Revista angolana de ciências económicas

A criação de um novo activo financeiro em Angola: O Activo de Ordem de Saque (AOS) como instrumento de Cobertura de risco e dinamização do mercado financeiro.

Wilson Armando armandohadi30@gmail.com

DOI: 10.5281/zenodo.23530145

Orcid: 0009-0005-2640-8244

Resumo

Num contexto em que a falha de mercado decorrente do incumprimento sistemático das obrigações de pagamento por parte do Estado angolano para com a classe empresarial, com a qual estabeleceu vínculos negociais de prestação de serviços ou fornecimento de bens e mercadorias, tem desencadeado sérios desequilíbrios no tecido empresarial nacional. Tais desequilíbrios vão desde a perda progressiva de liquidez até à cessação definitiva de actividades. O presente artigo propõe e conceptualiza o AOS (Activo de Ordem de Saque), um novo instrumento financeiro concebido como resposta estrutural a esta problemática. O AOS permite à classe empresarial dispor de um mecanismo de cobertura de risco, conferindo-lhe a possibilidade de resgatar os créditos detidos sobre o Estado antes do seu prazo de liquidação, mediante transacção no mercado financeiro. O empresário, mutuante e detentor do AOS, pode efectuar o resgate oferecendo o activo ao mercado, transferindo o risco ao novo detentor e garantindo perdas mínimas, bem como a continuidade da sua actividade económica. Do ponto de vista metodológico, o estudo recorre à observação empírica do contexto angolano e apoia-se em teorias económicas consolidadas, como a teoria das externalidades de Coase, o valor temporal do dinheiro e o modelo de obrigação de cupão zero.

Palavras-chave: Incumprimento do Estado. Activo Financeiro. Activo Ordem de Saque (AOS). Cobertura de Risco. Mercado Financeiro Angolano. Falha de Mercado.

1. Introdução

O relacionamento financeiro entre o Estado e os agentes económicos privados constitui um dos pilares fundamentais do funcionamento de qualquer economia de mercado. Quando esse relacionamento é marcado por incumprimentos sistemáticos por parte do Estado, as consequências inevitavelmente evidenciam-se para o tecido empresarial, e com um efeito cascata que, se propaga para as famílias, sistema financeiro e para a economia no seu conjunto.

O contexto angolano tem sido caracterizado, nas últimas décadas, por um modelo de desenvolvimento económico fortemente dependente das receitas petrolíferas, com o Estado a desempenhar um papel central como agente económico e como principal contratante de bens e serviços. Conforme assinalado pela Comissão Económica das Nações Unidas para África (UNECA, 2020), os países africanos exportadores de petróleo enfrentaram pressões significativas sobre a sustentabilidade das suas finanças públicas após as quedas acentuadas dos preços do crude, o que agravou os desequilíbrios no cumprimento das obrigações do Estado para com os fornecedores privados.

Neste contexto, o incumprimento dos prazos de pagamento das Ordens de Saque (instrumento que materializa o direito de crédito do empresário sobre o Estado), tornou-se um problema estrutural com consequências graves para a classe empresarial angolana. A ausência de um mecanismo financeiro específico que permita ao empresário gerir o risco associado a este tipo de crédito configura uma lacuna relevante no mercado financeiro angolano.

Stiglitz e Weiss (1981), no seu trabalho seminal sobre informação assimétrica nos mercados de crédito, demonstraram que a existência de falhas de mercado, nomeadamente as decorrentes de comportamentos de incumprimento, gera ineficiências alocativas que o próprio mercado, por si só, não consegue corrigir, exigindo a criação de instrumentos e mecanismos inovadores de gestão de risco. Esta perspectiva enquadra, de forma pertinente, a proposta que o presente artigo desenvolve.

O presente artigo tem como objectivo central propor e conceptualizar o AOS (Activo de Ordem de Saque), um novo instrumento financeiro especificamente concebido para responder à falha de mercado resultante do incumprimento do Estado angolano nas suas obrigações de pagamento. Trata-se de uma proposta de inovação financeira que visa, simultaneamente:

1. proteger a classe empresarial por via de instrumento de cobertura de risco;
2. promover a dinamização do mercado financeiro angolano através da introdução de um novo activo transaccionável;
3. e contribuir para a preservação e crescimento da actividade económica, estimulando a confiança entre os agentes económicos privados e o Estado.

