No artigo anterior demos início a algumas reflexões acerca das privatizações e mercado de valores, numa linha de orientação que se consubstancia na indicação dos aspectos que, em nosso entender, se revelam verdadeiros pressupostos das operações de privatização a realizar mediante a via de oferta de venda de acções ao público; iremos prosseguir este exercício no presente artigo, concluindo com brevíssimas considerações acerca das operações de privatização em geral:

Deverá promover-se a maior dispersão possível do capital a alienar pelo Estado

Este é um dos pressupostos / objectivos que se afiguram essenciais, isto por vários motivos e com implicações a diversos níveis:

a) Porque permite a um maior número de famílias uma aplicação alternativa das suas poupanças;

b) Porque promove o surgimento de uma cultura de mercado;

c) Porque aumenta a liquidez do mercado;

d) Porque condiciona o futuro desempenho bolsista da empresa, nomeadamente no que

respeita à volatilidade do preço;

e) Porque, dependendo da linha estratégica prosseguida para cada sector e / ou para cada empresa, obvia, quando as haja, relutâncias associadas ao aparecimento de outros accionistas "de referência" nas empresas visadas.

O valor das acções a vender (em termos absolutos) deverá ser o mais baixo possível

A desejável intenção – com relevante conteúdo nos planos do funcionamento do mercado e da implementação de uma política sócio – económica - de dispersar o mais possível as acções a alienar, aliada à realidade que podemos observar relativamente ao volume financeiro disponível para aplicação em valores mobiliários por parte dos investidores particulares, levam a pensar que se deva procurar que o preço de venda seja, em termos absolutos, o mais baixo possível.

Este objectivo pode ser conseguido aumentando o número de acções disponíveis, quer através do *stock split* (redução do valor nominal das acções) quer mediante a incorporação de reservas. Considera-se, a título de exemplo, que é mais fácil vender dez acções a 10.000 MT do que uma acção a 100.000 MT.

Deverá existir liquidez subsequente imediata

A ausência de mecanismos de troca de títulos condiciona fortemente a apetência do investidor para aplicar as suas poupanças na compra de acções. Assim, a existência dum mercado secundário organizado – já alcançada em Moçambique através da instituição da Bolsa de Valores - capaz de gerar, de forma transparente, um preço de mercado, é fundamental para os

potenciais investidores. Deste modo, sempre que o objectivo seja o de dispersar o capital, torna-se imperioso de seguida cotar, o mais rapidamente possível, a empresa em bolsa.

O mercado secundário deve funcionar regularmente

Excede largamente o âmbito do presente artigo a abordagem sistematizada e devidamente aprofundada dos diversos mecanismos susceptíveis de implementação para, ao longo do tempo, suportarem o crescimento sustentado e alargarem a dimensão dos mercados de valores mobiliários, primário e secundário.

Mas é essencial ter presente que não basta, naturalmente, a existência de um mercado secundário institucional e juridicamente organizado. Torna-se necessário, igualmente, criar as condições para que esse mercado funcione *efectivamente* de forma regular, no sentido de ter profundidade, consistência e oferecer adequada liquidez, inspirando credibilidade e confiança junto dos emitentes e dos investidores.

A ausência de liquidez no mercado, para além de ocasionar o descrédito e o afastamento dos investidores, pelas dificuldades encontradas para comprar ou vender valores mobiliários, é fortemente penalizadora para as entidades emitentes (não só, mas também, desde logo ao nível dos danos de imagem) e para os próprios investidores, pelas excessivas volatilidades no preço que pode induzir, contribuindo assim para uma falta de adesão das empresas ao mercado.

Privatizações em geral – e à margem das ofertas públicas de venda

A modalidade a adoptar em cada operação de privatização deverá ser escolhida através da ponderação cuidada de um conjunto de factores, tais como:

a) Importância da empresa a privatizar na economia nacional;

b) Situação económico-financeira da empresa, sua dimensão e perspectivas de evolução;

c) Necessidade (ou não) de atrair accionistas de relevância estratégica para a empresa;

d) Estrutura accionista de partida e estrutura accionista pretendida;

e) Procura potencial dos mercados;

f) Estrutura concorrencial interna e externa do sector de actividade em que insere a empresa;

g) Defesa dos interesses accionistas (sendo o caso) e patrimoniais do Estado;

h) Defesa dos pequenos accionistas.

No entanto, o que parece fundamental acentuar é que a modalidade de venda mediante oferta pública, em detrimento da negociação particular, concurso restrito ou concurso público, apenas deve ser escolhida se, para além da sua adequação em função de factores como os atrás descritos, for inequívoca a vontade e a capacidade da empresa para ser admitida à cotação em bolsa; é em nosso entender impensável solicitar a compra de acções pelo público em geral

sem que se hajam garantido as condições necessárias a consagrar a máxima probabilidade de, subsequentemente, estar à disposição um mercado de troca que assegure efectiva liquidez à aplicação financeira efectuada.

Garantia de colocação, garantia de dispersão e garantia de liquidez

É pois fundamental a questão de encontrar formas que permitam assegurar o êxito da operação, em si mesma, mas também o alcance de outros objectivos a ela subjacentes – por exemplo, a dinamização do mercado de capitais. E de facto estas realidades são distintas. Vejamos:

Se pensarmos na óptica estrita dos interesses do vendedor Estado, o sucesso da operação pode ser assegurado pelo simples mecanismo da celebração de um contrato de garantia de colocação, ou tomada firme, com um sindicato financeiro; o Estado assegura assim que vende a totalidade das acções independentemente da procura do mercado, e recebe o correspondente encaixe financeiro. Contudo, e para não levantar outro tipo de questões (concentração do capital, controle accionista, modelo de governação, entre outros), a garantia de colocação, por si só, não dá resposta à obtenção de uma dispersão adequada e subsequente liquidez das acções.

A garantia de dispersão é um objectivo que pode ser alcançado através de uma adequada determinação de segmentos de destinatários, bem como de uma cuidada afectação de acções a cada um dos segmentos e, neles, a cada investidor. Mas obter dispersão não é o mesmo que obter liquidez, pois que no caso da criação de constrangimentos à transaccionabilidade das acções a liquidez do mercado será fortemente afectada – é o caso da limitação à transmissão entre tipos distintos de investidores, ou da consagração de períodos de indisponibilidade, se excessivamente longos (habitualmente impostos como contrapartida da concessão de benefícios na aquisição, como linhas de crédito ou possibilidade de pagamento em prestações).

Se a concessão destes benefícios, e as correspondentes inibições, se compreendem e são muitas vezes fundamentais para estimular a intenção de compra e o sucesso da colocação, já

a sua generalização e a estipulação de períodos de indisponibilidade excessivamente longos poderão comprometer a formação de um mercado regular em bolsa.

Assim, há que assegurar, igualmente, que uma quantidade suficiente de acções estará efectivamente disponível para transacção no mercado, entre um universo tão lato quanto possível de potenciais investidores; há que (tentar) garantir a liquidez.

Deste modo, afigura-se que, naturalmente, a operação mediante oferta pública de venda que maximiza as probabilidades de êxito, nas diversas vertentes a considerar, será aquela que congregue as virtualidades de uma adequada organização e montagem (preço unitário das acções, segmentos de destinatários, parametrização de quantidades, mecanismos de comunicabilidade das acções, e outros), com a maximização do universo de investidores com acesso às acções, e a contenção do universo de adquirentes sujeitos a períodos de indisponibilidade, em qualquer caso razoavelmente curtos, e ainda com a garantia de uma tomada firme, em termos mais ou menos latos.