização dos valores da transparência e da *informação aberta*. *As informações movem o mercado de capitais, pois direccionam o comportamento dos seus participantes e, como resultado, afectam também os preços dos activos negociados.*

O princípio do “full disclosure”, ou seja, da divulgação integral está directamente relacionado com os objectivos de protecção dos investidores e da existência de mercados justos, transparentes e eficientes. Este princípio exige a consideração da adequação, exactidão e actualidade tanto das divulgações de informação financeiras como das divulgações de informação não financeiras, assim como da divulgação da informação de riscos que são relevantes para as decisões dos investidores²⁷.

A divulgação de informações contabilísticas e financeiras permitem que se faça uma avaliação financeira das empresas, por meio da análise dos seus indicadores de liquidez e de endividamento, do capital próprio, do imobilizado corpóreo, incorpóreo e financeiro; de rentabilidade através das margens bruta, operacional e líquida, de desempenho através da idade média de *stock*, rotação dos créditos, período médio de cobranças e de pagamento, de custos e de despesas, da determinação do valor das suas participações sociais (acções) através da relação lucro por

²⁷ CÂMARA, Paulo. Manual de Direito dos Valores Mobiliários. 2.ª Ed., Coimbra: Almedina, p. 685; Cfr. ALMEIDA, Margarida Azevedo de. “A responsabilidade civil perante os investidores por realização defeituosa de relatórios de auditoria, recomendações de investimento e relatório de notação de Risco” in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 36, 2010, p. 12.



acção e preço por lucro.

Estas informações servem para a determinação do valor financeiro/preço da empresa e dos activos financeiros que oferece no mercado de valores mobiliários e fornecem dados que são utilizados como parâmetro de avaliação empresarial, pois constituem evidências de comportamento de fluxo de caixa futuro e, por isso, são utilizados como determinantes do valor da empresa²⁸.

As informações contabilísticas revelam dados sobre a situação financeira da empresa e, por isso, são relevantes para o mercado de valores mobiliários por fornecerem aos investidores dados que podem ser utilizados para avaliação e projecção do futuro das empresas a privatizar, bem como o seu comportamento no mercado. Daí que constituem a base para a tomada de decisão do investidor. Estas informações podem alterar a expectativa dos investidores em relação as empresas a privatizar e, conseqüentemente, são utilizadas para a determinação ou fixação do preço dos activos financeiros transacionados no mercado (*price sensitive information*).

Em suma, sem observância dos princípios do *full disclosure* e do *accountability*, o programa de privatização via bolsa não terá palco realização, daí o grande desafio de adequação das empresas públicas e privadas.

²⁸ CASTRO, Rafaela Almeida de. A Influência da Publicação das Demonstrações Contábeis no Mercado de Capitais, Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais, Belo Horizonte, Brasil, 2011, p. 31.



6.5. O desafio da adopção das melhores práticas de governação corporativa

A concretização do programa de privatização via mercado de acções implica necessariamente a adopção dos princípios de governação corporativa que, para além de facilitarem que as empresas tenham maiores resultados e o mercado funcione de modo mais regular, permite que os investidores façam os seus investimentos com maior segurança e confiança, na medida em que se relacionam com empresas que têm uma estrutura de organização e controlo interno de gestão robusta e consolidada.

Alguns passos legislativos já foram dados, por exemplo, foram consagrados na nossa ordem interna pelo BNA (através dos seus Avisos n.º 01/2013, 02/2013 e 03/2013), pela CMC por meio do seu Guia de Boa Práticas sobre Governação Corporativa de 2013 e pela Carta de Governação Corporativa de Angola, divulgada pelo Centro de *Corporate Governance* Angolano (CCGA) também em 2013. Estes diplomas versam sobre as políticas, práticas, estruturas decisórias e procedimentos sobre a estrutura de capital, estratégia de negócios, gestão de risco, remuneração, prevenção e gestão de conflitos de interesses, transparência, divulgação e informação.

O passo desafiante, e que necessita de ser dado para a efectiva concretização do programa de privatização, consiste em tornar estas práticas obrigatórias para todas as empresas que forem privatizadas, pois é necessário exigir que estas empresas integrem um sistema de compliance assente nas seguintes matérias: *i)* políticas e procedimentos de gestão de risco; *ii)* serviços de auditoria interna responsável por examinar e avaliar a adequação e a eficácia dos sistemas, procedimentos e normas que suportam o



controlo interno, emitir recomendações baseadas nos resultados das avaliações realizadas e verificar a sua observância; e *iii*) apresentação de um relatório anual sobre questões de auditoria.

6.6. Gestão de quadros

O quinto desafio reside na necessidade de, com base na legislação laboral em vigor, elaborar e executar um programa de gestão de emprego e de carreira do quadro de pessoal das empresas públicas a serem privatizadas de modos a que o projecto de privatizações não sofra constrangimentos de ordem de gestão de quadros.

Na verdade, com base num diagnóstico, deve-se aferir o estado e a qualidade do quadro de pessoal das empresas públicas a privatizar, isto é, identificar os trabalhadores que já preenchem os requisitos para a reforma e, por meio de um sistema de avaliação de desempenho, identificar os trabalhadores que podem ser requalificados e os que se deve extinguir a relação laboral.

Este trabalho é fundamental para que as empresas privatizadas não herdem a inércia pouco produtiva resultante das empresas públicas, pois está num mercado competitivo e para gerar os resultados esperados deve ter um quadro de pessoal motivado e com as maiores valências técnico – profissionais.

7. Nota final

Aqui chegados, como consideração final, somos a reafirmar que a elaboração e a execução do Programa de Privatizações de



empresas do sector público via bolsa, previsto no Plano Intercalar, apresenta-se como a grande chave, não só para o Estado obter receitas ou diminuir despesas, como referimos ao longo do ensaio, mas também para promover o funcionamento mercado de acções. Mas para a sua concreta elaboração e execução é necessário que se observe e supere os cinco desafios analisados, nomeadamente:

- a) Alteração legislativa no sentido de se permitir as privatizações via bolsa;
- b) A normalização contabilística por meio da adequação das regras de contabilidade pública as normas internacionais de relatos financeiros, como a International Financial Reporting Standards (IFRS) de modos à atrair os investidores internacionais;
- c) Realização de um diagnóstico profundo sobre as privatizações, centrado na identificação das empresas do sector público potencialmente privatizáveis com base nos critérios internacionalmente aceites; e das empresas que representam um elevado ónus para o Estado e que, por isso, deverão ser extintas e na definição das empresas que deverão permanecer no sector público e dos possíveis programas de fusões;
- d) Criação de uma cultura de transparência (*full disclosure*), de prestação de contas (*accountability*) e de compliance, o que obrigará as empresas a prestarem informações económico-financeiras revistas e certificadas por auditores externos, a disponibilizarem as suas demonstrações financeiras padronizadas, através de fluxos de caixa e relatório, preparado pela administração com a discussão e análises



- dos factores que influenciam o resultado, indicando, ainda, os principais riscos internos e externos a que estão sujeitas;
- e) Adopção das melhores práticas de governação corporativa;
 - e
 - f) Elaboração e execução de um programa de gestão de emprego e de carreira do quadro de pessoal das empresas públicas a serem privatizadas de modos a que o projecto de privatizações não sofra constrangimentos de ordem de gestão de quadros.

Leonildo João Lourenço Manuel



REVISTA DE DIREITO COMERCIAL

www.revistadedireitocomercial.com
2018-05-10