Do ponto de vista teórico, o artigo ancora-se em três grandes pilares conceptuais: a teoria das externalidades e da falha de mercado, a partir das contribuições de Ronald H. Coase e de Robert H. Frank; a teoria do valor temporal do dinheiro, com base em Matias (2009) e Ross, Westerfield e Jordan (2013); e os mecanismos de negociação de instrumentos de dívida, designadamente o modelo das obrigações de cupão zero, conforme descrito por (Pires, 2011) e (Hull, 2018).

O presente artigo, encontra-se estruturada da seguinte forma: após esta introdução, a secção 2 apresenta o enquadramento teórico e conceptual do estudo; a secção 3 descreve a metodologia adoptada; a secção 4 apresenta e discute os resultados; e a secção 5 conclui com os principais pontos e recomendações.

2. Enquadramento conceptual e teórico

2.1. Denominação e Justificativa

Denominação: AOS- Activo de Ordem de Saque.

A designação "Activo de Ordem de Saque" resulta directamente da natureza do instrumento subjacente: a Ordem de Saque é o documento que formaliza o direito de crédito do empresário sobre o Estado, decorrente da prestação de serviços ou do fornecimento de bens. Ao transformar este documento num activo financeiro transaccionável, cria-se o AOS, um título que representa e materializa esse crédito no mercado financeiro.

A necessidade de criação deste activo financeiro decorre do incumprimento contínuo do Estado angolano no pagamento, nos prazos previstos, das suas obrigações para com a classe empresarial prestadora e fornecedora de bens e serviços. Tal situação tem gerado graves desequilíbrios na continuidade das actividades económicas daquela classe.

A criação do AOS visa, assim, dar resposta a quatro factores críticos identificados: **(i) Falha de Mercado; (ii) Cobertura de Risco; (iii) Dinamização do Mercado Financeiro; e (iv) Contribuição para o Crescimento Económico.**

2.2. Importância da Adopção do AOS

A adopção do AOS como instrumento financeiro encerra uma dimensão multifacetada que beneficia simultaneamente vários agentes económicos e institucionais. Seguidamente, analisa-se o impacto esperado para cada um dos principais intervenientes:

a) Do Estado

Com o funcionamento do AOS, o Estado beneficia de um mecanismo que lhe permite gerir situações de défice orçamental sem que isso implique o colapso imediato dos seus fornecedores. O instrumento funciona como um amortecedor financeiro: em vez de o Estado acumular passivos não reconhecidos que deterioram a sua reputação creditícia, os créditos em atraso são formalizados, titularizados e transaccionados no mercado. Esta abordagem é consistente com as recomendações do Fundo Monetário Internacional (FMI, 2019) sobre a transparência e gestão da dívida pública, que sublinham a importância de formalizar os arrears (pagamentos em atraso) como mecanismo de preservação da confiança institucional.

Adicionalmente, a adopção do AOS contribuiria para recuperar a confiança das empresas no Estado enquanto parceiro negocial, estimulando a retoma da contratação pública como motor do crescimento económico.

b) Do Mercado Financeiro

O mercado financeiro angolano caracteriza-se ainda pela limitada diversidade de instrumentos disponíveis. Os instrumentos transaccionáveis actualmente no mercado resumem-se, essencialmente, a Bilhetes do Tesouro, Obrigações do Tesouro, Obrigações Privadas e Acções, estas últimas um fenómeno relativamente recente na Bolsa de Dívida e Valores de Angola (BODIVA).

Como apresentam (Manganelli e Popov, 2010, workink paper N°. 1241),

> "A diversidade activos constitui um elemento relevante para a eficiência do mercado financeiro, na medida em que amplia as possibilidades de diversificação de risco e favorece uma afetação mais eficiente dos recursos na economia. A existência de uma maior variedade de instrumentos financeiros permite aos investidores distribuírem seus investementos, (...)."

A introdução do AOS ampliaria este universo, contribuindo para aumentar o fluxo financeiro, melhorar a capacidade de afectação de recursos e aprofundar o mercado de capitais angolano.

c) Das Empresas

Para a classe empresarial, o AOS representa, essencialmente, um mecanismo de cobertura de risco. Em vez de aguardar indefinidamente o pagamento do Estado — com todos os riscos associados à desvalorização da moeda, à perda de liquidez e à eventual inviabilização da actividade — a empresa detentora do AOS pode optar por transaccioná-lo no mercado, obtendo liquidez imediata, ainda que a um preço inferior ao valor facial do crédito. Esta possibilidade de escolha constitui, em si mesma, um elemento de racionalidade económica que permite à empresa optimizar a sua gestão financeira.

Gitman e Zutter (2015) argumentam que a gestão eficaz do risco de crédito é determinante para a sustentabilidade financeira das empresas, sobretudo nas economias em desenvolvimento onde os mecanismos institucionais de protecção são ainda incipientes. O AOS enquadra-se precisamente nesta lógica de gestão prudente do risco.

d) Dos Mediadores

Os mediadores — consultores de investimentos financeiros certificados pela CMC — beneficiam de um novo segmento de negócio. Como intermediários habilitados, podem executar operações de compra e venda do AOS em nome dos seus clientes, sejam eles vendedores (empresas detentoras do activo) ou compradores (investidores interessados na aquisição do activo a desconto). Esta actividade de intermediação contribui para o desenvolvimento profissional do sector financeiro e para a criação de emprego qualificado.

e) Das Famílias

Para as famílias enquanto investidores individuais, o AOS representa mais uma oportunidade de canalização das poupanças, num contexto de diversificação da renda. Dado que o AOS seria transaccionado abaixo do par, à semelhança do que ocorre com as obrigações de cupão zero, o investidor individual teria a possibilidade de adquirir um activo com potencial de valorização, contribuindo para a democratização do acesso ao mercado de capitais.

f) Da Economia

Do ponto de vista macroeconómico, a adopção do AOS contribuiria para o aumento do fluxo financeiro na economia, a preservação da actividade económica e a afectação mais eficiente dos recursos para a economia real.

2.3. Falha de Mercado: Enquadramento Teórico

A falha de mercado pode ser definida como uma situação em que os mecanismos de mercado, por si sós, não asseguram uma afectação eficiente dos recursos económicos. Ocorre quando o equilíbrio de mercado não coincide com o óptimo social, gerando ineficiências que podem assumir diversas formas: externalidades, redução dos bens públicos, informação assimétrica e poder de mercado (Stiglitz, 2000).

(Frank, 2013) apresenta a discussão em torno do conceito de externalidade — que se define como o resultado (negativo ou positivo) decorrente de uma actividade legal, seja económica ou social, sem que o seu autor tenha essa intenção causal. Esta externalidade traduz-se em desequilíbrio, configurando uma falha de mercado. No contexto do presente artigo, a falha de mercado é precisamente a que decorre do incumprimento do Estado nas suas obrigações de pagamento, gerando uma externalidade negativa sobre a classe empresarial.

Esta externalidade assume uma dimensão particular quando se considera que o incumprimento do Estado, ainda que muitas vezes motivado por constrangimentos orçamentais estruturais¬¬, resulta em custos significativos ao sector privado, sem qualquer mecanismo de compensação ou indeminização. Perante isto, coloca-se a questão fundamental que orienta o presente artigo:

Deve o Estado compensar as empresas pelos danos causados pelo incumprimento do serviço da dívida — designadamente, pelos atrasos no pagamento das Ordens de Saque nos prazos previstos?

A abordagem de Coase, citada por (Frank, 2013), oferece uma perspectiva esclarecedora sobre esta questão. O princípio da "natureza recíproca das externalidades" sugere que a simples responsabilização de uma das partes pode não constituir a melhor solução, na medida em que ignora os factores contextuais que condicionam o incumprimento e pode, paradoxalmente, agravar a situação da parte incumpridora, colocando em risco a continuidade do próprio relacionamento negocial. "A percepção seminal de Coase foi que essa visão ignora completamente a natureza recíproca do problema." (Frank, 2013, p. 538).

Portanto, nestas situações, o argumento de Coase é que necessariamente uma das partes sairá prejudicada, e que o objetivo é «evitar o pior desses dois resultados desagradáveis» (Frank, 2013, p. 538). A solução preconizada por Coase passa pela negociação entre as partes sem custos de transacção, de modo a que o resultado seja mais eficiente para ambas. O AOS enquadra-se exactamente nesta lógica: ao criar um instrumento que permite ao empresário transferir o risco do incumprimento para o mercado — sem responsabilizar directamente o Estado —, propõe-se uma solução negocial que, à semelhança do que Coase preconizava, resulta num equilíbrio mais eficiente para ambas as partes envolvidas.

2.4. O Valor Temporal do Dinheiro e a Cobertura de Risco

Um dos fundamentos teóricos centrais que sustentam a proposta do AOS é o conceito do valor temporal do dinheiro. Este princípio estabelece que uma unidade monetária disponível hoje tem um valor superior à mesma unidade monetária disponível no futuro, devido às possibilidades de investimento e ao efeito da inflação.

Como afirma (Matias, 2009, p. 5): "..., um Euro, seja investido, seja emprestado, não tem para nós o mesmo valor consoante fique disponível (ou seja exigível) imediatamente ou apenas dentro de algum tempo."

Na mesma linha, (Ross, Westerfield e Jordan, 2013) reforçam que um dólar hoje tem mais valor que um dólar no futuro revelando a incerteza ligada ao futuro. Esta perspectiva é particularmente relevante no contexto angolano, onde as taxas de inflação historicamente elevadas agravam o custo de oportunidade dos atrasos nos pagamentos.

Para os empresários cujos pagamentos são sistematicamente adiados pelo Estado, o incumprimento dos prazos gera um custo económico real, frequentemente não reconhecido nem compensado. A possibilidade de resgatar antecipadamente o crédito — ainda que a um valor abaixo do par — permite ao empresário mitigar este custo, transformando uma perda potencialmente total numa perda controlada e previsível.

(Bodie, Kane e Marcos, 2015) salientam que a cobertura de risco, em finanças, implica sempre uma troca: o agente económico aceita sacrificar parte do potencial de ganho em troca de reduzir a incerteza sobre o resultado final. O AOS operacionaliza exactamente esta lógica: o empresário aceita vender o seu crédito por um valor inferior ao facial, mas elimina o risco de não receber nada, ou de receber muito tarde, num contexto de erosão monetária.

3. Metodologia da pesquisa

O presente estudo adopta uma metodologia de natureza qualitativa e quantitativa, combinando a análise teórica com a observação empírica do contexto económico e financeiro angolano. Do ponto de vista qualitativo, recorre-se à análise documental e bibliográfica, mobilizando contribuições da teoria económica e financeira para fundamentar a proposta do AOS. Do ponto de vista quantitativo, apresenta-se o modelo de cálculo negocial baseado na lógica da obrigação de cupão zero.

A opção pelo método qualitativo é justificada pela natureza exploratória e propositiva do estudo: não se pretende testar hipóteses sobre um fenómeno já estabelecido, mas antes conceptualizar e fundamentar um novo instrumento financeiro. Neste sentido, o artigo situa-se na tradição da pesquisa aplicada em inovação financeira, conforme descrita por Merton (1992), que argumenta que a criação de novos instrumentos financeiros deve sempre partir do diagnóstico de lacunas ou falhas nos mercados existentes.

O modelo quantitativo sugerido — baseado na lógica da obrigação de cupão zero — constitui a componente analítica do estudo, permitindo demonstrar de forma concreta como seria calculada a rentabilidade da transacção do AOS no mercado secundário.

4. Apresentação, análise e discussão de resultados

4.1. O AOS como Instrumento de Intermediação de Risco

O AOS surge como mecanismo de intermediação entre os riscos incorridos pela classe empresarial e a responsabilização do Estado pelo incumprimento das suas obrigações de pagamento. Em vez de impor uma solução unilateral — como a penalização directa do Estado ou a simples absorção dos prejuízos pelas empresas —, o AOS cria um mercado para este risco, permitindo que seja redistribuído entre os agentes económicos de forma voluntária e eficiente.

Esta abordagem é consistente com os princípios da engenharia financeira moderna que, como refere (Hull, 2018), se caracteriza pela criação de novos produtos que permitem gerir riscos específicos de forma mais eficiente do que os instrumentos tradicionais. Aplicando esta lógica ao contexto angolano, o AOS representa uma solução de engenharia financeira adaptada às especificidades do mercado local.

A extinção do título AOS, no médio e longo prazo, poderia ocorrer caso o Estado normalizasse os seus pagamentos e passasse a cumprir os prazos previstos para as Ordens de Saque. Nesse cenário, a procura pelo instrumento diminuiria naturalmente, a não ser que o activo permanecesse no mercado por razões de especulação ou de diversificação de carteira.

4.2. A Forma Negocial do AOS

O AOS é concebido como um activo financeiro de rendimento fixo, cujo valor facial corresponde ao montante total da dívida do Estado para com o empresário, conforme documentado na Ordem de Saque subjacente. O detentor do AOS — o empresário mutuante — tem duas opções:

(i) Aguardar até à liquidação: O detentor mantém o AOS até ao prazo de vencimento, recebendo o valor facial integral. Esta opção implica suportar o risco temporal e o custo de oportunidade associados ao adiamento do recebimento.

(ii) Efectuar o resgate antecipado: O detentor emite o AOS no mercado, abaixo do par, aceitando perdas mínimas, mas eliminando o risco de incumprimento prolongado. O novo detentor, o investidor comprador, adquire o activo com desconto e aguarda a liquidação, beneficiando da diferença entre o preço de aquisição e o valor facial.

> Como refere (Pires, 2011, p. 186), "... A taxa spot é a taxa interna de renabilidade de empréstimo ou obrigações que só pagam um cash-flow ao investidor (obrigação de cupão zero ou obrigação de desconto puro)"

Esta é precisamente a lógica que sustenta a proposta de cálculo negocial do AOS, ou seja, nesta operação de desconto existe uma taxa implícita, determinável, tal como será apresentada mais adiante.

4.3. Modelo de Cálculo Negocial

O cálculo negocial proposto para o AOS obedece à mesma lógica da Obrigação de Cupão Zero (Zero-Coupon Bond), instrumento em que o detentor não recebe juros periódicos (cupões), e o ganho resulta exclusivamente da diferença entre o Valor Facial (VF) e o Preço de Emissão (PE).

Como descrito por (Bodie, Kane e Marcos, 2015, p. 411):

> " ..., é a obrigação de cupom zero, que não tem nenhum cupom e oferece todo o seu retorno em forma de valorização de preço. Os zeros oferecem um único fluxo de caixa aos detentores, na data de vencimento da obrigação."

Aplicando esta lógica ao AOS, a rentabilidade do investidor (novo detentor) decorre das taxas de juro implícitas na transacção, formalizadas da seguinte forma:

VF > PE, e/ou PE < VF

onde: VF = Valor Facial do AOS (montante total da dívida do Estado inscrito no activo); PE = Preço de Emissão (preço ao qual o AOS é transaccionado no mercado secundário).

O diferencial VF – PE representa o ganho do investidor comprador do AOS, que equivale à taxa de juro implícita da operação. Do ponto de vista do empresário vendedor, este diferencial representa a perda mínima aceite em troca da liquidez imediata e da eliminação do risco de incumprimento prolongado.

A taxa de desconto implícita na transacção do AOS deverá reflectir, entre outros factores: o prazo até à liquidação prevista; o risco de incumprimento do Estado; as condições de mercado vigentes; e a conjuntura macroeconómica, nomeadamente a taxa de inflação e a taxa de juro de referência do BNA.

Esta abordagem é consistente com o modelo de avaliação de instrumentos de dívida apresentado por Ross, Westerfield e Jordan (2013), segundo o qual o preço justo de qualquer activo de rendimento fixo é determinado pelo valor presente dos seus fluxos de caixa futuros, descontados à taxa de retorno exigida pelo mercado.

5. Conclusão

O presente artigo propôs e fundamentou a criação do AOS (Activo de Ordem de Saque) como um novo instrumento financeiro destinado a responder à falha de mercado resultante do incumprimento sistemático do Estado angolano nas suas obrigações de pagamento para com a classe empresarial.

A análise desenvolvida demonstra que o AOS apresenta viabilidade conceptual e operacional, na medida em que: (i) se enquadra na teoria das externalidades e da falha de mercado, conforme proposta por Coase apud Frank (2013); (ii) operacionaliza o princípio do valor temporal do dinheiro, conforme descrito por Matias (2009) e Ross, Westerfield e Jordan (2013); e (iii) adopta um modelo de cálculo negocial consistente com os instrumentos de rendimento fixo já utilizados no mercado, designadamente a obrigação de cupão zero.

Do ponto de vista dos benefícios esperados, o AOS representa uma solução multidimensional: garante a cobertura de risco para a classe empresarial, com perdas mínimas e continuidade da actividade; dinamiza o mercado financeiro angolano, introduzindo um novo instrumento transaccionável; contribui para a formalização e transparência da dívida pública; e, a médio e longo prazo, estimula a confiança entre os agentes económicos e o Estado, com impacto positivo no crescimento económico.

Como limitação do presente estudo, assinala-se que a proposta tem natureza eminentemente conceptual, não sendo ainda possível aferir empiricamente os efeitos do AOS no mercado financeiro angolano. Estudos futuros deverão incluir análises quantitativas sobre a dimensão do mercado potencial, simulações de cenários de precificação do activo e avaliações do quadro regulatório necessário para a sua implementação.

Em suma, a criação do AOS representa uma contribuição relevante para o debate sobre inovação financeira aplicada ao contexto angolano, abrindo caminho para uma solução estrutural a um problema que afecta, em muitos anos, a relação entre o Estado e os agentes económicos privados.

Referências bibliográficas

1. AFONSO, António; BARROS, Carlos Pestana; CALADO, João; BORGES, Maria Rosa; GARCIA, Teresa; RELVAS, Rui. **Introdução à Economia Financeira.** Lisboa: Escolar Editora, 2004.
2. BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Princípios de Finanças Empresariais.** 12. ed. Lisboa: McGraw-Hill, 2017.
3. BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCOS, Alan J. **Investimentos.** 10. Ed. Porto Alegre: AMGH, 2015.
4. COMISSÃO DO MERCADO DE CAPITAIS (CMC). **Plano de Desenvolvimento do Mercado de Capitais de Angola.** Luanda: CMC, 2021.
5. DAMODARAN, Aswath. **Applied Corporate Finance.** 4. ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2015.
6. FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). **Fiscal Monitor: Curbing Corruption.** Washington: IMF, 2019. Disponível em: www.imf.org.
7. FRANK, Robert H. **Microeconomia e Comportamento.** 8. ed. Lisboa: McGraw-Hill, 2013
8. HULL, John C. **Options, Futures, and Other Derivatives.** 10. ed. New Jersey: Pearson Education, 2018.
9. MATIAS, Rogério. **Cálculo Financeiro.** Lisboa: Escolar Editora, 2009.
10. MERTON, Robert C. Financial Innovation and Economic Performance. **Journal of Applied Corporate Finance,** v. 4, n. 4, p. 12-22, 1992.
11. MANGANELLI, S. e POPOV, A. **Financial Development, Sectoral Reallocation, and Volatility (Working Paper No. 1241).** European Central Bank, 2010.
12. PIRES, Cesaltina. **Mercados e Investimentos Financeiros.** 3. ed. Lisboa: Escolar Editora, 2011.
13. ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. **Fundamentos de Administração Financeira.** 9. ed. Porto Alegre: AMGH Editora, 2013.
14. STIGLITZ, Joseph E. **Economics of the Public Sector.** 3. ed. New York: W. W. Norton & Company, 2000.
15. STIGLITZ, Joseph E.; WEISS, Andrew. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. **The American Economic Review,** v. 71, n. 3, p. 393-410, 1981.
16. UNITED NATIONS ECONOMIC COMMISSION FOR AFRICA (UNECA). **Economic Report on Africa 2020: Innovative Finance for Private Sector Development in Africa.** Addis Ababa: UNECA, 2020.
17. WORLD BANK. **Angola Economic Update: Mobilizing Revenues for Economic Recovery.** Washington: World Bank, 2021. Disponível em: www.worldbank.org.